

2026 2. Yarı GÖRÜNÜM RAPORU

'BİR TÜNELDEN DİĞERİNE'

Tacirler Yatırım

Araştırma ve İçerik Yönetimi

arastirma@tacirler.com.tr

TACİRLER
YATIRIM

Bir Tünelden Diğerine

2026 yılına faiz indirimleri, büyüme beklentileri, dolarda değer kaybı ve gümrük tarifelerine yönelik endişelerin azaldığı, harcama ve teşvik beklentilerinin ise arttığı pozitif bir atmosferde başlamıştık. Fakat, daha yılın ilk günlerinde ABD'nin Venezuela'ya müdahalesi ve ardından Şubat sonunda İran ile başlatılan askeri çatışma ortamı petrol fiyatlarını yükselterek enflasyon endişelerini artırdı, büyüme beklentilerini zayıflattı, dolar güç buldu ve finansal varlık sınıfları ile piyasalarda ciddi ayrışmalara neden oldu. **Yılın ikinci yarısına, jeopolitik stresin yatıştığı, büyüme beklentilerinin dengelendiği, enflasyon endişelerinin kısmen azaldığı, ancak hepsinden önemli olarak Fed'den faiz indirim beklentilerinin yerini faiz artırım beklentilerine bıraktığı bir piyasa atmosferinde başlıyoruz. Ek olarak, yapay zeka odaklı iş modelleri ve ABD ara seçimleri 2Y26'da ön planda olacaktır.**

Detaylara bakarsak,

ABD'de, Kasım'da gerçekleşecek ara seçimlere ilişkin gündemin giderek daha fazla ağırlık kazanacağı bir ajanda bekliyoruz. 2024'teki başkanlık seçimlerinde hem Senato hem de Temsilciler Meclisi olmak üzere Kongre'nin iki kanadını ve başkanlık koltuğunu kazanarak bir Kırmızı Dalga yakalayan Cumhuriyetçiler, ABD Başkanı Trump'ın 2025'de dünyayı saran gümrük tarifeleri ve 2026'da İran'la çatışma başta olmak üzere sürekli tırmandırılan siyasi tansiyon nedeniyle anketlerde güven kaybediyor. Seçim beklentileri, Temsilciler Meclisi ve Senato'dan en az birinde Demokratların çoğunluk elde edeceği bir "Bölünmüş Kongre" senaryosuna işaret ediyor. Başkan Trump'ın ilk iki yılındaki kadar rahat hareket edemeyeceği, hatta Kongre'nin iki kanadını da kaybetmesi halinde "topal ördek" olarak niteleneceği bir sonuca yüksek olasılık verilirken; ABD siyasetinde oluşabilecek tıkanma küresel piyasalar için bir riskten çok, rasyonel ekonomi politikalarına dönüş fırsatı olabilir. Fed'den faiz artırım beklentileri ağırlık kazanırken nasıl bir tempo ile ilerleneceği de piyasaların takibinde olacak. ABD borsaları özelinde bakarsak, Yapay zeka odaklı iş modellerinin düşük borçluluk ve yüksek karlılıklarına karşın finansal performanslarının ne kadar sürdürülebilir olduğu sorgulanmaya devam edilecek.

Avrupa'da, tarife baskısı 2026'da azalırken Rusya odaklı tehdit algısı da yılın ilk dönemine göre yatıştı. Yine de altyapı ve savunma harcamalarının artırılması hala gündemde ve petrol fiyatlarındaki artış sonrasında buna enflasyon kaygıları ile parasal sıkılaşma sürecine geçiş de eklendi. ABD - Avrupa arasında dış politika bağlarının zayıflamaya başladığı tarihi bir sürecin henüz çok başlarındayız, ancak bu durumun Avrupa piyasalarına çok ciddi hasarlar vermediğini belirtelim. Bölgede büyüme dinamikleri ve enerji maliyetleri yakından izlenecek.

Asya'da bölgesel ayrışmalar devam ediyor. Çin üzerindeki tarife baskısı artık geride kalıyor diyebiliriz, enerji tedarikinin de normalleşmesi ile büyüme dinamiklerinde gözle görülür bir iyileşme bekliyoruz. Hindistan bölgede giderek daha fazla öne çıkarken, Japonya'da ise 17 yıllık düşük faiz politikası geride kalıyor. BoJ'un faiz artırımlarına devam etmesi ve belki de bu konuda tempoyu yükseltmesi bekleniyor. Güney Kore'de ise yıla çok güçlü bir başlangıç yapan hisse senedi piyasaları, yılın ikinci yarısında ivme kaybedebilir. Son olarak, Vietnam da gözde Asya ekonomileri arasında sayılıyor.

Türkiye'de, dezenflasyon sürecinde bir durgunluk yaşanmakla beraber, Temmuz'dan sonra yeniden dezenflasyon patikasına döneceğimizi düşünüyoruz. TCMB'nin bu süreçte önce haftalık repo ihalelerine başlayarak efektif fonlama oranını %40'tan %37'ye yaklaştırmasını, ardından da politika faizlerinde indirim sürecine geri dönmesini bekliyoruz. TL'de reel değerlenme sürecinin devam edeceğini, ülke risk priminde iyileşmenin de katkısını göreceğimizi düşünüyoruz. Ancak, siyasi gündemin ağırlığı 2025'te ara verilen kredi notlarındaki artış sürecine 2027'den önce geri dönmeyeceğimizi düşündürüyor. Şirketlerin finansal yapısındaki kademeli iyileşme sürebilir, ancak sene başında da dikkat çektiğimiz yüksek borçluluğa bağlı riskler devam ediyor. **Piyasalar açısından,** gelişmekte olan ülke borsalarına görece denge bulan, gelişmiş ülke borsalarına göre ise pozitif ayrılan BIST'te bu eğilimin yılın ikinci yarısında da süreceğini düşünüyoruz. Bununla beraber, yabancı ilgisinde belirgin bir artış beklemiyoruz. Hisse senedi piyasaları açısından değerlemeler ve potansiyel cazip olsa da katalist eksikliği devam edebilir. Bu nedenle, 12 aylık hedeflere yönelim 2027'ye kalacak, 2Y26 genelinde yatay bant hareketleri daha belirgin olacaktır.

Bir Tünelden Diğerine

Türkiye’de döviz piyasaları, faizler ve Borsa İstanbul beklentilerimiz

Döviz Piyasaları: ABD’nin İran’a müdahalesi ile TCMB rezervlerinde yaşanan dalgalanma geride kalıyor. Yılın ikinci yarısında rezervlerde kademeli bir artış öngörüyoruz. Reel pozitif faiz uygulamasının devamı nedeniyle TL’nin de reel açıdan değerli kalmaya devam etmesini bekliyoruz. Ancak, yılın ilk yarısında 0,50 USD + 0,50 EUR’dan oluşan sepet kura karşı reel %10,5 değer kazanan TL, yılın ikinci yarısında daha dengeli bir seyir izleyebilir. Cari durumda 49,60 TL civarında olan sepet kur için sene sonu tahminimiz 55,40 TL seviyesinde ve 2026 geneli için TL’de %15,9 değer kaybına işaret ediyor. ***Sene sonu enflasyon beklentimiz olan %28 TÜFE oranı ile beraber değerlendirdiğimizde TL’de 2026’da sepet bazında %7,5’e yakın reel değer kazancı bekliyoruz.***

Faizler: 2026’ya 100 baz puan faiz indirimi ile başlayan ve 23 Ocak toplantısıyla politika faizini %38’den %37’ye çeken TCMB, ABD’nin İran’a müdahalesi sonrasında politika faizini değiştirmede; ancak haftalık ihalelere son vererek finansal sistemi gecelik borç verme faiz oranı ile fonladı ve Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti’ni (AOFM) %40’a çekti. İlerleyen haftalarda öncelikle AOFM’nin %37’ye yaklaştırılmasını, ardından da politika faizinde indirimlere geri dönülmesini bekliyoruz. ***2026’nın kalanında politika faizinin 200 baz puan gerileyerek yıl sonunda %35’e inmesini; buna bağlı olarak piyasa faizlerinde, değerlendirme parametrelerinde ve bankaların kaynak maliyetleri ile finansman olanaklarında kademeli iyileşme bekliyoruz.***

Borsa İstanbul: BIST 100 endeksi, TL bazında ‘sekiz yıldır aralıksız’ yükselmesine karşın geçtiğimiz üç yılda dolar bazında yatay, enflasyon bazında ise sürekli gerileyen bir performans sergiledi. Ancak, 2026’nın ilk yarısında bu görünümün de yeniden pozitive döndüğünü hesaplıyoruz. Matematik böyle olmasına karşın, endeksin dağılımına ve yükselişe etki eden şirketlere baktığımızda, az sayıda şirketin sürüklediği bir endeks performansı olması nedeniyle geniş bir yatırımcı kesiminin rakamlara yansıyan bu getiriden yararlanamadığı bir dönemi geride bırakmaktayız. MSCI’ın Borsa İstanbul’da şeffaflık ve işlem bütünlüğü üzerine uyarıları ve bu konularda atılabilecek adımlar, ilerleyen dönemde daha sağlıklı bir endeks yapısı getirebilir.

Dolar bazında baktığımızda, BIST 100 endeksi yıl başından bu yana %18 değer kazanırken aynı dönemde MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler endeksine görece %4,6 değer kaybetti. Güney Kore Borsası’nda izlenen dolar bazındaki %100’e yakın yükselişin etkisi dışarıda bakıldığında, BIST 100 endeksinin MSCI GOÜ endeksine yakın bir performansı olduğunu hesaplıyoruz. BIST 100 endeksi, MSCI Dünya Endeksine görece bakıldığında ise bu yıl %9,7 değer kazandı.

Faizlerde kademeli gevşeme, şirket finansallarında ve risk priminde iyileşme gibi beklentilerimiz nedeniyle BIST’in küresel borsalara görece pozitif ayrışmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Ekonomi dışı (iç ve dış siyasi) gelişmelere hassasiyet sürecektir, ancak özellikle iç siyasi risklerin önemli ölçüde fiyatların içinde olduğunu, “yeni ve belirgin şekilde negatif” bir gelişme olmadığı sürece Türk şirketleri üzerindeki siyasi risk odaklı baskının sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Bu konular matematiksel açıdan ölçülebilir ve modellenenebilir riskler olmadığı için gelişmelerin izlenmesi, temkinli iyimserliğin ise korunması gerektiği görüşündeyiz. BIST 100 endeksi için güncel 12 aylık endeks hedefimiz 19.800 ile %40 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Fakat bu hedefe yönelim konusunda yılın kalan kısmında katalist eksikliği sürebilir ve şirketlerin karlılıklarını iyileştirmeleri durumunda 2027’nin ilk yarısı daha belirgin bir borsa hareketi görebiliriz. 2Y26 genelinde yatay bant hareketlerinin kademeli bir ilerleyiş sergilemesini bekliyoruz.

Küresel Görünüm

Küresel Görünüm

ABD’de ara seçim, Fed beklentileri ve yapay zeka odaklı şirketler izlenecek

ABD’de Kasım ayında gerçekleşecek ara seçimlerin gündem ağırlığı her geçen gün artacaktır. Anketler, Cumhuriyetçilerin Kongre üstünlüğünü kaybedebileceğine işaret ediyor. Bu durumun ABD siyasetinde bir tıkanma yaratması muhtemel, ancak piyasalar açısından rasyonel ekonomi politikalarına dönüş fırsatı sunacağını da belirtelim. Fed’in izleyebileceği para politikalarına ilişkin beklentiler ise çok kısa bir sürede faiz indirim beklentilerinden artırım beklentilerine döndü. Fed Başkanı Kevin Warsh’ın yönlendirme konusunda daha pasif bir iletişim politikası tercih etmesi nedeniyle ABD’de açıklanacak büyüme, enflasyon ve istihdam odaklı verilerin piyasa etki düzeyi artacaktır. Son olarak, yapay zeka odaklı iş modellerinin düşük borçluluk ve yüksek karlılıklarına karşın finansal performanslarının ne kadar sürdürülebilir olduğu da sorgulanmaya devam edilecektir ve Fed’den faiz artırım beklentilerinin güçlenmesi teknoloji şirketlerine satış getirebilir.

- **Yaklaşan ara seçimler:** Kasım 2026’da ara seçimler gerçekleşecek ve Temsilciler Meclisi’nin tamamı (435 sandalye), Senato’nun yaklaşık üçte biri (35 sandalye), bazı eyalet valileri, meclis üyeleri, savcılar ve yerel yöneticiler yeniden belirlenecek. Özetle, Başkan ve Başkan Yardımcısı dışında siyasi aktörlerin dağılımında ciddi değişimlere gebe bir döneme yaklaşıyoruz. 2024’te Başkanlık Seçimleri sonrası Başkanlık Koltuğu ve Kongre’nin iki bacağını (TM ve Senato) elde ederek bir kırmızı dalga yakalayan Cumhuriyetçiler, yasama tarafında elde ettikleri gücü Kasım 2026’da kaybedebilirler. Bu durum, ABD Başkanı Trump’ın özellikle dış politika tarafında manevra kabiliyetinin azalmasına neden olacaktır ve aslında olumlu bir değişim de getirebilir. Ancak, seçimler yaklaşıp ve anketler somutlaşıp kadar belirsizlik sürecektir. Cumhuriyetçi Başkan + Demokrat ağırlıklı Kongre denklemine işaret eden anketler piyasa volatilitesini artırabilir.
- **Para politikaları:** Hedeflerin ve uzun vadeli ortalamaların üzerinde seyreden enflasyon verilerine karşın, bu durumun geçici olduğu kabulü Fed’in parasal sıkılaşma konusunda sabırlı davranmasına neden oluyor. Ancak, birkaç hafta öncesine kadar Fed’den faiz indirimine de bir olasılık veren piyasalar artık bu beklentisini tamamen rafa kaldırdı. Faiz artırımlarının zamanlaması konusunda ise henüz bir konsensüs oluşmadığını belirtelim. Fed’de yeni başlayan Warsh dönemi, daha kapalı bir iletişim ve daha yüksek bir belirsizlik ortamı sunabilir. Bu durumda, Fed’in bir sonraki adımını tahmin edebilme açısından makro verilerin önemi ve piyasa etki düzeyi artacaktır.
- **Yapay Zeka odaklı iş modelleri:** ABD’de teknoloji şirketlerinin önemli bir bölümü yapay zeka geliştiren, kullanan ya da servis sağlayan iş modelleri ile gelir ve karlılık tarafında ciddi büyümeler elde etmeye başladı. Bu durumun ivme kaybetmeden sürdürülebilirliği tartışma konusu olmaya devam ederken, bir yandan da 2000’lere doğru ABD’de patlayan “dot.com balonu” ile bu dönemki yapay zeka odaklı iş modellerinin fiyatlandığı dönem karşılaştırılıyor. Fakat, çarpanlar açısından yakın değerler gözlemlense de iki dönem arasında şirketlerin gelir yaratma performansları ve borçlulukları açısından ciddi bir farklılık olduğunu ve mevcut dönem için bir balondan söz etmenin haksızlık olacağını düşünüyoruz. Sonraki sayfada bu konuyu biraz daha detaylandıracağız.

Özetle, ABD borsalarına dair beklentilere baktığımızda, genel olarak yukarı yönlü revizyonların devam ettiğini ve mevcut durumda 7.500 civarında olan S&P 500 endeksi için 12 aylık hedef endeks değerlerinin 8.800 civarına işaret ettiğini görüyoruz. Bu da dolar bazında %17 gibi yüksek bir potansiyel anlamına geliyor ve yukarıda özetlediğimiz risklere dair genel beklentilerin iyimser tarafta kaldığını, özellikle para politikalarında sıkılaşma kaygılarının şimdilik sınırlı olduğunu gösteriyor. Ancak, Fed’in faiz artırımlarına yıl bitmeden başlaması ve ara vermeden devam edeceğine dair öngörülerin artması durumunda teknoloji şirketleri başta olmak üzere ABD hisselerine belirgin satışlar gelebileceğini düşünüyoruz.

Küresel Görünüm

ABD’de yapay zeka balonu var mı?

ABD’de Fed, ara seçimler vb. her biri diğerinden önemli konular takip edilmekle beraber, bunlar gelecek dönemin belirleyici başlıkları olarak izlenecek. Bunlarla beraber, ABD borsalarına son bir yılda dolar bazında %20 - 25 arasında ralli yaşatan, şirketler bazında %100'lere varan getiriler gördüğümüz teknoloji hisselerindeki yükseliş, 1995 – 2000 arası dönemde yaşanan "dot.com balonu" ile kıyaslanıyor ve bugün de veri merkezleri, altyapı sunucuları ve yarı iletken şirketlerinde bir "Yapay Zeka balonu" yaşanıp yaşanmadığı sorgulanıyor.

Açıkçası, şirketlerin karlılık ve borç yükleri üzerinden baktığımızda, bu karşılaştırmamızın haksız olduğunu düşünüyoruz. Aşağıdaki grafikte özetle göstermeye çalıştığımız gibi, tahmini fiyat kazanç çarpanları açısından dot.com dönemine yakın çarpanlara gelmiş olsa da (grafikte mavi çizgi), bugün Nasdaq'ta ağırlığı olan teknoloji şirketlerinin çok daha yüksek hisse başı karlılık (gri çizgi) ve daha düşük net borç / FAVÖK (turuncu çizgi) ile faaliyet gösterdiklerini izlemekteyiz. Özetle, karşılaştırmaya konu şirketler, dot.com balonu dönemine göre bugün artık daha karlı ve daha verimli. Ek olarak değerlendirme bazlı baktığımızda da, mevcut durumda 26 bin civarında olan Nasdaq Bileşik endeksi için 12 aylık hedef endeks değerleri 32 binlere ve dolar bazında ek %23 getiri potansiyeline işaret ediyor.

S&P 500 Endeksi: Tahmini F/K, Net Borç / FAVÖK ve hisse başı karlılıklar



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım Araştırma

Burada iki temel riske vurgu yapalım: İlki, Yapa zeka odaklı iş modellerinin son birkaç yılda karlılık ve gelir büyümesine dolar bazında %50'leri aşan çok ciddi katkıları olmasına karşın, ilerleyen dönemde bu oranlarda büyümenin devam etmesi mümkün değil. Bu nedenle mevcut tahminler iyimser kalabilir ve aşağı revizyonlar görebiliriz. İkinci olarak, teknoloji şirketleri yapısı itibarıyla yaşam döngülerinin ilk yıllarında değil, olgunluk dönemlerinde yüksek nakit yaratımı sergileyen şirketlerdir. Bu durum, hedef hisse fiyatlarının kritik değerlendirme parametrelerinden biri olan iskonto faktörüne yüksek hassasiyet sergilemesine neden olur. Fed'den faiz artırımlarının başlaması halinde, değerlemelerde hızlı aşağı revizyonlar görebiliriz. Bu iki nedene dayanarak, **ABD’de bir yapay zeka balonu olduğunu düşünmesek de 2Y26’da teknoloji şirketlerine yönelik fiyatlandırma ortamının daha riskli ve kırılgan olacağını düşünüyoruz. Olası bir sert satış dalgası, küresel borsaları da belirgin şekilde huzursuz edebilir.**

Küresel Görünüm

Avrupa'da büyüme yavaşlıyor, kamu yatırımları artıyor

2025 yılı boyunca bölgeyi etki altına alan tarife baskısı artık geride kaldı, ancak ABD – İran çatışmasına bağlı olarak petrol fiyatlarında yaşanan yükseliş kırılgan bölge ekonomilerinde büyüme dinamiklerinin kalıcı hasarlar almasına neden oldu. Öncü Avrupa ülkeleri ise, hem bölgenin refahı hem de birliğin devamlılığını sağlama adına son 30 yılın en yüksek savunma (*askeri elektronik, radar sistemleri, insansız hava araçları, füze sistemleri, siber güvenlik vb.*) ve altyapı (*demiryolu, enerji, elektrik şebekeleri vb.*) harcamalarına yöneldi. Bu adımların bölge ekonomilerini ne derece destekleyeceği izlenecektir. Ek olarak, enerji maliyetlerindeki artışa bağlı enflasyonist riskleri kontrol amacıyla Avrupa Merkez Bankası (ECB) 25 baz puanlık bir faiz artırımına gitti, ancak petrol fiyatlarındaki gerileme nedeniyle sonraki aylarda frene basabilir ve yeni faiz artırımları görmeyebiliriz.

2026'nın ikinci yarısına dair beklentiler, Avrupa borsalarında halen bir potansiyel görüldüğüne işaret ediyor. ABD şirketlerine göreceli olarak Avrupalı şirketler daha düşük çarpanlarla işlem görürken, finansal kesim şirketleri, savunma sanayi şirketleri, taahhüt şirketleri, sağlık sektörü ve yapay zeka dönüşümünü geriden de olsa yakalamaya çalışan veri merkezi, hizmet sağlayıcı ve altyapı şirketleri öne çıkıyor. Tüketici harcamalarına bağımlı şirketler, yüksek enerji maliyetleri ile faaliyet gösterenler ve büyüme dinamikleri Çin talebine bağlı ihracatçılar ise finansallarına somut toparlanma görülene kadar geri planda kalabilir. **Mevcut durumda 25 bin civarında olan DAX endeksi için sene sonu tahminleri 26 bin, 12 aylık hedef değerler ise 29 – 30 bin bölgesine ve EUR bazında %20'ye yakın potansiyel getirilere işaret ediyor. Benzer şekilde FTSE 100 (İngiltere) ve CAC 40 (Fransa) borsalarına ilişkin hedefler de sırasıyla GBP bazında %15 ve EUR bazında %14 getiri potansiyeli sunmakta.**

Asya'da enerji şoku atlatılıyor

Hürmüz Boğazı'nın kapalı kaldığı dönemde, özellikle deniz yoluyla nakledilen petrole erişimi sınırlanan ya da tamamen kesilen Asya ekonomileri, bölgede trafiğin yeniden artmasıyla nefes almaya başladı. Mart – Nisan – Mayıs döneminde bölge ekonomilerine dair aşağı revizyonlar gördüğümüz büyüme beklentilerinde Haziran ayında kısmi bir iyileşme izliyoruz. Asya ekonomileri, genel olarak bakıldığında küresel büyümenin sürükleyicisi olmaya devam edecekler.

Ülkeler bazında detaylandırırsak, **Hindistan** %6'ya yakın büyüme beklentileri ile Çin'in de önüne geçerken güçlü iç tüketim, devam eden altyapı yatırımları, alternatif üretim üssü olma süreçleri ile öne çıkıyor. Çok uluslu kurumsal yatırımcılar tarafından Sensex'e göre daha öncelikle referans alınan **Nifty 50 Endeksi için 12 aylık tahminler 28.700 civarına ve Rupî bazında %19 (dolar bazında %16) getiri potansiyeline işaret ediyor.** Çin'e baktığımızda, ABD kaynaklı ekonomik baskı kısmen hafiflerken enerji maliyetlerinde ve lojistik hatlarında rahatlatma büyüme beklentilerinde de iyileşme getiriyor. Bununla beraber, küresel ortalamaların üzerinde, ancak tarihi ve ideal büyüme oranları altında büyüme beklentileri devam ediyor. **2026 başından bu yana dolar bazında %5'e yakın yükselen Şangay Kompozit endeksi için 12 aylık değerlemeler %26 civarında getiri potansiyeline işaret ediyor.**

Uzun yıllar düşük enflasyon ve hatta deflasyonla boğuşan, ancak 2022'den sonra makul enflasyon oranları izlenen **Japonya'da** son 30 yılın en yüksek faiz oranlarına yönelim devam ediyor. Japonya Merkez Bankası'nın faiz artırımlarına devam etmesi küresel carry trade pozisyonları açısından da ayrıca izlenecektir. **Güney Kore'de** çip teknolojisi tarafındaki karışık görünüme bağlı volatiliten devamı; Asya'nın yeni üretim üslerinden **Vietnam'da** Çin desteği, düşük maliyetli üretim dinamikleri, ihracat ve doğrudan sermaye yatırımı çekme eğiliminin sürmesi bekleniyor. Zayıf tarafta görülenler ise **Tayland; Pakistan, Bangladeş, Malezya ve Singapur.**

Makro Görünüm

Makro Görünüm

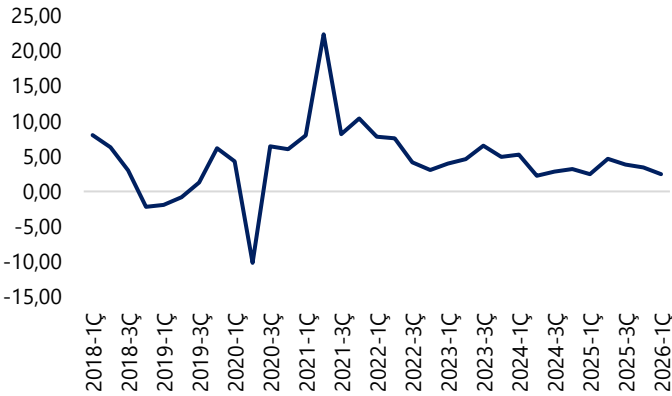
Büyüme

ABD – İran savaşının yarattığı arz şoku ve buna paralel sıkılaşan finansal koşullar çerçevesinde, nisan ayında 2026 yıl sonu büyüme tahminimizi %4'ten %3,2'ye revize ettik. Son gelen veriler ışığında Türkiye ekonomisi ilk çeyrekte çeyreklik bazda %0,1, yıllık bazda ise %2,5 büyürken, alt kalemler ekonomik aktivitede ivme kaybının belirginleştiğine işaret etti. İlk çeyrekte hizmet sektörü büyümenin ana sürükleyicisi olmaya devam ederken, çeyreklik bazda baktığımızda hanehalkı tüketimindeki sınırlı (%0,1) artış ve yatırımların %2,2 daralması iç talepte yavaşlama sinyali verdi. İlk çeyrekte finansal koşullar ve artan belirsizliklerin özellikle yatırım harcamaları üzerinde baskı oluşturduğunu değerlendiriyoruz.

Yüksek frekanslı veriler yıllık büyümenin ikinci çeyrekte de %3 altında kalabileceğine, ancak ilk çeyrek verisinin bir miktar üzerinde oluşabileceğine işaret ediyor. Mayısta İSO İmalat PMI endeksi 49,8'e yükselerek Mart 2024'ten bu yana en yüksek düzeyine ulaştı. Reel kesim güven endeksi ve kapasite kullanım oranında mayıs ve haziranda gözlenen artışlar da imalat sanayiindeki zayıflamanın ardından kontrollü bir toparlanmaya işaret ediyor. Diğer yandan, tüketici güven endeksinin haziranda Mayıs 2023'ten bu yana en yüksek seviyesine yükselmesi, yurt içi talep görünümünde de ikinci çeyrek itibarıyla daha dengeli bir seyre işaret ediyor. ABD – İran savaşının beklentiler üzerindeki negatif etkileri dolayısıyla mart – nisan aylarında belirgin gerileme kaydeden diğer yüksek frekanslı verilerde de, mayıs ayı itibarıyla toparlanma eğilimi izliyoruz.

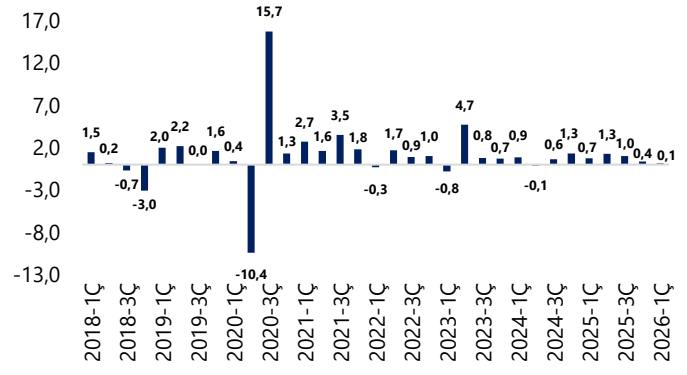
İkinci yarıda ise finansal koşullardaki sıkılığın kademeli olarak hafifleyeceği beklentimizle birlikte ekonomik aktivitede daha dengeli bir görünüm oluşmasını bekliyoruz. Finansal koşullarda yaz ayları itibarıyla başlamasını beklediğimiz kademeli gevşeme ve savaş ortamının yarattığı belirsizliğin azalıyor olması ile birlikte ekonomik aktivitedeki ivme kaybının sınırlanmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, büyümede güçlü ve tabana yayılan bir hızlanma öngörmüyoruz. Bu çerçevede 2026 büyüme tahminimizi %3,2'de koruyoruz. 2027 büyüme tahminimiz ise %4 seviyesinde.

GSYİH Yıllık Büyüme Oranı (%)



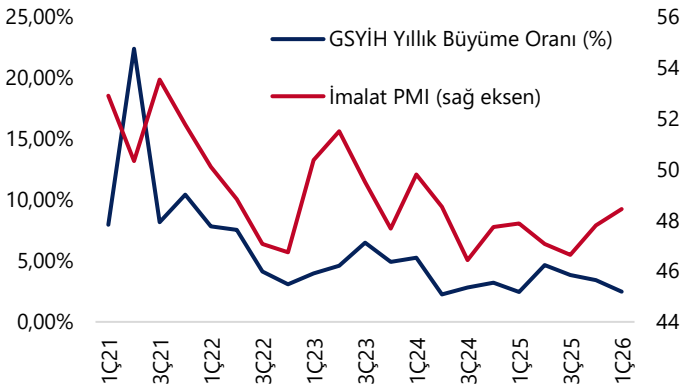
Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

GSYİH Çeyreklik Büyüme Oranı (mev. arındırılmış, %)



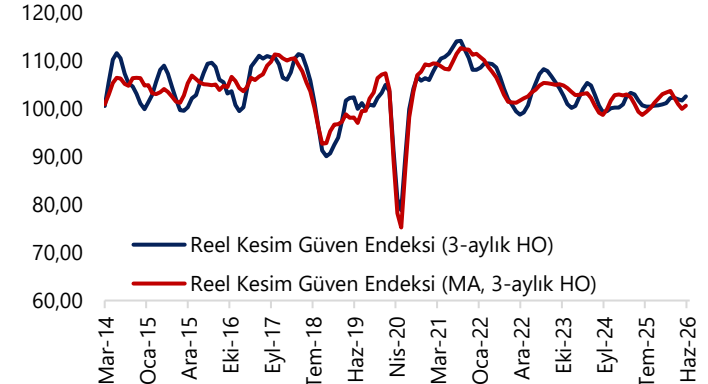
Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

İSO İmalat PMI & GSYİH Büyüme (çeyreklik bazda)



Kaynak: İstanbul Sanayi Odası, TÜİK, Tacirler Yatırım

Reel Kesim Güven Endeksi (3-aylık HO)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Makro Görünüm

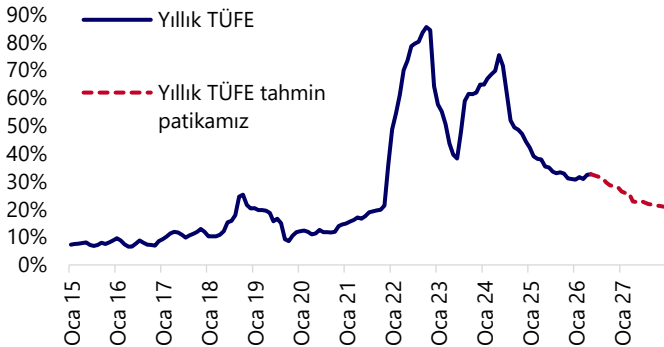
Enflasyon

ABD – İran savaşının başlamasıyla birlikte nisan ayında makro tahminlerimizde gittiğimiz revizyonda, enerji fiyatlarında gözlenen yükseliş ve yaygın maliyet etkileri nedeniyle 2026 yıl sonu TÜFE tahminimizi %23 seviyesinden %28'e revize ettik. Jeopolitik gelişmelerin yarattığı arz yönlü şokların enerji maliyetleri başta olmak üzere fiyatlama davranışları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturarak dezenflasyon sürecini kısa vadede daha kırılğan hale getirdiğini değerlendiriyoruz.

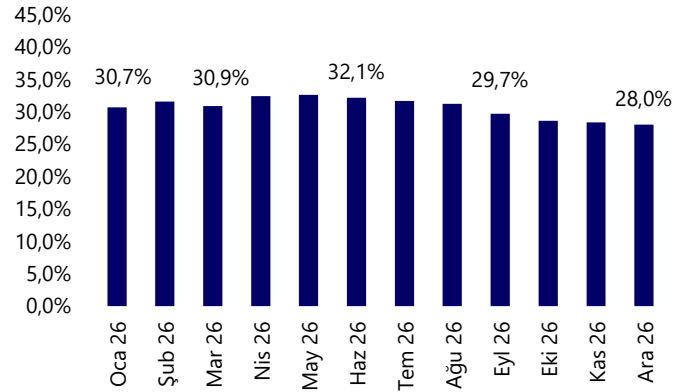
Aldığımız son veriler çerçevesinde yıllık TÜFE Mayıs itibarıyla %32,6 seviyesine yükseldi. Haziran ayında aylık TÜFE artışının %1 seviyesinde gerçekleşmesini, bu doğrultuda yıllık TÜFE'nin %32,1'e gerilemesini bekliyoruz. Mayıs ayında gıda fiyatlarında başlayan düşüş eğiliminin haziranda da devam ettiğini takip ederken, bu çerçevede gıda grubunda üst üste ikinci ay negatif aylık enflasyon gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Bununla birlikte, haziran ayı sonlarına doğru sebze fiyatlarında izlediğimiz yükselişler nedeniyle gıda enflasyonunun temmuz ayında yeniden pozitif bölgeye geçebileceğini düşünüyoruz. Temmuz ayında gerçekleşecek vergi ayarlamalarının, özellikle yaklaşan ÖTV düzenlemelerinin, yakın vadeli enflasyon görünümü üzerinde belirleyici olacağını değerlendiriyoruz.

ABD – İran arasında sağlanan ateşkes sonrasında enerji fiyatlarında izlenen gerilemenin kısa vadede enflasyonist baskıları kısmen hafifletebileceğini düşünüyoruz. Yıllık TÜFE'nin yaz aylarında gerilemeye devam ederek eylül itibarıyla %30'un, ekim itibarıyla ise %29 altına gerileyebileceğini değerlendiriyoruz. Yılın son iki ayında ise aylık fiyat artışlarının yeniden %1'in altına inmesini bekliyoruz. Bu çerçevede 2026 yıl sonu TÜFE tahminimizi %28 seviyesinde korumakla birlikte, son dönemde bozulan beklenti ortamı ve maliyet şoklarının fiyatlama davranışları üzerindeki gecikmeli etkileri nedeniyle tahminimize yönelik riskleri sınırlı yukarı yönlü değerlendiriyoruz. 2027 yıl sonu tahminimiz ise %21 seviyesinde.

Enflasyon Tahmin Patikamız

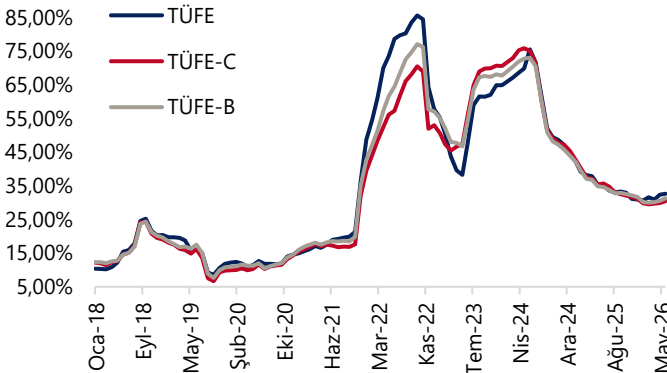


Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım



Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

TÜFE Yıllık Değişim (%)



Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

Gıda Fiyatları (% yıllık değişim)



Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

Makro Görünüm

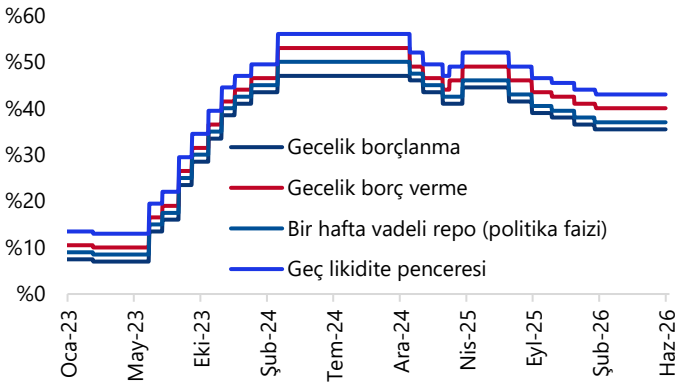
Para Politikası

Makroekonomik tahminlerimizde nisan ayında gittiğimiz revizyonda, yıl sonu politika faizi tahminimizi %29,5'ten %35'e çektik. ABD – İran savaşı sonrasında petrol fiyatlarında gözlenen sert yükseliş ve artan jeopolitik risklerin enflasyon görünümü üzerindeki baskıyı artırmasıyla birlikte TCMB, haftalık repo ihaleleriyle fonlamayı durdurarak likiditeyi faiz koridorunun üst bandı (%40) üzerinden sağlamaya başladı. Politika faizi %37 seviyesinde korunurken, ortalama fonlama maliyeti mart ayından bu yana fiilen %40 seviyesine yakın seyrediyor. TCMB'nin mevcut fonlama maliyetine rağmen politika faizinde teknik bir artışa gitmemesini önemli bir sinyal olarak değerlendiriyoruz. Zira politika faizinin %40'a yükseltilmesi efektif sıkılık düzeyini değiştirmeyecek olsa da, Banka'nın bu adımı atmamasını mevcut sıkılaşmayı geçici gördüğümüz ve ilk fırsatta gevşeme döngüsüne geri dönmek istediği şeklinde okuyoruz.

TCMB, son PPK toplantısında enflasyonun ana eğilimindeki sınırlı iyileşmeye dikkat çekerken, iktisadi faaliyetteki yavaşlama ve iç talepteki zayıf seyrin sürdüğünü vurguladı. Jeopolitik risklerde son dönemde izlenen normalleşme, rezerv dinamiklerindeki görece iyileşme, gıda fiyatlarındaki sönümlenme ve arz şoklarının büyüme üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin Banka'nın mevcut politika bileşimini koruma tercihinde etkili olduğunu düşünüyoruz.

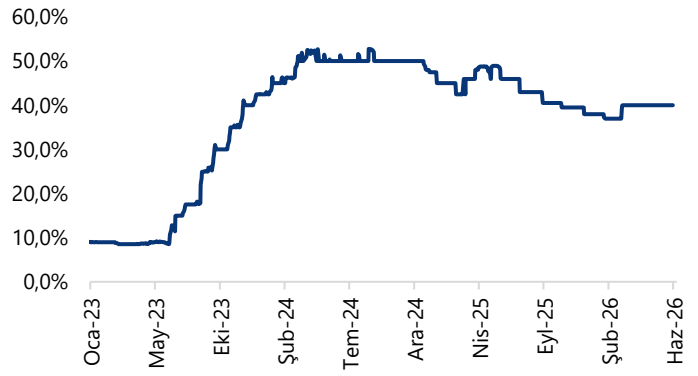
ABD – İran arasındaki ateşkes sonrasında enerji maliyetlerinde izlenen gerileme ve enflasyon ana eğilimindeki sınırlı soğumayla birlikte, 23 Temmuz tarihli PPK toplantısında haftalık repo ihalelerine dönüş yönünde ilk adımın gelebileceğini değerlendiriyoruz. TCMB'nin kademeli olarak haftalık repo ihalelerine dönerek fonlama maliyetini politika faizine (%37) yakınsatabileceğini öngörüyoruz. Bu tür bir normalleşmenin yılın son çeyreğine doğru politika faizinde yeniden indirim için alan açabileceğini öngörüyoruz ve yıl sonu politika faizi tahminimizi %35'te koruyoruz. 2027 yıl sonu politika faizi tahminimiz ise %25 seviyesinde bulunuyor.

TCMB Faiz Oranları (%)



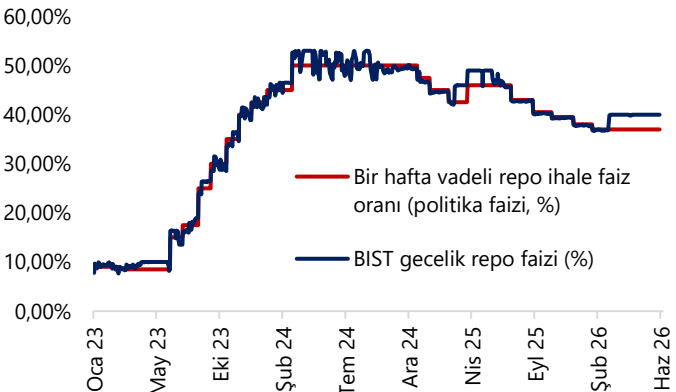
Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti (%)



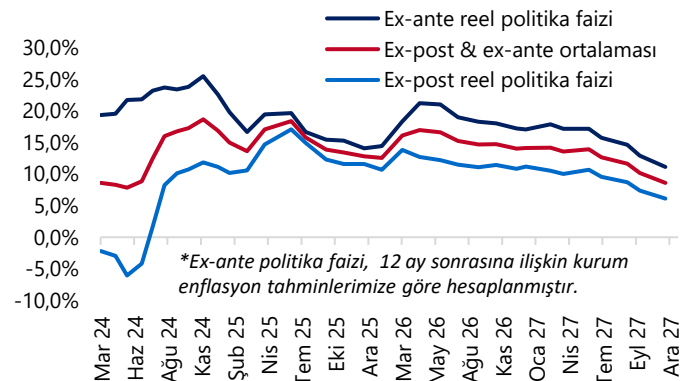
Kaynak: TCMB, BIST, Hazine, Tacirler Yatırım

Politika Faizi & BIST Gecelik Repo Faizi (%)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Reel Politika Faizi Tahmin Patikamız* (%)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

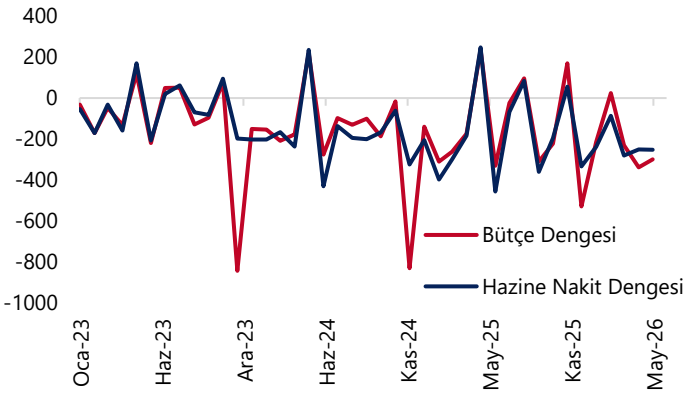
Makro Görünüm

Maliye Politikası

2026 yıl sonu bütçe açığı tahminimiz 2,8 trilyon TL (GSYİH'nın %3,3'ü) seviyesinde bulunurken, 2027 yılında bütçe açığının 3,5 trilyon TL'ye (GSYİH'nın %3,2'si) yükseleceğini öngörüyoruz. Bu yılın ilk yarısında akaryakıt fiyat artışlarının eşel mobil mekanizması üzerinden absorbe edilmesi, özellikle ÖTV tahsilatı kanalıyla bütçe dengesi üzerinde belirgin bir baskı yarattı. Gelen son veriler ışığında merkezi yönetim bütçesi mayısta 298,2 milyar TL, faiz dışı denge ise 169,3 milyar TL açık verdi. Böylece bütçe Ocak – Mayıs döneminde kümülatif olarak 1,1 trilyon TL açık verirken, 12 aylık kümülatif bütçe açığı 1,7 trilyon TL'den 2,2 trilyon TL'ye yükseldi. Eşel mobil etkisinin yanı sıra, geçtiğimiz yıl mayısta tahsil edilen dördüncü geçici vergi kaynaklı gelirlerin bu yıl şubat ayına kaymış olması ve haziran ayına ötelenen vergi tahsilatları da mayıs ayı bütçe gerçekleştirmelerinde yıllık bazda olumsuz baz etkisi yaratan ilave unsurlar olarak öne çıktı.

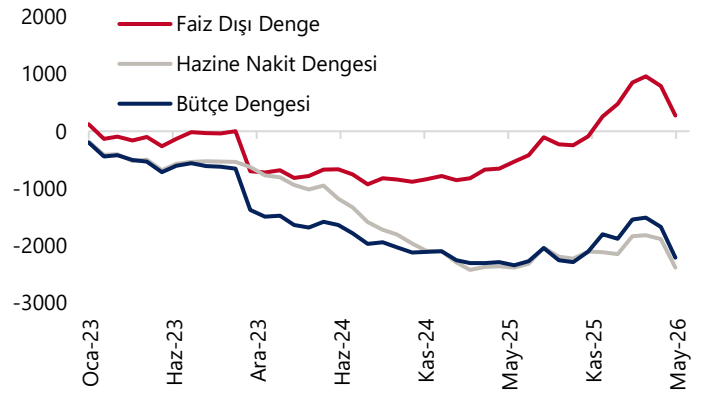
Nisan ve mayısta eşel mobil kaynaklı ÖTV kayıpları belirginleşirken, petrol fiyatlarında son dönemde izlenen geri çekilmenin önümüzdeki dönemde bütçe görünümü üzerindeki baskıyı hafifletebileceğini değerlendiriyoruz. Önceki hesaplamalarımız, sistem kapsamında kullanılabilir vergi alanının tamamen devreye girmesi halinde eşel mobil uygulamasının bütçeye günlük maliyetinin, KDV etkisi dahil yaklaşık 1,4 milyar TL'ye ulaşabileceğine işaret ediyordu. Brent petrol fiyatının yeniden mart başındaki seviyelere yakınsaması, eşel mobil mekanizması kapsamında daha önce azaltılan ÖTV tutarlarının önemli bölümünün yeniden devreye alınabileceğine işaret ediyor. Bu gelişme ile birlikte eşel mobil sistemi üzerindeki yükün hafiflemesi ve hazirana ötelenen tahsilatlar, önümüzdeki dönemde bütçe gerçekleştirmelerinde daha olumlu bir görünümü beraberinde getirebilir. Bu çerçevede, yılın ikinci yarısında bütçe görünümüne ilişkin risklerin önceki döneme kıyasla daha dengeli hale geleceğini değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, finansal koşullarda devam eden sıkılık ve iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamanın bütçe görünümü açısından izlenmesi gereken temel risk unsurları arasında yer almaya devam ettiği görüşündeyiz.

Bütçe Dengesi ve Hazine Nakit Dengesi (milyar TL)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

Bütçe Göstergeleri (12-aylık kümülatif, milyar TL)



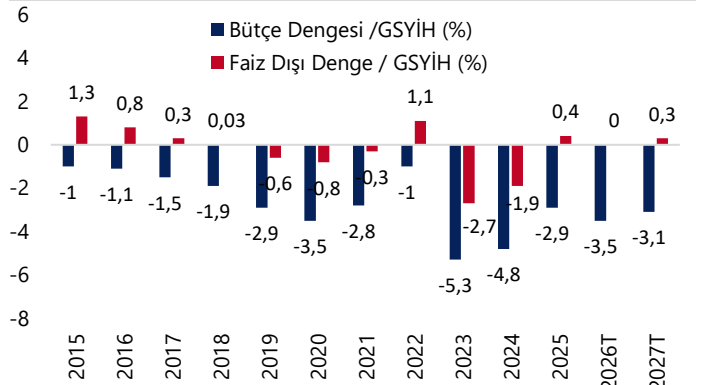
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

Bütçe Gerçekleşmeleri (milyon TL)

(milyon TL)	Ocak - Mayıs 26'	2026 Bütçe Projeksiyonu	Gerçekleşme Oranı
Gelirler	6.277,7	16.266	%38,6
Vergi Gelirleri	5.304	13.833	%38,3
Vergi Dışı Gelirler	973,6	2.433	%40
Harcamalar	7.334,7	18.978,8	%38,6
Faiz Harcamaları	1.262,6	2.741,6	%46,1
Faiz Dışı Harcamalar	6.072	16.237	%37,4
Faiz Dışı Denge	205,643	28,963	%710
Bütçe Dengesi	-1.057	-2.712,7	%39

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

OVP Bütçe Tahminleri



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

Makro Görünüm

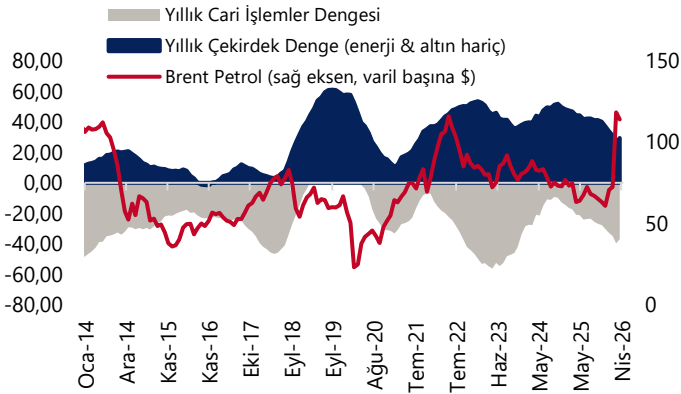
Cari İşlemler Dengesi

ABD – İran savaşı ile birlikte nisanda gerçekleştirdiğimiz revizyonda 2026 cari açık tahminimizi 36 milyar dolardan (GSYİH'nın %2,1'i) 45 milyar dolara (GSYİH'nın %2,5'i) yükseltmiştik. Gelineen noktada jeopolitik gelişmelerin dış denge görünümü üzerindeki etkilerini dikkate alarak, tahminimizi 54 milyar dolara (GSYİH'nın %3'ü) revize ettik.

Mart ayında 9 milyar doları aşan cari işlemler açığı, nisan ayı itibarıyla 5,7 milyar dolara geriledi. Böylelikle Ocak – Nisan döneminde kümülatif cari açık 29,4 milyar dolar olurken, bir önceki yılın aynı döneminde kaydedilen 22,6 milyar dolarlık cari açığa kıyasla önemli bir artış gösterdi. 12 aylık birikimli cari açık baz etkisiyle nisan ayında 39,7 milyar dolardan 37 milyar dolara geriledi. Altın ve enerji hariç cari işlemler dengesi ise ocak – nisan döneminde 6,1 milyar dolar açık kaydetti. Cari açıkta nisan ayında izlediğimiz düşüş eğiliminin mayıs ayında da devamını bekliyoruz. Ancak, enerji fiyatlarında son dönemde gözlenen geri çekilmeye rağmen, mart – nisan döneminde oluşan yüksek enerji ithalatı faturası nedeniyle cari dengede yakın vadede kalıcı bir iyileşme öngörüyoruz.

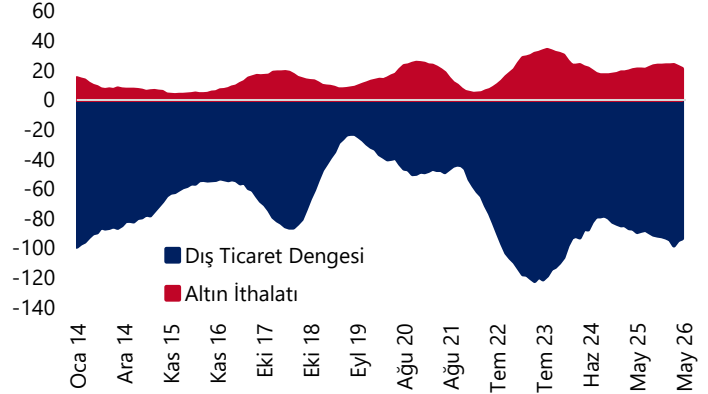
ABD – İran savaşının iktisadi faaliyet üzerindeki baskılayıcı etkilerinin önümüzdeki dönemde kademeli olarak sınırlanmasını bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında iç talepte daha dengeli bir görünüm beklemekle birlikte, yıllık 58 milyar dolar civarında seyreden tüketim malı ithalatında belirgin bir zayıflama öngörüyoruz. Küresel ölçekte enerji fiyatlarında izlenen normalleşme finansman görünümünü desteklerken, ihracat pazarlarımızda ekonomik aktivitenin halen zayıf seyrini koruduğunu gözlemliyoruz. Nitekim İSO İhracat İklim Endeksi mart ayından bu yana 50,3 ile yatay bir seyir izlerken, en büyük ihracat pazarımız olan Almanya'da üretimdeki düşüş mayıs itibarıyla derinleşmiş durumda. Fransa ve Birleşik Krallık'ta da üretim daralırken, toplam ihracatımızın %19'unu oluşturan bu üç ekonomi, dış talep koşullarını sınırlamaya devam ediyor. Bu çerçevede dış dengede güçlü bir iyileşmeden ziyade daha sınırlı bir düzeltme süreci öngörüyoruz.

Cari İşlemler Dengesi (yıllık, milyar US\$)



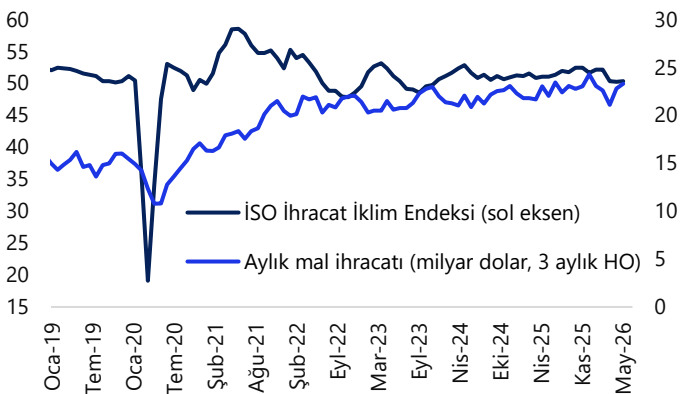
Kaynak: TCMB, Bloomberg, Tacirler Yatırım

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



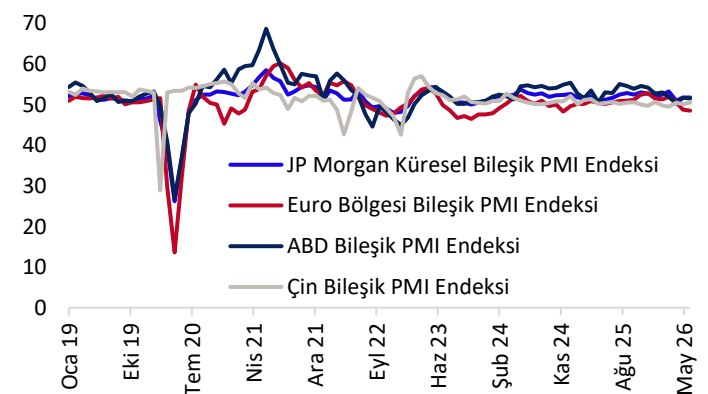
Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

İSO İhracat İklim Endeksi & İhracat



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

Küresel PMI Endeksleri



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

Makro Görünüm

Dış Finansman Görünümü

ABD – İran savaşı sonrasında küresel risk iştahında yaşanan bozulma, mart ve nisan aylarında Türkiye piyasalarında belirgin bir baskı yarattı. 27 Şubat haftasından bu yana TCMB swap hariç net rezervi 78 milyar dolardan 29 milyar dolara gerilerken; brüt rezervler 210 milyar dolardan 152 milyar dolara, net döviz rezervi ise 91 milyar dolardan 45 milyar dolara indi. Aynı dönemde yabancı yatırımcılar hisse senedi piyasasında yaklaşık 1,6 milyar dolar, repo hariç tahvil piyasasında ise 6 milyar doların üzerinde net satış gerçekleştirdi. Söz konusu çıkışların önemli bölümü mart – nisan döneminde gerçekleşirken, son haftalarda portföy akımlarında daha dengeli bir görünüm oluşmaya başladığını izliyoruz.

CDS primi şubat ayındaki 230 baz puan seviyesinden mart ayında 310 baz puanın üzerine yükselirken, haziran ortası itibarıyla yeniden 220 baz puanın altına geriledi. Aynı dönemde mart ayında 140 baz puanı aşan Türkiye – GoÜ CDS farkı ise haziran itibarıyla 80 baz puanın altına inerek -1 standart sapma çizgisine yakınsadı. Bununla birlikte Türkiye CDS priminin Brezilya ve Güney Afrika gibi benzer gelişmekte olan ülkelerin halen belirgin üzerinde seyretmesi, risk algısındaki iyileşmeye rağmen temkinli görünümün sürdüğünü gösteriyor.

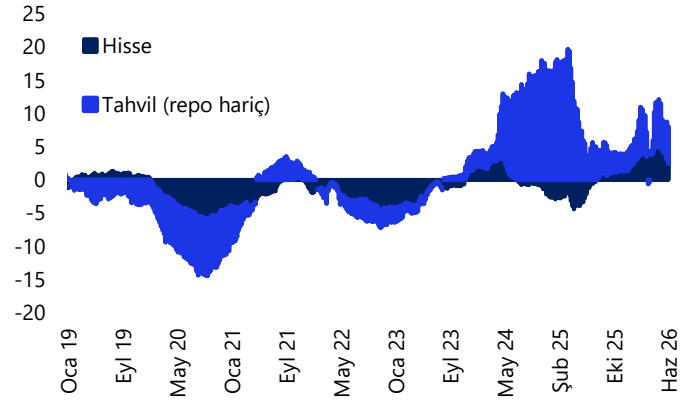
Küresel oynaklıktaki artışa rağmen yurt içi yerleşiklerin döviz talebinde belirgin bir bozulma yaşanmadı. Mart başından bu yana altın hariç ve parite etkisinden arındırılmış DTH'larda yalnızca 1 milyar dolarlık sınırlı artış görülürken, söz konusu artışın tamamı kurumlar kaynaklı gerçekleşti. Nitekim aynı dönemde gerçek kişilerin DTH'ları 2,3 milyar dolar gerilerken, kurumlar DTH'ları 3,4 milyar dolar artış kaydetti. Bu görünüm, jeopolitik stres dönemine rağmen yurt içi yerleşik davranışında sistemik bir dolarizasyon eğilimi oluşmadığına işaret ediyor. Önümüzdeki dönemde jeopolitik risklerin görece sönümlenmesiyle birlikte rezervlerde yaşanan kayıpların bir kısmının telafi edilebileceğini, ancak yurt içi gelişmelerin TL varlıklara yönelik algı açısından yakından izlenmeye devam edeceğini değerlendiriyoruz.

TCMB Brüt & Net Rezervler (milyar \$)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

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



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

5 Yıllık CDS Primleri Ülke Karşılaştırmaları (baz puan)



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

Türkiye - GoÜ CDS Farkları (baz puan)



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

Makro Tahminler

	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
--	------	------	------	------	-------	-------

Ekonomik Aktivite

Nominal GSYİH (trilyon TL)	15.3	27.1	44.6	63.0	84.9	108.7
Nominal GSYİH (trilyon \$)	0.9	1.14	1.36	1.59	1.77	1.87
GSYİH reel büyüme	5.4%	5.0%	3.3%	3.6%	3.2%	4.0%

Dış Denge

Cari İşlemler Dengesi (milyar \$)	-46.7	-41.8	-13.0	-30.2	-54	-44
Cari İşlemler Dengesi /GSYİH	-5.2%	-3.7%	-1.0%	-1.9%	-3.0%	-2.3%

Bütçe

Bütçe Dengesi (trilyon TL)	-0.14	-1.4	-2.1	-1.8	-2.8	-3.5
Bütçe Dengesi / GSYİH	-0.9%	-5.1%	-4.7%	-2.9%	-3.3%	-3.2%

Fiyatlar

TÜFE (yıl sonu)	64.3%	64.8%	44.4%	30.8%	28.0%	21.0%
TÜFE (ortalama)	72%	53.4%	60%	35.2%	30.6%	23.0%
Politika Faizi (yıl sonu)	9%	42.5%	47.5%	38.0%	35.0%	25.0%
USD/TRY (yıl sonu)	18.7	29.5	35.4	43.0	51.5	62.0
USD/TRY (ortalama)	16.6	23.8	32.9	39.6	48.0	58.0
EUR/TRY (yıl sonu)	20	32.7	36.7	50.6	59.3	72.5
EUR/TRY (ortalama)	17.4	25.8	35.6	44.8	55.0	67.5
EUR/USD (yıl sonu)	1.07	1.10	1.04	1.18	1.15	1.17
EUR/USD (ortalama)	1.05	1.08	1.08	1.13	1.15	1.16

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 üç yılda **%252 nominal getiri** sağlarken, bu dönemde BIST 100 endeksi %163 yükseliş sergiledi. Buna göre, **Model Portföyün başlangıçtan bugüne endeks göreceli performansı %34 pozitif getiriye işaret etmektedir.** Son bir yılda ise endeksin altında bir performans söz konusudur. Bunun temel nedeni, endekse yüksek oranda etki eden bazı şirketlerin değerlendirme olarak pahalı bulunması ve tercih edilmemesidir.

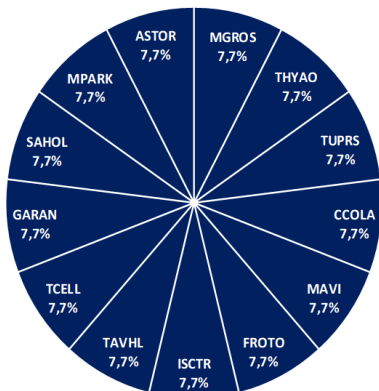
Mevcut durumda, giriş sıralarına göre **Migros, Türk Hava Yolları, Tüpraş, Coca Cola İçecek, Mavi Giyim, Ford Otosan, İşbank (C), Tav Havalimanları, Turkcell, Garanti Bankası, Sabancı Holding, MLP Sağlık ve Astor Enerji** Model Portföyümüzde bulunmaktadır. Model Portföyümüzde yer alan şirketleri ve performanslarını 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	₺669,50	₺1.039,00	287%	55%	06-Haz-23
Türk Hava Yolları	THYAO	₺326,00	₺414,00	103%	27%	06-Haz-23
Tüpraş	TUPRS	₺227,50	₺352,00	327%	55%	06-Haz-23
Coca Cola	CCOLA	₺83,05	₺103,00	137%	24%	27-Kas-23
Mavi Giyim	MAVI	₺37,64	₺60,80	-19%	62%	27-Ağu-24
Ford Otosan	FROTO	₺84,55	₺132,00	6%	56%	28-Ağu-24
İşbank (C)	ISCTR	₺14,81	₺23,10	22%	56%	24-Ara-24
Tav Havalimanları	TAVHL	₺282,25	₺430,00	0%	52%	24-Ara-24
Turkcell	TCELL	₺107,40	₺148,00	23%	38%	24-Ara-24
Garanti	GARAN	₺138,00	₺200,00	5%	45%	09-Tem-25
Sabancı Holding	SAHOL	₺97,50	₺183,00	17%	88%	26-Ara-25
MLP Sağlık	MPARK	₺430,00	₺619,00	14%	44%	26-Ara-25
Astor Enerji	ASTOR	₺276,50	₺405,00	50%	46%	23-Şub-26

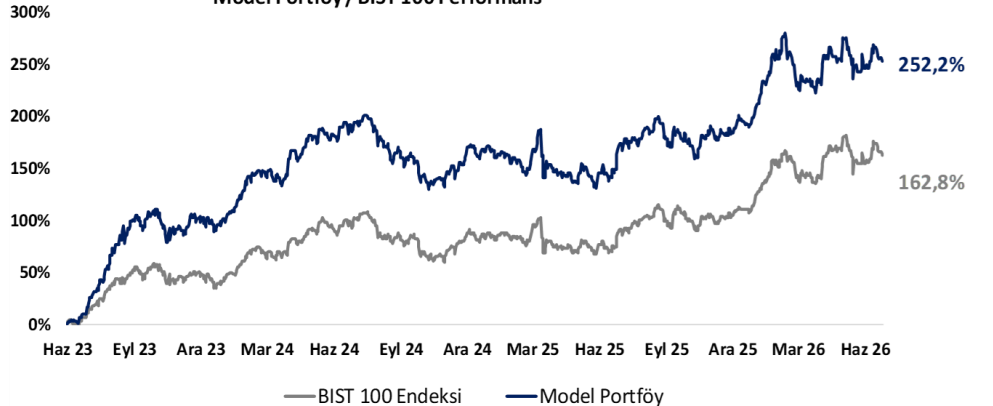
Kuruluşundan Bugüne MP Getirisi (%)	252%
Kuruluşundan Bugüne BIST 100 Endeks Getirisi (%)	163%
Kuruluşundan Bugüne MP / BIST 100 Göreceli Getiri (%)	34%
Son 1 yıl MP Getirisi (%)	31%
Son 1 yıl BIST 100 Endeks Getirisi (%)	40%
Son 1 yıl MP / BIST 100 Göreceli Getiri (%)	-6%
2026 Yılı MP Getirisi (%)	20%
2026 Yılı BIST 100 Endeks Getirisi (%)	25%
2026 Yılı MP / BIST 100 Göreceli Getiri (%)	-4%

*MP: Tacirler Model Portföy

Model Portföy Ağırlık



Model Portföy / BIST 100 Performans



Model Portföy ve Strateji

12 Aylık BIST 100 endeks hedefimiz 19.800

Hali hazırda Araştırma kapsamımızda değerlendirme modelleri ile takip ettiğimiz 32 şirket bulunurken, kapsam dahiline alma planıyla izlediğimiz 20'ye yakın şirket daha bulunmaktadır. Değerleme kapsamında olan şirketler, BIST 100 endeksinin %60'ini, BIST 30 endeksinin ise %72'ini oluşturuyor.

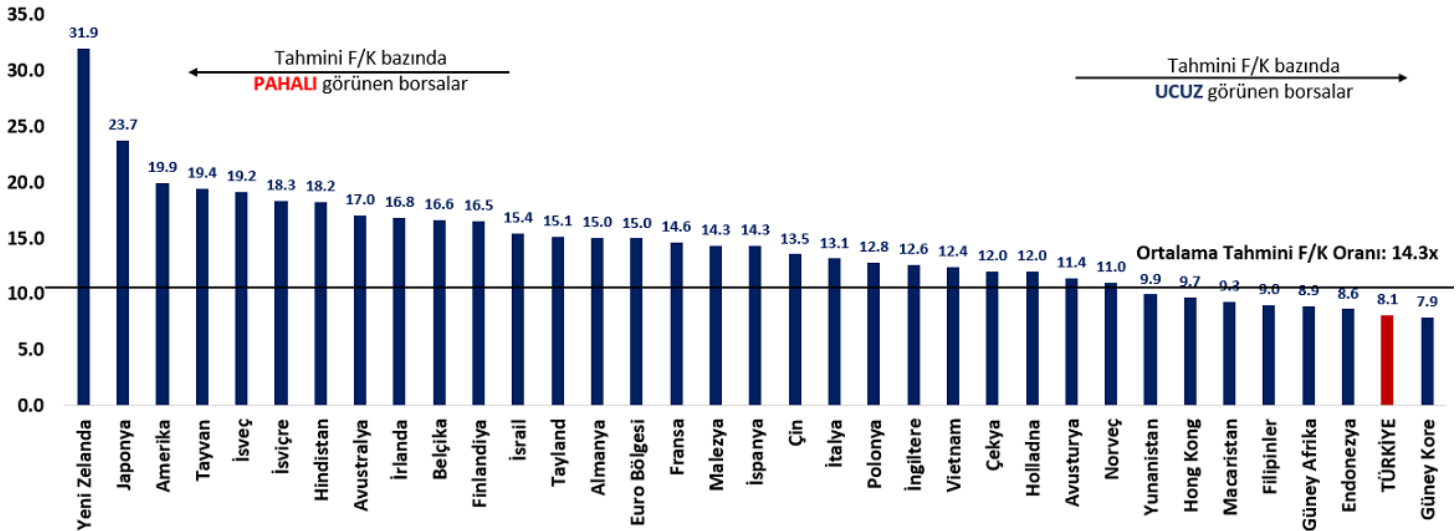
Değerleme kapsamımızdaki şirketlerin hedef değerleri ve endekse potansiyel etkileri üzerinden hesapladığımız BIST 100 endeks hedefimiz 12 aylık vadede 19.800 seviyesine ve endeks bazında %40 getiri potansiyeline işaret ediyor. Bu potansiyel, önümüzdeki bir yıllık dönem için öngördüğümüz %25 yıllık TÜFE oranının üzerinde, bu süre zarfında elde edilebilecek ortalama net mevduat getirilerine dair simülasyonlarımızdan bulduğumuz oranlara yakın seviyededir. Endeks üzeri getiri öngördüğümüz şirketlerde ortalama potansiyel getiri ise %54 civarındadır.

BIST ve çarpan karşılaştırmaları

Aşağıdaki grafikte, gelişmiş ve gelişmekte olan seçili ülkelerin tahmini fiyat / kazanç oranlarını görebilirsiniz. Borsa İstanbul 8,1x tahmini F/K çarpanı ile küresel çapta en düşük çarpanla işlem gören borsalardan biri konumundadır. Enflasyon muhasebesi nedeniyle şirketlerin gelecek dönemde elde edebilecekleri karlara yönelik beklentileri ve bu tahmini karlar üzerinden hesaplanan çarpanları dikkatle ele almak gerekse de bu etkinin artık normalize olduğunu görüyoruz.

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

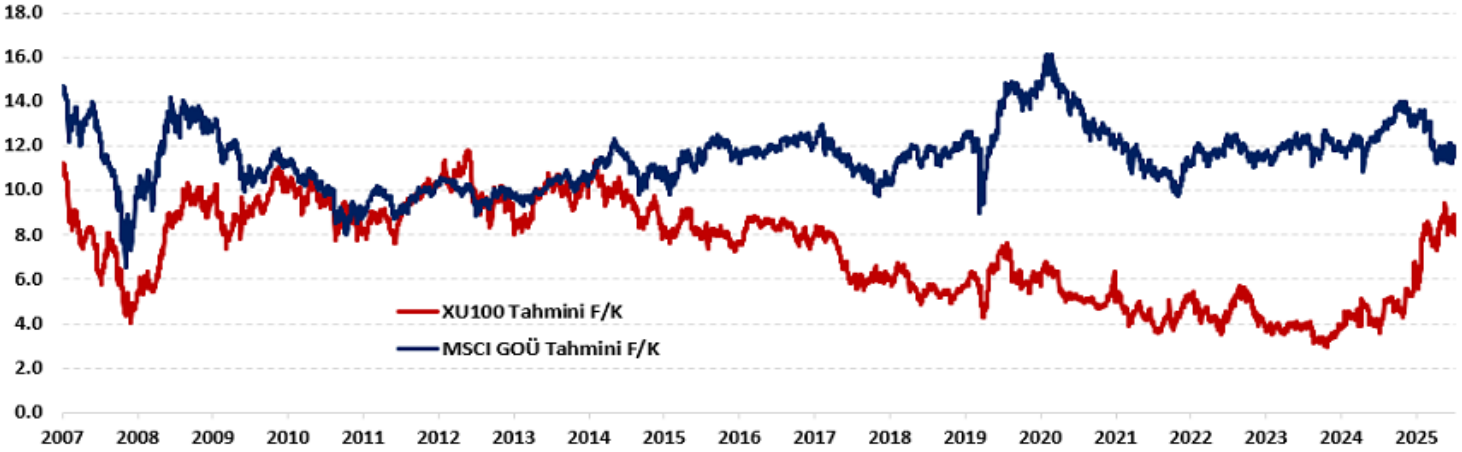
Model Portföy ve Strateji

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 uzun süre boyunca negatif ayrıştığını grafikte görebilirsiniz. Mevcut durumda, **BIST'in F/K bazında iskonto oranı %31** (ikinci grafik). Bu oran, incelenen periyot için hesaplanan ortalama iskonto oranı olan %35'e göre düşük, ancak yine de yüksek bir iskontoya işaret etmektedir.

2026'ya girerken, Türk şirketlerinin normalleşen bir ekonomi ve risk görünümü altında daha yüksek çarpanlar ve daha düşük iskontolarla işlem görebileceğini, bu durumun da BIST 100 endeksini desteklemesini beklediğimiz paylaşmıştık. Endeksin fiyat kazanç oranında (grafikte kırmızı çizgide) yaşanan yükseliş eğilimi çarpan bazında bir normalleşmeye işaret etse de Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin geneline yayılan bir iyileşme olmadığını tekrar belirtelim. Bununla beraber, düzenleyici kuruluşlardan beklediğimiz yapıcı adımların daha homojen ve sağlıklı bir endeks dağılımı getirmesini, bu süreçte hisse fiyatlarında bir gerileme olmadan endeks çarpanlarının bir miktar gerilemesini ve iskonto oranının yeniden daha cazip seviyelerde denge bulmasını bekleriz.

XU100 Endeksi ve MSCI GOÜ Endeksi Tahmini F/K oranları



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım Araştırma

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



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım Araştırma

Araştırma Kapsamındaki Sektör ve Şirketler

Bankalar

2026 yıl sonu beklentilerimiz, bankaların özkaynak, aktif büyüklüğü vb. kalemlerinde yıllık bazda enflasyon üzeri büyümenin devamına işaret ediyor. TCMB'nin yılın ikinci yarısında öncelikle efektif fonlama oranını %40'dan %37'ye yaklaştırmasını, ardından da politika faizinde indirimlerin tekrar başlamasını bekliyoruz. CDS'lerdeki gerileme ve TL'de reel değerlenmenin de bankalar için destekleyici olacağını düşünüyoruz. Yıl başından bu yana BIST 100 endeksine göreceli olarak %15 değer kaybeden, ancak 22 Mayıs'tan bu yana %19 pozitif ayrılan XBANK Bankacılık endeksinin bu ivmesini 2027 ortalarına kadar koruyacağını tahmin ediyoruz.

2026'nın devamında PPK'dan faiz indirimlerinin ve Türkiye'nin risk primindeki gerilemenin özellikle son çeyrekte marjlarda beklediğimiz toparlanma ile beraber bankaları destekleyeceğini düşünüyoruz. Bankaların özkaynak büyüme oranları ve değerleme çarpanları üzerinden yaptığımız tahminlere göre, XBANK Bankacılık Endeksi için 12 aylık 26.000 hedef endeks değeri hesaplıyoruz. Bu oran, mevcut endeks değerine göre yaklaşık %45 potansiyele işaret etmektedir. **ISCTR, GARAN, VAKBN, TSKB ve ALBRK'nın** gelecek 12 aylık dönemde XBANK Bankacılık Endeksi'nin üzerinde performans sergilemesini bekliyoruz.

Banka	*Son F.	Hedef F.	Potansiyel (%)	Öneri
AKBNK	77.00	108.50	41%	TUT
ISCTR	14.81	23.10	56%	AL
YKBNK	40.14	56.30	40%	TUT
GARAN	138.00	200.00	45%	AL
VAKBN	32.72	49.50	51%	AL
TSKB	11.88	20.10	69%	AL
HALKB	42.94	53.10	24%	TUT
ALBRK	8.10	12.40	53%	AL

*Son Fiyat Tarihi: 30/06/2026

Aşağıdaki grafikte, dolar bazında XBANK Bankacılık Endeksi ile TR 5y CDS primleri arasındaki ilişki görülmektedir. 2004 – 2018 arası 14 yıllık dönemde bankalar ile CDS primleri arasındaki ters korelasyon net şekilde görülmüyor. 2023 yılında başlayan para politikalarında normalleşme süreci ile beraber bu ilişkinin tekrar normalleşme eğilimine girdiğini ve bu durumun 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 devamını getirebilir. Bunlarla beraber, Türkiye 5 yıl vadeli CDS primlerinin 2026'nın devamında 200 baz puan altına gerilemesi beklenebilir, ancak siyasi gündemin de bu konuda belirleyici olacağını hatırlatalım.** Bankaların dış kaynak maliyetlerinde iyileşme beklentisi sektör hisselerini destekleyen ayrı bir unsur olarak karşımıza çıkacaktır. Bu koşulların gerçekleşmesi halinde XBANK Bankacılık Endeksi'nin önümüzdeki 12 aylık periyotta 450 dolar civarına yöneleceğini düşünüyoruz.



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım Araştırma

Holdingleler

Güncel Net Aktif Değer hesaplamalarımıza göre Alarko Holding %53, Doğan Holding %53, Sabancı Holding %51 ve Koç Holding %35 NAD iskontosuyla işlem görüyor. 2025 boyunca zayıf risk iştahı, sınırlı yabancı yatırımcı ilgisi ve yüksek faiz ortamı holding iskontolarının tarihsel ortalamaların üzerinde kalmasına neden oldu. 2026'nın ikinci yarısına girerken ise dezenflasyon eğiliminin sürmesi, faiz indirim döngüsünün devamı ve risk priminde olası iyileşme ile birlikte holdingler için daha destekleyici bir fiyatlama zemini oluşmasını bekliyoruz.

2026 ikinci yarı perspektifimizde holdingleri cazip bir fırsat seti olarak değerlendiriyoruz. İskonto daralması ana tema olmaya devam ederken, şirket bazlı katalistlerin de daha belirleyici hale geldiğini düşünüyoruz. **Koç Holding**'de Tüpraş, Yapı Kredi ve otomotiv iştiraklerinde toparlanma potansiyeli; **Sabancı Holding**'de portföy sadeleşmesi ve enerji tarafındaki büyüme; **Doğan Holding**'de stratejik odaklanma, güçlü nakit pozisyonu ve halka kapalı iştiraklerde halka arz potansiyeli; **Alarko Holding**'de ise Meram'ın tam konsolidasyonu, dağıtım iş kolundaki görünür nakit akımı ve daha sade portföy yapısı öne çıkan başlıklar olmaya devam ediyor.

Makro tarafta faiz indirimlerinin devamı ve finansman koşullarındaki kademeli rahatlama, hem holdinglerin halka açık iştirak değerlemelerini hem de banka dışı segmentlerde net karlılık görünümünü destekleyebilir. Buna ek olarak yabancı yatırımcı ilgisinde toparlanma ve risk iştahında iyileşme, tarihsel ortalamaların üzerinde seyreden NAD iskontolarının kademeli daralması için önemli bir zemin oluşturabilir.

Araştırma kapsamımızda Doğan Holding için 12 aylık hedef fiyatımızı 32,50 TL'ye, Koç Holding için 337,00 TL'ye, Sabancı Holding için 183,00 TL'ye ve Alarko Holding için 170,00 TL'ye yükseltiyor; dört holding için de "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Sabancı Holding model portföyümüzde yer almaya devam ediyor.

Telekomünikasyon

Mobilde rekabet yavaşlıyor, Turkcell liderliğini pekiştiriyor... Sektörde geçen yıl Türk Telekom'un pazar payı hedefiyle sürdürdüğü agresif fiyatlamasının etkisi 2026'ya girerken zayıfladı. Bunun en somut göstergesi, BTK 1Ç26 verilerinde mobil numara taşıma (MNT) hacminin çeyreklik bazda %30 azalarak 3,5 milyona gerilemesiydi, operatörler arası abone kapma yarışı ivme kaybediyor. Çeyrekte MNT ile Turkcell yaklaşık 16 bin, TT Mobil 8 bin net abone kazanırken, Vodafone 24 bin abone kaybetti. Mobilde abone sayısına göre pazar payları Turkcell %39,3, TT Mobil %31,8 ve Vodafone %28,8 seviyesinde iken gelire göre pazar payında ise Turkcell %40,2 ile lider konumda ve payını hem çeyreklik (+0,4 puan) hem yıllık (+0,3 puan) artırıyor. Abone başına aylık gelirden de Turkcell 355,5 TL ile sektörün en yükseğine sahip (Vodafone 336 TL, TT Mobil 260,1 TL). Abone kayıp oranları da rasyonelleşen ortamı teyit ediyor: Mart 2026 itibarıyla churn TT Mobil'de %1,5, Turkcell'de %1,6 ve Vodafone'da %2,0. Her iki büyük operatörün de 5G kaynaklı yoğun yatırım/ödeme döngüsünde olması nedeniyle bu rasyonelleşmenin süreceğini ve fiyatlama disiplininin korunacağını düşünüyoruz.

5G dönemi başladı, yatırım yoğunluğu ve cihaz yenileme yapısal bir büyüme fırsatı sunuyor... Türkiye'de 5G, 31 Mart 2026'da devreye alındı ve 1 Nisan itibarıyla tüm il merkezlerinde hizmete sunuldu. Bu, sektörün mobil tarafındaki büyümeyi önümüzdeki dönemde tetikleyecek en önemli katalizör. BTK verilerine göre çeyrekte dört büyük operatörün toplam yatırımı, 5G lisans ödemelerinin de etkisiyle 255 milyar TL'ye sıçradı. 2025 yıllık mobil yatırımda 40,3 milyar TL ile Turkcell sektörün en yüksek yatırımcısı oldu ve bu, frekans/kapasite üstünlüğünü sahaya taşıma kabiliyetini destekliyor. Raporun öne çıkardığı iki yapısal sonuç dikkat çekici: birincisi, faturalı abone oranı bir yılda %78,8'den %82,9'a yükselerek gelir kalitesini artıran bir geçişe işaret ediyor; ikincisi, 4,5G uyumlu cihaz sayısı 81,8 milyon iken aktif kullanan abone sayısının 76,9 milyonda kalması, 5G'ye geçişle birlikte önemli bir cihaz yenileme ve ARPU yükseltme potansiyeli olduğunu gösteriyor. Mobil yaygınlığının %100'ü aştığı (%100,3) ve aylık ortalama kullanım süresinde Türkiye'nin Avrupa'da ilk sırada yer aldığı bir pazarda, büyümenin artık abone adedinden çok değer bazlı (ARPU ve veri/dijital servis) tarafa kaymasını ve 5G'nin de bu dönüşümün ana lokomotifini olmasını bekliyoruz.

Enerji

Enerji sektörü, 2026 yılının ilk yarısında alt kırılımlar bazında belirgin şekilde ayrıışan bir dönem geçirdi. Elektrik talebi ve kurulu güç tarafında büyüme devam ederken, özellikle ikinci çeyrekte hidroelektrik üretimin güçlü seyretmesi, güneş ve rüzgar kaynaklı üretimin artması ve doğal gaz santrallerinin üretimdeki payının gerilemesi elektrik fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı yarattı. Bu görünümle birlikte, piyasa takas fiyatlarındaki sert gerileme elektrik üreticileri üzerinde baskı oluşturdu. Buna karşılık, rafineri tarafında güçlü ürün marjları, ekipman üreticileri tarafında ise enerji dönüşümü, şebeke yatırımları, yenilenebilir kapasite artışı ve ihracat potansiyeli pozitif ayrışmayı destekliyor.

Elektrik tarafında yılın ilk yarısında talep büyüme eğilimini korusa da fiyat tarafında baskı sürüyor. Nisan 2026'da Türkiye'nin toplam elektrik tüketimi yıllık bazda %2,7 artarak 27,5 milyon MWh seviyesine ulaşırken, aylık bazda %5,8 geriledi. Nisan ayı ortalama PTF seviyesi 24 USD/MWh ile yıllık bazda %63,4, aylık bazda ise %39 düşüş gösterdi. Mayıs ayında baskı daha da belirginleşirken, toplam elektrik üretimi Nisan'daki 28,1 TWh seviyesinden 26,8 TWh seviyesine indi. Mayıs ayı ortalama PTF seviyesi 591 TL/MWh olurken, aylık bazda %35,8, yıllık bazda ise %76 geriledi. Dolar bazında ise PTF ortalaması Nisan'daki 20,6 USD/MWh seviyesinden Mayıs'ta 12,9 USD/MWh seviyesine inerek yıllık bazda %79,6 düşüş kaydetti.

Fiyatlardaki gerilemede üretim kompozisyonundaki değişim belirleyici oluyor. Mayıs 2026 itibarıyla Türkiye'nin toplam kurulu gücü 125.5 bin MW seviyesine yükselirken, Mayıs 2025'teki 119.7 bin MW seviyesine göre yaklaşık %4,9 artış kaydetti. Kurulu güç içinde yenilenebilir kaynakların payı %62,5 seviyesinde gerçekleşirken, hidroelektrik santraller %25,7, güneş santralleri %21,4, rüzgar santralleri ise %12,0 pay aldı. Üretim tarafında yenilenebilir kaynakların payı Nisan'daki %70,5 seviyesinden Mayıs'ta %73,2'ye yükselerek 2024'ten bu yana en yüksek seviyeye ulaştı.

Konvansiyonel üreticiler açısından yılın ilk yarısı daha zorlayıcı geçti. Nisan ayında BOTAŞ'ın elektrik üretimi amaçlı doğal gaz tarifesini yükseltmesi, doğal gaz santralleri açısından maliyet baskısını ön plana taşıırken, yenilenebilir üretimin güçlü seyretmesi doğal gaz ve ithal kömür santrallerinin üretimdeki payını sınırladı. Nisan ayında doğal gazın üretimdeki payı %8,69'a gerileyerek yıllık bazda 9,4 puan düşerken, ithal kömürün payı %9,7 ile yıllık bazda 7,2 puan geriledi. Mayıs ayında termik santrallerin toplam üretimdeki payının %26,8'e inmesi, elektrik üretiminde yenilenebilir kaynakların ağırlığının belirgin hale geldiğini gösteriyor. Bu nedenle, yılın ikinci yarısında konvansiyonel üreticiler için PTF seviyesi, yakıt maliyeti ve kapasite kullanım oranı arasındaki dengenin kritik olacağını düşünüyoruz.

İran-İsrail gerilimi ve Hürmüz Boğazı kaynaklı arz güvenliği endişeleri enerji fiyatlarındaki oynaklığı artırıyor. Brent petrol ve doğal gaz fiyatları yükselirken, Tüpraş'ta motorin ve jet yakıtı marjları güçlü seyrini koruyor, benzin marjı ise belirgin şekilde güçleniyor. Bu görünüm, yılın ikinci yarısında orta distilat marjları, stok etkisi ve güçlü nakit yaratımıyla şirketin operasyonel performansını desteklemeye devam edebilir.

Yenilenebilir enerji sektöründe uzun vadeli büyüme devam ederken, kısa vadede fiyat baskısı ve şebeke esnekliği öne çıkıyor. Güneş ve rüzgar yatırımları ile depolama projeleri sektörü desteklerken, düşük elektrik fiyatları dönemlerinde portföy çeşitliliği ve etkin fiyat yönetimi daha kritik hale geliyor. Bu nedenle, şirket fiyatlamalarında üretim hacminin yanı sıra elektrik fiyatları ve maliyet yapıları da etkili olacaktır.

Enerji ekipman üreticileri ise yenilenebilir enerji yatırımları, şebeke modernizasyonu, veri merkezleri ve elektrifikasyon kaynaklı talep sayesinde pozitif ayrışmayı sürdürüyor. Bu doğrultuda enerji sektörüne ilişkin görünümümüz dengeli ancak seçici şekilde olumlu olup, rafineri ve enerji dönüşümüne yönelik ekipman üreticilerini de avantajlı konumda değerlendiriyoruz.

Otomotiv

Otomotiv sektörü, 2026 yılının ilk yarısını yılbaşındaki beklentilere kıyasla daha zayıf bir talep görünümüyle tamamladı. Yılın ilk aylarında iç pazar görece dirençli seyrederken, ikinci çeyrekle birlikte yüksek faiz ortamı, sıkı finansman koşulları, öne çekilmiş talebin azalması ve tüketici güvenindeki zayıflama satış adetleri üzerinde daha belirgin baskı yarattı. Otomotiv Distribütörleri ve Mobilite Derneği (ODMD) verilerine göre, Mayıs ayında otomobil ve hafif ticari araç pazarı yıllık bazda %22,55 daralarak 83.442 adet oldu. Ocak-Mayıs döneminde toplam pazar %7,40 düşüşle 453.138 adede gerilerken, otomobil satışları %9,65 azaldı, hafif ticari araç pazarı ise %1,94 artışla görece daha dayanıklı kaldı.

Üretim ve ihracat tarafında da yılın ilk yarısı zayıf geçti. Otomotiv Sanayii Derneği (OSD) verilerine göre, Ocak-Mayıs döneminde toplam otomotiv üretimi yıllık bazda %10 azalarak 538,7 bin adede gerilerken, otomobil üretimindeki düşüş %20 ile daha belirgin oldu. Buna karşılık, ticari araç üretimi %6 artış göstererek sektör pozitif ayrıştı. İhracat tarafında toplam adetler %15 azalışla 373,8 bin adede gerilerken, otomobil ihracatında %29 düşüş görüldü, ticari araç ihracatı ise %5 artarak dengeleyici rolünü korudu. Mayıs ayında geçen yıla göre daha düşük iş günü sayısı da üretim ve ihracat adetleri üzerinde ilave baskı oluşturdu.

Şirket bazında bakıldığında, araştırma kapsamımızda yer alan **FROTO** ve **DOAS** farklı hikâyelerle öne çıkıyor. **FROTO** tarafında ihracat odaklı yapı, ticari araç ağırlıklı ürün gamı ve Avrupa pazarındaki konumlanma uzun vadeli görünümü desteklemeye devam ediyor. Bununla birlikte, iç pazardaki zayıflama ve Avrupa talebindeki dalgalanma kısa vadeli sonuçlar üzerinde baskı yaratıyor. Şirketin yıl içinde açıkladığı temettü piyasa tarafından sınırlı bulunurken, güçlü nakit yaratımı ve önceki yıllardaki dağıtım politikası dikkate alındığında ikinci yarıda olası ek temettü ihtimalinin fiyatlama açısından destekleyici olabileceğini düşünüyoruz.

DOAS tarafında iç pazardaki daralma kısa vadede ana baskı unsuru olmaya devam ederken, güçlü marka karması, premium segment algısı ve temettü hikayesi hisseyi destekleyen başlıklar olarak öne çıkıyor. Şirketin ilk temettü taksitini dağıtmış olması ve kalan taksitin ağustos ayında ödenecek olması, zayıf talep ortamında fiyatlama açısından kısmi tampon görevi görüyor.

Araştırma kapsamımızda yer almayan ancak yakından izlediğimiz **TOASO'da** ise Stellantis hikayesi geçtiğimiz yıldan bu yana fiyatlamasının ana unsuru oldu. Stellantis markalarının katkısıyla şirketin pazar konumu güçlenirken, geçtiğimiz çeyreklerde yüksek bazlı büyüme finansallara yansdı. İkinci çeyrekte de bu katkının kısmen devam etmesini beklemekte birlikte, yılın ikinci yarısında artık normalleşen baz üzerinde büyüme performansı daha yakından takip edilecektir. **KARSN** tarafında ise zorlu sektör görünümüne rağmen elektrikli ve otonom araç odaklı büyüme hikayesi ve yönetimin yıl sonu beklentilerini koruması nedeniyle şirketi yakın izlemeye tutuyoruz.

Traktör tarafında görünüm zayıf kalmaya devam ediyor. Araştırma kapsamımızda yer alan **TTRAK**, pazar lideri konumunu korusa da traktör pazarındaki daralma uzun süredir finansallar üzerinde baskı yaratıyor. **TMSN'ı** de bu kapsamda yakından takip ediyoruz. 2025 yılında belirginleşen zayıf pazar koşullarının 2026'da da devam edeceğini önceki raporumuzda vurgulamıştık, yılın ilk yarısındaki gerçekleştirmeler de bu beklentiyle uyumlu oldu. Yüksek faizler, tarımsal gelirlerdeki baskı, finansmana erişimdeki zorluklar ve ertelenen yatırım talebi nedeniyle ikinci yarıda da traktör pazarında güçlü bir toparlanma sinyali görmüyoruz.

Genel olarak otomotiv sektöründe yılın ikinci yarısına girerken görünümü **temkinli ancak seçici şekilde değerlendiriyoruz.** İç pazarda yüksek baz, sıkı finansman koşulları ve zayıflayan talep baskı yaratmaya devam ederken, olası faiz indirimleri ve kredi koşullarındaki kademeli iyileşme **yılın son bölümünde sınırlı destek sağlayabilir.** Şirketler tarafında **FROTO'yu** ihracat ve ticari araç odağı, **DOAS'ı** marka algısı ve temettü verimi, **TOASO'yu** Stellantis katkısıyla güçlenen pazar konumu, **KARSN'ı** elektrikli araç hikâyesi, **TTRAK'ı** ise traktör pazarındaki liderliğiyle ayrı ayrı izliyoruz.

Havacılık

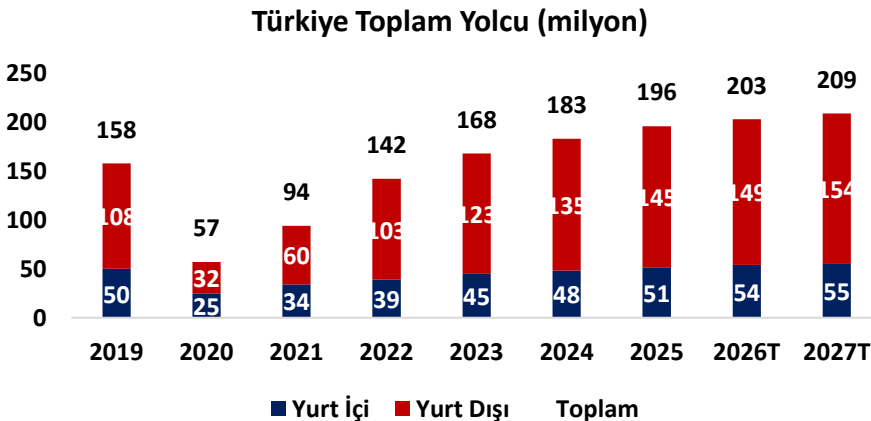
Havacılık sektörü, 2026 yılının ilk yarısını yılbaşındaki dengeli beklentilerin altında, özellikle ikinci çeyrekte belirginleşen baskılarla tamamladı. Yılın ilk aylarında yolcu trafiği görece dirençli seyrederken, İran-İsrail savaşıyla artan jeopolitik riskler, Orta Doğu bağlantılı hatlardaki zayıflama, yakıt maliyetlerindeki yükseliş ve turizm talebindeki yavaşlama sektör görünümünü olumsuz etkiledi. Nisan ve Mayıs verileri, toplam yolcu trafiğinde sert bir bozulmadan çok, dış hatlar ağırlıklı bir ivme kaybını ve şirketler arasında ayrışan performansları ortaya koydu. Bu nedenle yılın ilk yarısını havacılık sektörü açısından, talebin tamamen zayıflamadığı ancak maliyet baskıları, rota bazlı yavaşlama ve bölgesel riskler nedeniyle karlılık görünümünün daha temkinli değerlendirildiği bir dönem olarak görüyoruz. Yılın ikinci yarısına ilişkin görünümde temkinli kalıyoruz. Uzun vadeli perspektifte ise potansiyelin devam ettiğini yineliyoruz.

Araştırma kapsamımızda yer alan **THYAO, PGSUS** ve **TAVHL** içinde **Türk Hava Yolları**'nın daha dengeli bir görünüm sergilediğini görüyoruz. **THYAO**, Mayıs ayında toplam yolcu sayısını yıllık bazda %3,7 artırarak 7,9 milyon kişiye ulaştırırken, yolcu doluluk oranı 2,9 puan artışla %84,0 seviyesine yükseldi. Aynı dönemde kargo hacmi de yıllık bazda %8,6 artarak 203 bin ton oldu. Orta Doğu yolcu sayısında yıllık bazda %40,6 daralma görülmesine rağmen, Uzak Doğu, Avrupa ve Afrika hatlarındaki daha güçlü görünüm toplam yolcu büyümesini destekledi. Bu çerçevede, **THYAO**'nun geniş uçuş ağı, coğrafi çeşitlendirmesi ve kargo katkısıyla sektörde daha dayanıklı bir konumda olduğunu düşünüyoruz.

Pegasus tarafında görünüm daha baskılı seyreliyor. Şirketin Mayıs ayı toplam yolcu sayısı yıllık bazda %2,6 azalarak 3,53 milyon kişi olurken, doluluk oranı 3,0 puan gerileyerek %82,9 seviyesine geriledi. İç hatlarda %15'in üzerinde büyüme görülmesine rağmen, dış hat yolcu sayısındaki yaklaşık %13'lük daralma toplam performansı baskıladı. Pegasus'un düşük maliyetli iş modeli uzun vadede verimlilik avantajı sağlasa da kısa vadede yakıt maliyetlerindeki artış, dış hat talebindeki zayıflama ve Orta Doğu bağlantılı rotalardaki baskı faaliyet karlılığını daha hassas hale getiriyor. **Bu nedenle, PGSUS tarafında toparlanmanın THYAO'ya kıyasla daha sınırlı ve kademeli olabileceğini değerlendiriyoruz.**

TAVHL tarafında ise coğrafi çeşitlendirme önemli bir avantaj olmaya devam etse de yolcu trafiğindeki baskı Mayıs ayında daha görünür hale geldi. Şirketin toplam yolcu sayısı Mayıs ayında yıllık bazda %1,3 azalarak 10,0 milyon kişi oldu. İç hat yolcu sayısı %7,6 artışla 3,3 milyon kişiye yükselirken, dış hat yolcu sayısının %5,3 düşüşle 6,7 milyon kişiye gerilemesi toplam büyümeyi sınırladı. Havalimanı bazında Antalya'daki %5'lik, Medine'deki %22'lik ve Gürcistan'daki %7'lik düşüşler baskının ana kaynakları olurken, İzmir, Ankara ve Kuzey Makedonya'daki artışlar toplam daralmayı sınırladı. Ocak-Mayıs döneminde toplam yolcu sayısının %2 artışla 36,7 milyon kişiye ulaşması olumlu olsa da ana sezon öncesinde Antalya ve dış hat trafiğindeki zayıflamayı yakından takip ediyoruz.

Tablo: Türkiye Pazar Gelişimi



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

Savunma

Savunma sanayii, 2026 yılının ilk yarısında 2025'ten devreden güçlü sektör görünümünü korurken, fiyatlamalar tarafında daha seçici ve şirket bazlı ayrışmanın öne çıktığı bir dönem geçirdi. Yılbaşından bu yana İran-İsrail savaşı, Orta Doğu'da artan jeopolitik tansiyon, Rusya-Ukrayna savaşının devam etmesi, NATO ve Avrupa merkezli savunma harcamalarının yukarı yönlü seyri ve bölgesel güvenlik kaygıları sektöre yönelik ilgiyi canlı tutuyor. Buna karşılık, yılın ilk yarısında yalnızca jeopolitik başlıklarla fiyatlanan değil, sipariş büyüklüğü, ihracat kabiliyeti, karlılık görünümü ve varlık kalitesiyle farklılaşan şirketlerin daha belirgin şekilde ön planda yer aldığını gördük. Bu kapsamda sektör lideri **ASELSAN**, güçlü temel görünümü ve devam eden sözleşme akışıyla savunma sanayii içerisinde en net pozitif ayrışan şirket görünümünü sürdürüyor.

Türkiye savunma sanayiinde ihracat odaklı büyüme eğilimi yılın ilk yarısında da devam etti. Sektör ihracatında görülen güçlü artış, Türkiye'nin küresel pazarlardaki rekabet gücünü koruduğunu ve yerli savunma çözümlerine yönelik uluslararası talebin güçlenerek sürdüğünü gösteriyor. Bu görünüm, yalnızca kısa vadeli jeopolitik risklerden beslenen geçici bir talep artışına değil, yerli üretim kabiliyeti, yüksek katma değerli ürün portföyü, mühendislik yetkinliği ve genişleyen uluslararası iş birlikleriyle desteklenen daha yapısal bir büyüme sürecini bizlere gösteriyor. Özellikle, radar, elektronik harp, haberleşme, hava savunma, elektro-optik sistemler, insansız sistemlere yönelik faydalı yükler ve güdümlü mühimmat çözümleri, **Türkiye savunma sanayiinin ihracatta daha yüksek teknoloji yoğun bir ürün karmasına yöneldiğini gösteriyor.**

Küresel ölçekte de savunma harcamalarındaki artış eğilimi sektör için destekleyici olmaya devam ediyor. Avrupa ülkelerinin Rusya-Ukrayna savaşı sonrası savunma kabiliyetlerini güçlendirme ihtiyacı, NATO'nun daha yüksek savunma harcaması hedefleri, ABD'nin Avrupa üzerindeki yük paylaşımı baskısı ve Orta Doğu kaynaklı güvenlik riskleri, savunma sanayiinde orta vadeli talep görünümünü güçlü tutuyor. Diğer taraftan, Haziran ortasında Orta Doğu'da diplomasi kanallarının yeniden öne çıkması ve tansiyonun kısmen yumuşaması kısa vadede savaş primıyla hareket eden fiyatlamalarda sınırlı düzeyde dalgalanma oluşturdu. Ancak, savunma sanayiinde ana hikayenin yalnızca sıcak çatışma risklerinden ibaret olmadığını, uzun vadeli bütçe artışları, modernizasyon ihtiyacı, hava savunma sistemleri, elektronik harp, haberleşme, siber güvenlik ve insansız sistemler gibi alanlarda devam eden yapısal talebin sektör görünümünü desteklemeyi sürdüreceğini düşünüyoruz.

Araştırma kapsamımızda savunma sektöründe yalnızca **ASELSAN** yer almakla birlikte, Borsa İstanbul'da **ASELSAN**'ın yanında **OTKAR, PAPIL, SDTTR, ALTNY, ONRYT, KATMR** ve **PATEK** gibi şirketleri de yakından takip ediyoruz. Sektör genelinde ilk yarıda pozitif haber akışı devam etse de şirketler arasında operasyonel ve finansal yapı açısından belirgin farklar bulunuyor. Bu nedenle yılın ikinci yarısında da sektör genelinde büyüme dinamiklerinin korunmasını, **ancak fiyatlamalar tarafında seçici ayrışmanın devam etmesini bekliyoruz.**

ASELSAN özelinde bakıldığında, şirketin 2026 yılına güçlü bir başlangıç yaptığını görüyoruz. İlk çeyrekte reel hasılat büyümesi, FAVÖK marjındaki iyileşme, artan ihracat sözleşmeleri ve **21 milyar ABD dolarının** üzerine çıkan bakiye sipariş büyüklüğü, şirketin gelir görünürlüğünü güçlü kılıyor. ÇELİKKUBBE, radar, elektronik harp, askeri haberleşme, yapay zeka destekli güvenlik, elektro-optik ve güdümlü mühimmat sistemleri, şirket büyümesinde öne çıkan yüksek teknoloji alanlar olarak yer alıyor. Kapasite yatırımları, artan Ar-Ge harcamaları ve verimlilik programları da uzun vadeli büyüme potansiyelini destekliyor.

Yılın ikinci yarısına ilişkin beklentimiz, savunma sanayiinde büyüme temasının korunacağı, ancak fiyatlamaların ilk yarısı benzerinde seçici ilerleyeceği yönünde. Jeopolitik tansiyonun azalması kısa vadede sektör üzerindeki haber akışı etkisini sınırlayabilir, buna karşılık mevcut sipariş portföyü, ihracat potansiyeli, NATO ve Avrupa kaynaklı savunma harcamaları, hava savunma ve elektronik harp alanlarındaki küresel ihtiyaç, sektörün orta vadeli görünümünü desteklemeye devam edecektir. **ASELSAN**'ın güçlü bakiye sipariş seviyesi, yüksek teknoloji odaklı ürün portföyü, döviz bazlı sözleşme yapısı ve devam eden yeni iş alımları sayesinde yılın geri kalanında da sektör genelinde liderliğini sürdürecektir.

Perakende

2026'nın ikinci yarısına girerken perakende sektöründe temkinli ancak seçici pozitif bir görünüm koruyoruz. Yüksek faiz ortamı, zayıflayan alım gücü ve kampanya yoğunluğu talep tarafında baskı yaratmaya devam ederken, tüketici davranışlarında daha fiyat odaklı ve seçici bir eğilim öne çıkıyor. Yılın ilk yarısında perakende satış hacminde reel büyümenin sürmesi talep tarafında tamamen bozulmaya işaret etmese de, zorunlu olmayan harcamalarda daha temkinli bir görünüm oluştu. Bu nedenle yılın ikinci yarısında şirketler arasındaki ayrışmayı fiyatlama gücünden çok stok disiplini, mağaza verimliliği, gider kontrolü, online kanal penetrasyonu ve finansman maliyetlerine duyarlılık belirleyecek.

Dezenflasyon sürecinin devamı ve faiz indirimlerinin kademeli olarak belirginleşmesi halinde tüketici güveni ve net kârlılık tarafında daha destekleyici bir zemin oluşabileceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte yüksek fiyat seviyesi, ücret artışlarının yılın ilerleyen döneminde etkisinin azalması ve hanehalkı bütçesi üzerindeki baskı nedeniyle tüketim iştahında hızlı bir ivmelenme beklemiyoruz. Bu çerçevede büyümenin daha dengeli, rekabetin ise fiyat, kampanya yönetimi ve verimlilik ekseninde devam etmesini bekliyoruz.

Gıda perakendesi ve uygun fiyatlı tüketim odaklı iş modelleri görece daha defansif bir görünüm sunmaya devam ediyor. **MGROS** tarafında güçlü mağaza ağı, çok formatlı yapı, online kanallardaki yüksek penetrasyon ve verimlilik yatırımları büyüme görünümünü destekliyor. **BIMAS**'ta indirim market modeli, yüksek mağaza trafiği, güçlü nakit yaratımı ve özel markalı ürün ağırlığı, fiyat hassasiyetinin arttığı dönemlerde rekabet avantajı sağlıyor. **TABGD** tarafında ise hızlı servis restoran segmentindeki lider konum, geniş marka portföyü, franchise ağırlıklı büyüme modeli ve dijital kanallar şirketi destekleyen ana unsurlar olarak öne çıkıyor.

Giyim ve teknoloji perakendesinde ise daha seçici bir yaklaşımı tercih ediyoruz. **Mavi**'de güçlü marka konumu, sağlıklı stok yapısı, yüksek brüt kârlılık ve net nakit pozisyonu yatırım görüşümüzü desteklerken; **Koton**'da marj iyileşmesi, stok disiplini ve serbest nakit akışı üretimini olumlu buluyoruz. **Desa** tarafında niş iş modeli, yüksek brüt kârlılık profili ve ihracat/İtalya üretimi üzerinden orta vadeli büyüme potansiyeli öne çıkıyor. **Teknosa**'da ise operasyonel verimlilik adımlarının çalıştığını, ancak net kâra geçiş için finansman giderleri ve kredi kartı komisyon maliyetlerinde normalleşmenin belirleyici olmaya devam ettiğini düşünüyoruz.

Bu görünüm çerçevesinde 2026 ikinci yarısında perakende şirketleri için pazar payı kazanımı, stok ve maliyet disiplini, dijital kanal büyümesi, mağaza verimliliği ve finansman maliyetlerinde normalleşme ana katalistler olacaktır. Regülasyon kaynaklı fiyatlama baskısı, promosyon rekabeti, gıda enflasyonundaki oynaklık, tüketici talebinde beklenenden zayıf seyir ve finansman maliyetlerinde kalıcı yüksek seyir ise temel risk unsurları olarak izlenmelidir.

Mavi, Koton, Desa ve Teknosa için "AL" tavsiyelerimizi koruyoruz; Mavi model portföyümüzde yer almaya devam ediyor.

Bu görünüm raporuyla birlikte Suwen'i araştırma kapsamımızdan çıkarıyoruz.

Beyaz Eşya

Zayıf talep koşulları 2026 yılının ilk yarısında sektör görünümü üzerinde baskı yaratmaya devam etti... Yüksek finansman maliyetleri ve hanehalkı alım gücündeki baskı, iç pazarda dayanıklı tüketim harcamalarını sınırlarken; Avrupa başta olmak üzere ana ihracat pazarlarında talep görünümünün zayıf kalması üretim ve ihracat hacimleri üzerinde baskı yarattı. Ocak-Mayıs döneminde iç satışlarda sınırlı daralma görülürken, ihracat ve üretim tarafındaki daha belirgin gerileme sektör görünümünde ana baskı unsurları olarak öne çıktı. Bu görünüm, beyaz eşya sektöründe 2026 yılının ilk yarısında güçlü bir hacim büyümesinden çok, zayıf talebe uyum ve maliyet yönetiminin öne çıktığını göstermektedir.

Yılın ikinci yarısında güçlü bir toparlanmadan ziyade kademeli normalleşme bekliyoruz... Enflasyondaki gerileme eğilimi ve yılın devamında finansal koşullarda beklenen gevşeme, tüketici finansmanına duyarlı beyaz eşya talebini destekleyebilir. Bununla birlikte, yüksek fiyat seviyeleri, tüketici güvenindeki kırılman ve hanehalkı bütçesi üzerindeki baskı nedeniyle iç talepte toparlanmanın hızlı değil, zamana yayılmış şekilde gerçekleşmesini bekliyoruz. İhracat tarafında ise Avrupa talebindeki zayıflık temel risk unsuru olmaya devam etmektedir. Bu çerçevede, yılın ikinci yarısında ihracat tarafında keskin bir toparlanmadan ziyade, ana pazarlarda talep koşullarının kademeli dengelenmesine bağlı sınırlı bir iyileşme öngörüyoruz.

Marj görünümünde maliyet kontrolü, fiyatlama disiplini ve şirket bazlı verimlilik adımları belirleyici olacak... Hammadde, enerji, işçilik ve lojistik giderlerindeki seyir kârlılık üzerinde belirleyici olmaya devam ederken, zayıf hacim görünümü operasyonel kaldıraç etkisini sınırlamaktadır. Bu nedenle fiyatlama disiplini, stok yönetimi, maliyet optimizasyonu ve operasyonel verimlilik adımları marjların korunması açısından önemini koruyacaktır. Şirket bazında **ARCLK** tarafında Beko Europe'un tamamının kontrol altına alınması, Avrupa operasyonlarında daha sade ve etkin bir yönetim yapısı oluşturulması açısından olumlu değerlendirilmektedir. **VESTL** ve **VESBE** tarafında ise ihracat ağırlıklı iş modeli nedeniyle Avrupa talebi, kapasite kullanımı, fiyat rekabeti ve maliyet kontrolü operasyonel performans açısından ana belirleyiciler olmaya devam edecektir.

Alarko Holding

Alarko Holding'i araştırma kapsamımızda beğendiğimiz holdinglerden biri olarak değerlendirmeye devam ediyoruz. Kısa vadede enerji dışı segmentlerde karlılık henüz hedeflenen seviyede değil; ancak Alarko hikayesini kısa vadeli finansal sonuçlardan ziyade portföy dönüşümü, elektrik dağıtım tarafında artan görünürlük ve orta-uzun vadeli değer yaratımı üzerinden okuyoruz. NAD tablomuzda Panel GES'i modele dahil etmemiz ve halka kapalı iştiraklerde yaptığımız güncellemelerin ardından 12 aylık hedef fiyatımızı 155,00 TL'den 170,00 TL'ye yükseltiyor, "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %58 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Portföy dönüşümü daha sade ve öngörülebilir bir yapıya geçişi destekliyor. Alarko son iki yılda daha disiplinli sermaye tahsisine dayanan, daha şeffaf ve daha defansif bir holding yapısına doğru dönüşüyor. Cengiz Holding ile yürütülen varlık takası sürecinin tamamlanmasıyla CENAL'ın tamamen Cengiz Holding'e geçmesi, Meram Elektrik Dağıtım ve bağlı ortaklıklarının ise Alarko çatısı altında konsolide edilmesi bekleniyor. Bu yapının Alarko'ya daha öngörülebilir nakit akımı, daha yüksek finansal şeffaflık ve daha sade bir portföy profili sağlayacağını düşünüyoruz.

Elektrik dağıtımı yeni dönemin ana değer yaratma alanı olarak öne çıkıyor. Meram'ın tam konsolidasyonu sonrasında dağıtım iş kolunun Alarko portföyünde daha merkezi bir konuma yerleşmesini bekliyoruz. Düzenlemeye tabi varlık tabanının 2020'de 14,8 milyar TL'den 2025'te 32,4 milyar TL'ye, 2030'da ise 67,8 milyar TL'ye ulaşmasının beklenmesi segmentin nakit akımı görünürlüğünü artırıyor. 5. uygulama döneminde artması beklenen yatırımlar ve reel makul getiri oranındaki yükseliş de dağıtım tarafının orta vadeli karlılığını destekleyebilir.

Enerji dışı segmentlerde görünüm henüz karışık olsa da dönüşüm hikayesi korunuyor. Taahhüt, arazi geliştirme, turizm ile sanayi ve ticaret segmentlerinde performans henüz hedeflenen seviyede değil. Tarım tarafında gelir büyümesi devam etse de operasyonel karlılık artan işçilik ve finansman maliyetleri nedeniyle baskı altında. Bu nedenle 2026'yı, dönüşümün finansallara tam olarak yansıdığı bir dönemden çok, yeni portföy yapısının şekillendiği ve 2027 sonrası değer yaratımına zemin hazırlayan bir geçiş yılı olarak görüyoruz.

2027'den itibaren tarım ve yeni iş kollarında görünürlüğün artmasını bekliyoruz. Tarım tarafında Türkiye ve Kazakistan'daki sera yatırımları, Euro bazlı satış yapısı ve mevcut kapasitenin olgunlaşması orta vadeli değer yaratımı açısından önemli. Bununla birlikte artan maliyetler nedeniyle yönetimin yeni büyük yatırımlarda daha temkinli ilerlemesi, yakın vadede büyümenin daha çok mevcut kapasitenin verimliliğinden geleceğini gösteriyor.

ALARK

AL

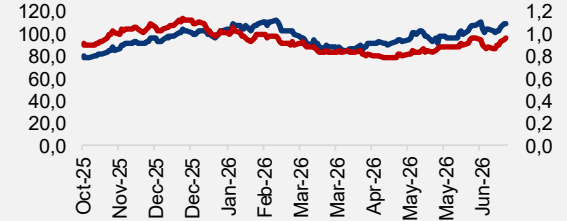
Hedef fiyat TL 170
Getiri potansiyeli %58

Pay bilgileri

Pay Kodu	ALARK T1
Pay fiyatı (30.06.2026)	107,70
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	72,8 / 111,9
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	44.911 - 964
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	417 - 34%
Yabancı Takas Oranı	11%
Pazar	Yıldız
Sektör	Holdingler

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	13,1	12,9	17,7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	12%	27%	9%
USD	10%	21%	0%
BIST-100'e göre performans	8%	14%	-13%



Alarko Holding – NAD Tablosu

	Değerleme	Cari Değer (TL mn)	Pay Oranı %	to Alarko	% of NAV	Hedef Değer (TL mn)	to Alarko	NAV Payı (%)
Taahhüt				4.400			5.654	
Alsim	Defter Değeri	4.400	100%	4.400	5%	5.654	5.654	5%
Gayrimenkul				8.230			10.576	
ALGYO	Piyasa Değeri	7.993	51%	4.076	4%	10.271	5.238	4%
Holding Arsası	Ekspertiz Değeri x0,75	4.154	100%	4.154	4%	5.338	5.338	4%
Enerji								
ALCEN				73.995			95.084	
Karabiga PP	5,0x FD/FAVÖK	52.925	50%	26.463	28%	68.009	34.004	28%
Meram	5,0x FD/FAVÖK	95.065	50%	47.533	50%	122.159	61.079	49%
ALTEK				2.497			3.209	
Karakuz HEP	3enzer şirket çarpanlar	1.687	100%	1.687	2%	2.168	2.168	2%
Gonen HEP	3enzer şirket çarpanlar	244	100%	244	0%	314	314	0%
Panel GES	3enzer şirket çarpanlar	1.132	50%	566	1%	1.455	727	1%
Sanayi				1.179			1.515	
ALCAR	EV/Satışlar 0.75x	2.741	43%	1.179	1%	3.522	1.515	1%
Turizm				4.140			5.320	
ATTAS	9,0x FD/FAVÖK	4.140	100%	4.140	4%	5.320	5.320	4%
Tarım				6.660			8.558	
Alarko Tarım	Defter Değeri	6.660	100%	6.660	7%	8.558	8.558	7%
				Cari NAD		Hedef NAD		
Halka Açık				5.255		6.753		
Halka Açık Olmayan				95.846		123.162		
Net Aktif Değer (NAD)				94.612		123.426		
Piyasa Değeri				44.828		44.828		
İskonto / Prim				-53%		-64%		
Uygulanan İskonto						-40%		
Hedef Piyasa Değeri						74.055		
12A Hedef Fiyat						170		
Hisse Fiyatı						108		
Potansiyel						58%		

*Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma, Şirket verileri, Matriks

**30/06//2026 kapanış itibarıyla

Arçelik

Arçelik için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 153 TL'den 141 TL'ye revize ediyor, hisse için "TUT" tavsiyemizi koruyoruz. Güncellenen hedef fiyatımız %42 getiri potansiyeline işaret etmekle birlikte, operasyonel toparlanmanın zamana yayılacağına yönelik beklentimiz, zayıf talep görünümü ve finansman giderlerinin net kârlılık üzerindeki baskısının devam etmesi nedeniyle tavsiyemizi TUT olarak sürdürüyoruz. Hedef fiyat revizyonumuzda, 2026 yılına ilişkin daha temkinli satış büyümesi varsayımlarımız, Avrupa pazarında beklenen toparlanmanın sınırlı kalacağına yönelik öngörümüz ve net zarar beklentimiz etkili olmaktadır. Modelimizde 2026 yılında net satışların 617,05 milyar TL, FAVÖK'ün yaklaşık 40,4 milyar TL, FAVÖK marjının %6,5 ve net zararın 3,1 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Şirket beklentileri, 2026 yılının ikinci yarısında hacim büyümesinden ziyade marj yönetiminin öne çıkacağına işaret ediyor... Arçelik, 2026 yılına ilişkin güncel beklentilerinde Türkiye gelirlerinde yatay seyir öngörürken, uluslararası gelir beklentisini önceki "düşük tek hane büyüme" seviyesinden "yatay" görünüme revize etmiştir. Buna karşın şirket, düzeltilmiş FAVÖK marjı beklentisini %6,25–%6,50 aralığında, net işletme sermayesi/satışlar beklentisini yaklaşık %22 seviyesinde ve yatırım harcamaları beklentisini yaklaşık 250 milyon EUR seviyesinde korumaktadır. Bu görünüm, yılın ikinci yarısında güçlü bir hacim toparlanmasından ziyade, maliyet kontrolü, stok yönetimi ve Avrupa operasyonlarında verimlilik adımlarının karlılık açısından daha belirleyici olacağını göstermektedir.

Zayıf talep koşullarına rağmen operasyonel karlılık tarafında sınırlı toparlanma alanı görüyoruz... 1Ç26 finansalları, satış tarafında baskının sürdüğünü ancak şirketin maliyet kontrolü ve verimlilik aksiyonlarıyla marj görünümünü destekleyebildiğini göstermektedir. Yılın geri kalanında iç pazarda faiz indirim sürecinin talep koşullarına sınırlı destek vermesini, uluslararası pazarlarda ise toparlanmanın daha kademeli gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu nedenle 2026 yılının ikinci yarısında satış büyümesinden çok karlılığın korunması, faaliyet giderlerinin kontrol altında tutulması ve işletme sermayesi yönetiminin ön plana çıkacağını düşünüyoruz.

Beko Europe'da tam sahiplik yapısına geçilmesi uzun vadeli stratejik görünümü destekliyor... Arçelik'in Whirlpool EMEA'nın Beko Europe'taki kalan payını satın alarak Beko Europe'un tamamına sahip olacak olması, Avrupa operasyonlarında karar alma süreçlerinin sadeleşmesi ve entegrasyon kabiliyetinin artması açısından olumlu değerlendirilmektedir. Bu işlemle birlikte üretim, satış ve pazarlama faaliyetlerinde daha bütüncül bir yönetim yapısı oluşması, orta vadede maliyet sinerjileri ve operasyonel verimlilik açısından katkı sağlayabilir. Kısa vadede zayıf Avrupa talebi, fiyat rekabeti ve finansman giderleri aşağı yönlü risk oluştursa da, sadeleşen organizasyon yapısı ve ölçek avantajlarının orta-uzun vadede marj görünümünü destekleyebileceğini düşünüyoruz.

ARCLK

TUT

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 141
%42

Pay bilgileri

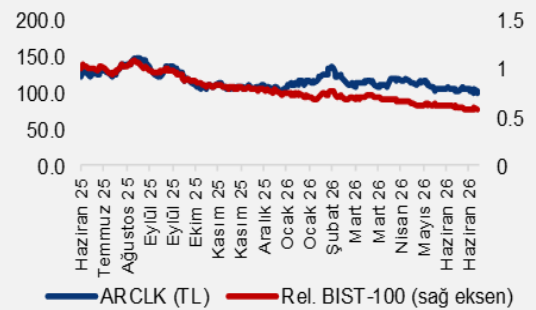
Pay Kodu	ARCLK TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	99.35
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	99 / 146
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	67133.6 - 1441.4
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	675.7 - 18%
Yabancı Takas Oranı	14.78%
Pazar	Yıldız
Sektör	Beyaz Eşya

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	4.4	5.6	7.8

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-4%	-8%	-2%
USD	-6%	-12%	-10%
BIST-100'e göre performans	-7%	-18%	-22%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	617,256	576,537	617,054
FAVÖK	32,116	33,284	40,413
Net kâr	2,433	-9,195	-3,173

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	27.6x	a.d.	a.d.
F/DD	0.7x	0.9x	0.9x
FD/FAVOK	7.5x	7.3x	6.0x



Arçelik – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	73,192	107,651	41,023
Ticari alacaklar	133,847	128,321	126,792
Stoklar	103,306	99,014	107,005
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	183,110	178,872	196,760
Diğer duran varlıklar	79,407	84,244	91,069
Toplam varlıklar	572,861	598,103	562,648
	0	0	0
Kısa vadeli borçlanmalar	89,685	162,803	131,333
Ticari borçlar	147,476	143,452	147,884
Uzun vadeli borçlanmalar	109,144	96,780	96,488
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	129,807	117,610	112,658
Uzun vadeli yükümlülükler	476,112	520,645	488,362
Özkaynaklar	96,749	77,458	74,285
Ödenmiş sermaye	744	676	676
Diğer özkaynaklar	96,005	76,782	73,610
Toplam kaynaklar	572,861	598,103	562,648
	0	0	0
Net borç	125,637	151,932	186,798
Net işletme sermayesi	89,677	83,884	85,913

Oranlar

Karlılık

Özkaynak karlılığı	%2.7	-%10.6	-%4.2
Net kâr	%0.4	-%1.6	-%0.5
Aktif devri	1.3x	1.0x	1.1x
Kaldıraç	5.2x	6.7x	7.6x
Aktif karlılığı	%0.5	-%1.6	-%0.5

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%35	%43	%40
Net borç/özsermaye	1.30	1.96	2.51
Net borç/FAVÖK	3.91	4.56	4.62

Hisse başına (TL)

Net kâr	3.60	-13.61	-4.69
Özkaynak	143.18	114.63	109.93
Temettü	-2.40	-1.66	0.00

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	617,256	576,537	617,054
Brüt kâr	170,107	165,933	178,211
Faaliyet giderleri	-161,829	-158,236	-169,066
Esas faaliyet kârı	8,278	7,698	9,146
FAVÖK	32,116	33,284	40,413
Net diğer gelir	1,981	3,850	3,504
Net finansman geliri	-13,594	-16,552	-15,653
Vergi öncesi kâr	-2,320	-5,212	-3,233
Vergi gideri	-860	-5,571	-1,131
Net kâr	2,433	-9,195	-3,173

Nakit akış tablosu

FAVÖK	32,116	33,284	40,413
Vergi gideri	-937	-5,571	-1,131
Yatırımlar	-4,081	-19,705	-14,192
İşletme sermayesi değişimi	569	-5,793	2,030
Serbest nakit akışı	3,171	13,800	23,060

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%51	-%7	%7
FAVÖK	-%1	%4	%21
Net kâr	-%89	-%478	-%65
Brüt marj	%27.6	%28.8	%28.9
Esas faaliyet kâr marjı	%1.3	%1.3	%1.5
FAVÖK marjı	%5.2	%5.8	%6.5
Net marj	%0.4	-%1.6	-%0.5
Serbest nakit akışı marjı	%0.5	%2.4	%3.7

Değerleme

F/K	27.6x	-	a.d.
F/DD	0.7x	0.9x	0.9x
FD/FAVOK	7.5x	7.3x	6.0x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

**Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

ASELSAN

ASELSAN, yılın ilk yarısında savunma sanayiinin lider oyuncusu olarak güçlü bir performans sergilerken, İran-İsrail gerilimi, Rusya-Ukrayna savaşının devam etmesi, NATO ve Avrupa kaynaklı savunma harcamalarındaki artış beklentileri ile bölgesel güvenlik gelişmeleri şirketin yatırım temasını desteklemeyi sürdürdü. Güçlü sipariş akışı ve ihracat odaklı büyüme yapısı operasyonel görünümü sağlam tutarken, yılbaşından bu yana kaydedilen güçlü yükselişe rağmen hissede görülebilecek dönemsel geri çekilmelerin temel hikayede bir bozulmadan ziyade sağlıklı bir dengelenme süreci olarak değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz. ASELSAN'ın savunma sanayiindeki lider konumu, yüksek bakiye sipariş görünürlüğü ve uzun vadeli büyüme potansiyeline yönelik olumlu görüşümüzü korurken, son dönemdeki güçlü fiyat performansını da dikkate alarak 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 452 TL seviyesinde, tavsiyemizi ise "TUT" olarak sürdürüyoruz. Önümüzdeki dönemde, her çeyrek açıklanacak finansal sonuçlar ve yeni sözleşme akışına bağlı olarak hedef fiyat ve tavsiyemizi yeniden değerlendirmeye devam edeceğiz.

Sipariş görünürlüğü tarafında güçlü tablo yılın ikinci çeyreğinde de **korunuyor**. 1Ç26 itibarıyla bakiye siparişler yıllık bazda %39 artışla 20,7 milyar USD seviyesine ulaşırken, ilk çeyrekte imzalanan yeni sözleşmeler 1,3 milyar USD oldu. Bunun 629 milyon USD'lik kısmının ihracat sözleşmelerinden oluşması, şirketin döviz bazlı gelir yaratımını ve uluslararası pazarlardaki konumunu destekledi. İkinci çeyrekte ise özellikle Haziran ayında açıklanan yeni iş akışı ön plandaydı. Kamu güvenliği haberleşme, uydu ve uzay sistemlerine yönelik 845 milyon USD tutarındaki sözleşmeler ile radar ve haberleşme sistemlerine yönelik 271,5 milyon USD tutarındaki sözleşmeler, yalnızca Haziran ayında açıklanan yeni iş büyüklüğünü 1,1 milyar USD'nin üzerine taşıdı. Bu görünüm, yılın ikinci yarısına da güçlü bir sipariş portföyü ve yüksek gelir görünürlüğüyle girileceğini gösteriyor.

Yılın ikinci yarısında ASELSAN'da ana temanın güçlü bakiye sipariş portföyü, devam eden yeni iş alımları, ihracat tarafındaki büyüme ve yüksek teknoloji yatırımları olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. İlk yarıda açıklanan finansal sonuçlar ve yeni sözleşme akışı, şirketin büyüme hikayesinin yalnızca mevcut sipariş portföyünden değil, aynı zamanda kapasite artışı, Ar-Ge kabiliyeti ve teknoloji odaklı yatırımlardan da beslendiğini gösteriyor. Şirket yönetiminin, 2026 yılı için %10'un üzerinde hasılat büyümesi, %24'ün üzerinde FAVÖK marjı ve 50 milyar TL'nin üzerinde yatırım harcaması beklentisi de bu görünümü destekliyor. Bu çerçevede, ASELSAN'ı beğendiğimiz şirketler arasında tutmaya devam ediyoruz. Bununla birlikte, yılbaşından bu yana oluşan güçlü fiyat performansı sonrasında hedef fiyat ve tavsiyemizi şu aşamada koruyor, önümüzdeki çeyreklerde finansal sonuçlar ve yeni sözleşme akışına bağlı olarak yeniden değerlendirmeyi planlıyoruz.

ASELS

TUT

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 452
%31

Pay bilgileri

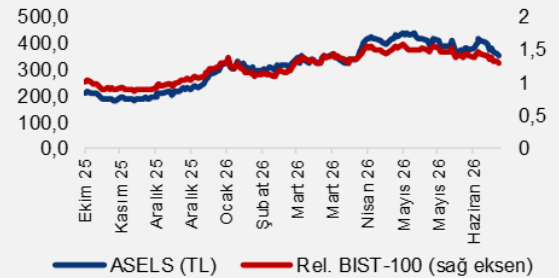
Pay Kodu	ASELS TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	345,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	175,8 / 434,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	1.573.200 - 33.778
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	4.560 - 26%
Yabancı Takas Oranı	51.42%
Pazar	Yıldız
Sektör	Savunma

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	225,9	221,5	231,6

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-9%	8%	49%
USD	-11%	3%	37%
BIST-100'e göre performans	-12%	-4%	19%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	173.137	198.562	262.740
FAVÖK	43.547	52.081	68.901
Net kâr	22.035	32.956	43.957

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	71,4x	47,7x	35,8x
F/DD	7,8x	5,7x	4,9x
FD/FAVOK	38,0x	31,8x	24,0x



ASELSAN – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	23.963	32.007	48.350
Ticari alacaklar	40.841	42.761	45.923
Stoklar	62.614	81.056	84.199
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	85.250	112.177	148.271
Diğer duran varlıklar	137.041	206.918	258.074
Toplam varlıklar	349.710	474.919	584.816
Kısa vadeli borçlanmalar	32.891	41.846	59.746
Ticari borçlar	28.462	41.776	56.133
Uzun vadeli borçlanmalar	14.010	5.533	5.749
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	72.270	110.189	143.697
Uzun vadeli yükümlülükler	147.633	199.345	265.324
Özkaynaklar	202.078	275.574	319.492
Ödenmiş sermaye	5.018	4.560	4.560
Diğer özkaynaklar	197.060	271.014	314.932
Toplam kaynaklar	349.710	474.919	584.816
Net borç	22.937	15.373	17.145
Net işletme sermayesi	74.994	82.041	73.989

Oranlar

Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%11,5	%13,8	%14,8
Net kâr	%12,7	%16,6	%16,7
Aktif devri	0,5x	0,5x	0,5x
Kaldıraç	1,7x	1,7x	1,8x
Aktif karlılığı	%6,6	%8,0	%8,3

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%13	%10	%11
Net borç/özsermaye	0,11	0,06	0,05
Net borç/FAVÖK	0,53	0,30	0,25

Hisse başına (TL)

Net kâr	4,83	7,23	9,64
Özkaynak	44,32	60,43	70,06
Temettü	0,05	0,00	0,00

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	173.137	198.562	262.740
Brüt kâr	54.961	63.193	84.126
Faaliyet giderleri	-16.166	-17.218	-22.118
Esas faaliyet kârı	38.795	45.975	62.009
FAVÖK	43.547	52.081	68.901
Net diğer gelir	549	8.105	5.578
Net finansman geliri	-27.477	-25.715	-23.533
Vergi öncesi kâr	11.906	29.040	45.879
Vergi gideri	10.020	3.881	-1.709
Net kâr	22.035	32.956	43.957

Nakit akış tablosu

FAVÖK	43.547	52.081	68.901
Vergi gideri	342	10.020	3.881
Yatırımlar	-25.245	-29.721	-41.461
İşletme sermayesi değişimi	3.811	-3.833	7.048
Serbest nakit akışı	14.834	36.213	24.274

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%13	%15	%32
FAVÖK	%31	%20	%32
Net kâr	%45	%50	%33
Brüt marj	%31,7	%31,8	%32,0
Esas faaliyet kâr marjı	%22,4	%23,2	%23,6
FAVÖK marjı	%25,2	%26,2	%26,2
Net marj	%12,7	%16,6	%16,7
Serbest nakit akışı marjı	%2,7	%13,9	%2,8

Değerleme

F/K	74,0x	49,5x	37,1x
F/DD	8,1x	5,9x	5,1x
FD/FAVOK	38,0x	31,8x	24,0x

Kaynak: Rasyonet & Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

** Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

Astor Enerji

Astor Enerji, 2026 yılının ilk yarısında enerji ekipmanları ve transformatör teması içerisinde en güçlü ayrıışan şirketlerden biri olarak öne çıktı. Küresel elektrik talebindeki artış, yenilenebilir enerji yatırımlarındaki ivmelenme, şebeke modernizasyonuna yönelik ihtiyaçların güçlenmesi ve özellikle güç transformatörlerine yönelik yüksek talep, şirketin büyüme görünümünü desteklemeyi sürdürmektedir. Güçlü sipariş akışı, ihracat pazarlarında devam eden momentum, kapasite artırım yatırımları ve başta ABD olmak üzere yüksek katma değerli projelerde artan görünürlük, yılın ilk yarısında sergilenen güçlü performansın ana belirleyicileridir. Model Portföyümüzde yer alan ASTOR, araştırma kapsamımıza dahil edildiği Aralık ayından bu yana güçlü bir getiri üretirken, son dönemde gözlenen sınırlı geri çekilmeyi temel görünümde herhangi bir bozulmaya işaret etmeyen olağan bir teknik hareket olarak değerlendiriyoruz. ASTOR için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 405 TL seviyesinde korurken, hisseye ilişkin AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

1Ç26 sonuçları, şirketin operasyonel görünümünün güçlü kaldığını gösterdi. ASTOR, yılın ilk çeyreğinde yıllık bazda %53 artışla 1.812 milyon TL net kar açıklarken, brüt kar marjı %38 seviyesinde gerçekleşti. Ürün karmasında yüksek katma değerli güç transformatörlerinin payının artması, ihracat tarafındaki ivme ve güçlü sipariş akışı marjları destekleyen ana unsurlar oldu. Şirketin bekleyen sipariş büyüklüğünün yaklaşık 1,7 milyar USD seviyesine ulaşması, bunun ağırlıklı olarak güç transformatörlerinden ve yurt dışı siparişlerden oluşması, 2026 ve sonrası için gelir görünürlüğünü güçlü kılıyor.

Stratejik tarafta kapasite artışı ve ABD pazarı şirketin ana büyüme başlıkları olmaya devam ediyor. Faz 3 yatırımlarıyla birlikte yeni fabrikanın 2027 yılı başında devreye alınması, toplam kapasitenin yaklaşık 102 bin MVA seviyesine yükselmesi ve yeni kapasitenin ağırlıklı olarak ihracat pazarlarında kullanılması planlanıyor. Özellikle, ABD pazarından gelen yüksek tutarlı güç transformatörü siparişleri, şirketin yalnızca yerel enerji yatırımlarından değil, küresel şebeke modernizasyonu ve elektrik altyapısı yatırımlarından da doğrudan faydalandığını gösteriyor.

Yılın ikinci yarısında ASTOR'da büyüme temasının korunmasını bekliyoruz. Güçlü backlog, yüksek ihracat payı, net nakit pozisyonu, kapasite yatırımları ve güç transformatörleri tarafındaki yapısal talep şirketin orta uzun vadeli hikayesini desteklemeyi sürdürüyor. Hissede yılbaşından bu yana yaşanan güçlü yükseliş sonrasında dönemsel kar satışları görülebilir, ancak yabancı yatırımcı ilgisinin korunması ve temel beklentilerde bozulma olmaması nedeniyle geri çekilmelerin orta vadeli görünümü bozmadığını düşünüyoruz

ASTOR

AL

Hedef fiyat TL 405
Getiri potansiyeli %46

Pay bilgileri

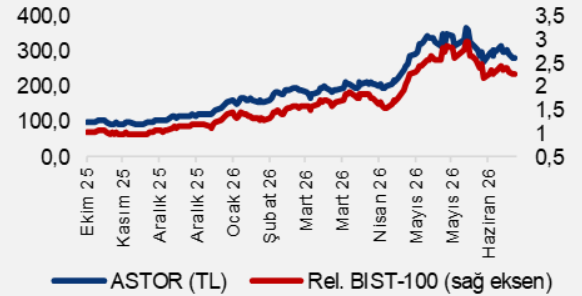
Pay Kodu	ASTOR T1
Pay fiyatı (30.06.2026)	276,50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	90,3 / 363,5
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	275.947 - 5.925
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	998 - 43%
Yabancı Takas Oranı	63.11%
Pazar	Yıldız
Sektör	Elektrik Ekipmanları

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	236,0	224,7	147,7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-12%	42%	137%
USD	-13%	35%	118%
BIST-100'e göre performans	-14%	27%	89%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	38.348	38.834	50.211
FAVÖK	11.481	12.217	16.882
Net kâr	7.238	8.439	9.893

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	38,1x	32,7x	27,9x
F/DD	9,2x	7,5x	5,9x
FD/FAVOK	25,3x	23,8x	17,2x



Astor Enerji – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	6.724	1.404	5.544
Ticari alacaklar	9.426	12.938	18.431
Stoklar	4.123	8.579	10.046
Finansal yatırımlar	4.685	12.397	16.037
Maddi duran varlıklar	11.146	12.680	15.386
Diğer duran varlıklar	8.257	7.900	7.775
Toplam varlıklar	44.005	55.773	76.553
Kısa vadeli borçlanmalar	2.749	5.080	6.014
Ticari borçlar	2.418	3.581	7.068
Uzun vadeli borçlanmalar	55	0	4.724
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	7.658	8.790	10.490
Uzun vadeli yükümlülükler	14.011	19.152	30.068
Özkaynaklar	29.994	36.622	46.485
Ödenmiş sermaye	1.098	998	998
Diğer özkaynaklar	28.896	35.624	45.487
Toplam kaynaklar	44.005	55.773	76.553
Net borç	-3.920	3.677	5.194
Net işletme sermayesi	11.132	17.936	21.408

Oranlar

Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%26,1	%25,3	%23,8
Net kâr	%18,9	%21,7	%19,7
Aktif devri	0,9x	0,8x	0,8x
Kaldıraç	1,5x	1,5x	1,6x
Aktif karlılığı	%17,4	%16,9	%15,0

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%6	%9	%14
Net borç/özsermaye	-0,13	0,10	0,11
Net borç/FAVÖK	-0,34	0,30	0,31

Hisse başına (TL)

Net kâr	7,25	8,46	9,91
Özkaynak	30,05	36,69	46,58
Temettü	2,68	1,79	2,23

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	38.348	38.834	50.211
Brüt kâr	13.262	14.349	19.778
Faaliyet giderleri	-3.025	-3.296	-4.335
Esas faaliyet kârı	10.237	11.053	15.444
FAVÖK	11.481	12.217	16.882
Net diğer gelir	-732	-294	-227
Net finansman geliri	-3.929	-8.526	-10.898
Vergi öncesi kâr	6.730	8.575	7.759
Vergi gideri	-175	-136	-135
Net kâr	7.238	8.439	9.893

Nakit akış tablosu

FAVÖK	11.481	12.217	16.882
Vergi gideri	-1.322	-175	-136
Yatırımlar	-3.788	-3.451	-2.672
İşletme sermayesi değişimi	1.952	-838	6.805
Serbest nakit akışı	4.418	9.430	7.270

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%9	%1	%29
FAVÖK	-%5	%6	%38
Net kâr	-%24	%17	%17
Brüt marj	%34,6	%36,9	%39,4
Esas faaliyet kâr marjı	%29,7	%26,4	%22,0
FAVÖK marjı	%29,9	%31,5	%33,6
Net marj	%18,9	%21,7	%19,7
Serbest nakit akışı marjı	%13,0	%22,4	%5,2

Değerleme

F/K	38,3x	32,9x	28,0x
F/DD	9,2x	7,6x	6,0x
FD/FAVOK	25,3x	23,8x	17,2x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

** Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

BİM Birleşik Mağazalar

BİM Birleşik Mağazalar, yılın ilk çeyreğinde özellikle FAVÖK ve karlılık tarafında piyasa beklentilerinin üzerinde sonuçlar açıklayarak güçlü bir başlangıç yaptı. Aynı mağaza satış büyümesinin BİMflasyon'un üzerinde gerçekleşmesi, büyümenin fiyat artışlarının yanı sıra sepet hacmi ve operasyonel verimlilikten de desteklendiğini gösterirken; bu görünüm, tüketicinin fiyat hassasiyetinin arttığı dezenflasyon sürecinde BİM'in indirim market modelinin güçlü konumunu koruduğu yönündeki tezimizi destekliyor. BİM için AL tavsiyemizi ve 12 aylık 463,50 TL hedef fiyatımızı koruyoruz; bu seviye son kapanışa göre yaklaşık %27 yükseliş potansiyeline işaret ediyor.

LFL büyüme BİMflasyon'u aşıyor, büyüme verim ve sepetten geliyor... Operasyonel resimde en kritik veri, BİM Türkiye'de aynı mağaza (like-for-like) satış büyümesinin %34,5 ile "BİMflasyon" olarak takip edilen sepet enflasyonunun üzerinde gerçekleşmesi oldu. BİMflasyon, şirketin kendi ürün sepetindeki ortalama yıllık raf fiyatı artışını ölçen bir gösterge olup, BİM'in müşterisine sağladığı fiyat avantajını somutlaştıran bir araç işlevi görüyor. LFL büyümenin BİMflasyon'un (%28) 6,5 puan üzerinde gelmesi ise, fiyat etkisinin ötesinde reel hacim kazanımına işaret eden bir kriter olarak öne çıkıyor. Nitekim büyümenin tamamına yakını %35,6 artan sepet hacminden gelirken müşteri trafiği %0,8 hafif geriledi. FİLE tarafında ise 352 mağaza, online kanalın gelirlerin %5,1'ine ulaşması ve gölge mağaza modeliyle genişleyen dijital ayak, A101'in CarrefourSA'yı devralmasıyla şekillenecek yeni rekabet ortamında izlenmesi gereken başlıca alan olarak öne çıkıyor.

Dikey entegrasyon ve maliyet yönetimi marjların yapısal dayanağı... BİM'in karlılık avantajının arkasında, kendi markalı ürünlerinin satışlardaki yüksek payı ve bu ürünlerin önemli bölümünü grup bünyesinde üretebilen dikey entegre yapı mevcut. Kendi markalı ürünlerin BİM Türkiye satışları içindeki payı %56'ya ulaşırken, şirket bu ürün gamının bir kısmını bizzat üretiyor. Bu model tedarikçi marjını içselleştirirken fiyat ve tedarik sürekliliği üzerindeki kontrolü de artırıyor. Maliyet yönetiminde de şirketin proaktif duruşu öne çıkıyor: yüksek aylık enflasyon ortamında erken tedarikçi ödemeleriyle sağlanan iskontolar, Orta Doğu kaynaklı jeopolitik riske karşı bazı ürünlerde önceden artırılan stoklar ve enerji verimliliği gider tarafındaki baskıyı dengeleyen başlıca kalemler.

Katılım bankası, izlediğimiz yeni sinerji alanı... Güçlü nakit ve müşteri tabanının, şirketin yeni büyüme eksenini olabilecek bir alanla buluşmasını da yakından takip ediyoruz. BDDK'nın 11 Haziran 2026 izniyle, BİM'in çoğunluk payına sahip olacağı, 10 milyar TL sermayeli Dost Katılım Bankası faaliyete geçtiğinde; günlük yüksek nakit toplama gücünün değerlendirilmesi, yaklaşık 100 milyar TL'yi aşan ticari borç tabanı üzerinden tedarik zinciri finansmanı, 14 binin üzerindeki mağazanın ve milyonlarca müşterinin ödeme sistemleri ile faizsiz bankacılık ürünlerinde bir dağıtım kanalına dönüşmesi gibi başlıklarda anlamlı bir sinerji potansiyeli görüyoruz.

BIMAS

AL

Hedef fiyat 463,50
Getiri potansiyeli %27

Pay bilgileri

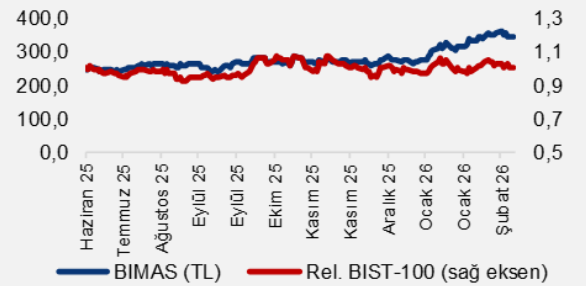
Pay Kodu	BIMAS TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	365,25
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	237,9 / 411,9
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	438.300 - 9.411
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	1.200 - 68%
Yabancı Takas Oranı	44%
Pazar	Yıldız
Sektör	Gıda Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	81,9	80,1	89,8

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-2%	8%	41%
USD	-4%	3%	7%
BIST-100'e göre performans	-5%	-3%	-2%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	651.690	721.063	991.237
FAVÖK	28.294	43.485	64.238
Net kâr	23.346	18.735	27.567

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	17,4x	15,6x	11,6x
F/DD	2,2x	2,0x	1,8x
FD/FAVOK	15,1x	9,0x	5,6x



BİM Birleşik Mağazalar – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	3.685	3.461	3.832
Ticari alacaklar	32.285	36.439	49.969
Stoklar	48.543	54.447	74.916
Finansal yatırımlar	7.100	10.691	12.886
Maddi duran varlıklar	118.191	131.935	132.889
Diğer duran varlıklar	98.905	101.120	128.861
Toplam varlıklar	308.708	338.093	403.353
Kısa vadeli borçlanmalar	10.663	13.044	16.348
Ticari borçlar	79.338	86.533	120.479
Uzun vadeli borçlanmalar	37.736	39.682	42.920
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	26.990	33.250	36.676
Uzun vadeli yükümlülükler	154.726	172.509	216.423
Özkaynaklar	153.982	165.585	186.931
Ödenmiş sermaye	607	607	607
Diğer özkaynaklar	153.375	164.977	186.323
Toplam kaynaklar	308.708	338.093	403.353
Net borç	44.714	49.266	55.436
Net işletme sermayesi	1.490	4.354	4.406
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%16,4	%11,7	%15,6
Net kâr	%3,6	%2,6	%2,8
Aktif devri	2,2x	2,2x	2,7x
Kaldıraç	2,1x	2,0x	2,1x
Aktif karlılığı	%7,9	%5,8	%7,4
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%16	%16	%15
Net borç/özsermaye	0,29	0,30	0,30
Net borç/FAVÖK	1,58	1,13	0,86
Hisse başına (TL)			
Net kâr	19,46	15,61	22,97
Özkaynak	128,32	137,99	155,78
Temettü	-7,50	-6,77	-5,18

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	651.690	721.063	991.237
Brüt kâr	113.912	139.447	191.696
Faaliyet giderleri	-107.207	-122.599	-163.084
Esas faaliyet kârı	6.705	16.848	28.612
FAVÖK	28.294	43.485	64.238
Net diğer gelir	-55	-902	-719
Net finansman geliri	20.727	10.128	13.923
Vergi öncesi kâr	32.528	31.593	49.403
Vergi gideri	-9.182	-12.857	-21.836
Net kâr	23.346	18.735	27.567
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	28.294	43.485	64.238
Vergi gideri	-1.676	-4.212	-7.153
Yatırımlar	-17.708	-25.516	-32.942
İşletme sermayesi değişimi	3.386	-6.265	-1.523
Serbest nakit akışı	5.524	20.022	25.666
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%5	%11	%37
FAVÖK	%9	%54	%48
Net kâr	-%20	-%20	%47
Brüt marj	%17,5	%19,3	%19,3
Esas faaliyet kâr marjı	%1,0	%2,3	%2,9
FAVÖK marjı	%4,3	%6,0	%6,5
Net marj	%3,6	%2,6	%2,8
Serbest nakit akışı marjı	%0,0	%0,0	%0,0
Değerleme			
F/K	17,4x	15,6x	11,6x
F/DD	2,2x	2,0x	1,8x
FD/FAVOK	15,1x	9,0x	5,6x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

Coca-Cola İçecek

Şirket 2026'ya beklentilerin üzerinde bir ilk çeyrekle başlarken, etkin fiyatlama, disiplinli maliyet yönetimi ve uluslararası operasyonların hacim katkısı karlılıkta belirgin bir toparlanma sağladı. Güçlü operasyonel görünüm ve sağlam bilanço, pozitif tezimizin temel dayanakları olmayı sürdürüyor. CCOLA için "AL" tavsiyemizi ve 103 TL hedef fiyatımızı koruyor, hisseyi model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Hedef fiyatımız, mevcut seviyelere göre yaklaşık %24 yükseliş potansiyeline işaret ediyor.

Operasyonel ivme ve marj toparlanması karlılıktaki hızlanmayı taşıyor... Konsolide hacim %7 artışla 414 mn ünite kasaya, hasılat %11 artışla 52,4 mlr TL'ye ulaştı. Brüt marj %36 (+592 bp), FAVÖK marjı %18 (+491 bp) ile genişlerken net kar 5,2 mlr TL ile operasyonel kaldıraç ve finansman giderlerindeki düşüşün desteğiyle güçlü geldi. Büyümenin ana taşıyıcısı %10 artışla uluslararası operasyonlar olurken Özbekistan (+%41) ve Kazakistan (+%11) öne çıktı. Türkiye yüksek baza rağmen %1 büyüdü. Kategori tarafında gazsız içecekler Fusetea öncülüğünde %30 büyüyerek ürün karmasını yukarı taşıdı. Küçük paket ve yerinde tüketim kanalı payındaki artış ile değer odaklı portföy stratejisi marj iyileşmesinin temel unsurlarıydı.

Bilanço esnekliği ve güçlü nakit yaratımı değerlemeyi destekliyor... Net finansman gideri, daha düşük faizli pazarlarda borçlanmaya yönelik stratejik yaklaşım ve güçlü nakit yaratımı sayesinde -1,7 mlr TL'ye geriledi (1Ç25: -3,2 mlr TL). Mevsimsel olarak genellikle zayıf seyreden ilk çeyrekte 462 mn TL pozitif serbest nakit akışı üretilmesi (1Ç25: -10,5 mlr TL) dikkat çekici bir gösterge oldu. Net Borç/FAVÖK 0,66x'e indi (2025 sonu: 0,81x; 1Ç25: 1,31x) ve borç azaltma süreci devam ederken döviz cinsi borç payı da kademeli olarak azalıyor. Küresel şişeleştiricilere kıyasla görece düşük finansal kaldıraç ve güçlenen nakit profili, marj toparlanmasıyla birlikte değerlendirme tarafında destekleyici bir çerçeve sunuyor.

Şeker içeriğine dayalı sağlık katkı payı kısa vadeli baskı yaratabilir, ancak yapısal etkisi sınırlı kalır... Şekerli içeceklerle yönelik olası vergi haber akışının kısa vadede hisse fiyatlaması üzerinde baskı ve pozisyon ayarlamaları yaratabileceğini, olası düzenlemenin Türkiye satışlarına yönelik olması ve Türkiye'nin görece daha yüksek marjlı segment olması nedeniyle bir miktar duyarlılık olabileceğini düşünsek de, orta-uzun vadede finansallar üzerindeki etkinin sınırlı kalmasını bekliyoruz. Şirket, ürün mimarisini esnek biçimde yönetebilme kabiliyeti sayesinde vergiye tabi tutarı aşağı çekebilir ve etkiyi büyük ölçüde telafi edebilir. Şirketin proaktif risk yönetimi kapsamında 2026 için şeker maliyetinin %98'ini, reçinenin %84'ünü ve alüminyumun %68'ini hedge yoluyla sabitlemiş olması, hammadde maliyetlerini öngörülebilir kılarak marjları olası emtia ve kur şoklarına karşı koruyor. Şirket; Türkiye, Pakistan, Kazakistan ve Özbekistan başta olmak üzere gazlı içecek pazarında dört ülkede liderliği elinde tutuyor ve faaliyet gösterdiği coğrafyalardaki düşük kişi başı tüketim ile genç nüfus, uzun vadede hacim büyümesi için güçlü bir zemin sunuyor. Temel pozitif görünümümüz korunmaktadır.

CCOLA

AL

Hedef fiyat 103,00 TL
Getiri potansiyeli %24

Pay bilgileri

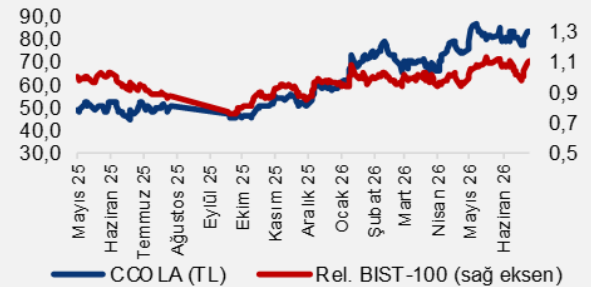
Pay Kodu	CCOLA TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	83,05
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	45 / 86
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	232380,4 - 4989,4
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	2.798 - 25%
Yabancı Takas Oranı	74,66%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Gıda & İçecek

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mln ABD doları	10,7	10,0	10,3

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	4%	29%	44%
USD	2%	23%	9%
BIST-100'e göre performans	0%	15%	0%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	180.216	187.185	250.827
FAVÖK	31.601	32.910	44.396
Net kâr	19.390	14.072	21.163

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	11,5x	15,9x	10,6x
F/DD	3,2x	2,7x	2,2x
FD/FAVOK	8,3x	7,9x	5,9x



Coca-Cola İçecek – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	30.437	28.945	19.704
Ticari alacaklar	17.936	21.422	27.488
Stoklar	20.133	21.008	27.438
Finansal yatırımlar	125	244	328
Maddi duran varlıklar	109.899	124.153	134.575
Diğer duran varlıklar	15.617	14.156	25.083
Toplam varlıklar	194.148	209.929	234.615
Kısa vadeli borçlanmalar	28.018	21.544	24.775
Ticari borçlar	33.532	37.981	49.566
Uzun vadeli borçlanmalar	36.308	35.809	39.389
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	15.591	19.272	20.066
Uzun vadeli yükümlülükler	51.899	55.080	59.456
Özkaynaklar	70.294	83.454	100.818
Ödenmiş sermaye	2.798	2.798	2.798
Toplam kaynaklar	194.148	209.929	234.615
Net borç	33.764	28.163	44.134
Net işletme sermayesi	4.537	4.450	5.360
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%27,6	%18,3	%23,0
Net kâr	%10,8	%7,5	%8,4
Aktif devri	0,9x	0,9x	1,1x
Kaldıraç	2,8x	2,6x	2,4x
Aktif kârlılığı	%10,0	%7,0	%9,5
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%33	%27	%27
Net borç/özsermaye	0,48	0,34	0,44
Net borç/FAVÖK	1,07	0,86	0,99
Hisse başına (TL)			
Net kâr	6,93	5,03	7,56
Özkaynak	25,12	29,83	36,03
Temettü	1,16	1,26	1,36

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	180.216	187.185	250.827
Brüt kâr	63.600	66.568	89.295
Faaliyet giderleri	-39.561	-41.297	-54.680
Esas faaliyet kârı	24.040	25.271	34.614
FAVÖK	31.601	32.910	44.396
Net diğer gelir	680	-116	86
Net finansman geliri	1.487	-3.763	-3.762
Vergi öncesi kâr	26.109	21.331	30.855
Vergi gideri	-6.611	-7.071	-9.692
Net kâr	19.390	14.072	21.163

Nakit akış tablosu	2024	2025	2026T
FAVÖK	31.601	32.910	44.396
Vergi gideri	-6.611	-7.071	-9.692
Yatırımlar	-16.041	-13.533	-18.060
İşletme sermayesi değişimi	-453	-87	910
Serbest nakit akışı	9.402	12.393	15.735

Büyüme ve marjlar	2024	2025	2026T
Net satışlar	%24	%4	%34
FAVÖK	%22	%4	%35
Net kâr	-%35	-%27	%50
Brüt marj	%35,3	%35,6	%35,6
Esas faaliyet kâr marjı	%13,3	%13,5	%13,8
FAVÖK marjı	%17,5	%17,6	%17,7
Net marj	%10,8	%7,5	%8,4
Serbest nakit akışı marjı	%5,2	%6,6	%6,3

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	11,5x	15,9x	10,6x
F/DD	3,2x	2,7x	2,2x
FD/FAVOK	8,3x	7,9x	5,9x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

DESA

Desa'yı niş iş modeli, dikey entegre üretim modeli, yüksek brüt karlılık profili ve net nakit pozisyonu ile beğendiğimiz perakende şirketlerinden biri olarak değerlendiriyoruz. Talep koşulları kısa vadede sınırlı baskı yaratmaya devam etse de, şirketin brüt marjlarını koruyabilmesi, güçlü likidite pozisyonu ve ihracat tarafındaki orta vadeli büyüme potansiyeli yatırım görüşümüzü destekliyor. Mevcut değerlemenin Desa'nın yüksek marjlı iş modelini ve güçlü bilançosunu yeterince yansıtmadığını düşünüyoruz. Bu çerçevede 18,00 TL hedef fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %56 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Ciro tarafında sınırlı reel baskıya rağmen brüt karlılık güçlü kalıyor. Deri ürünleri sektöründe talep pandemi sonrası döneme kıyasla daha normalleşmiş ve seçici bir patikada ilerliyor. Desa'nın 1Ç26'da hasılatı yıllık bazda reel olarak sınırlı gerilese de, brüt kar marjı yüksek seviyesini korudu. Bu görünüm, şirketin maliyet disiplini, dikey entegre üretim modeli ve fiyatlama esnekliğinin marjları desteklediğini gösteriyor. Kurun enflasyonun altında kalması ihracat gelirlerinin TL karşılığını sınırlasa da, yüksek brüt karlılık yapısı Desa'yı zayıf talep dönemlerinde daha dayanıklı kılıyor.

Net karda toparlanma için talep koşulları, faaliyet kaldırıcı ve işletme sermayesi yönetimi belirleyici olacak. 1Ç26'da net kar yıllık bazda gerilese de, bunu kalıcı bir karlılık bozulmasından ziyade zayıf talep, operasyonel karlılıkta normalleşme, yatırım gelirlerindeki azalış ve vergi tarafındaki daha sınırlı katkının birleşimi olarak okuyoruz. Önümüzdeki dönemde talep koşullarındaki kademeli toparlanma, finansal koşullardaki rahatlama ve ihracat gelirlerinin yeniden ivme kazanması net karlılığı destekleyebilir.

İhracat, İtalya üretimi ve markalı satışlar orta vadeli hikayenin ana taşıyıcıları. Desa'nın ihracatın ciro içindeki payını yeniden artırma hedefini önemli buluyoruz. Avrupa talebinde kademeli toparlanma, reel kur baskısının azalması ve markalı ihracatın payındaki artış büyümeyi destekleyebilir. Toskana'daki üretim tesisinin "Made in Italy" kabiliyeti, şirketin lüks segmentteki müşteri portföyünü genişletmesi açısından önemli bir kaldıraç sağlıyor. Samsonite ile uzun yıllara dayanan ortaklık yapısı da marka konumlanmasını ve kanal gücünü destekliyor. Kurun enflasyonun altında kalmaya devam etmesi, Avrupa talebinde zayıflık ve maliyet baskılarının yeniden hızlanması ise temel riskler olarak izlenmeli.

DESA

AL

Hedef fiyat 18,00 TL
Getiri potansiyeli %56

Pay bilgileri

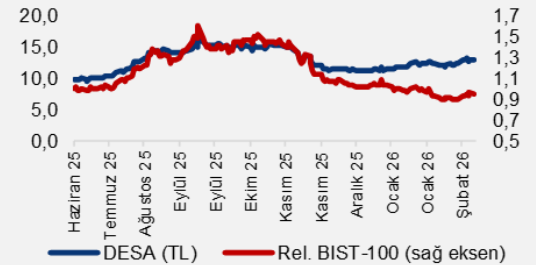
Pay Kodu	DESA TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	11,55
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	9,4 / 16,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	5.660 - 122
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	490 - 22%
Yabancı Takas Oranı	12,4%
Pazar	Ana Pazar
Sektör	Deri Giyim

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

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-7%	-13%	3%
USD	-9%	-17%	-5%
BIST-100'e göre performans	-10%	-22%	-18%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	4.292	4.202	4.887
FAVÖK	1.216	1.004	1.164
Net kâr	472	597	668

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	11,1x	8,8x	7,9x
F/DD	1,4x	1,2x	1,1x
FD/FAVOK	1,6x	2,0x	1,7x



DESA – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	34	36	169
Ticari alacaklar	505	490	592
Stoklar	924	1.379	1.427
Finansal yatırımlar	2.076	2.000	2.000
Maddi duran varlıklar	884	881	1.033
Diğer duran varlıklar	1.305	1.086	1.097
Toplam varlıklar	5.728	5.872	6.319
Kısa vadeli borçlanmalar	198	163	147
Ticari borçlar	894	792	745
Uzun vadeli borçlanmalar	219	182	164
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	559	516	516
Uzun vadeli yükümlülükler	1.870	1.653	1.571
Özkaynaklar	3.858	4.219	4.747
Ödenmiş sermaye	270	490	490
Diğer özkaynaklar	3.589	3.729	4.257
Toplam kaynaklar	5.728	5.872	6.319
Net borç	382	310	141
Net işletme sermayesi	536	1.078	1.275

Oranlar

Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%15,2	%14,8	%14,9
Net kâr	%11,0	%14,2	%13,7
Aktif devri	0,9x	0,7x	0,8x
Kaldıraç	1,5x	1,4x	1,4x
Aktif kârlılığı	%10,0	%10,3	%11,0

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%7	%6	%5
Net borç/özsermaye	0,10	0,07	0,03
Net borç/FAVÖK	0,31	0,31	0,12

Hisse başına (TL)

Net kâr	0,96	1,22	1,36
Özkaynak	7,87	8,61	9,69
Temettü	0,00	-0,23	-0,29

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

*Bütün Rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

**Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	4.292	4.202	4.887
Brüt kâr	2.462	2.461	2.833
Faaliyet giderleri	-1.683	-1.943	-2.260
Esas faaliyet kârı	779	518	573
FAVÖK	1.216	1.004	1.164
Net diğer gelir	12	316	368
Net finansman geliri	-405	-288	-335
Vergi öncesi kâr	733	796	922
Vergi gideri	-261	-199	-254
Net kâr	472	597	668

Nakit akış tablosu

FAVÖK	1.216	1.004	1.164
Vergi gideri	-195	-130	-143
Yatırımlar	-59	-59	-69
İşletme sermayesi değişimi	306	542	197

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%21	-%2	%16
FAVÖK	%5	-%17	%16
Net kâr	-%34	%26	%12
Brüt marj	%57,4	%58,6	%58,0
Esas faaliyet kâr marjı	%18,2	%12,3	%11,7
FAVÖK marjı	%28,3	%23,9	%23,8
Net marj	%11,0	%14,2	%13,7

Değerleme

F/K	11,1x	8,8x	7,9x
F/DD	1,4x	1,2x	1,1x
FD/FAVOK	1,6x	2,0x	1,7x

Doğan Holding

Doğan Holding'i araştırma kapsamımızda beğendiğimiz holdinglerden biri olarak değerlendirmeye devam ediyoruz. Holdingin portföy stratejisini net ve değer yaratımı odaklı buluyoruz. Şirket, stratejik öncelik taşımayan veya beklenen getiriye sağlamayan varlıklarda sadeleşmeye giderken; finansal hizmetler, madencilik, yenilenebilir enerji ve seçili teknoloji/sanayi yatırımlarında büyümeyi hedefliyor. Güçlü nakit pozisyonu, çekirdek iş kollarındaki operasyonel karlılık ve halka kapalı iştiraklerde olası halka arz süreci yatırım görüşümüzü destekliyor. 1Ç26 sonuçlarının ardından NAD tablomuzda yaptığımız güncellemeler ve en güncel iştirak değerlemelerini modelimize yansıtmamız sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 29,35 TL'den 32,50 TL'ye yükseltiyor, "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %59 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Portföy sadeleşmesi ve stratejik odaklanma yatırım hikayesinin merkezinde yer alıyor. 1Ç26 itibarıyla NAD'in yaklaşık 3,0 milyar USD seviyesine ulaşması ve stratejik odak alanlarının NAD içindeki payının %54'e yükselmesi, dönüşümün değerlemeye yansımaya başladığını gösteriyor. Yönetimin 2030 için 4,5 milyar USD NAD hedefi ise mevcut seviyelere göre hala anlamlı bir büyüme alanı bulunduğuna işaret ediyor.

Sigorta ve madencilik güçlü ayrışırken, Karel'de dönüşüm etkisi görülmeye başlıyor. Hepiyi Sigorta'da teknik karlılık ve disiplinli büyüme yaklaşımı öne çıkarken, madencilik tarafında üretim artışı, yüksek FAVÖK marjı ve UMREK raporundaki kaynak artışı orta vadeli görünümü destekliyor. Karel'de ise elektronik kart üretimindeki Çin kaynaklı rekabet baskısı sürse de düşük marjlı faaliyetlerin ağırlığının azalması, kurumsal projeler ve Daiichi'nin katkısıyla karlılıkta toparlanma bekliyoruz.

Daiichi halka arzı, saklı değer görünür hale gelmesi açısından önemli bir katalist. Karel'in iştiraki Daiichi'de otomotiv elektroniği tarafındaki büyüme, müşteri çeşitlenmesi ve güçlü sipariş birikimi yatırım hikayesini destekliyor. Şirketin halka arz dahil stratejik seçenekler için hazırlıklara başlamasını ve yönetimin 2027 hedefini, Doğan Holding açısından orta vadeli değer yaratımı potansiyeli olarak görüyoruz. Daiichi'nin ardından Hepiyi Sigorta ve Sesa Ambalaj gibi potansiyel halka arz adaylarının gündemde kalması da holding bünyesindeki saklı değer daha şeffaf fiyatlanması açısından izlenmeli.

Diğer iştiraklerde görünüm karışık ancak yönetilebilir. Galata Wind'de üretim güçlü seyrederken düşük elektrik fiyatları karlılığı baskılıyor. Madencilik tarafında ikinci çeyrekte bakım ve saha genişletme çalışmalarının kısa vadeli etkileri görülebilir; ancak kaynak artışı ve kapasite büyüme hedefleri orta vadeli görünümü destekliyor. Doğan Trend Otomotiv'de regülasyon kaynaklı destekler operasyonel görünümü iyileştirirken, gayrimenkul ve teknoloji/finansal hizmetler tarafındaki olası portföy adımları ilave değer yaratımı açısından izlenmeli.

Mevcut iskonto seviyesinin holdingin nakit gücü, stratejik odak alanlarındaki büyüme ve halka kapalı iştiraklerdeki değer yaratımı potansiyelini tam olarak yansıtmadığını düşünüyoruz. Bu nedenle Doğan Holding'i 2026 ikinci yarısında hem operasyonel toparlanma hem de portföy değeri açığa çıkarma potansiyeli açısından beğenmeye devam ediyoruz.

DOHOL

AL

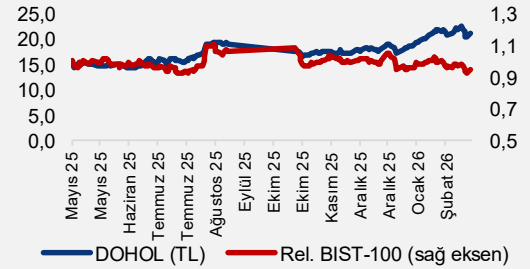
Hedef fiyat 32,50 TL
Getiri potansiyeli %59

Pay bilgileri

Pay Kodu	DOHOL TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	20,50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	14,1 / 24,6
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	53.648 - 1.152
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	2.617 - 36%
Yabancı Takas Oranı	23%
Pazar	Yıldız
Sektör	Holdingler

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	5,7	6,5	6,7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-13%	1%	21%
USD	-15%	-4%	11%
BIST-100'e göre performans	-16%	-10%	-4%



Doğan Holding – NAD Tablosu

	Değerleme	Cari Piyasa Değeri (mn TL)	Pay (%)	to Dogan	% of NAV	Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	to Dogan	% of NAV
Elektrik Üretimi				9.851			12.658	
GWIND	Piyasa Değeri	14.072	70%	9.851	8,5%	18.083	12.658	8,9%
Sanayi				6.980			8.970	
Doğan Dış Ticaret	Book Value	93	100%	93	0,1%	120	120	0,1%
Sesa Ambalaj	EV/L12M FAVÖK @7,8x	3.838	70%	2.686	2,3%	4.931	3.452	2,4%
KAREL	Piyasa Değeri	8.752	40%	3.501	3,0%	11.246	4.498	3,2%
Daiichi	Transaction Value	2.799	25%	700	0,6%	3.597	899	0,6%
Otomotiv				770			989	
Doğan Trend Otomotiv	Book Value @ 1.7x	770	100%	770	0,7%	989	989	0,7%
Finans ve Yatırım				24.594			31.603	
D Yatırım Bank	Book Value @ 1.8x	3.779	100%	3.779	3,3%	4.856	4.856	3,4%
Doruk Faktoring	Book Value @ 1.8x	3.343	100%	3.343	2,9%	4.296	4.296	3,0%
Hepiyi Sigorta	Book Value @ 2,0x	19.271	85%	16.380	14,1%	24.763	21.048	14,8%
Öncü Girişim Sermaye	Value of Insider Shares	1.092	100%	1.092	0,9%	1.403	1.403	1,0%
İnternet ve Eğlence				8.527			10.958	
Kanal D Romania	EV/L12M FAVÖK @4,2x	5.645	100%	5.645	4,9%	7.254	7.254	5,1%
Glokal (Hepsi Emlak)	EV/L12M Satışlar @4,4x	3.639	79%	2.883	2,5%	4.676	3.704	2,6%
Gayrimenkul				12.764			16.402	
D Gayrimenkul	Expert Valuation	8.974	100%	8.974	7,7%	11.532	11.532	8,1%
D Yapı - Romanya	Expert Valuation	1.144	100%	1.144	1,0%	1.470	1.470	1,0%
Dogan Holding İstanbul	Expert Valuation	352	100%	352	0,3%	452	452	0,3%
Kandilli Gayrimenkul	Expert Valuation	3.079	50%	1.540	1,3%	3.957	1.978	1,4%
Diğer				3.940			5.063	
Milta Turizm	Transaction Value	3.915	100%	3.915	3,4%	5.031	5.031	3,5%
Doğan Yayıncılık	Transaction Value	25	100%	25	0,0%	32	32	0,0%
Madencilik				19.895			25.565	
Gümüştaş + Doku	EV/L12M FAVÖK @7x	26.527	75%	19.895	17,1%	34.087	25.565	18,0%
				Cari NAD			Hedef NAD	
Halka Açık				13.351	11,5%		17.157	12,1%
Halka Kapalı				73.969	63,7%		95.050	67,0%
Net Nakit				28.784	24,8%		29.616	20,9%
NAD				116.105	100,0%		141.823	100,0%
Piyasa Değeri				55.009			55.009	
Premium / Discount (%)				-53%			-61%	
Holding iskontosu							-40%	
Hedef Piyasa Değeri							85.094	
12A Hedef Fiyat							32,5	
Cari fiyat							20,5	
Potansiyel							59%	

*Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma, Şirket verileri, Matriks

**30/06/2026 kapanış itibarıyla

Doğuş Otomotiv

Doğuş Otomotiv, 2026 yılının ilk yarısını zayıflayan iç talep, fiyatlama baskısı ve marjlardaki gerilemenin etkisiyle baskılı geçirdi. Yılın ilk aylarında otomotiv pazarı görece dirençli seyrederken, ikinci çeyrekle birlikte yüksek faiz ortamı, sıkı finansman koşulları ve öne çekilmiş talebin azalması satış adetleri üzerinde daha belirgin etki oluşturduğunu takip ediyoruz. Mayıs verileri, yılın ikinci çeyreğinde iç pazardaki yavaşlamanın belirginleştiğini gösterdi. Toplam otomobil ve hafif ticari araç pazarı Mayıs ayında yıllık bazda %22,6 daralırken, Ocak-Mayıs döneminde de %7,40 geriledi. DOAS tarafında da benzer şekilde satış adetlerinde baskı görülürken, Mayıs ayında pazar payının %15,5 seviyesinde kalması, şirketin güçlü marka portföyüne rağmen zayıflayan talep ortamından kaçamadığını gösterdi. Bu tablo, yılın ilk yarısında hisse performansının endekse göre negatif ayrışmasında etkili oldu. EUR/TL paritesine ilişkin makro varsayımlarımızdaki güncelleme doğrultusunda, pay başına hedef fiyatımızı 255 TL'den sınırlı şekilde 245 TL'ye revize ediyor, sunduğu getiri potansiyeli beraberinde AL tavsiyemizi koruyoruz.

İlk çeyrek sonuçlarını da iç pazardaki zayıflamanın operasyonel performans üzerindeki etkisinin devam ettiğini gösterdi. DOAS, 1Ç26'da yıllık bazda %10 azalışla 49,6 milyar TL ciro, %16 azalışla 3,2 milyar TL FAVÖK ve %24 azalışla 574 milyon TL net kar açıkladı. FAVÖK marjının %6,4 seviyesine gerilemesinde, satış hacmindeki yavaşlamanın yanı sıra model karmasındaki değişim, fiyatlama tarafındaki baskı ve faaliyet giderlerinin yüksek seyri etkili oldu. Buna karşılık, Volkswagen Binek ve hafif ticari araç tarafındaki görece dirençli performans, şirketin güçlü marka portföyü, yaygın distribütör ağı ve fiyatlama kabiliyetiyle birlikte orta vadeli görünümü destekleyen unsurlar olmaya devam ediyor.

Yılın ikinci yarısında iç pazardaki baskının kısa vadede tamamen ortadan kalkmasını beklemiyoruz. Görece yüksek faiz, finansmana erişimdeki zorluklar ve tüketici talebindeki zayıflık operasyonel performans üzerinde risk oluşturmaya devam edecektir. Buna karşılık DOAS'ın temettü hikayesinin hisse fiyatı üzerinde kısmi tampon görevi üstlenebileceğini düşünüyoruz. Şirketin ilk temettü taksitini ödemiş olması ve kalan taksitin Ağustos ayında dağıtılacak olması, zayıf pazar koşullarında yatırımcı ilgisini destekleyen önemli bir başlık olarak öne çıkıyor. Uzun vadede ise talep koşullarının normalleşmesiyle birlikte DOAS'ın güçlü marka portföyü, nakit yaratım kapasitesi ve temettü politikasıyla yeniden daha dengeli bir performans sergileyebileceğini düşünüyoruz.

Şirket yönetiminin 2026 yılına ilişkin 1,2 milyon adet toplam pazar, Skoda hariç 117 bin adet satış hacmi ve 5,2 milyar TL yatırım harcaması beklentilerini koruması, zorlu pazar koşullarına rağmen yıl sonu hedeflerinde şu an belirgin bir bozulmaya işaret etmiyor. Ayrıca, Scania Power Solutions, Doğuş Marine Services, Thermo King ve ikinci el araç tarafındaki DOD gibi tamamlayıcı iş kolları, ana distribütörlük faaliyetlerine kıyasla daha sınırlı ölçekte kalsa da şirketin gelir çeşitliliğini destekleyen alanlar olarak öne çıkıyor.

DOAS

AL

Hedef fiyat TL 245
Getiri potansiyeli %37

Pay bilgileri

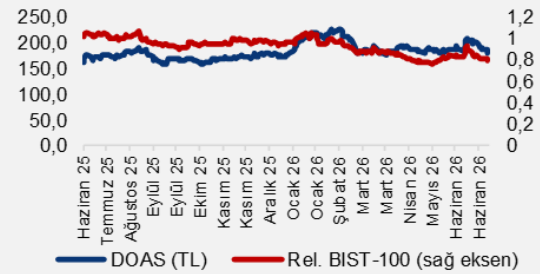
Pay Kodu	DOAS TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	179,30
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	157,1 / 224,4
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	39.446 - 847
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	220 - 39%
Yabancı Takas Oranı	20.70%
Pazar	Yıldız
Sektör	Otomotiv

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

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-3%	2%	3%
USD	-5%	-3%	-5%
BIST -100'e göre performans	-6%	-9%	-18%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	271.324	281.462	272.602
FAVÖK	24.112	16.195	15.029
Net kâr	10.935	3.456	6.625

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	3,6x	11,4x	6,0x
F/DD	0,5x	0,5x	0,5x
FD/FAVOK	2,9x	4,3x	4,6x



Doğuş Otomotiv – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	13.559	6.114	3.279
Ticari alacaklar	22.834	19.130	18.669
Stoklar	22.196	33.156	58.485
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	30.087	31.118	35.669
Diğer duran varlıklar	44.136	53.941	54.017
Toplam varlıklar	132.813	143.458	170.120
Kısa vadeli borçlanmalar	8.930	21.890	26.423
Ticari borçlar	20.647	21.077	37.492
Uzun vadeli borçlanmalar	8.504	11.937	10.270
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	15.576	14.664	22.075
Uzun vadeli yükümlülükler	53.657	69.568	96.261
Özkaynaklar	79.156	73.890	73.859
Ödenmiş sermaye	242	220	220
Diğer özkaynaklar	78.914	73.670	73.639
Toplam kaynaklar	132.813	143.458	170.120
Net borç	3.876	27.713	33.414
Net işletme sermayesi	24.384	31.209	39.662

Oranlar

Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%13,2	%4,5	%9,0
Net kâr	%4,0	%1,2	%2,4
Aktif devri	2,0x	2,0x	1,7x
Kaldıraç	1,7x	1,8x	2,1x
Aktif kârlılığı	%8,0	%2,5	%4,2

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%13	%24	%22
Net borç/özsermaye	0,05	0,38	0,45
Net borç/FAVÖK	0,16	1,71	2,22

Hisse başına (TL)

Net kâr	49,71	15,71	30,11
Özkaynak	359,80	335,86	335,72
Temettü	86,06	35,69	30,00

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	271.324	281.462	272.602
Brüt kâr	43.545	35.130	31.026
Faaliyet giderleri	-22.608	-22.631	-20.076
Esas faaliyet kârı	20.937	12.499	10.950
FAVÖK	24.112	16.195	15.029
Net diğer gelir	2.459	162	1.751
Net finansman geliri	-4.685	-7.876	-3.802
Vergi öncesi kâr	18.290	7.142	11.531
Vergi gideri	-7.282	-3.755	-4.906
Net kâr	10.935	3.456	6.625

Nakit akış tablosu

FAVÖK	24.112	16.195	15.029
Vergi gideri	-12.723	-7.282	-3.755
Yatırımlar	-1.600	-5.420	-3.518
İşletme sermayesi değişimi	17.513	-6.826	6.825
Serbest nakit akışı	-7.724	10.320	931

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	-%13	%4	-%3
FAVÖK	-%53	-%33	-%7
Net kâr	-%73	-%68	%92
Brüt marj	%16,0	%12,5	%11,4
Esas faaliyet kâr marjı	%7,7	%4,4	%4,0
FAVÖK marjı	%8,9	%5,8	%5,5
Net marj	%4,0	%1,2	%2,4
Serbest nakit akışı marjı	%7,2	%6,5	%0,8

Değerleme

F/K	3,7x	11,6x	6,1x
F/DD	0,5x	0,5x	0,5x
FD/FAVOK	2,9x	4,3x	4,6x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

** Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

Ford Otomotiv

Ford Otosan, 2026 yılının ilk yarısını zayıf iç pazar koşulları, Avrupa ticari araç talebindeki normalleşme, rekabetçi fiyatlandırma ortamı ve operasyonel marjlardaki baskının devam ettiği bir görünümle tamamladı. Şirket özelinde baskı yalnızca Türkiye pazarındaki daralmadan değil, binek araç tarafında Focus modelinin sonlanması sonrası oluşan hacim kaybı, kampanya yoğunluğu, güçlü TL'nin ihracat gelirleri üzerindeki sınırlayıcı etkisi ve ürün karmaşasının marjlar üzerinde yarattığı baskıdan da kaynaklandı. Buna karşılık, Ford Otosan'ın ihracat odaklı iş modeli, Avrupa ticari araç pazarındaki güçlü konumu, Romanya operasyonlarının katkısı ve elektrikli, hibrit ve içten yanmalı araçları aynı hatlarda üretebilen esnek üretim yapısı uzun vadeli hikayeyi desteklemeye devam ediyor. Güncellenen EUR/TL paritesi ile makro varsayımlarımız doğrultusunda, Ford Otosan için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 140 TL'den 132 TL'ye sınırlı şekilde revize ediyoruz. Buna karşılık, mevcut hedef fiyatımızın sunduğu getiri potansiyelinin endeks getiri beklentimizin üzerinde kalması nedeniyle AL tavsiyemizi koruyoruz.

Yılın ilk beş ayında sektör genelinde üretim ve ihracat tarafında zayıf bir tablo izlenirken, Ford Otosan'ın ticari araç ağırlıklı yapısı görece dengeleyici olmaya devam ediyor. OSD verilerine göre Ocak-Mayıs döneminde toplam otomotiv üretimi yıllık bazda %10, toplam ihracat adet bazında %15 gerilerken, ticari araç üretiminin pozitif ayrışması FROTO açısından önemli bir destek unsuru oldu. Şirketin Türkiye araç ihracatındaki yüksek payı, Avrupa ticari araç pazarındaki Ford marka gücü ve 1 ton ticari araç programının kademeli katkısı, iç pazardaki zayıflığın etkisini sınırlıyor. Ancak, Avrupa makro görünümü, elektrikli araç dönüşümünün beklenenden yavaş ilerlemesi ve rekabetçi fiyatlandırma ortamı, marj toparlanmasının daha kademeli olacağına işaret ediyor.

Yılın ikinci yarısında Ford Otosan'da hızlı bir iç pazar toparlanmasından ziyade ihracat performansı, Romanya operasyonlarının katkısı, ürün karmaşasındaki kademeli iyileşme ve maliyet baskısının ne ölçüde dengelenebileceği belirleyici olacaktır. Kısa vadede marj baskısı ve Avrupa talebindeki dalgalanma izlenmeye devam edecek olsa da, şirketin ölçeği, ihracat ağırlığı, Ford ile olan stratejik üretim ilişkisi, elektrikli ve ticari araç yatırımları ile güçlü nakit yaratım kapasitesi orta uzun vadeli yatırım temasını desteklemeyi sürdürüyor. Ayrıca, geçmiş yıllardaki temettü pratiği dikkate alındığında, yılın ikinci yarısında olası ek temettü beklentisinin de hisse fiyatı açısından destekleyici olabileceğini düşünüyoruz.

Yönetimin 2026 beklentileri temkinli ancak kontrollü bir çerçeve sunuyor. Şirket, yurt dışı satış adetlerinin 580-630 bin, toplam üretimin 690-740 bin adet aralığında gerçekleşmesini ve düzeltilmiş FAVÖK marjının %7-%8 bandında oluşmasını bekliyor. Satış gelirleri büyüme beklentisinin yatay görünüme çekilmesi, kısa vadede hacim ve fiyatlandırma katkısının sınırlı kalabileceğini gösteriyor.

FROTO

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 132
%56

Pay bilgileri

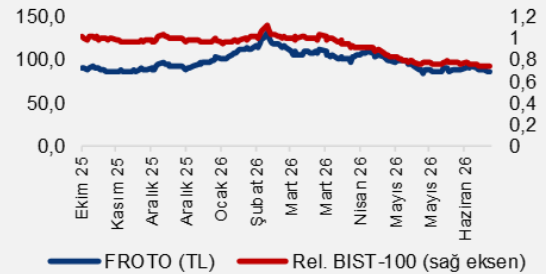
Pay Kodu	FROTO TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	84,55
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	82,4 / 129,8
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	296.694 - 6.370
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	3.509 - 18%
Yabancı Takas Oranı	22.24%
Pazar	Yıldız
Sektör	Otomotiv

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	52,1	49,2	43,1

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	0%	-15%	-6%
USD	-2%	-19%	-13%
BIST-100'e göre performans	-3%	-24%	-25%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	856.994	914.244	1.015.478
FAVÖK	57.423	57.337	57.003
Net kâr	55.977	37.398	35.892

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	5,3x	7,9x	8,3x
F/DD	1,8x	1,7x	1,5x
FD/FAVOK	7,1x	7,1x	7,2x



Ford Otomotiv – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	32.163	70.397	75.486
Ticari alacaklar	98.269	97.774	104.659
Stoklar	63.356	54.284	64.652
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	170.244	184.414	201.647
Diğer duran varlıklar	106.627	89.170	93.661
Toplam varlıklar	470.659	496.039	540.106
Kısa vadeli borçlanmalar	64.610	69.704	64.021
Ticari borçlar	95.277	112.745	130.154
Uzun vadeli borçlanmalar	113.641	109.845	111.627
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	31.171	32.059	39.474
Uzun vadeli yükümlülükler	304.699	324.354	345.277
Özkaynaklar	165.961	171.685	194.829
Ödenmiş sermaye	386	3.509	3.509
Diğer özkaynaklar	165.575	168.176	191.320
Toplam kaynaklar	470.659	496.039	540.106
Net borç	146.089	109.153	100.162
Net işletme sermayesi	66.349	39.313	39.157

Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%35,2	%22,2	%19,6
Net kâr	%6,5	%4,1	%3,5
Aktif devri	1,9x	1,9x	2,0x
Kaldıraç	2,9x	2,9x	2,8x
Aktif kârlılığı	%12,1	%7,7	%6,9

Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%38	%36	%33
Net borç/özsermaye	0,88	0,64	0,51
Net borç/FAVÖK	2,54	1,90	1,76

Hisse başına (TL)			
Net kâr	15,95	10,66	10,23
Özkaynak	47,29	48,93	55,52
Temettü	9,66	8,95	10,78

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	856.994	914.244	1.015.478
Brüt kâr	78.649	76.350	80.493
Faaliyet giderleri	-36.655	-37.946	-45.128
Esas faaliyet kârı	41.994	38.404	35.365
FAVÖK	57.423	57.337	57.003
Net diğer gelir	-246	8.477	6.539
Net finansman geliri	2.446	-16.585	-8.184
Vergi öncesi kâr	53.303	43.429	39.750
Vergi gideri	2.674	-6.031	-3.858
Net kâr	55.977	37.398	35.892

Nakit akış tablosu			
FAVÖK	57.423	57.337	57.003
Vergi gideri	2.674	-6.031	-3.858
Yatırımlar	-57.610	-32.725	-29.499
İşletme sermayesi değişimi	19.815	-27.036	-28.102

Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%0	%7	%11
FAVÖK	-%35	%0	-%1
Net kâr	-%45	-%33	-%4
Brüt marj	%9,2	%8,4	%7,9
Esas faaliyet kâr marjı	%4,9	%4,2	%3,5
FAVÖK marjı	%6,7	%6,3	%5,6
Net marj	%6,5	%4,1	%3,5
Serbest nakit akışı marjı	%0,0	%0,0	%0,0

Değerleme			
F/K	5,4x	8,0x	8,4x
F/DD	1,8x	1,7x	1,5x
FD/FAVOK	7,1x	7,1x	7,2x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

** Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

Koç Holding

Koç Holding'i araştırma kapsamımızda beğendiğimiz holdinglerden biri olarak değerlendirmeye devam ediyoruz. Şirketi NAD yöntemiyle değerliyoruz ve Tüpraş, Yapı Kredi ile otomotiv iştiraklerinin performansını değerlendirme açısından belirleyici görüyoruz. Model portföyümüzde de yer alan Tüpraş, güçlü rafineri marjları ve nakit yaratımıyla holdingi desteklemeye devam ederken; Yapı Kredi'nin faiz indirim süreci ve makro normalleşme ile birlikte bankacılık tarafında değerlemeye katkı sağlayabileceğini düşünüyoruz. Güçlü solo net nakit pozisyonu ve tarihsel ortalamaların üzerinde seyreden NAD iskontosu da olumlu görüşümüzü destekliyor. Başta Yapı Kredi olmak üzere iştiraklerde yaptığımız hedef fiyat güncellemelerinin ardından 12 aylık hedef fiyatımızı 325,00 TL'den 337,00 TL'ye yükseltiyor, "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %74 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Tüpraş pozitif ayrışırken, sanayi iştiraklerinde toparlanma için makro normalleşme belirleyici olacak. İlk yarıda Tüpraş, güçlü operasyonel görünümüyle holdingin ana destekleyici unsurlarından biri olmayı sürdürdü. Buna karşılık bankacılık tarafında yüksek faiz ortamı ve makro belirsizlikler, sanayi iştiraklerinde ise zayıf talep ve finansman maliyetleri karlılık üzerinde baskı yarattı. Önümüzdeki dönemde faiz indirimlerinin başlaması, finansman giderlerinde kademeli rahatlatma ve iç talepte normalleşme, özellikle otomotiv ve dayanıklı tüketim tarafında sonuçları destekleyebilir. Euro Bölgesi talebinde olası toparlanma ve EUR/USD paritesindeki destekleyici görünüm de ihracat ağırlığı yüksek sanayi iştirakleri için tamamlayıcı bir unsur olabilir.

Güçlü solo nakit pozisyonu sermaye tahsisi esnekliği sağlıyor. Koç Holding'in solo net nakit pozisyonu 2025 yıl sonundaki 815 milyon USD seviyesinden 1Ç26 sonunda 969 milyon USD'ye yükseldi. Holdingin güçlü nakit pozisyonu, temettü sürdürülebilirliği, iştirak destekleri ve yeni yatırım fırsatları açısından önemli bir tampon sağlıyor.

NAD iskontosu tarihsel ortalamaların üzerinde seyrediyor. Koç Holding için yaklaşık 743 milyar TL seviyesinde NAD hesaplıyoruz. Son kapanışa göre NAD iskontosu yaklaşık %33 seviyesinde bulunuyor; bu oran son beş yıl ortalaması olan yaklaşık %24'ün ve uzun vadeli ortalama olan %14'ün üzerinde. İştiraklerde operasyonel toparlanmanın güçlenmesi, faiz indirim sürecinin risk iştahını desteklemesi ve yabancı yatırımcı ilgisinin artması halinde iskontoda kademeli daralma potansiyeli görüyoruz. Yenilenebilir enerji, sağlık ve seçili yeni büyüme alanları ise orta-uzun vadede ilave değer yaratımı açısından izlenmeli.

KCHOL

AL

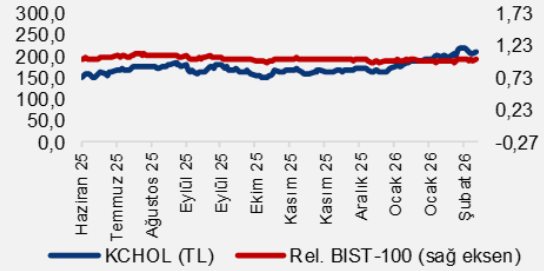
Hedef fiyat 337,00 TL
Getiri potansiyeli %74

Pay bilgileri

Pay Kodu	KCHOL TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	193,50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	147,2 / 215,9
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	490.696 - 10.536
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	2.536 - 22%
Yabancı Takas Oranı	46%
Pazar	Yıldız
Sektör	Holdingler

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	76,7	84,0	123,7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	2%	0%	19%
USD	0%	-5%	9%
BIST-100'e göre performans	-1%	-11%	-5%



Koç Holding – NAD Tablosu

	Değerleme	Cari Değer (mn TL)	Holding Payı (%)	to Koc (mn TL)	NAD Payı (%)	Hedef Değer (TL mn)	to Koc (mn TL)	NAD Payı (%)
Otomotiv				260.944			374.516	
TOASO	Cari Piyasa Değeri	154.000	37,6%	57.904	7,7%	192.500	72.380	6,8%
FROTO	Cari Piyasa Değeri	296.694	38,7%	114.821	15,3%	491.260	190.118	17,8%
OTKAR	Cari Piyasa Değeri	45.090	47,4%	21.373	2,8%	56.363	26.716	2,5%
TTRAK	Cari Piyasa Değeri	43.879	37,5%	16.455	2,2%	59.500	22.313	2,1%
Otokoç Otomotiv	Defter Değeri	50.493	99,8%	50.392	6,7%	63.116	62.990	5,9%
Dayanıklı Tüketim				32.694			46.396	
Arçelik	Cari Piyasa Değeri	67.134	48,5%	32.560	4,3%	95.316	46.228	4,3%
Arçelik LG Klima	Defter Değeri	2.681	5,0%	134	0,0%	3.351	168	0,0%
Perakende				2.679			3.349	
Koçtaş	Defter Değeri	1.712	49,8%	853	0,1%	2.140	1.066	0,1%
Divan	Defter Değeri	6.109	29,9%	1.827	0,2%	7.636	2.283	0,2%
Finans				187.474			262.693	
YKBANK	Cari Piyasa Değeri	339.065	54,8%	185.807	24,7%	475.566	260.610	24,4%
Koç Finansman	Defter Değeri	3.333	50,0%	1.667	0,2%	4.166	2.083	0,2%
Enerji				194.569			295.399	
TUPRS	Cari Piyasa Değeri	438.346	40,0%	175.470	23,3%	678.304	271.525	25,4%
AYGAZ	Cari Piyasa Değeri	46.927	40,7%	19.099	2,5%	58.659	23.874	2,2%
Turizm				11.468			14.334	
AYCES	Cari Piyasa Değeri	15.250	30,0%	4.575	0,6%	19.063	5.719	0,5%
MAALT	Cari Piyasa Değeri	10.783	50,0%	5.391	0,7%	13.478	6.739	0,6%
Setur	Defter Değeri	6.229	24,1%	1.501	0,2%	7.786	1.876	0,2%
Satın Alma				1.344			1.680	
Zer	Defter Değeri	5.578	24,1%	1.344	0,2%	6.973	1.680	0,2%
Diğer				15.655			19.568	
Koç Sistem	Defter Değeri	5.584	24,1%	1.346	0,2%	6.980	1.682	0,2%
Diğer	Defter Değeri	14.309	100,0%	14.309	1,9%	17.886	17.886	1,7%
				Cari NAD		Hedef NAD		
Halka Açık				633.455	84,2%	665.612	62,3%	
Halka Kapalı				73.372	9,8%	352.325	33,0%	
Net Nakit				45.213	6,0%	50.388	4,7%	
Toplam NAD				752.040	100,0%	1.068.325	100,0%	
Piyasa Değeri				490.696		490.696		
Discount / Premium (%)				-35%		-54%		
Uygulanan İskonto						-20%		
Hedef Piyasa Değeri						854.660		
12A Hedef Fiyat						337		
Hisse Fiyatı						194		
Potansiyel						74%		

*Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma, Şirket verileri, Matriks

**30/06//2026 kapanış itibarıyla

Koton

Koton'da orta-uzun vadeli yatırım tezimiz çerçevesinde 27,00 TL hedef fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Zayıf tüketici talebine rağmen şirketin brüt karlılığını artırmasını, gider disiplinini korumasını ve güçlü serbest nakit akışı üretmesini olumlu değerlendiriyoruz. Buna karşılık yüksek finansman giderleri net kar üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor. Bu baskının kalıcı bir operasyonel bozulmadan ziyade, faiz ortamı normalleştikçe hafiflemesini beklediğimiz bir unsur olduğunu düşünüyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %87 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Talep zayıf olsa da marjlar güçlü korundu. 1Ç26'da konsolide satışlar yıllık bazda sınırlı daralırken, Koton karlılık odağını korudu. Brüt kar marjı yıllık bazda 8,0 puan artarak %50,9'a, FAVÖK marjı ise 4,7 puan artarak %19,3'e yükseldi. Bu görünüm, şirketin etkin stok yönetimi, dinamik fiyatlama ve gider kontrolü sayesinde operasyonel dayanıklılığını koruduğunu gösteriyor.

Stok disiplini ve nakit üretimi bilançoğu destekliyor. Şirketin stokları 1Ç26 sonunda yıllık bazda %15 azalırken, aynı dönemde 859 milyon TL serbest nakit akışı yaratıldı. Net finansal borç/FAVÖK oranının IFRS 16 hariç 0,4x seviyesine gerilemesi de bilanço görünümünü destekliyor. Yönetim 2026 için %5-7 reel satış büyümesi, yaklaşık %54 brüt kar marjı, yaklaşık %24 FAVÖK marjı ve 10'un üzerinde net yeni mağaza hedefini koruyor.

Net karda toparlanma için finansal koşullarda normalleşme belirleyici olacak. Operasyonel taraftaki güçlü görünüm korunurken, yüksek finansman giderleri net karın pozitif dönüşmesini sınırlayan ana unsur olmaya devam ediyor. Faiz indirim sürecinin yılın ikinci yarısında belirginleşmesi halinde finansman giderlerinde kademeli rahatlatma ve bunun net kara olumlu yansımaları bekliyoruz. Nisan ayında yurt içi mağazacılık satışlarının nominal %32, konsolide satışların ise %34 büyümesi, ikinci çeyreğe ilişkin erken sinyallerin destekleyici olduğunu gösteriyor.

Yurt dışı operasyonlar orta vadeli büyüme hikayesini destekliyor. 1Ç26'da yurt dışı satışlar reel bazda büyürken, GCC bölgesindeki güçlü performans öne çıktı. EUR/USD paritesindeki toparlanma ve yurt dışı operasyonlardaki verimlilik artışı, yılın geri kalanında ciro ve marj görünümüne katkı sağlayabilir. Bununla birlikte hedef fiyatımızı şimdilik koruyor, daha net bir revizyon için ikinci çeyrek sonuçlarını görmeyi tercih ediyoruz.

KOTON

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

27,00 TL
%87

Pay bilgileri

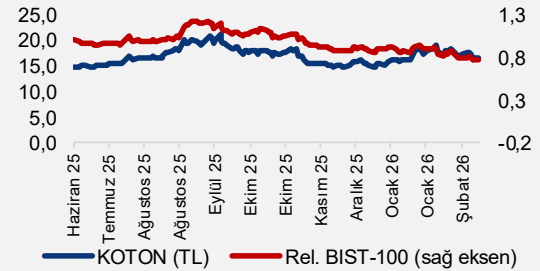
Pay Kodu	KOTON TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	14,43
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	14,1 / 20,9
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	11.972 - 257
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	830 - 16%
Pazar	Yıldız
Sektör	Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	1,0	1,1	1,2

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-3%	2%	-8%
USD	-5%	-3%	-15%
BIST-100'e göre performans	-6%	-9%	-26%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	36.133	36.173	42.752
FAVÖK	6.611	6.904	8.132
Net kâr	-569	-1.055	417

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	n.a.	n.a.	29,0x
F/DD	1,4x	1,6x	1,6x
FD/FAVOK	3,2x	3,0x	2,6x



Koton – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	843	1.588	1.762
Ticari alacaklar	2.564	1.622	2.591
Stoklar	11.491	10.220	13.102
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	3.654	3.939	4.766
Diğer duran varlıklar	9.314	9.220	9.219
Toplam varlıklar	27.865	26.591	31.443
Kısa vadeli borçlanmalar	6.619	7.534	9.267
Ticari borçlar	7.491	6.824	8.408
Uzun vadeli borçlanmalar	2.671	2.611	3.211
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2.189	2.250	2.768
Uzun vadeli yükümlülükler	18.970	19.219	23.655
Özkaynaklar	8.895	7.371	7.788
Ödenmiş sermaye	830	830	830
Diğer özkaynaklar	8.065	6.541	6.959
Toplam kaynaklar	27.865	26.591	31.443
Net borç	8.447	8.557	10.716
Net işletme sermayesi	6.563	5.018	7.285
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	-%6,6	-%13,0	%5,5
Net kâr	-%1,6	-%2,9	%1,0
Aktif devri	1,4x	1,3x	1,5x
Kaldıraç	3,1x	3,3x	3,8x
Aktif kârlılığı	-%2,1	-%3,9	%1,4
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%33	%38	%40
Net borç/özsermaye	0,95	1,16	1,38
Net borç/FAVÖK	1,28	1,24	1,32
Hisse başına (TL)			
Net kâr	-0,69	-1,27	0,50
Özkaynak	10,72	8,88	9,39
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	36.133	36.173	42.752
Brüt kâr	19.452	19.585	23.141
Faaliyet giderleri	-16.654	-17.012	-19.891
Esas faaliyet kârı	2.798	2.573	3.249
FAVÖK	6.611	6.904	8.132
Net diğer gelir	-2.628	-713	-415
Net finansman geliri	-956	-3.026	-2.342
Vergi öncesi kâr	-793	-1.162	492
Vergi gideri	224	107	-75
Net kâr	-569	-1.055	417
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	6.611	6.904	8.132
Vergi gideri	-700	-643	-812
Yatırımlar	-1.165	-1.207	-1.496
İşletme sermayesi değişimi	478	-1.545	2.266
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%1	%0	%18
FAVÖK	-%15	%4	%18
Net kâr	n.a.	n.a.	-%140
Brüt marj	%53,8	%54,1	%54,1
Esas faaliyet kâr marjı	%7,7	%7,1	%7,6
FAVÖK marjı	%18,3	%19,1	%19,0
Net marj	n.a.	n.a.	%1,0
Değerleme			
F/K	n.a.	n.a.	29,0x
F/DD	1,4x	1,6x	1,6x
FD/FAVOK	3,0x	2,9x	2,5x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

*Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

**Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

Mavi Giyim

Mavi Giyim'i model portföyümüzde tutmaya devam ediyor ve beğenmeyi sürdürüyoruz. Sektördeki nispeten zayıf tüketici talebine rağmen şirketin güçlü brüt karlılık profilini koruması, sağlıklı bilanço yapısı, güçlü marka konumu ve etkin stok yönetimi yatırım görüşümüzü destekliyor. 1Ç26'da satışlar reel bazda sınırlı daralsa da, operasyonel karlılığın büyük ölçüde korunmasını olumlu değerlendiriyoruz. Net kar tarafındaki yıllık gerileme ise operasyonel bir bozulmadan çok, efektif vergi oranındaki artıştan kaynaklandı. Bu çerçevede 60,80 TL hedef fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %62 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Talep baskısına rağmen marjlar güçlü kaldı. Mavi'nin net satışları 1Ç26'da reel bazda %1,9 gerilese de, mevcut talep ortamı dikkate alındığında ciro performansını dayanıklı buluyoruz. Brüt kar marjı yıllık bazda 1,1 puan artarak %53,3'e yükselirken, FAVÖK marjı faaliyet giderleri/satışlar oranındaki artış nedeniyle %19,7'ye geriledi. Net kar konsensüsün üzerinde gerçekleşse de yıllık bazda geriledi; bu düşüşün ana nedeni efektif vergi oranındaki artış oldu.

Güçlü bilanço ve sağlıklı stok yapısı büyüme yatırımlarına alan açıyor. Şirket 1Ç26 sonunda 7,0 milyar TL'nin üzerinde net nakit pozisyonunu korurken, stok seviyeleri geçen yılın aynı dönemine göre %17 daha düşük gerçekleşti. Bu görünüm, Mavi'nin işletme sermayesini etkin yönettiğini gösteriyor. Güçlü net nakit pozisyonu, yumuşak talep koşullarına rağmen mağaza açılışları, renovasyonlar ve yurt dışı büyüme yatırımları için şirkete esneklik sağlıyor.

İkinci yarıda satış ivmesi ve faaliyet kaldırıcı belirleyici olacak. Önümüzdeki dönemde brüt karlılığın yüksek seviyelerde korunmasını, satış ivmesinin güçlenmesi halinde ise faaliyet giderleri üzerindeki baskının kademeli olarak azalmasını bekliyoruz. 1 Mayıs–7 Haziran döneminde Türkiye perakende satışlarının %37,5, online satışların ise %31 büyümesi ikinci çeyreğe ilişkin destekleyici erken sinyaller sunuyor. Bununla birlikte tatil etkileri, iş günü farklılıkları ve Bayram harcamaları nedeniyle temel talep eğilimini daha sağlıklı değerlendirmek için haziran sonu ve temmuz satış trendlerini izlemeyi daha anlamlı buluyoruz.

Marka gücü, ABD operasyonları ve e-ticaret görünümü orta vadeli hikayeyi destekliyor. Mavi'nin denimdeki güçlü konumu, sağlıklı stok yapısı ve seçici büyüme stratejisi, zayıf talep dönemlerinde şirketi daha dayanıklı kılıyor. ABD operasyonlarında büyümenin sürmesi ve online kanalın yeniden ivme kazanması, orta vadeli görünümü destekleyen tamamlayıcı unsurlar olmaya devam ediyor.

MAVI

AL

Hedef fiyat

60,80 TL

Getiri potansiyeli

%62

Pay bilgileri

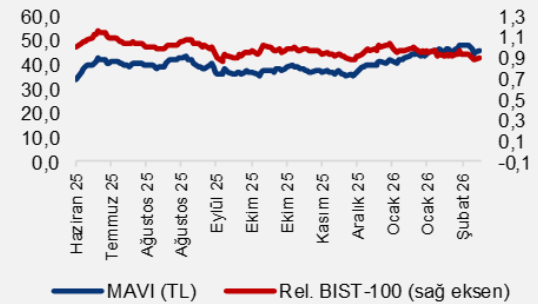
Pay Kodu	MAVI TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	37,64
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	35,3 / 48,2
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	29.905 - 642
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	795 - 73%
Yabancı Takas Oranı	39%
Pazar	Yıldız
Sektör	Giyim Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	6,0	5,9	7,3

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-9%	-5%	-10%
USD	-11%	-9%	-17%
BIST-100'e göre performans	-12%	-15%	-28%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	55.032	52.192	63.502
FAVÖK	10.019	9.668	11.794
Net kâr	3.823	2.292	3.177

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	8,4x	12,8x	9,1x
F/DD	2,4x	2,1x	1,8x
FD/FAVOK	3,3x	3,4x	2,7x



Mavi Giyim – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T	Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	8.272	9.300	7.945	Net satışlar	55.032	52.192	63.502
Ticari alacaklar	2.684	3.110	3.699	Brüt kâr	27.675	26.614	32.381
Stoklar	6.679	6.400	7.957	Faaliyet giderleri	-21.010	-20.704	-25.191
Finansal yatırımlar	5	15	0	Esas faaliyet kârı	6.665	5.910	7.190
Maddi duran varlıklar	3.589	5.221	5.221	FAVÖK	10.019	9.668	11.794
Diğer duran varlıklar	4.357	5.457	6.731	Net diğer gelir	250	256	312
Toplam varlıklar	25.587	29.503	31.552	Net finansman geliri	-1.683	-2.355	-2.833
Kısa vadeli borçlanmalar	2.163	3.130	2.892	Vergi öncesi kâr	5.245	3.810	4.667
Ticari borçlar	6.300	6.177	7.505	Vergi gideri	-1.422	-1.518	-1.490
Uzun vadeli borçlanmalar	944	1.748	2.127	Net kâr	3.823	2.292	3.177
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2.566	3.214	1.269	Nakit akış tablosu			
Uzun vadeli yükümlülükler	11.973	14.269	13.793	FAVÖK	10.019	9.668	11.794
Özkaynaklar	13.614	15.233	17.759	Vergi gideri	-1.666	-1.477	-1.798
Ödenmiş sermaye	397	795	795	Yatırımlar	-1.711	-1.972	-3.810
Diğer özkaynaklar	13.217	14.439	16.964	İşletme sermayesi değişimi	899	270	817
Toplam kaynaklar	25.587	29.503	31.552				
Net borç	-5.165	-4.422	-2.926	Büyüme ve marjlar			
Net işletme sermayesi	3.064	3.333	4.151	Net satışlar	%20	-%5	%22
Oranlar				FAVÖK	%19	-%4	%22
Karlılık				Net kâr	%3	-%40	%39
Özkaynak kârlılığı	%33,1	%15,9	%19,3	Brüt marj	%50,3	%51,0	%51,0
Net kâr	%6,9	%4,4	%5,0	Esas faaliyet kâr marjı	%12,1	%11,3	%11,3
Aktif devri	2,4x	1,9x	2,1x	FAVÖK marjı	%18,2	%18,5	%18,6
Kaldıraç	2,0x	1,9x	1,9x	Net marj	%6,9	%4,4	%5,0
Aktif kârlılığı	%16,9	%8,3	%10,4				
Kaldıraç				Değerleme			
Finansal borç/toplam varlıklar	%12	%17	%16	F/K	8,4x	12,8x	9,1x
Net borç/özsermaye	-0,38	-0,29	-0,16	F/DD	2,4x	2,1x	1,8x
Net borç/FAVÖK	-0,52	-0,46	-0,25	FD/FAVOK	3,3x	3,4x	2,7x
Hisse başına (TL)							
Net kâr	4,81	2,89	4,00				
Özkaynak	17,14	19,17	22,35				
Temettü	-1,72	-1,40	-1,21				

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

*Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

**Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

Migros

Migros için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 945 TL'den 1.039 TL'ye yükseltiyor, hisse için "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Güncellenen hedef fiyatımız %55 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Migros'un gıda perakendesindeki güçlü pazar konumu, yaygın mağaza ağı, online kanallardaki büyümesi ve verimlilik odaklı yatırımları yatırım temasını desteklemektedir. Şirket, 2026 yılında %5-7 satış büyümesi, TMS 29 dahil %6-7 FAVÖK marjı, 180-200 yeni mağaza açılışı ve yatırım harcamaları/satışlar oranında %2,5-3,0 seviyesini hedeflemektedir. Modelimizde 2026 yılında net satışların 555,3 milyar TL, FAVÖK'ün 35,5 milyar TL, FAVÖK marjının %6,4 ve net karın 5,8 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2026T tahminlerimize göre şirket, 20,9x F/K ve 3,6x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

2026 yılında büyüme daha dengeli, karlılıkta ise verimlilik daha önemli olacak... Migros'un 2026 beklentileri, yüksek enflasyon dönemindeki hızlı nominal büyümenin ardından daha dengeli bir satış büyümesine işaret etmektedir. Buna karşın şirketin güçlü mağaza ağı, geniş ürün çeşitliliği, online kanalları ve sadakat programları satış performansını desteklemeye devam etmektedir. Yılın ikinci yarısında ciro büyümesinin daha sınırlı kalmasını, buna karşılık mağaza verimliliği, maliyet kontrolü ve sepet büyüklüğünün karlılık açısından daha belirleyici olmasını bekliyoruz.

Online kanal ve mağaza ağı Migros'un büyümesini desteklemeye devam ediyor... Migros, fiziki mağaza ağı ile online satış kanallarını birlikte kullanarak geniş bir müşteri kitlesine ulaşmaktadır. 1Ç26 itibarıyla mağaza sayısındaki artış, online hizmet veren mağazaların yaygınlaşması ve dijital yatırımlar, şirketin çok kanallı büyüme stratejisinin sürdüğünü göstermektedir. 2026 yılının ikinci yarısında online kanalın satışlara katkısının artmaya devam etmesini ve müşteri sadakatini desteklemesini bekliyoruz.

Marj tarafında maliyet kontrolü ön planda kalacak... Personel, kira, enerji ve lojistik giderleri gıda perakendesi şirketleri için kârlılık üzerinde baskı yaratmaya devam etmektedir. Migros'un ölçek avantajı, tedarik gücü, özel markalı ürün portföyü ve verimlilik yatırımları bu baskıyı sınırlayabilecek unsurlar arasında yer almaktadır. Özellikle elektronik fiyat etiketi, jet kasa ve operasyonel iyileştirme adımlarının mağaza başına verimliliği desteklemesini bekliyoruz.

Ana katalizörler online büyüme, pazar payı ve verimlilik yatırımları olacak... Önümüzdeki dönemde online kanalın büyümeye devam etmesi, seçici mağaza açılışları, birebir mağaza satışlarında toparlanma ve verimlilik yatırımlarının marjlara katkısı Migros için ana katalizörler olarak öne çıkmaktadır. Riskler tarafında ise promosyon rekabetinin artması, gıda enflasyonundaki oynaklık, regülasyon kaynaklı fiyatlama baskısı, personel maliyetleri ve tüketici trafiğinde beklenenden zayıf seyir yakından izlenmelidir.

MGROS

AL

Hedef fiyat TL 1039
Getiri potansiyeli %55

Pay bilgileri

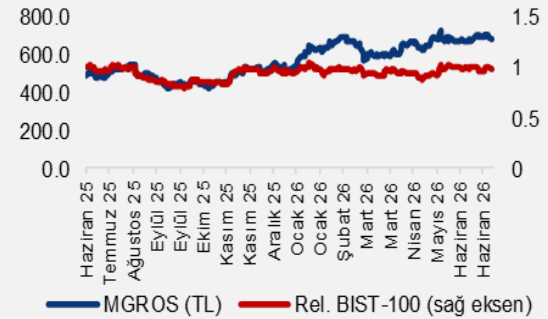
Pay Kodu	MGROS TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	669.50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	416 / 724
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	121215.8 - 2602.6
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	181.1 - 51%
Yabancı Takas Oranı	38.03%
Pazar	Yıldız
Sektör	Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	25.8	32.0	38.9

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	2%	13%	29%
USD	0%	8%	19%
BIST -100'e göre performans	-2%	1%	3%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	423,142	454,198	555,370
FAVÖK	22,751	30,064	35,583
Net kâr	9,131	7,116	5,800

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	13.3x	17.0x	20.9x
F/DD	1.5x	1.4x	1.3x
FD/FAVOK	5.7x	4.3x	3.6x



Migros – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	32,443	30,573	32,499
Ticari alacaklar	2,014	2,760	3,375
Stoklar	44,870	45,382	55,454
Finansal yatırımlar	31	139	153
Maddi duran varlıklar	49,531	57,030	59,881
Diğer duran varlıklar	87,248	94,742	111,000
Toplam varlıklar	216,135	230,625	262,362
	0	0	0
Kısa vadeli borçlanmalar	6,947	6,738	8,238
Ticari borçlar	83,120	87,837	109,633
Uzun vadeli borçlanmalar	23,437	28,257	29,205
Diğer uzun vadeli yükümlülükle	20,086	20,825	24,281
Uzun vadeli yükümlülükler	133,591	143,656	171,359
Özkaynaklar	82,545	86,969	91,003
Ödenmiş sermaye	199	181	181
Diğer özkaynaklar	82,345	86,788	90,822
Toplam kaynaklar	216,135	230,625	262,362
	0	0	0
Net borç	-2,058	4,421	4,945
Net işletme sermayesi	-36,237	-39,695	-50,805

Oranlar

Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%11.0	%8.4	%6.5
Net kâr	%2.2	%1.6	%1.0
Aktif devri	1.4x	2.0x	2.3x
Kaldıraç	3.5x	2.6x	2.8x
Aktif kârlılığı	%3.1	%3.2	%2.4

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%14	%15	%14
Net borç/özsermaye	-0.02	0.05	0.05
Net borç/FAVÖK	-0.09	0.15	0.14

Hisse başına (TL)

Net kâr	50.43	39.31	32.03
Özkaynak	455.91	480.35	502.63
Temettü	-16.02	-12.51	-9.75

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	423,142	454,198	555,370
Brüt kâr	97,701	110,422	135,296
Faaliyet giderleri	-89,321	-98,041	-120,992
Esas faaliyet kârı	8,380	12,380	14,304
FAVÖK	22,751	30,064	35,583
Net diğer gelir	-22,029	-21,461	-25,143
Net finansman geliri	24,699	19,229	19,069
Vergi öncesi kâr	11,439	10,245	8,350
Vergi gideri	-2,021	-2,770	-2,257
Net kâr	9,131	7,116	5,800

Nakit akış tablosu

FAVÖK	22,751	30,064	35,583
Vergi gideri	-937	-3,095	-3,576
Yatırımlar	-4,081	-15,016	-17,806
İşletme sermayesi değişimi	569	-3,459	-11,110
Serbest nakit akışı	3,171	15,411	25,311

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%4	%7	%22
FAVÖK	-%30	%32	%18
Net kâr	-%57	-%22	-%19
Brüt marj	%23.1	%24.3	%24.4
Esas faaliyet kâr marjı	%2.0	%2.7	%2.6
FAVÖK marjı	%5.4	%6.6	%6.4
Net marj	%2.2	%1.6	%1.0
Serbest nakit akışı marjı	%0.7	%3.4	%4.6

Değerleme

F/K	13.3x	17.0x	20.9x
F/DD	1.5x	1.4x	1.3x
FD/FAVOK	5.7x	4.3x	3.6x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

**Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

MLP Sağlık

MLP Sağlık'ın operasyonel görünümü 2026'ya beklentileri aşan güçlü bir başlangıçla devam ederken, yılın geri kalanında destekleyici fiyatlama ortamı ve süren verimlilik kazanımlarının karlılığı koruyacağını değerlendiriyoruz. 1Ç26 sonrasında güncellediğimiz varsayımlarımız doğrultusunda MLP Sağlık için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 619 TL'de koruyor, "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatımız güncel seviyelere göre yaklaşık %44 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. 1Ç26 sonuçlarının marj toparlanmasının kalıcılığını teyit ettiğini düşünüyor ve 2Y26'da hekimlerin bordroya alınmasının marjlarda bir miktar daralmaya yol açmasını beklese de, bunun büyük ölçüde öngörülen ve fiyatlanan bir gelişme olduğunu, orta vadeli görünümü değiştirmedikçe değerlendiriyoruz.

1Ç26, sınırlı ciro büyümesine karşın marjların öne çıktığı güçlü bir çeyrek oldu... 1Ç26'da gelirler yıllık %6 artışla 16,25 milyar TL'ye, FAVÖK %25 artışla 4,81 milyar TL'ye ulaşırken FAVÖK marjı 455 baz puan genişleyerek %29,6'ya çıktı. Net kar beklentilerin belirgin üzerinde 1,67 milyar TL oldu. Marj iyileşmesi tek bir kaleme değil; personel (-176 bp), malzeme (-119 bp) ve dışarıdan sağlanan hizmetler (-35 bp) dahil gider yapısının tamamına yayıldı. 2026 FAVÖK marjının geçen yıl seviyelerinde ve yapısal olarak güçlü kalacağını değerlendiriyoruz. 2Ç26'da da ciroda reel büyümenin sürdüğünü, FAVÖK'te ise %15'e yakın reel büyüme görülebileceğini değerlendiriyoruz. Nakit akışı tarafında 1Ç26'daki negatif serbest nakit akışı esasen mevsimsel işletme sermayesi çıkışından kaynaklandı; bu etkinin 2Ç26'da normalleşmesini ve serbest nakit akışının yılın kalanında pozitif dönmelerini bekliyoruz.

Yakın vadede fiyatlama tarafı destekleyici kalmaya devam ediyor. Ocak 2026'da yürürlüğe giren yaklaşık %30'luk SUT artışının ardından haziran ayı sonunda TTB tarafında %20 olarak yapılan ek artışın, cironun yaklaşık %50'sini oluşturan hasta segmentini doğrudan beslemesi nedeniyle bir destek unsuru olacağını düşünüyoruz. Maliyet tarafında ise temel başlık hekim ücret modeli: Haziran itibarıyla hekimlerin büyük bölümü bordroya alınmış durumda; bunun 2Ç26 marjını sınırlı etkilemesi, asıl baskının ise şirketin 150-200 baz puanlık daralma öngördüğü 2Y26'da hissedilmesi bekleniyor. Şirketin hekim bordro geçişinin yaratacağı maliyet baskısını öngörerek önceki çeyreklerde kapsamlı verimlilik çalışmaları yürüterek marjı tarihsel yüksek seviyelere taşıdığını, söz konusu çalışmalar ve avantajlı hasta karmasının baskıyı büyük ölçüde dengeleyeceğini düşünüyoruz.

Kapasite ve bilanço tarafı, orta vadeli büyüme hikayesini desteklemeyi sürdürüyor. Yakın vadeli katalizör, yıl sonuna kadar devreye girmesi planlanan iki yeni hastane olacak: Bursa (150 yatak) ve Çanakkale (80 yatak). 2027 sonu-2028 başında ise Ataşehir ve Ankara'da toplamda 400 yatağa ulaşabilecek açılışlar planlanıyor. Şirketin 4-5 yıllık dönemde 8-10 hastane açma hedefi sürerken, organik büyümeye ek olarak inorganik tarafın da gündemde olduğunu; nitekim 2024'te 3, 2025'te 2 hastanenin devralındığını hatırlatıyoruz. 2025'te açılan İstanbul hastanelerinin olgunlaşma süreci de hacim ve operasyonel kaldıraca katkı sağlamaya devam ediyor.

MPARK

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 619
%44

Pay bilgileri

Pay Kodu	MPARK Tİ
Pay fiyatı (30.06.2026)	430,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	308,0 / 495,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	82.135 - 1.764
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	191 - 42%
Yabancı Takas Oranı	41.12%
Pazar	Yıldız
Sektör	Sağlık

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

Fiyat performansı

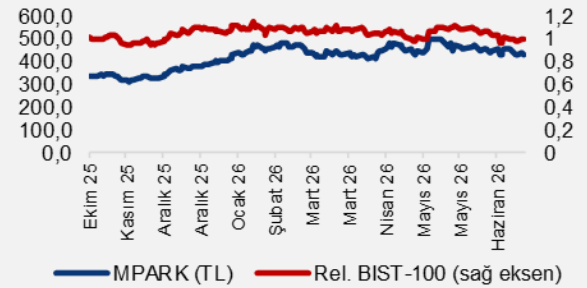
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-5%	2%	13%
USD	-7%	-3%	-15%
BIST-100'e göre performans	-8%	-9%	-22%

Tahminler (TL mn)

	2024	2025	2026T
Net satışlar	51.951	55.093	72.764
FAVÖK	13.355	15.328	20.537
Net kâr	6.820	5.537	7.486

Değerleme

	2024	2025	2026T
F/K	12,0x	14,8x	11,0x
F/DD	2,8x	2,4x	1,9x
FD/FAVÖK	8,3x	7,3x	5,4x



MLP Sağlık – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	3.570	8.041	9.195
Ticari alacaklar	7.967	9.827	11.553
Stoklar	1.314	1.110	1.600
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	21.229	31.214	37.600
Diğer duran varlıklar	27.821	32.010	35.170
Toplam varlıklar	61.901	82.202	95.118
Kısa vadeli borçlanmalar	5.332	2.793	5.000
Ticari borçlar	7.841	10.251	11.674
Uzun vadeli borçlanmalar	5.125	17.206	16.356
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	13.986	17.121	19.759
Uzun vadeli yükümlülükler	32.284	47.371	52.790
Özkaynaklar	29.617	34.831	42.328
Ödenmiş sermaye	191	174	174
Diğer özkaynaklar	29.426	34.657	42.154
Toplam kaynaklar	61.901	82.202	95.118
Net borç	6.887	11.958	12.162
Net işletme sermayesi	1.440	686	1.479

Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%25,5	%17,2	%19,4
Net kâr	%13,1	%10,0	%10,3
Aktif devri	0,9x	0,8x	0,8x
Kaldıraç	2,2x	2,2x	2,3x
Aktif kârlılığı	%11,8	%7,7	%8,4

Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%17	%24	%22
Net borç/özsermaye	0,23	0,34	0,29
Net borç/FAVÖK	0,52	0,78	0,59

Hisse başına (TL)			
Net kâr	35,70	28,99	39,19
Özkaynak	155,05	182,35	221,60
Temettü	1,34	1,28	1,04

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	51.951	55.093	72.764
Brüt kâr	14.213	15.488	20.491
Faaliyet giderleri	-4.407	-4.750	-5.674
Esas faaliyet kârı	9.806	10.738	14.817
FAVÖK	13.355	15.328	20.537
Net diğer gelir	-474	-111	-712
Net finansman geliri	-1.604	-2.329	-2.570
Vergi öncesi kâr	10.136	9.630	13.501
Vergi gideri	-2.563	-3.445	-5.323
Net kâr	6.820	5.537	7.486

Nakit akış tablosu			
FAVÖK	13.355	15.328	20.537
Vergi gideri	-2.563	-3.445	-5.323
Yatırımlar	-4.634	-11.265	-7.644
İşletme sermayesi değişimi	208	-754	-1.082

Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%22	%6	%32
FAVÖK	%22	%15	%34
Net kâr	-%20	-%19	%35
Brüt marj	%27,4	%28,1	%28,2
Esas faaliyet kâr marjı	%18,9	%19,5	%20,4
FAVÖK marjı	%25,7	%27,8	%28,2
Net marj	%13,1	%10,0	%10,3

Değerleme			
F/K	12,0x	14,8x	11,0x
F/DD	2,8x	2,4x	1,9x
FD/FAVOK	8,3x	7,3x	5,4x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Pegasus

Pegasus, 2026 yılının ilk yarısını jeopolitik risklerin dış hat talebi, rezervasyon döngüsü ve birim gelirler üzerinde belirgin baskı yarattığı zayıf bir operasyonel görünümle geçirdi. Orta Doğu hattındaki zayıflama, geçici uçuş durdurmaları, artan yakıt maliyetleri ve dış hat fiyatlamaya gücündeki bozulma, şirketin düşük maliyetli iş modeline rağmen karlılık tarafında baskıyı artırdı. Hisse performansında da bu zayıf görünümün önemli ölçüde fiyatlandığını düşünüyoruz. Kısa vadede ikinci çeyrek sonuçlarında da operasyonel kârlılık tarafında baskının devam etmesini beklemekte birlikte, uzun vadede genç filo yapısı, yan gelir üretim kapasitesi ve dış hat odaklı büyüme stratejisi nedeniyle toparlanma potansiyelinin korunduğunu değerlendiriyoruz. PGSUS için 12 aylık pay başına 252 TL hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

İlk çeyrek sonuçları, ciro büyümesine rağmen operasyonel karlılıkta zayıflama ön plandaydı. Şirket, 1Ç26'da gelirlerini yıllık bazda artırmayı sürdürürken, RASK tarafındaki düşüş ve CASK tarafındaki artış marjları baskıladı. Net zarar 7,8 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı %0,5'e kadar geriledi. Yolcu sayısındaki büyüme ve kapasite artışı devam etse de, dış hat birim gelirlerindeki zayıflama, rezervasyon döngüsünün kısılması, finansman giderleri ve yakıt maliyetleri sonuçlar üzerinde belirleyici oldu. Buna karşılık yolcu başı yan gelirlerin güçlü seyrini koruması, Pegasus'un gelir çeşitliliği ve düşük maliyetli modelinin önemli bir destek unsuru olmaya devam ettiğini gösteriyor.

Trafik verileri, ikinci çeyrekte de toparlanmanın sınırlı kaldığını gösteriyor. Nisan ayında toplam yolcu sayısında yıllık bazda düşüş görülmesinin ardından, Mayıs ayında toplam yolcu sayısı yıllık bazda %2,6 azalarak 3,53 milyon kişi oldu. Doluluk oranının yıllık bazda 3 puan gerileyerek %82,9 seviyesine inmesi, talep tarafındaki zayıflığın yalnızca hacim değil, kapasite kullanımı üzerinde de etkili olduğunu gösterdi. Ocak-Mayıs döneminde toplam yolcu sayısı yıllık bazda %3 artışla 16,64 milyon kişiye ulaşsa da, bu büyümenin önceki dönemlere göre belirgin şekilde yavaşlamış olması yüksek sezon öncesinde temkinli duruşumuzu destekliyor.

Yılın ikinci yarısında PGSUS için ana belirleyiciler Orta Doğu kaynaklı risklerin seyri, yakıt maliyetleri, dış hat talebinin toparlanma hızı ve doluluk oranlarının yeniden güçlenip güçlenmeyeceği olacaktır. Jeopolitik tansiyonun azalması ve rezervasyon dinamiklerinin normalleşmesi halinde operasyonel görünümde toparlanma potansiyeli bulunmakla birlikte, ilk etapta bu toparlanmanın THYAO'ya kıyasla daha sınırlı ve kademeli olabileceğini düşünüyoruz. Uzun vadede genç filo yapısı, güçlü yan gelir üretimi, Sabiha Gökçen merkezli büyüme avantajı ve Smartwings satın alımıyla Avrupa ağının genişleme potansiyeli yatırım hikayesini desteklemeye devam ediyor. Ancak kısa vadede ikinci çeyrek finansalları ve yaz sezonu trafik verileri, hisse performansı açısından belirleyici olacaktır.

PGSUS

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 252
%44

Pay bilgileri

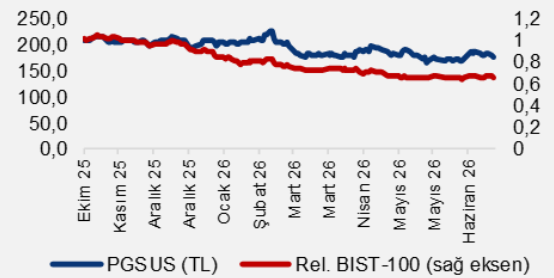
Pay Kodu	PGSUS TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	175,10
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	162,9 / 224,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	87.550 - 1.880
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	500 - 43%
Yabancı Takas Oranı	9.93%
Pazar	Yıldız
Sektör	Havacılık

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	41,3	51,7	83,8

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	3%	0%	-9%
USD	1%	-4%	-16%
BIST-100'e göre performans	0%	-10%	-27%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	111.823	154.128	197.157
FAVÖK	31.765	37.096	35.029
Net kâr	13.285	13.750	-1.506

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	6,6x	6,4x	n.m.
F/DD	1,2x	0,7x	0,7x
FD/FAVOK	7,7x	6,6x	7,0x



Pegasus – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	46.259	54.846	65.556
Ticari alacaklar	2.699	3.677	8.138
Stoklar	1.526	2.314	4.575
Finansal yatırımlar	11.098	16.981	16.936
Maddi duran varlıklar	18.188	27.891	35.638
Diğer duran varlıklar	203.808	304.459	358.992
Toplam varlıklar	283.578	410.168	489.835
Kısa vadeli borçlanmalar	29.251	46.922	62.652
Ticari borçlar	7.943	14.554	15.492
Uzun vadeli borçlanmalar	137.057	186.262	220.201
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	34.408	45.576	69.491
Uzun vadeli yükümlülükler	208.659	293.314	367.835
Özkaynaklar	74.919	116.854	122.000
Ödenmiş sermaye	500	500	500
Diğer özkaynaklar	74.419	116.354	121.500
Toplam kaynaklar	283.578	410.168	489.835
Net borç	120.049	178.339	217.297
Net işletme sermayesi	-3.718	-8.563	-2.778
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%20,5	%14,3	-%1,3
Net kâr	%11,9	%8,9	-%0,8
Aktif devri	0,5x	0,4x	0,4x
Kaldıraç	3,7x	3,6x	3,8x
Aktif karlılığı	%5,5	%4,0	-%0,3
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%59	%57	%58
Net borç/özsermaye	1,60	1,53	1,78
Net borç/FAVÖK	3,78	4,81	6,20
Hisse başına (TL)			
Net kâr	26,57	27,50	-3,01
Özkaynak	149,84	233,71	244,00
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	111.823	154.128	197.157
Brüt kâr	24.935	26.196	26.129
Faaliyet giderleri	-5.192	-8.115	-11.961
Esas faaliyet kârı	19.743	18.080	14.168
FAVÖK	31.765	37.096	35.029
Net diğer gelir	1.064	-6.373	-2.197
Net finansman geliri	-10.707	140	-11.030
Vergi öncesi kâr	11.922	14.836	2.905
Vergi gideri	1.363	-1.086	-4.411
Net kâr	13.285	13.750	-1.506
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	31.765	37.096	35.029
Vergi gideri	1.363	-1.086	-4.411
Yatırımlar	2.568	-2.299	-4.554
İşletme sermayesi değişimi	64	-4.845	2.231
Serbest nakit akışı	35.632	38.556	23.833
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%59	%38	%28
FAVÖK	%47	%17	-%6
Net kâr	-%36	%3	-%111
Brüt marj	%22,3	%17,0	%13,3
Esas faaliyet kâr marjı	%17,7	%11,7	%7,2
FAVÖK marjı	%28,4	%24,1	%17,8
Net marj	%11,9	%8,9	-%0,8
Serbest nakit akışı marjı	%31,9	%25,0	%12,1
Değerleme			
F/K	6,7x	6,4x	a.d.
F/DD	1,2x	0,8x	0,7x
FD/FAVÖK	7,7x	6,6x	7,0x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Sabancı Holding

Sabancı Holding'i beğendiğimiz holdinglerden biri olarak model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. NAD iskontosunun tarihsel ortalamalarının üzerinde seyretmesi, portföy sadeleşmesi, enerji başta olmak üzere banka dışı segmentlerdeki toparlanma ve olası halka arz katalistleri yatırım görüşümüzü destekliyor. Akbank başta olmak üzere iştiraklerde yaptığımız hedef fiyat güncellemelerinin ardından 12 aylık hedef fiyatımızı 162,00 TL'den 183,00 TL'ye yükseltiyor, "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %88 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Portföy sadeleşmesi yatırım hikayesinin önemli başlıklarından biri olmaya devam ediyor. Akçansa satışı ve CarrefourSA satış sürecini, stratejik önceliği azalan veya karlılık kalitesi sınırlı kalan iştiraklerden çıkış açısından olumlu değerlendiriyoruz. Bu adımların holding portföyünü daha odaklı hale getirirken sermaye tahsisi disiplinini de güçlendirdiğini düşünüyoruz.

Hikayenin ağırlık merkezi giderek banka dışı segmentlere kayıyor. Enerji bu dönüşümün en güçlü örneklerinden biri olarak öne çıkıyor. Enerjisa Enerji düzenlemeye dayalı ve öngörülebilir nakit akışı sağlarken, Enerjisa Üretim yenilenebilir odaklı büyüme tarafını temsil ediyor. Sabancı Climate Technologies çatısı altında özellikle ABD'de büyüyen yenilenebilir ve iklim teknolojileri yatırımları da gruba döviz bazlı ve coğrafi olarak çeşitlenmiş yeni bir büyüme alanı açıyor.

İştiraklerde tablo daha dengeli hale geliyor. NAD'ın en büyük bölümünü oluşturan Akbank, yüksek faiz ortamından baskılansa da faiz indirim süreci ve risk primindeki olası gerileme bankacılık değerlemesini destekleyebilir. Enerji segmentinde daha olumlu sonuçlar görülürken, yenilenebilir tarafın katkısının önümüzdeki dönemde daha görünür hale gelmesini bekliyoruz. Banka dışı segmentlerde karlılık toparlanma sinyalleri verirken, Malzeme Teknolojileri tarafında seçici yatırımlar ve verimlilik adımları karlılık kalitesini destekliyor.

İkinci yarıda iskonto daralması için faiz indirim süreci ve şirket bazlı katalistleri belirleyici görüyoruz. Faiz indirimleri ve risk primindeki olası gerileme, başta Akbank olmak üzere halka açık iştiraklerin değerlemesini destekleyebilir. Buna ek olarak enerji ve sanayi iştiraklerinde finansman maliyetlerinin azalması, verimlilik adımları ve operasyonel toparlanma, banka dışı karlılığın daha sürdürülebilir bir zemine taşınmasına katkı sağlayabilir. Enerjisa Üretim'in olası halka arzı ise zamanlaması netleşmemekle birlikte, holding bünyesindeki saklı değerlerin daha şeffaf fiyatlanması açısından izlenmesi gereken önemli orta vadeli katalistlerden biri olmaya devam ediyor.

SAHOL

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 183
%88

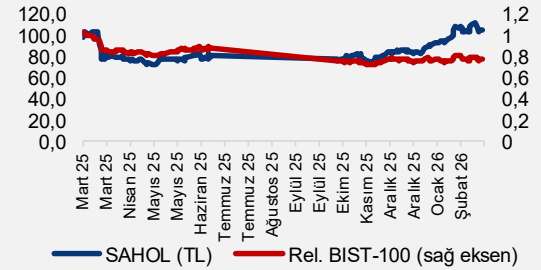
Pay bilgileri

Pay Kodu	SAHOL TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	97,50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	71,1 / 110,8
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	204.787 - 4.397
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	2.100 - 51%
Yabancı Takas Oranı	27%
Pazar	Yıldız
Sektör	Holdingler

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	60,2	69,4	77,8

Fiyat performansı

	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	6%	11%	18%
USD	4%	6%	8%
BIST-100'e göre performans	3%	0%	-6%



Sabancı Holding – NAD Tablosu

	Değerleme	Cari Değer (mn TL)	Holding Payı (%)	to Sabancı (mn TL)	NAD Payı (%)	Hedef Değer (TL mn)	to Sabancı (mn TL)	NAD Payı (%)
Bankacılık ve Finans				186.944			260.046	
AKBNK	Piyasa Değeri	401.440	41%	164.590	40%	564.200	231.322	42%
AKGRT	Piyasa Değeri	11.494	36%	4.138	1%	14.769	5.317	1%
AGESA	Piyasa Değeri	45.540	40%	18.216	4%	58.519	23.408	4%
Sanayi				46.323			59.525	
CIMSA	Piyasa Değeri	45.332	55%	24.932	6%	58.251	32.038	6%
KORDS	Piyasa Değeri	13.714	71%	9.737	2%	17.623	12.512	2%
BRISA	Piyasa Değeri	26.484	44%	11.653	3%	34.032	14.974	3%
Dijital				4.983			7.314	
TKNSA	Piyasa Değeri	3.996	50%	1.998	0%	6.955	3.477	1%
DxBV	Defter Değeri	2.986	100%	2.986	1%	3.836	3.836	1%
Enerji ve İklim Teknolojileri				144.707			185.948	
Enerjisa Üretim	8,0x EV/EBITDA	147.504	50%	73.752	18%	189.542	94.771	17%
ENJSA	Piyasa Değeri	124.721	40%	49.888	12%	160.266	64.107	12%
Sabancı Climate Tech.	Defter Değeri	14.648	100%	14.648	4%	18.822	18.822	3%
Cimsa Building Solutions	Defter Değeri	20.059	32%	6.419	2%	25.776	8.248	1%
Diğer				17.540			22.539	
TUA	Defter Değeri	9.610	50%	4.805	1%	12.348	6.174	1%
Others	Defter Değeri	12.735	100%	12.735	3%	16.365	16.365	3%
				Cari NAD		Hedef NAD		
Halka Açık				285.153	69%		387.155	70%
Halka Kapalı				115.344	28%		148.217	27%
Net Nakit				14.181	3%		14.592	3%
Toplam NAD				414.678	100%		549.964	100%
Piyasa Değeri				204.787			204.787	
Discount / Premium (%)				-51%			-63%	
							-30%	
Uygulanan İskonto							384.975	
Hedef Piyasa Değeri							183	
12A Hedef Fiyat							98	
Hisse Fiyatı							88%	
Potansiyel								

*Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma, Şirket verileri, Matriks

**30/06//2026 kapanış itibarıyla

Tab Gıda

TAB Gıda için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 333 TL'den 411 TL'ye yükseltiyor, hisse için "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Güncellenen hedef fiyatımız %82 getiri potansiyeline işaret ederken, şirketin hızlı servis restoran segmentindeki lider konumu, güçlü marka portföyü, franchise ağırlıklı büyüme modeli, dijitalleşme yatırımları ve ölçek avantajı yatırım temamızı desteklemektedir. 2026 yılına ilişkin şirket beklentileri yeni restoran açılışlarında yaklaşık %10 artış, hasılat tarafında %8-10 reel büyüme ve FAVÖK marjında koruma hedefiyle kontrollü büyüme görünümüne işaret etmektedir. Modelimizde 2026 yılında net satışların 54,3 milyar TL, FAVÖK'ün 11,3 milyar TL, FAVÖK marjının %21 ve net karın 3,7 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2026T tahminlerimize göre şirket, 15,9x F/K ve 5,0x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Makro koşullara rağmen hızlı servis restoran segmentinde görece direnç öne çıkıyor... Hanehalkı harcamalarının baskılandığı dönemlerde uygun fiyatlı ve erişilebilir ürün yapısı, hızlı servis restoran segmentini görece dirençli kılmaktadır. Enflasyondaki gerileme eğilimi ve finansal koşullarda yılın devamında beklenen kademeli gevşeme tüketici talebini destekleyebilir. Bununla birlikte, gıda enflasyonu, tüketici harcamalarındaki dalgalanma ve yüksek rekabet ortamı nedeniyle yılın ikinci yarısında seçici büyüme ve fiyatlama kabiliyeti ön planda kalacaktır.

Şirket beklentileri kontrollü büyüme ve marj koruma temasını destekliyor... TAB Gıda, 2026 yılına ilişkin beklentilerinde yeni restoran açılışlarında yaklaşık %10 artış, hasılat tarafında %8-10 reel büyüme ve FAVÖK marjında koruma hedeflemektedir. Bu görünüm, şirketin büyüme stratejisinin yalnızca yeni restoran açılışlarına değil, mevcut restoran verimliliği, marka portföyü, dijital kanallar ve paket servis kapasitesine dayandığını göstermektedir. Yılın ikinci yarısında yüksek baz etkisi ve tüketici harcamalarındaki dalgalanmalara rağmen, şirketin ölçek avantajı ve fiyatlama kabiliyeti sayesinde operasyonel performansını görece dirençli koruyabileceğini düşünüyoruz.

Franchise modeli, dijital kanallar ve güçlü marka portföyü büyümeyi desteklemeye devam ediyor... TAB Gıda'nın franchise ağırlıklı büyüme modeli, restoran ağının daha düşük sermaye yoğunluğu ile genişlemesini sağlarken, operasyonel verimliliği ve ölçek ekonomilerini desteklemektedir. Dijitalleşme tarafında TıklaGelsin, Fiyuu, kiosk uygulamaları ve paket servis kanallarının yaygınlaşması, hem müşteri deneyimini hem de satış kanalı çeşitliliğini güçlendirmektedir. Burger King, Popeyes, Arby's, Sbarro, Subway, Usta Dönerci ve Usta Pideci gibi geniş marka portföyü ise şirketin farklı gelir gruplarına ve tüketici tercihlerine hitap etmesini sağlamaktadır. Riskler tarafında gıda, enerji, kira ve personel maliyetlerindeki artışlar, agresif fiyat rekabeti ve yeni restoran açılışlarında olası yavaşlama izlenmelidir.

TABGD

AL

Hedef fiyat TL 411
Getiri potansiyeli %82

Pay bilgileri

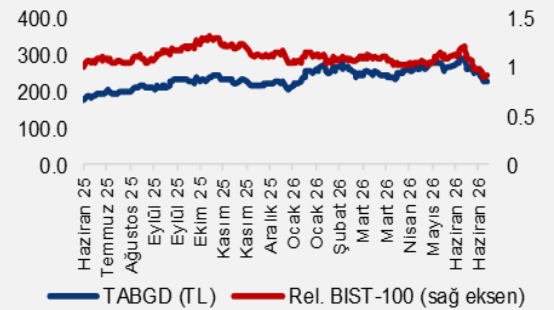
Pay Kodu	TABGD TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	225.80
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	174 / 289
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	58999.7 - 1266.8
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	261.3 - 20%
Yabancı Takas Oranı	38.03%
Pazar	Yıldız
Sektör	Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	4.5	4.1	4.3

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-14%	-6%	10%
USD	-16%	-11%	1%
BIST-100'e göre performans	-17%	-16%	-12%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	41,897	47,637	54,320
FAVÖK	9,085	9,723	11,396
Net kâr	2,502	2,638	3,712

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	23.6x	22.4x	15.9x
F/DD	2.8x	2.4x	2.2x
FD/FAVOK	6.3x	5.9x	5.0x



Tab Gıda – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	5,524	3,873	8,980
Ticari alacaklar	1,859	2,861	3,263
Stoklar	515	688	782
Finansal yatırımlar	2,373	3,241	3,696
Maddi duran varlıklar	12,638	15,963	15,187
Diğer duran varlıklar	8,971	13,707	15,630
Toplam varlıklar	31,880	40,334	47,539
	0	0	0
Kısa vadeli borçlanmalar	1,840	2,696	3,952
Ticari borçlar	2,570	4,096	4,659
Uzun vadeli borçlanmalar	2,962	4,367	6,438
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3,772	4,660	5,314
Uzun vadeli yükümlülükler	11,143	15,819	20,363
Özkaynaklar	20,737	24,515	27,177
Ödenmiş sermaye	261	261	261
Diğer özkaynaklar	20,476	24,254	26,915
Toplam kaynaklar	31,880	40,334	47,539
	0	0	0
Net borç	-722	3,190	1,410
Net işletme sermayesi	-196	-546	-614

Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%4.8	%11.7	%14.4
Net kâr	%6.0	%5.5	%6.8
Aktif devri	0.2x	1.3x	1.2x
Kaldıraç	3.8x	1.6x	1.7x
Aktif karlılığı	%1.2	%7.3	%8.4

Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%15	%18	%22
Net borç/özsermaye	-0.03	0.13	0.05
Net borç/FAVÖK	-0.08	0.33	0.12

Hisse başına (TL)			
Net kâr	9.58	10.09	14.21
Özkaynak	79.36	93.82	104.01
Temettü	-0.85	-4.07	-4.02

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	41,897	47,637	54,320
Brüt kâr	7,316	7,724	8,916
Faaliyet giderleri	-3,410	-3,666	-3,980
Esas faaliyet kârı	3,906	4,058	4,936
FAVÖK	9,085	9,723	11,396
Net diğer gelir	-214	-575	-915
Net finansman geliri	-2,473	-1,216	-1,692
Vergi öncesi kâr	3,766	4,049	4,946
Vergi gideri	-1,264	-1,411	-1,234
Net kâr	2,502	2,638	3,712

Nakit akış tablosu			
FAVÖK	9,085	9,723	11,396
Vergi gideri	-937	-1,411	-1,234
Yatırımlar	-4,081	-4,361	-4,889
İşletme sermayesi değişimi	569	-351	-67
Serbest nakit akışı	3,171	4,302	5,340

Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	-%90	%14	%14
FAVÖK	-%72	%7	%17
Net kâr	-%88	%5	%41
Brüt marj	%17.5	%16.2	%16.4
Esas faaliyet kâr marjı	%9.3	%8.5	%9.1
FAVÖK marjı	%21.7	%20.4	%21.0
Net marj	%6.0	%5.5	%6.8
Serbest nakit akışı marjı	%7.6	%9.0	%9.8

Değerleme			
F/K	23.6x	22.4x	15.9x
F/DD	2.8x	2.4x	2.2x
FD/FAVÖK	6.3x	5.9x	5.0x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

**Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

TAV Havalimanları – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	353	299	748
Ticari alacaklar	137	178	192
Stoklar	45	49	56
Finansal yatırımlar	154	169	186
Maddi duran varlıklar	2.450	2.757	2.618
Diğer duran varlıklar	1.725	1.622	1.703
Toplam varlıklar	4.863	5.074	5.503
Kısa vadeli borçlanmalar	462	444	492
Ticari borçlar	95	97	119
Uzun vadeli borçlanmalar	1.387	1.355	1.662
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.312	1.561	1.576
Uzun vadeli yükümlülükler	3.255	3.457	3.849
Özkaynaklar	1.608	1.617	1.654
Ödenmiş sermaye	10	7	7
Diğer özkaynaklar	1.598	1.610	1.646
Toplam kaynaklar	4.863	5.074	5.503
Net borç	1.496	1.500	1.407
Net işletme sermayesi	86	129	129
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%12,2	%3,1	%2,4
Net kâr	%11,1	%2,8	%2,1
Aktif devri	0,3x	0,4x	0,4x
Kaldıraç	3,2x	3,1x	3,2x
Aktif karlılığı	%3,8	%1,0	%0,7
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%38	%35	%39
Net borç/özsermaye	0,93	0,93	0,85
Net borç/FAVÖK	3,16	2,91	2,56
Hisse başına (TL)			
Net kâr	0,51	0,14	0,11
Özkaynak	4,43	4,45	4,55
Temettü	1,44	0,35	3,64

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	1.668	1.823	1.900
Brüt kâr	605	732	761
Faaliyet giderleri	-340	-372	-397
Esas faaliyet kârı	265	360	364
FAVÖK	473	515	550
Net diğer gelir	27	9	10
Net finansman geliri	-170	-234	-234
Net yatırım geliri	59	53	45
İştirakler	61	-60	-55
Vergi öncesi kâr	242	128	131
Vergi gideri	-43	-62	-45
Net kâr	185	51	39

Nakit akış tablosu	2024	2025	2026T
FAVÖK	473	515	550
Vergi gideri	-26	-43	-54
Yatırımlar	-212	-250	-206
İşletme sermayesi değişimi	29	13	52
Serbest nakit akışı	205	209	238

Büyüme ve marjlar	2024	2025	2026T
Net satışlar	%25	%9	%4
FAVÖK	%19	%9	%7
Net kâr	-%37	-%73	-%23
Brüt marj	%36,3	%40,2	%40,1
Esas faaliyet kâr marjı	%15,9	%19,8	%19,2
FAVÖK marjı	%28,4	%28,3	%28,9
Net marj	%11,1	%2,8	%2,1
Serbest nakit akışı marjı	%8,3	%9,1	%13,3

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	10,4x	37,9x	49,0x
F/DD	1,2x	1,2x	1,2x
FD/FAVOK	6,0x	4,4x	3,7x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon EUR olarak ifade edilmiştir.

Teknosa

Teknosa için 12 aylık 34,60 TL hedef fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Şirketi araştırma kapsamımıza alırken verimlilik hamlelerinin operasyonel marjları kademeli olarak iyileştireceğini vurgulamıştık ve bu beklentimizi koruyoruz. 1Ç26'da ciro reel bazda büyümeye devam ederken, brüt marjdaki baskı ve yüksek finansman giderleri net kar üzerindeki ana sınırlayıcı unsurlar olmaya devam etti. Net kara geçişin zamanlaması büyük ölçüde faiz patikasına, kredi kartı komisyon maliyetlerindeki normalleşmeye ve işletme sermayesi ihtiyacındaki iyileşmeye bağlı olacak. Bu nedenle toparlanmanın kademeli ilerlemesini, 2026'nın ikinci yarısından itibaren daha görünür hale gelmesini bekliyoruz. Hedef fiyatımız son kapanışa göre %76'lık bir getiri potansiyeline işaret ediyor.

Ciro büyümesi korunurken, operasyonel verimlilik FAVÖK marjını destekledi. 1Ç26'da net satışlar yıllık %3 artarak 22,2 milyar TL'ye ulaştı. Mağaza açılış ve kapanış etkisinden arındırılmış satışlar %9,6 büyürken, e-ticaret satışları %24 arttı ve toplam ciro içindeki payı %10'a yükseldi. Buna karşılık brüt kar yıllık %6 geriledi ve brüt kar marjı 1,2 puan düşüştü %11,5'e indi. Bu baskıda mevsimsellik, artan rekabet ve ürün karmasındaki değişim etkili oldu. Olumlu tarafta ise faaliyet giderlerinin satışlara oranı 1,2 puan iyileşti ve daha verimli mağaza ağı FAVÖK marjındaki sınırlı toparlanmayı destekledi.

Net kara geçiş için finansman giderlerinde normalleşme belirleyici olacak. Şirket 1Ç26'da operasyonel tarafta iyileşme kaydetmesine rağmen, yüksek finansman giderleri nedeniyle 477 milyon TL net zarar açıkladı. Kredi kartı komisyonları hala finansman giderleri içinde önemli bir kalem olsa da, alternatif ödeme yöntemlerinin yaygınlaştırılmasıyla kredi kartı komisyonlarının satışlara oranı %4,6'dan %4,0'e geriledi. Buna karşın sezonsal işletme sermayesi ihtiyacı ve artan borçlanma nedeniyle net finansman giderleri/satışlar oranı yükseldi. Bu nedenle net kara geçiş için yalnızca satış büyümesi değil, finansman maliyetlerinde ve işletme sermayesi ihtiyacında kalıcı normalleşme de kritik olacak.

Orta vadeli hikaye cazip, ancak toparlanma kademeli ilerleyecek. 5G uyumlu telefonların yaygınlaşmasıyla oluşabilecek yenileme talebi, televizyon, beyaz eşya ve küçük ev aletlerinde ertelenmiş talebin kademeli devreye girmesi ve e-ticaret kanalındaki büyüme ciroyu destekleyebilir. Yönetimin yüksek marjlı kategorilere, tamamlayıcı hizmet gelirlerine, yapay zeka destekli stok yönetimine ve verimlilik programlarına odaklanması brüt karlılık kalitesini orta vadede artırabilir. Faiz indirimlerinin belirginleşmesi, kredi kartı komisyon maliyetlerinde normalleşme ve işletme sermayesi ihtiyacındaki iyileşme ise hissede değerlendirme potansiyelinin daha görünür hale gelmesi için izlenecek ana katalistler olacak.

TKNSA

AL

Hedef fiyat 34,60 TL
Getiri potansiyeli %76

Pay bilgileri

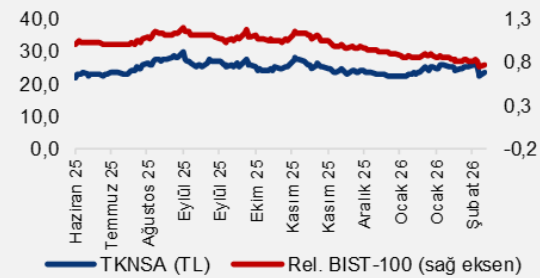
Pay Kodu	TKNSA TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	19,63
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	19,3 / 29,4
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	3.946 - 85
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	201 - 50%
Yabancı Takas Oranı	1%
Pazar	Ana Pazar
Sektör	Elektronik Perakende

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

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-5%	0%	-11%
USD	-7%	-5%	-18%
BIST-100'e göre performans	-8%	-11%	-29%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	100.011	91.905	106.247
FAVÖK	4.106	4.466	5.178
Net kâr	-2.045	-2.477	-1.292

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	n.a.	n.a.	n.a.
F/DD	1,2x	5,0x	n.a.
FD/FAVOK	2,8x	2,5x	2,2x



Teknosa – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	3.682	2.722	1.096
Ticari alacaklar	1.740	1.858	1.741
Stoklar	15.390	13.764	15.866
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	2.651	2.662	3.259
Diğer duran varlıklar	2.714	3.508	3.507
Toplam varlıklar	26.180	24.518	25.473
Kısa vadeli borçlanmalar	1.110	5.706	6.596
Ticari borçlar	19.708	15.238	16.161
Uzun vadeli borçlanmalar	648	1.049	1.212
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.437	1.731	2.001
Uzun vadeli yükümlülükler	22.904	23.723	25.971
Özkaynaklar	3.276	794	-498
Ödenmiş sermaye	221	201	201
Diğer özkaynaklar	3.055	593	-699
Toplam kaynaklar	26.180	24.518	25.473
Net borç	-1.924	4.032	6.713
Net işletme sermayesi	-2.578	384	1.446
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	-%47,5	-%121,7	n.a.
Net kâr	-%2,0	-%2,7	-%1,2
Aktif devri	3,5x	3,6x	4,3x
Kaldıraç	6,6x	12,5x	n.a.
Aktif karlılığı	-%7,2	-%9,8	-%5,2
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%7	%28	%31
Net borç/özsermaye	-0,59	5,08	n.a.
Net borç/FAVÖK	-0,47	0,90	1,30
Hisse başına (TL)			
Net kâr	-10,17	-12,32	-6,43
Özkaynak	16,30	3,95	-2,48
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	100.011	91.905	106.247
Brüt kâr	12.838	12.370	14.354
Faaliyet giderleri	-10.730	-10.230	-11.827
Esas faaliyet kârı	2.108	2.140	2.527
FAVÖK	4.106	4.466	5.178
Net diğer gelir	-4.706	-4.021	-3.139
Net finansman geliri	165	-978	-895
Vergi öncesi kâr	-2.427	-2.890	-1.507
Vergi gideri	382	413	215
Net kâr	-2.045	-2.477	-1.292

Nakit akış tablosu	2024	2025	2026T
FAVÖK	4.106	4.466	5.178
Vergi gideri	-527	-535	-632
Yatırımlar	-1.045	-1.111	-1.178
İşletme sermayesi değişimi	-1.290	2.962	1.062

Büyüme ve marjlar	2024	2025	2026T
Net satışlar	%2	-%8	%16
FAVÖK	%91	%9	%16
Net kâr	n.a.	n.a.	n.a.
Brüt marj	%12,8	%13,5	%13,5
Esas faaliyet kâr marjı	%2,1	%2,3	%2,4
FAVÖK marjı	%4,1	%4,9	%4,9
Net marj	-%2,0	-%2,7	-%1,2

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	n.a.	n.a.	n.a.
F/DD	1,2x	5,0x	n.a.
FD/FAVÖK	2,8x	2,5x	2,2x

Kaynak: Rasyonet & Tacirler Yatırım Araştırma

*Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

**Tablodaki veriler enlfasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

Turkcell

Turkcell'İ, devreye alınan 5G'de frekansların %40'ına ve en yakın rakibine kıyasla %25 daha yüksek kapasiteye sahip olmasının yarattığı uzun vadeli rekabet avantajı, dijital iş servisleri ve veri merkezi/bulut tarafındaki yapısal büyüme (Google Cloud hyperscale ortaklığı), geçen yıla göre rasyonelleşen mobil rekabet ortamının fiyatlama gücüne sağlayacağı destek ve yoğun yatırım yılına rağmen 0,42x net borç/FAVÖK ile korunan sağlam bilanço nedeniyle beğenmeye devam ediyor ve model portföyümüzde tutuyoruz. Bu çerçevede Turkcell için 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 148 TL olarak koruyoruz; hedef fiyatımız son kapanışa göre %38 getiri potansiyeline işaret ederken, AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Mobilde segmentte rekabet yavaşlıyor... Geçen yıl rakip operatörün pazarda ikinciliğe oturma stratejisi kaynaklı verdiği agresif tekliflerin geride kaldığını ve pazarın bir miktar rasyonelleştiğini düşünüyoruz. Her iki operatörün de 5G kaynaklı ağır yatırım döngüsünde olması nedeniyle bu yavaşlamanın süreceğini öngörüyoruz; bunu, Turkcell açısından faturalı abone kazanımını koruyarak fiyatlama gücünü destekleyecek bir unsur olarak görüyoruz. 1Ç26'da 661 bin faturalı net abone kazanımı (son 14 çeyreğin en güçlüsü), %81 faturalı abone payı, %1,6'ya gerileyen churn ve pozitif MNT performansı bu görünümü teyit ediyor. Buna karşın mobil ARPU yıllık yatay seyretti, segment bazlı yapılan zamların gecikmeli yansması nedeniyle 2Ç-3Ç'de ARPU'da belirgin bir pozitiflik beklemiyor, etkinin daha çok yıl sonuna doğru görüleceğini düşünüyoruz. Şirketin yıl sonu reel gelir büyümesi hedefi %5-7 olmakla birlikte, mobil faturalı ARPU'daki yavaşlama ve yıl sonu TÜFE görünümü dikkate alındığında büyümenin bu bandın alt tarafında kalabileceğini öngörüyoruz.

Stratejik odak alanları büyümeyi desteklemeye devam ediyor... Dijital iş servisleri gelirleri, büyük ölçekli kurumsal/kamu/savunma projelerinden gelen donanım katkısıyla yıllık %64, veri merkezi ve bulut gelirleri %21 büyüdü. Kümülatif veri merkezi yatırımının 598 milyon euroya ulaşması, Google Cloud hyperscale ortaklığı ve devam eden kapasite genişlemeleriyle birlikte bu kalemin Grup büyümesini yapısal olarak desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Techfin tarafında ise Paycell %15 büyürken (POS gelirleri +%37) POS odaklı ivmenin segmentin ana itici gücü olmayı sürdüreceğini değerlendiriyoruz.

5G ödeme takvimi yılın ortasında nakit akışını rahatlatırken TOGG katkısı pozitif dönüyor... Ekim 2025'te kazanılan 5G lisansının ilk taksiti, KDV'nin tamamı peşin ödendiği için 1Ç26'da 653 milyon dolarlık bir nakit çıkışı yaratmıştı. Bir sonraki taksit son çeyrekte ödenecek. Bu nedenle yaz aylarında 5G kaynaklı ek bir nakit çıkışı veya borçlanma ihtiyacı doğmayacağını, bu çeyreklerin operasyonel nakit yaratımının 5G yükü olmadan serbest nakit akışına dönerek nakit metriklerini olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. Mart ayında sağlanan 1 milyar dolarlık Murabaha sendikasyonunu da, zorunluluktan ziyade iyi koşullarda borçlanma ve İslami finansmana yönelme stratejisinin bir parçası olarak okuyoruz. Önceki çeyreklerde TOGG tarafında gelen zararlara karşılık bu çeyrek kez pozitif katkı kaydetti, geçen yılki negatif performansın tekrarlanmamasını bekliyoruz.

TCELL

AL

Hedef fiyat TL 148
Getiri potansiyeli %38

Pay bilgileri

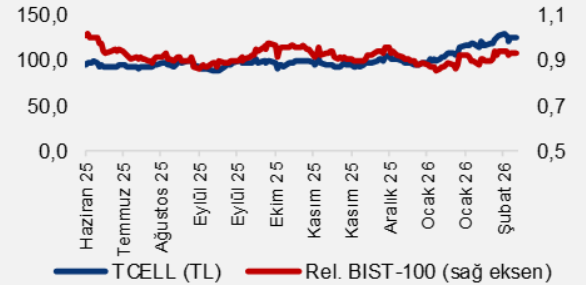
Pay Kodu	TCELL TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	107,40
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	87 / 128
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	236280,0 - 5073,1
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	2.200 - 44%
Yabancı Takas Oranı	43,95%
Pazar	Yıldız
Sektör	Telekomünikasyon

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	49,4	50,2	61,0

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	6%	3%	15%
USD	4%	-2%	6%
BIST-100'e göre performans	3%	-8%	-8%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	240.064	265.715	322.062
FAVÖK	101.813	115.396	132.777
Net kâr	35.353	20.944	20.273

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	6,7x	11,3x	11,7x
F/DD	0,9x	0,8x	0,8x
FD/FAVOK	2,9x	2,6x	2,3x



Turkcell – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	99.289	101.048	157.165
Ticari alacaklar	24.068	26.314	34.090
Stoklar	972	988	1.362
Finansal yatırımlar	9.911	15.581	17.139
Maddi duran varlıklar	267.773	287.820	393.123
Diğer duran varlıklar	93.862	119.081	134.850
Toplam varlıklar	495.874	550.831	737.728
Kısa vadeli borçlanmalar	74.761	39.522	46.429
Ticari borçlar	32.783	35.889	40.858
Uzun vadeli borçlanmalar	75.525	135.055	262.329
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	43.510	54.994	81.925
Uzun vadeli yükümlülükler	226.579	265.461	431.540
Özkaynaklar	269.296	285.371	306.188
Ödenmiş sermaye	2.421	2.200	2.200
Diğer özkaynaklar	266.875	283.171	303.988
Toplam kaynaklar	495.874	550.831	737.728
Net borç	41.086	57.949	134.454
Net işletme sermayesi	-7.743	-8.587	-5.406
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%13,1	%7,6	%6,9
Net kâr	%14,7	%7,9	%6,3
Aktif devri	0,5x	0,5x	0,5x
Kaldıraç	1,8x	1,9x	2,2x
Aktif karlılığı	%7,1	%4,0	%3,1
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%30	%32	%42
Net borç/özsermaye	0,15	0,20	0,44
Net borç/FAVÖK	0,40	0,50	1,01
Hisse başına (TL)			
Net kâr	16,07	9,52	9,21
Özkaynak	122,41	129,71	139,18
Temettü	4,79	4,49	4,00

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	240.064	265.715	322.062
Brüt kâr	59.239	75.208	89.539
Faaliyet giderleri	-25.737	-29.523	-36.775
Esas faaliyet kârı	33.503	45.686	52.765
FAVÖK	101.813	115.396	132.777
Net diğer gelir	17.519	35.124	24.184
Net finansman geliri	-27.612	-52.361	-54.167
Vergi öncesi kâr	24.449	35.894	35.515
Vergi gideri	-7.009	-14.744	-15.239
Net kâr	35.353	20.944	20.273

Nakit akış tablosu	2024	2025	2026T
FAVÖK	101.813	115.396	132.777
Vergi gideri	-7.009	-14.744	-15.239
Yatırımlar	-70.608	-78.085	-121.750
İşletme sermayesi değişimi	-2.469	-843	-582

Büyüme ve marjlar	2024	2025	2026T
Net satışlar	%8	%11	%21
FAVÖK	%4	%13	%15
Net kâr	%25	-%41	-%3
Brüt marj	%24,7	%28,3	%27,8
Esas faaliyet kâr marjı	%14,0	%17,2	%16,4
FAVÖK marjı	%42,4	%43,4	%41,2
Net marj	%14,7	%7,9	%6,3

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	6,7x	11,3x	11,7x
F/DD	0,9x	0,8x	0,8x
FD/FAVOK	2,9x	2,6x	2,3x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Tüpraş

Tüpraş için 12 aylık 352,00 TL hedef fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Rafineri marjlarının yılın geri kalanında tarihsel ortalamaların üzerinde bir bantta dengelenmesini ve şirketin güçlü nakit yaratımıyla temettü kapasitesini korumasını bekliyoruz. Jeopolitik risklerde kısmi normalleşme görülse bile, fiziksel ürün akışlarının ve stokların dengelenmesinin zaman alabileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle orta distilat marjlarının kısa vadede jeopolitik riskler öncesi seviyelerin üzerinde kalma potansiyeli taşıdığını değerlendiriyoruz. Tüpraş, güçlü bilançosu, yüksek net nakit pozisyonu ve temettü kapasitesiyle Model Portföyümüzün en defansif oyuncularından biri olmaya devam ediyor. Hedef fiyatımız son kapanışa göre %55 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Jeopolitik riskler ürün marjlarını destekledi. Şubat sonundan itibaren artan bölgesel jeopolitik riskler, Körfez kaynaklı ürün akışları ve orta distilat arzına ilişkin endişeleri artırdı. Bu süreçte dizel ve jet yakıtı marjlarında hızlı bir yükseliş görüldü. Son dönemde bazı ürün marjlarında zirve seviyelerden geri çekilme olsa da, fiziksel akışların ve stokların tam olarak normalleşmesinin zaman alması ve sürecin yüksek talep sezonuna denk gelmesi, marjların yılın kalanında destekleyici kalabileceğine işaret ediyor.

Güçlü marj ortamının ikinci çeyrekte itibaren finansallara daha görünür yansımaları bekliyoruz. 1Ç26'da net satışlar beklentilerin üzerinde gerçekleşirken, FAVÖK beklentilere yakın ancak hafif altında kaldı. Marj güçlenmesi çeyrek içinde özellikle mart ayında belirginleştiği için ilk çeyrek sonuçlarına sınırlı yansıdı; ham petrol diferansiyellerindeki aleyhte hareket de ürün marjlarındaki iyileşmenin bir kısmını dengeledi. 1Ç26'da %95 kapasite kullanımı ve 7,4 milyon ton satış hacmi, Tüpraş'ın yüksek sezona güçlü operasyonel zeminle girdiğini gösteriyor.

Riskleri görüyoruz ancak ikinci çeyrek sonuçları öncesinde tahminlerimizi koruyoruz. Ana aşağı yönlü risk, jeopolitik tansiyonun beklenenden hızlı normalleşmesi ve rafineri marjlarının sert şekilde geri çekilmesi. Buna karşılık üçüncü ve dördüncü çeyreklerin mevsimsel olarak daha güçlü dönemler olması, yüksek kapasite kullanımı ve orta distilat marjlarının tarihsel ortalamaların üzerinde kalma potansiyeli bu riski kısmen dengeliyor. Bu nedenle ikinci çeyrek finansallarını ve şirket yönlendirmelerini görmeden tahminlerimizde revizyona gitmeyi sağlıklı bulmuyoruz.

Güçlü net nakit ve temettü kapasitesi hisseyi destekleyen ana unsurlar olmaya devam ediyor. Tüpraş'ın 1Ç26 sonunda 2,9 milyar USD nakit pozisyonu, petrol piyasasındaki oynaklığa karşı önemli bir tampon sağlıyor. Şirketin güçlü bilançosu hem kalan temettü ödemesi hem de yatırım harcamaları için yeterli esneklik sunuyor. Orta-uzun vadede ise enerji verimliliği, sıfır karbonlu elektrik üretimi ve sürdürülebilir havacılık yakıtı gibi enerji dönüşümü yatırımları şirketin daha dayanıklı bir enerji platformuna evrilmesi açısından izlenmesi gereken başlıklar olmaya devam ediyor.

TUPRS

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 352
%55

Pay bilgileri

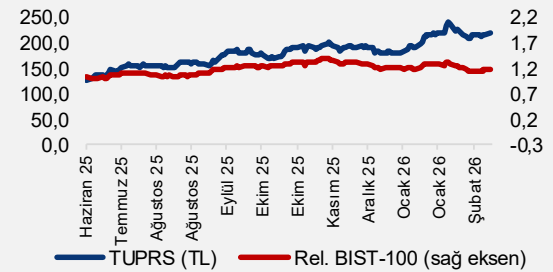
Pay Kodu	TUPRS TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	227,50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	125,6 / 275,5
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	438.346 - 9.412
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	1.927 - 49%
Yabancı Takas Oranı	32%
Pazar	Yıldız
Sektör	Rafineri

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	109,0	150,2	144,3

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-4%	-8%	28%
USD	-6%	-12%	18%
BIST-100'e göre performans	-7%	-18%	2%

Finansallar (mn TL)	2024	2025	2026T
Net satışlar	1.060.730	830.356	1.240.618
FAVÖK	66.368	62.073	115.174
Net kâr	24.914	29.873	70.175

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	17,6x	14,3x	6,1x
F/DD	1,1x	1,2x	1,1x
FD/FAVOK	5,3x	5,7x	3,1x



Tüpraş – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	96.251	107.237	169.491
Ticari alacaklar	48.524	52.753	68.860
Stoklar	78.899	62.145	95.533
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	303.993	306.375	331.449
Diğer duran varlıklar	66.750	63.462	63.462
Toplam varlıklar	594.417	591.973	728.796
Kısa vadeli borçlanmalar	11.851	21.821	22.912
Ticari borçlar	135.971	105.513	176.399
Uzun vadeli borçlanmalar	13.004	28.429	29.850
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	64.194	72.112	99.182
Uzun vadeli yükümlülükler	225.019	227.874	328.343
Özkaynaklar	369.397	364.099	400.453
Ödenmiş sermaye	1.927	1.751	1.751
Diğer özkaynaklar	367.470	362.348	398.702
Toplam kaynaklar	594.417	591.973	728.796
Net borç	-71.396	-56.988	-116.729
Net işletme sermayesi	-8.549	9.385	-12.006

Oranlar

Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%13,3	%8,1	%18,4
Net kâr	%2,3	%3,6	%5,7
Aktif devri	3,4x	1,4x	1,9x
Kaldıraç	1,7x	1,6x	1,7x
Aktif karlılığı	%8,0	%5,0	%10,6

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%4	%8	%7
Net borç/özsermaye	-0,19	-0,16	-0,29
Net borç/FAVÖK	-1,08	-0,92	-1,01

Hisse başına (TL)

Net kâr	12,93	15,50	36,42
Özkaynak	191,72	188,97	207,83
Temettü	-33,13	-18,08	-17,13

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	1.060.730	830.356	1.240.618
Brüt kâr	89.046	81.232	146.180
Faaliyet giderleri	-35.265	-33.785	-47.997
Esas faaliyet kârı	53.781	47.447	98.183
FAVÖK	66.368	62.073	115.174
Net diğer gelir	-7.039	-5.800	-8.666
Net finansman geliri	-7.056	833	1.245
Vergi öncesi kâr	41.552	43.769	92.235
Vergi gideri	-16.639	-13.896	-22.060
Net kâr	24.914	29.873	70.175

Nakit akış tablosu

FAVÖK	66.368	62.073	115.174
Vergi gideri	-12.907	-11.387	-23.564
Yatırımlar	-18.050	-19.077	-39.700
İşletme sermayesi değişimi	16.119	17.934	-22.257

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	-%18	-%22	%49
FAVÖK	-%64	-%6	%86
Net kâr	-%76	%20	%135
Brüt marj	%8,4	%9,8	%11,8
Esas faaliyet kâr marjı	%5,1	%5,7	%7,9
FAVÖK marjı	%6,3	%7,5	%9,3
Net marj	%2,3	%3,6	%5,7

Değerleme

F/K	17,6x	14,3x	6,1x
F/DD	1,1x	1,2x	1,1x
FD/FAVÖK	5,3x	5,7x	3,1x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

*Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

**Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

Türk Hava Yolları

Türk Hava Yolları, 2026 yılının ilk yarısında jeopolitik riskler, Orta Doğu hatlarındaki zayıflama ve maliyet baskılarına rağmen yolcu trafiğini korumayı başardı. İran-İsrail gerilimi ve bölgesel güvenlik riskleri özellikle Orta Doğu operasyonları üzerinde baskı yaratırken, şirketin geniş uçuş ağı, coğrafi çeşitliliği, güçlü dış hat yapısı ve kargo operasyonlarının katkısı toplam performansı dengeledi. Mayıs ayında yolcu sayılarının güçlü seyretmesi, doluluk oranındaki iyileşme ve kargo hacmindeki artış, THYAO'nun sektör içinde daha dayanıklı bir konumda olduğunu gösteriyor. Bu çerçevede, 12 aylık pay başına 414 TL hedef fiyatımızı koruyor, AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Önümüzdeki dönemde, çeyreksele finansal sonuçlar, trafik verileri, yakıt maliyetleri ve bölgesel hat performansına bağlı olarak tahminlerimizi yeniden değerlendirmeye devam edeceğiz.

İlk çeyrek finansalları, operasyonel tarafta büyümenin devam ettiğini ancak maliyet baskılarının da sürdüğünü gösterdi. Şirket 1Ç26'da yıllık bazda %46 artışla 258 milyar TL gelir, %109 artışla 21,3 milyar TL FAVÖK ve 9,9 milyar TL net kar açıkladı. FAVÖK marjı yıllık bazda 2,4 puan iyileşerek %8,2 seviyesine yükselirken, net kar tarafında yatırım gelirleri ve vergi geliri gibi operasyon dışı kalemlerin desteği belirleyici oldu. İkinci çeyrek finansalları henüz açıklanmamış olsa da, Nisan-Mayıs trafik verileri yolcu sayısı ve doluluk oranı tarafında dayanıklı görünümün korunduğuna işaret ediyor. Buna karşılık, Orta Doğu hatlarındaki zayıflama, yakıt maliyetleri ve birim giderlerdeki artış, yüksek sezon başlangıcında karlılık görünümü açısından yakından izlenmesi gereken ana başlıklar olmaya devam ediyor.

Trafik verileri tarafında Mayıs ayı güçlü bir tablo sundu. Toplam yolcu sayısı yıllık bazda %3,7 artışla 7,9 milyon kişiye ulaşırken, yurt içi yolcu sayısı %4,1, yurt dışı yolcu sayısı %3,5 büyüdü. Yolcu doluluk oranı yıllık bazda 2,9 puan artarak %84 seviyesine yükselirken, toplam kargo tonajı %8,6 artışla 203 bin ton oldu. Toplam yolcu içinde yaklaşık %10 paya sahip olan Orta Doğu bölgesinde %40'ın üzerinde daralma görülmesine rağmen, Uzak Doğu, Afrika ve Avrupa hatlarındaki daha güçlü görünüm toplam yolcu büyümesini destekledi.

Yılın ikinci yarısında THYAO için ana belirleyiciler yaz sezonu talebi, Orta Doğu kaynaklı rota baskısının seyri, yakıt maliyetleri, birim giderlerdeki artış ve doluluk oranlarının korunup korunamayacağı olacaktır. Jeopolitik risklerde olası normalleşme, özellikle Orta Doğu bağlantılı hatlarda ve yatırımcı algısında destekleyici olabilir. Bununla birlikte finansallara yansımının daha kademeli gerçekleşmesini bekliyoruz. Uzun vadede ise şirketin 2033 stratejisi, filo büyümesi, yeni nesil uçak yatırımları, İstanbul'un küresel aktarma merkezi rolü ve Turkish Cargo'nun ölçek avantajı, THYAO'nun büyüme hikayesini desteklemeye devam ediyor.

THYAO

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 414
%27

Pay bilgileri

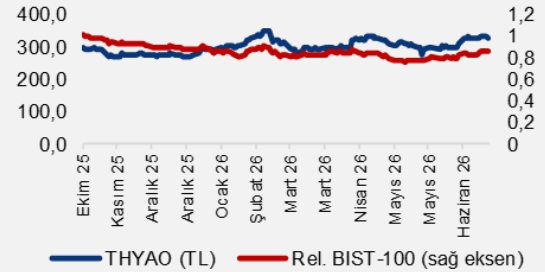
Pay Kodu	THYAO TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	326,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	264,5 / 347,8
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	449.880 - 9.659
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	1.380 - 50%
Yabancı Takas Oranı	18,45%
Pazar	Yıldız
Sektör	Havacılık

Ortalama işlem hacmi milyon ABD doları	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	295,0	319,6	316,3

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	10%	13%	21%
USD	8%	8%	12%
BIST -100'e göre performans	6%	1%	-3%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	745.430	955.472	1.242.575
FAVÖK	136.256	158.217	193.846
Net kâr	113.378	118.208	129.482

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	4,0x	3,8x	3,5x
F/DD	0,7x	0,5x	0,4x
FD/FAVOK	5,5x	4,8x	3,9x



Türk Hava Yolları – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	95.992	86.035	92.673
Ticari alacaklar	31.908	45.791	69.427
Stoklar	23.661	41.472	56.215
Finansal yatırımlar	118.030	182.732	282.731
Maddi duran varlıklar	252.852	370.340	464.085
Diğer duran varlıklar	877.163	1.270.375	1.544.668
Toplam varlıklar	1.399.606	1.996.745	2.509.799
Kısa vadeli borçlanmalar	130.410	162.436	191.319
Ticari borçlar	52.792	78.640	112.429
Uzun vadeli borçlanmalar	359.529	601.817	792.841
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	176.988	242.630	327.255
Uzun vadeli yükümlülükler	719.719	1.085.523	1.423.845
Özkaynaklar	679.887	911.222	1.085.955
Ödenmiş sermaye	1.380	1.380	1.380
Diğer özkaynaklar	678.507	909.842	1.084.575
Toplam kaynaklar	1.399.606	1.996.745	2.509.799
Net borç	393.947	678.218	891.487
Net işletme sermayesi	2.777	8.623	13.213
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%19,9	%14,9	%13,0
Net kâr	%15,2	%12,4	%10,4
Aktif devri	0,6x	0,6x	0,6x
Kaldıraç	2,2x	2,1x	2,3x
Aktif kârlılığı	%9,3	%7,0	%5,7
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%35	%38	%39
Net borç/özsermaye	0,58	0,74	0,82
Net borç/FAVÖK	2,89	4,29	4,60
Hisse başına (TL)			
Net kâr	82,16	85,66	93,83
Özkaynak	492,67	660,31	786,92
Temettü	0,00	6,49	0,00

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	745.430	955.472	1.242.575
Brüt kâr	142.908	155.560	199.077
Faaliyet giderleri	-78.958	-92.025	-123.462
Esas faaliyet kârı	63.950	63.535	75.615
FAVÖK	136.256	158.217	193.846
Net diğer gelir	16.443	26.594	28.739
Net finansman geliri	-17.731	-11.580	-18.782
Vergi öncesi kâr	121.421	137.578	150.913
Vergi gideri	-8.064	-19.461	-21.661
Net kâr	113.378	118.208	129.482

Nakit akış tablosu	2024	2025	2026T
FAVÖK	136.256	158.217	193.846
Vergi gideri	71.716	-8.064	-19.461
Yatırımlar	-24.549	-43.499	-76.816
İşletme sermayesi değişimi	-2.889	3.334	5.846
Serbest nakit akışı	186.312	103.320	91.723

Büyüme ve marjlar	2024	2025	2026T
Net satışlar	%48	%28	%30
FAVÖK	%18	%16	%23
Net kâr	-%30	%4	%10
Brüt marj	%19,2	%16,3	%16,0
Esas faaliyet kâr marjı	%8,6	%6,6	%6,1
FAVÖK marjı	%18,3	%16,6	%15,6
Net marj	%15,2	%12,4	%10,4
Serbest nakit akışı marjı	%22,2	%8,5	%4,5

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	4,0x	3,8x	3,5x
F/DD	0,7x	0,5x	0,4x
FD/FAVOK	5,5x	4,8x	3,9x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Türk Traktör

Türk Traktör, 2026 yılının ilk yarısını zayıf iç talep, finansmana erişimdeki zorluklar ve traktör pazarındaki daralmanın devam etmesi nedeniyle baskılı geçirdi. 2025 yılında belirginleşen zayıf pazar koşullarının 2026'da da süreceğini önceki raporumuzda vurgularken, ilk yarı gerçekleştirmeleri de bu beklentimizi doğruladı. Operasyonel görünümdeki zayıflık hisse performansına da yansırken, mevcut koşullarda kısa vadeli toparlanma sinyallerini sınırlı görüyoruz. Güncel görünüm ve makro varsayımlarımız doğrultusunda, 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 595 TL'den 570 TL'ye revize ediyor, TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Çeyreklik sonuçlar, iç pazardaki sert daralmanın finansallar üzerindeki etkisini net şekilde ortaya koydu. Şirket, 1Ç26'da yıllık bazda %40 azalışla 10,1 milyar TL ciro açıklarken, 1,3 milyar TL net zarar kaydetti. Yurt içi satış gelirleri %58 gerilerken, toplam traktör satış adetleri %42 düşüşle 4.471 adede indi. Bu dönemde, ihracat adetlerinin %14 artışla 2.800 adede yükselmesi görece olumlu bir görünüm sunsa da, iç pazardaki sert daralmayı dengelemekte yeterli olmadı. Zayıf hacim, düşük kapasite kullanımı ve maliyet baskısı nedeniyle FAVÖK marjının %0,3 seviyesine gerilemesi, operasyonel karlılıktaki baskının devam ettiğini gösteriyor.

Traktör pazarında yılın ilk yarısında belirginleşen zayıf talep koşulları, yılın ikinci yarısına ilişkin beklentilerde de temkinli kalmamıza neden oluyor. Türkiye traktör pazarı beklentisinin 20-26 bin adet aralığına, şirketin iç piyasa satış beklentisinin ise 8-10 bin adet bandına çekilmesi, iç talepte henüz belirgin bir toparlanma sinyali olmadığını ortaya koyuyor. İhracat beklentisinin 11-13,5 bin adet aralığında korunması görece olumlu olmakla birlikte, ihracatın mevcut ölçeğe iç pazardaki daralmayı tamamen dengelemesini beklemiyoruz. Yatırım harcamaları beklentisinin 60-70 milyon USD bandına indirilmesi de şirketin zayıf talep ortamında daha temkinli ve kontrollü hareket ettiğini gösteriyor.

Yılın ikinci yarısında TTRAK tarafında ana belirleyiciler iç pazardaki talep koşulları, tarımsal gelirlerdeki seyir, krediye erişim ve finansman maliyetleri olmaya devam edecektir. Kısa vadede güçlü bir toparlanma sinyali görmesek de, Türk Traktör'ün pazar liderliği, güçlü marka konumu ve ihracat kabiliyeti uzun vadeli görünümü destekleyen temel unsurlar olarak öne çıkıyor. Ancak mevcut koşullarda toparlanmanın hızlı değil, daha kademeli ve sınırlı bir şekilde gerçekleşmesini bekliyoruz. Olası toparlanma için ise finansman koşullarında gevşeme, tarımsal destekler, hasat dönemi sonrası çiftçi gelirlerinde iyileşme ve ertelenmiş yenileme talebinin yeniden devreye girmesi takip edilecek ana başlıklar olacaktır.

TTRAK

TUT

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 570
%30

Pay bilgileri

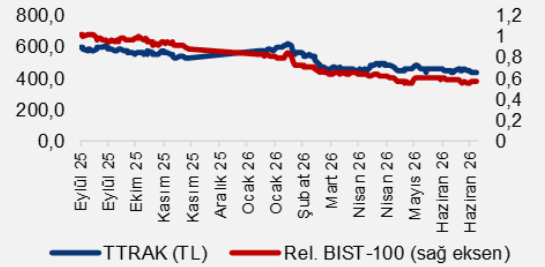
Pay Kodu	TTRAK TI
Pay fiyatı (30.06.2026)	438,50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	435,0 / 618,5
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	43.879 - 942
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	100 - 24%
Yabancı Takas Oranı	22,00%
Pazar	Yıldız
Sektör	Otomotiv

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

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-2%	-1%	-16%
USD	-4%	-6%	-22%
BIST-100'e göre performans	-6%	-12%	-33%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	96.459	59.243	55.077
FAVÖK	14.141	5.453	3.858
Net kâr	8.268	500	-882

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	5,3x	87,7x	a.d.
F/DD	1,8x	2,4x	2,5x
FD/FAVOK	3,7x	9,7x	13,7x



Türk Traktör – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	9.498	7.382	6.730
Ticari alacaklar	6.238	4.203	4.828
Stoklar	14.034	10.394	12.160
Finansal yatırımlar	43	77	84
Maddi duran varlıklar	17.386	18.240	19.479
Diğer duran varlıklar	4.558	3.285	4.062
Toplam varlıklar	51.756	43.581	47.344
Kısa vadeli borçlanmalar	11.167	13.935	15.723
Ticari borçlar	10.633	5.297	9.033
Uzun vadeli borçlanmalar	2.937	3.146	1.514
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2.581	2.810	3.590
Uzun vadeli yükümlülükler	27.317	25.188	29.860
Özkaynaklar	24.439	18.392	17.484
Ödenmiş sermaye	110	100	100
Diğer özkaynaklar	24.329	18.292	17.384
Toplam kaynaklar	51.756	43.581	47.344
Net borç	4.606	9.698	10.506
Net işletme sermayesi	9.640	9.300	7.955
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%29,3	%2,3	-%4,9
Net kâr	%8,6	%0,8	-%1,6
Aktif devri	1,6x	1,2x	1,2x
Kaldıraç	2,1x	2,2x	2,5x
Aktif kârlılığı	%13,9	%1,0	-%1,9
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%27	%39	%36
Net borç/özsermaye	0,19	0,53	0,60
Net borç/FAVÖK	0,33	1,78	2,72
Hisse başına (TL)			
Net kâr	82,63	5,00	-8,82
Özkaynak	244,23	183,80	174,73
Temettü	153,92	63,43	0,00

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	96.459	59.243	55.077
Brüt kâr	18.608	8.146	6.521
Faaliyet giderleri	-7.140	-5.856	-5.931
Esas faaliyet kârı	11.468	2.290	590
FAVÖK	14.141	5.453	3.858
Net diğer gelir	-480	42	-13
Net finansman geliri	485	-1.246	-1.392
Vergi öncesi kâr	11.488	1.106	-788
Vergi gideri	-3.220	-606	-95
Net kâr	8.268	500	-882
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	14.141	5.453	3.858
Vergi gideri	-5.813	-3.220	-606
Yatırımlar	-3.553	-5.453	-3.809
İşletme sermayesi değişimi	1.353	4.791	-340
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	-%21	-%39	-%7
FAVÖK	-%48	-%61	-%29
Net kâr	-%57	-%94	-%276
Brüt marj	%19,3	%13,7	%11,8
Esas faaliyet kâr marjı	%11,9	%3,9	%1,1
FAVÖK marjı	%14,7	%9,2	%7,0
Net marj	%8,6	%0,8	-%1,6
Serbest nakit akışı marjı	%0,0	%0,0	%0,0
Değerleme			
F/K	5,3x	87,2x	a.d.
F/DD	1,8x	2,4x	2,5x
FD/FAVÖK	3,7x	9,7x	13,7x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

** Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

Araştırma Kapsamı

	Şirket Kodu	Cari Fiyat (TL)	12A Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel (%)	Tavsiye	Piyasa Değeri (TL)	Piyasa Değeri (\$)	Halka Açıklık Oranı (%)
Bankalar								
Akbank	AKBNK	77,00	108,50	41%	TUT	400.400	8.597	52
Albaraka Türk	ALBRK	8,10	12,40	53%	AL	20.250	435	38
Garanti Bankası	GARAN	138,00	200,00	45%	AL	579.600	12.445	14
Halk Bankası	HALKB	42,94	53,10	24%	TUT	308.514	6.624	9
İş Bankası	ISCTR	14,81	23,10	56%	AL	370.250	7.950	31
T.S.K.B.	TSKB	11,88	20,10	69%	AL	33.264	714	39
T. Vakıflar Bankası	VAKBN	32,72	49,50	51%	AL	324.449	6.966	6
Yapı Kredi Bankası	YKBNK	40,14	56,30	40%	TUT	339.065	7.280	39
Perakende								
Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.	BIMAS	365,25	463,50	27%	AL	438.300	9.411	68
Coca Cola İçecek	CCOLA	83,05	103,00	24%	AL	232.380	4.989	25
Desa Deri	DESA	11,55	18,00	56%	AL	5.660	122	22
Koton Mağazacılık	KOTON	14,43	27,00	87%	AL	11.972	257	16
Mavi Giyim	MAVI	37,64	60,80	62%	AL	29.905	642	73
Migros	MGROS	669,50	1039,00	55%	AL	121.216	2.603	51
Tab Gıda	TABGD	225,80	411,00	82%	AL	59.000	1.267	30
Teknosa	TKNSA	19,63	34,60	76%	AL	3.946	85	50
Savunma								
Aselsan	ASELS	345,00	452,00	31%	TUT	1.573.200	33.778	26
Otomotiv & Beyaz Eşya								
Arçelik	ARCLK	99,35	141,00	42%	TUT	67.134	1.441	18
Doğuş Otomotiv	DOAS	179,30	245,00	37%	AL	39.446	847	39
Ford Otosan	FROTO	84,55	132,00	56%	AL	296.694	6.370	18
Türk Traktör	TTRAK	438,50	570,00	30%	TUT	43.879	942	24
Havacılık								
Tav Havalimanları	TAVHL	282,25	430,00	52%	AL	102.536	2.202	48
Türk Hava Yolları	THYAO	326,00	414,00	27%	AL	449.880	9.659	50
Pegasus	PGSUS	175,10	252,00	44%	AL	87.550	1.880	43
Enerji								
Astor Enerji	ASTOR	276,50	405,00	46%	AL	275.947	5.925	43
Tüpraş	TUPRS	227,50	352,00	55%	AL	438.346	9.412	49
Telekom								
Turkcell	TCELL	107,40	148,00	38%	AL	236.280	5.073	44
Holdingler								
Doğan Holding	DOHOL	20,50	32,50	59%	AL	53.648	1.152	36
Koç Holding	KCHOL	193,50	337,00	74%	AL	490.696	10.536	22
Sabancı Holding	SAHOL	97,50	183,00	88%	AL	204.787	4.397	51
Alarko Holding	ALARK	107,70	170,00	58%	AL	44.911	964	34
Sağlık								
MLP Sağlık Hizmetleri	MPARK	430,00	619,00	44%	AL	82.135	1.764	42

Künye

Tacirler Yatırım Araştırma ve İçerik Yönetimi

Serhan Yenigün

Müdür

serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Ekin Çınar

Başekonomist

ekin.cinar@tacirler.com.tr

Oğuzhan Kaymak

Tüm hisse kapsamı ve içerik yönetimi

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

Holdingler, Enerji (rafineri & petrokimya),
Perakende (giyim & teknoloji)

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Deniz Altıay

İletişim, sağlık ve ilaç, sigorta &
Küresel piyasalar

deniz.altiay@tacirler.com.tr

Berk Demirpolat

Dayanıklı tüketim, beyaz eşya, gıda

berk.demirpolat@tacirler.com.tr

Ömer Tarman

Veritabanı sorumlusu, çimento, GYO

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 Rızki Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - 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
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.