

2026 GÖRÜNÜM RAPORU

'BULUTLAR DAĞILIYOR'

Tacirler Yatırım

Araştırma ve İçerik Yönetimi

arastirma@tacirler.com.tr

TACİRLER
YATIRIM

Bulutlar Dağılıyor

2026 yılına merkez bankalarından faiz indirimlerinin devam ettiği, büyüme beklentilerinde ise genel olarak yukarı revizyonlar gördüğümüzü iyimser beklentilerle başlıyoruz. Küresel çapta genel yatırım temaları dolarda değer kaybı üzerine inşa edilirken, ABD'nin gümrük duvarlarını yükseltme eğilimine dair endişelerin azaldığını, Avrupa'da savunma harcamalarının artırılması ile bölge ekonomilerine bu kanaldan bir destek beklentisinin güçlendiği, Asya'da ise teşviklerin ne derece destek vereceğinin ve bölgesel ayrışmaların sorgulandığı belirsiz bir atmosferde giriliyor. Detaylara bakarsak,

ABD'de, geleneksel ittifaklar ile ilişkilerde çatırdamalar yaratan ve kısaca "America First" şeklinde isimlendirilen politika yönelimi 2026'da daha belirgin hale gelecektir. Bu yönelim, ulusal güvenlik, ekonomik çıkarlar, bölgesel egemenlik gibi unsurları ABD'nin uluslar arası yükümlülüklerinin ve müttefik ülkelerin beklentilerinin önüne koyması nedeniyle politik bir risk olarak öne çıkıyor. Vize ve seyahat kısıtlarının genişletilmesi, Çin'e yönelik gümrük uygulamalarında çeşitli istisna, süre uzatımı ve ürün bazlı muafiyetlere karşın gerilimin devam etmesi, yılın son döneminde Venezuela başta olmak üzere Meksika ve Panama'ya yönelik bölgesel güç kontrolü eğiliminin artması, Avrupa'ya ve hatta İsrail'e olan koşulsuz desteğin zayıfladığı bir görünümle 2026 yılına giriyoruz. Piyasalar bu gelişmeleri jeopolitik başlıklar altında izlerken, yapay zeka ve teknoloji odaklı iş modellerine dair değerlemelerin sorgulandığı ve yüksek çarpanlara dair endişelerin devam ettiği bir dönemdeyiz. Kasım ayında (3 Kasım Salı) ara seçimlerle sınanacak olan Trump'ın ülkenin borç yükünü azaltma amaçlı izlediği politikalar, hedeften uzak enflasyon verilerine karşın petrol fiyatları ile fiyat istikrarını dengeleme ve majör para birimlerine karşı dolarda 2025'te yaşanan %9,7 değer kaybına ek olarak 2026'da daha fazla değer kaybı yaratabilecek politikaları da yıl boyunca mercek altında olacak.

Avrupa, ABD'nin bölgeye yönelik ilişkileri kısıtladığı ve Rusya tehdidinde karşı geride kalan gözlemci bir siyaset yürütmesi ile savunma harcamalarını artırmak zorunda kaldığı bir döneme giriyor. 2026'da ABD – Avrupa arasında dış politika bağlarının zayıflayabileceği bir yıl görebiliriz. Almanya, Fransa başta olmak üzere 2025'e siyasi belirsizliklerle girilirken yılın devamında bazı ilerlemeler kaydedildi. Ancak, Rusya ile ilişkilerde gerginlik devam ederken bölgenin enerji, altyapı ve savunma altyapılarına dair temel meseleler devam ediyor. Avrupa merkez bankasının görece daha ağır adımlarla devam eden gevşeme adımları ise 2026'da aynı tempo ile devam edebilir. Avrupa'da büyüme beklentilerinde yukarı revizyonlar ise yıl genelinde sürebilir.

Asya'da bölgesel ayrışmalar giderek daha dikkat çekici bir görünüm alıyor. Çin'in, ABD'den gelen baskıya karşı direnişi sürerken ülke ekonomisi üzerinde endişe edilen boyutta bir baskı görülmemesi 2026'ya daha umutlu bir bakış getiriyor. Japonya'da ise 17 yıllık düşük faiz politikası kısmen geride kalırken BoJ'un faiz artırımlarına uzun aralıklarla da olsa devam etmesi bekleniyor. Ek olarak, uzun vadeli devlet tahvili alımlarının azaltılma süreci de 2026'da devam edecek. Çin, Hindistan, Vietnam ve Endonezya'nın Asya genelinde olumlu tarafta ayrışacağını düşünüyoruz.

Türkiye'de ise, kademeli şekilde devam eden dezenflasyon sürecine paralel TCMB'nin faiz indirimlerine devam edeceği, büyüme görünümünde potansiyelin altında da olsa iyileşmenin süreceği, TL'nin reel anlamda dengeli kalmayı sürdüreceği, ülke risk priminde iyileşmenin devamıyla beraber 2025'te ara verilen kredi notlarındaki artışa dair beklentilerin bir miktar güçlenebileceği, ancak 2025'ten devralınan siyasi risk algısının ise devam ettiği bir atmosferle başlıyoruz. Şirketlerin finansal yapısındaki ağır ve kademeli iyileşmenin 2026'da da sürmesini, fakat yüksek borçluluğu nedeniyle baskı altında kalan şirketlerin daha görünür olacağı bir yıl bekliyoruz. **Piyasalar açısından,** 2025'te gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarına görece geride kalan BIST'te 2026 yılında kayıpların bir miktar telafi edileceği bir yıl beklemekteyiz. Bununla beraber, yabancı ilgisindeki sınırlı iyileşmenin belirgin bir tempo kazanmasını beklemiyoruz. Hisse senedi piyasaları açısından değerlemelerin sunduğu cazip potansiyeller iyimser bir bakış sunsa da, bu potansiyelin açığa çıkması için katalist bulmakta zorlanmaya devam edebiliriz.

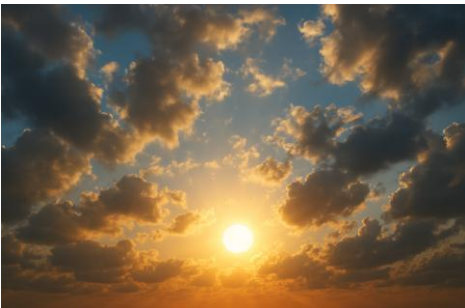
Bulutlar Dağılıyor

Türkiye’de döviz piyasaları, faizler ve Borsa İstanbul beklentilerimiz

Döviz Piyasaları: TCMB rezervlerindeki iyileşme ve hem geçmiş hem de beklenen enflasyona görece yüksek reel pozitif faiz uygulamasının devamı nedeniyle TL’nin 2026’da da reel açıdan dengeli, hatta bir miktar değerli kalmaya devam etmesini bekliyoruz. 2025’te 0,50 USD + 0,50 EUR’dan oluşan sepet kura karşı başabaş bir performans sergileyen TL’nin 2026’nın en azından ilk yarısında bu eğilimini korumasını, devamında ise enflasyon ve para politikasındaki gelişmelere göre tepki vermesini bekleriz. Cari durumda 46,60 TL civarında olan sepet kur için sene sonu tahminimiz 56,10 TL seviyesinde ve 2026’da TL’de %16,9 değer kaybına işaret ediyor. ***Sene sonu enflasyon beklentimiz olan %23 TÜFE oranı ile beraber değerlendirdiğimizde TL’de 2026’da %2,5’e yakın reel değer kazancı bekliyoruz.***

Faizler: 2025’e üç toplantıda (26 Ara’24, 23 Oca’25 ve 6 Mar’25) toplam 750 baz puan faiz indirimi ile başlayan, ancak 19 Mart sonrası süreçte faizleri artırmak ve Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti’ni (AOFM) yeniden neredeyse başladığı noktaya çekmek zorunda kalan TCMB Para Politikası Kurulu’nun (PPK) faiz indirim sürecine geri döndüğünü görüyoruz. Enflasyonda gerileme eğiliminin devamı ile beraber PPK’nın da faiz indirimlerine devam edeceğini tahmin ediyoruz. ***2026’da politika faizinin 850 baz puan daha gerileyerek yıl sonunda %29,5’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 “yedi yıldır aralıksız” yükselmesine karşın dolar ve enflasyon bazında üç yıldır kan kaybediyor ve hem bu durum hem de yükselişin az sayıda şirketle yaşanması nedeniyle yatırımcı algısı yedi yıldır yükselen bir borsanın yatırımcısı gibi değil. Dolar bazında baktığımızda, BIST 100 endeksi yıl başından bu yana %4 değer kaybederken aynı dönemde MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler endeksine görece %25, MSCI Dünya Endeksine görece ise %19 geride kaldı. ***2026’da faizlerde kademeli gevşeme, şirket finansallarında ve risk priminde iyileşmenin devamı gibi etkenler nedeniyle, yukarıda bahsettiğimiz negatif ayrışmanın BIST lehine değişmesini ve hem TL hem de dolar bazında gözle görülür bir performans elde edilmesini bekliyoruz. Ekonomi dışı (iç ve dış siyasi) gelişmelere hassasiyet ise 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 artık sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Bu konular matematiksel açıdan ölçülebilir ve modellenenebilir riskler olmadığı için gelişmelerin izlenmesi, temkinli iyimserliğin ise korunması gerektiği görüşündeyiz. Kantitatif analizlerle erişilen hedefler, kalitatif yaklaşımlarla törpülenebilir olsa da değerlendirme bazlı hedefleri esas almaya devam edeceğiz. BIST 100 endeksi için güncel 12 aylık hedef endeks değerimiz 15.200 ile %34 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Endeksi bu potansiyele ulaştıracak ekonomi temelli katalistler göreceğimiz bir yıl bekliyoruz.***



2026’ya bulutların dağıldığı, güneşli günlere dair beklentilerin arttığı bir havayla başlıyoruz.

“Sabahın sahibi vardır, gün daima bulutta kalmaz, herhal ileridedir yaşanacak günlerin en güzelleri”

Nazım Hikmet Ran

Küresel Görünüm

Küresel Görünüm

ABD’de tarife stresi yatıştı, parasal gevşeme sürecektir

Trump yönetiminin göreve geldiği ilk dönemde, hemen hemen tüm ülkelere yönelik sert söylemlerle dile getirilen yüksek gümrük tarifeleri ve bunlara yönelik endişelerin, devam eden süreçte takip edilen müzakereler, süre uzatımları, ürün bazlı istisnalar vb. nedenlerle hafiflediğini, ABD borsaları başta olmak üzere küresel borsalarında da buna bağlı olarak Nisan ayındaki panik fiyatlamasının ardından ralli sergilediğini görüyoruz. ABD borsaları bu dönemde teknoloji şirketleri öncülüğünde ortalama %43 gibi çok ciddi getiriler sağlarken 2026 yılında da pozitif seyrin sürmesi bekleniyor. Bununla beraber farklı alanlarda artan riskler dikkat çekmekte. Bunları kısaca maddelersek:

- **Para Politikaları:** Hedeflerin ve uzun vadeli ortalamaların üzerinde seyreden enflasyon verilerine karşın, bu durumun gümrük tarifeleri nedeniyle tek seferlik ve geçici olduğu kabulüne ek olarak, zayıf istihdam verileri ve Trump yönetiminin siyasi baskıları para politikalarında erken bir gevşemeye neden oldu. 2025’in son üç toplantısında art arda 25’er baz puanlık faiz indirimlerine gidilmesi, likidite musluklarının yeniden açılması ve 2026’da da bu tercihlerin devam edeceğinin öngörülmesi enflasyonist risklerin de artabileceği bir döneme ilerlememize neden oluyor. Henüz bu konuda derin bir piyasa kaygısı olmadığı gibi, Trump’ın değer kaybeden dolar ve petrol fiyatlarında gerileme ile dengelenen enflasyon senaryosunun ülkenin borç yükünün azaltılmasına hizmet edeceği beklentisi de konuya iyimser tarafından bakılmasına neden oluyor.
- **Dış Politika:** ABD yönetiminin ekonomik hedefleri, dış politikada yıllardır devam eden köklü ilişkilerin baştan dizayn edildiği bir dönem getiriyor. Kadim müttefiklerde yaşanan güven zedelenmesi ve alternatif çözüm arayışlarına yönelimler sadece 2026’da değil, sonraki yıllarda da etkileri devam edecek ekonomik ve politik değişikliklere neden oluyor. Örneğin Avrupa’nın uzun yıllardır ihmal ettiği savunma harcamalarına bir anda milyarlarca euro ayırması, Rusya’nın iletişimi minimum düzeye çeken eylem ve söylemleri, Orta Amerika’da yaşanan hareketlilik, Kanada, Danimarka vb. sessiz ittifaklarda yaşanan huzursuzluklar 2026’da da jeopolitik risk fiyatlamasının devrede kalmaya devam edeceği bir döneme işaret ediyor. 2025’te kıymetli madenler dışında varlık fiyatlamalarında hissedilir etkiler görmemiş olabiliriz, ancak tarihten çıkarılabilecek dersler 2026’da ana trendleri etkilemeyen, fakat dönemsel haber akışına bağlı volatilité yaratan gelişmeler görebileceğimize işaret ediyor.
- **Yaklaşan Ara Seçimler:** ABD’de Kasım 2026’da ara seçimler gerçekleşecek ve Temsilciler Meclisi’nin tamamı, Senato’nun yaklaşık üçte biri, bazı eyalet valileri, meclis üyeleri, savcılar, 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 bacağı (TM ve Senato) elde ederek bir kırmızı dalga yakalayan Cumhuriyetçiler, yasama tarafında elde ettikleri bu gücü Kasım ayında kaybedebilirler. Bu durum, özellikle dış politika tarafında manevra kabiliyetinin azalmasına neden olacaktır ve Trump’ın sert söylemleri dikkate alındığında aslında olumlu bir değişim de getirebilir. Ancak, seçimler yaklaşıp ve anketler somutlaşıp kadar belirsizlik sürecektir. Cumhuriyetçi Başkan + Demokrat ağırlıklı Kongre denklemine dair anketler bu çerçevede her iki yönde de değerlendirilecek ve bunun da ayrı bir piyasa hareketliliği yaratacağını düşünüyoruz.

ABD borsalarına dair beklentilere baktığımızda, genel olarak yukarı yönlü revizyonların devam ettiğini ve mevcut durumda 6.900 civarında olan S&P 500 endeksi için 7.500 – 8.000 arasında hedeflerin ağırlık kazandığını görüyoruz. Bu da dolar bazında %9 – %16 arasında getiri potansiyeli anlamına geliyor. Bu hedefler, yukarıda özetlediğimiz risklere dair genel beklentilerin iyimser tarafta kaldığına, özellikle para politikalarında gevşeme beklentilerinin halen destekleyici olduğuna işaret ediyor.

EUR/USD paritesi açısından bakarsak, Fed’den gevşeme, ECB’den ise stabil duruş beklenen bir yıla ilerliyoruz. Ek olarak, savunma harcamaları öncülüğünde büyümenin desteklenmesi ile Avrupa’nın yüzleşebileceği bir çok riske karşın EUR’nun dolara karşı değerlenmeye devam edeceğini düşünüyoruz. EUR/USD paritesinde 1,20 – 1,25 bölgesine yükselişin, DXY Dolar Endeksi’nde ise 90 – 92 bölgesine gevşemenin devamını bekliyoruz.

Küresel Görünüm

Avrupa'da büyüme beklentileri iyileşiyor

Bölge ülkelerinde iç politika ve gündem açısından belirgin farklılıklar görülmekle beraber, üzerinde ittifak sağlanan en önemli görüş büyüme beklentilerinin hemen hemen tüm Avrupa'da 2026'da iyileşeceği yönünde ağırlık kazanıyor. Bunun temel nedenleri arasında Avrupa Merkez Bankası'nın sağladığı desteğe ek olarak enflasyonda düşük seyrin süreceği öngörülmesi, savunma ve altyapı alanında harcamaları artırma planları, siyasi belirsizliklerin bölgenin lider ülkelerinde kısmen de olsa geride bırakılmış olması, son açıklanan verilerde görülen toparlanma eğilimi, devam eden iç talep ve özel sektör yatırımları sayılabilir.

ABD'nin uzun yıllar boyunca Avrupa'ya verdiği askeri, siyasi ve ekonomik desteğin son dönemde ivme kaybettiğini, bölgeyi tamamen yalnız bırakamamakla beraber buradaki yükü bilinçli bir şekilde Avrupa'ya kaydırdığını görüyoruz. Bu nedenle de, Almanya'da başta savunma harcamalarının artırılması olmak üzere bölgede diğer alanlara yönelen konsantrasyonun azalacağını görüyoruz. Avrupa, aşırı sağın yükselişi, hükümet krizleri ve ekonomik güvensizlik nedeniyle çalkantılı bir dönemi geride bırakmasına karşın henüz tam olarak hatları netleşmiş bir yol haritası çizebilmiş değil. Bununla beraber, 2026'ya dair genel beklentiler ve Avrupa borsalarına dair hedefler halen potansiyel sunuyor. Örneğin, **mevcut durumda 24 bin civarında olan DAX endeksi için hesaplanan hedef değerler 2026 sonunda 28 bin'li rakamlara ve EUR bazında %17'ye yakın getiri potansiyeline işaret ediyor. FTSE 100 (İngiltere) ve CAC 40 (Fransa) borsalarına ilişkin hedefler de sırasıyla GBP bazında %11 ve EUR bazında %13 getiri potansiyeli sunmakta.**

Asya'da teşvikler, deflasyon, enflasyon, faiz indireni, artırıncı hepsi bir arada

Asya ekonomileri, küresel ortalamaların üzerinde, ancak tarihi ve ideal büyüme oranları altında kalmaya devam ediyor. **Çin** ekonomisine dair büyüme tahminlerinde yukarı revizyonlar sürse de 2026'da %4,5 civarında ve geçmiş yıl ortalamaları altında büyüme tahminleri devam ediyor. Ülkede düşük, hatta deflasyon sınırında seyreden enflasyon oranları teşvikler ve gevşek parasal koşullar için alan yaratırken büyüme açısından da destekleyici ortamın devamını getiriyor. Diğer yandan, ABD ile gümrük tarifeleri üzerinden yaşanan çekişmenin de 2026'da süreceğini, fakat küresel piyasalar üzerinde zaman zaman yarattığı panik havasının 2026'da tekrar etmeyeceğini düşünüyoruz. **2025 başından bu yana dolar bazında %20'ye yakın yükselen Şangay Kompozit endeksi için 2026'da da benzer bir performans öngörüyoruz.**

Uzun yıllar düşük enflasyon ve hatta deflasyonla boğuşan, ancak 2022'den bu yana %3 civarında yıllık TÜFE oranları görülen **Japonya'da** enflasyonla mücadelede gelinen noktada son 30 yılın en yüksek faiz oranları gündemde. 2025'in üçüncü çeyreğinde GSYİH'da yaşanan daralma nedeniyle faiz artırımlarına yönelmenin bazı riskleri bulunsada Japon ekonomisi kurmayları büyümenin 2026'da yeniden toparlanacağı güveniyle hareket ediyor. Bununla beraber, **2025'te %25 yükselen Tokyo Borsası'nın ABD eşgüdümünde hareket etmeye devam edeceğini ve 2026'da da çift haneli bir getiri sağlaması bekleniyor.**

Diğer Asya ekonomilerine baktığımızda, ABD'nin gümrük tarifelerinden fazla etkilenmeyen **Hindistan'da** güçlü iç talep, düşük petrol fiyatları ve ihracat kanalıyla desteklenen istihdam ve üretim artışında iyileşmenin 2026'da da sürmesi; **Güney Kore'de** çip teknolojisi tarafındaki karışık görünüme bağlı volatilitenin 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 siyasi belirsizlik ve turizm odaklı ekonomisi nedeniyle **Tayland**; yüksek borçları, kronik dış açıkları, siyasi istikrarsızlık ve IMF bağımlılığı nedeniyle **Pakistan**; zayıf rezervleri, tekstil sektörüne bağımlı ekonomi yapısı ve enerji kaynaklarının yetersizliği nedeniyle **Bangladeş**, reformların yetersiz kalması, siyasi birliğin sağlanamaması ve Çin talebine bağımlılık nedeniyle **Malezya**, teknik resesyon ve zayıf büyüme görünümünde değişiklik olmayan **Singapur** dikkat çekiyor.

Makro Görünüm

Makro Görünüm

Büyüme

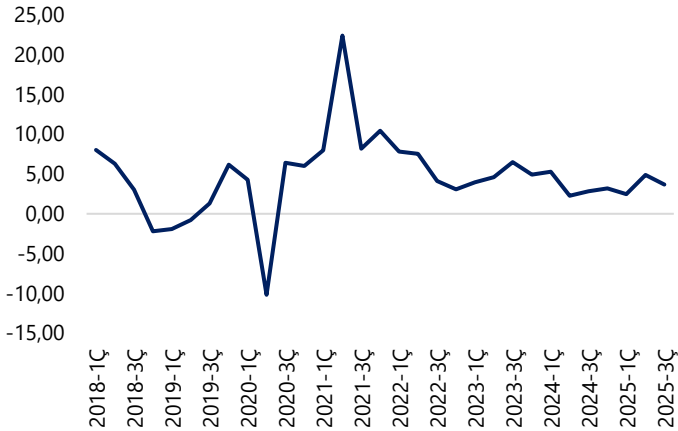
Büyümenin 2025'te %3,8 olmasını, 2026'da ise %4'e yükselmesini bekliyoruz. Tahminimize yönelik risklerin yukarı yönlü olduğu görüşündeyiz. 2026 büyümesini destekleyecek temel mekanizmaların; başta Avrupa ekonomileri olmak üzere dış talepte beklediğimiz toparlanma, finansal koşullardaki kademeli gevşeme, kamu harcamalarının istikrarlı katkısı ve hanehalkı tüketimindeki dayanıklı seyrin olacağını öngörüyoruz.

Hanehalkı tüketimi, sıkılaşan finansal koşullara ve reel gelir kaybına karşı direnç göstermeye devam ediyor. Bu eğilimde, ekonomik birimlerin bozulan algısı ve öne çekilen talep eğiliminin etkili olduğunu değerlendiriyoruz. 3Ç25'te devlet harcamalarının, önceki çeyrekteki negatif katkısını tersine çevirerek büyümeyi desteklemesi ve gayrisafi sabit sermaye oluşumdaki artış eğiliminin korunması, büyüme dinamiklerindeki güçlü seyrin devamında etkili oldu.

Sanayi üretiminde yıllık bazda güçlü artışlar görülmekle birlikte, bu artışın inşaatla bağlantılı kalemler ve savunma gibi belirgin sektörlerde yoğunlaştığını görüyoruz. Mevcut görünüm sanayi kaynaklı büyümenin sınırlı sayıda sektör üzerinden şekillendiğine işaret ediyor. Öncü göstergeler ve güven endeksleri, büyüme dinamiklerinde sektörler arası ayrışmanın sürdüğünü işaret etmekle birlikte, iç talep ve kamu destekli büyüme eğiliminin korunduğunu teyit ediyor.

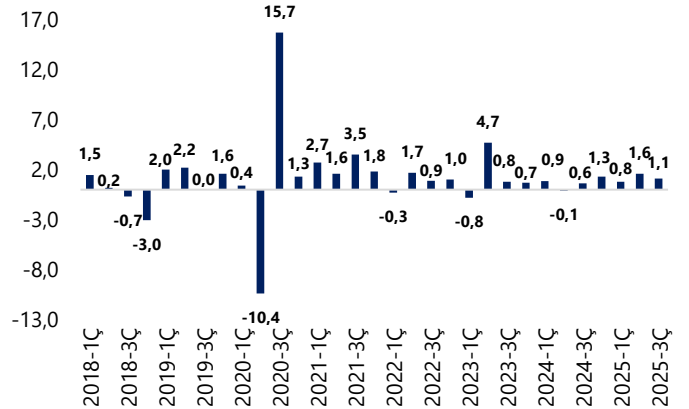
Hanehalkı tüketiminin ve kamu harcamalarının büyümeye pozitif katkısının 2026'da da süreceğini, Avrupa ekonomilerindeki toparlanmanın ise büyümeyi dış talep kanalıyla destekleyeceğini tahmin ediyoruz. Bu görünüm altında, iç talebin dirençli seyrini koruması ve 2026'da destekleyici makro mekanizmaların daha belirgin hale gelmesiyle birlikte, büyümenin potansiyelin üzerinde seyretme eğilimini sürdürmesini bekliyoruz.

GSYİH Yıllık Büyüme Oranı (%)



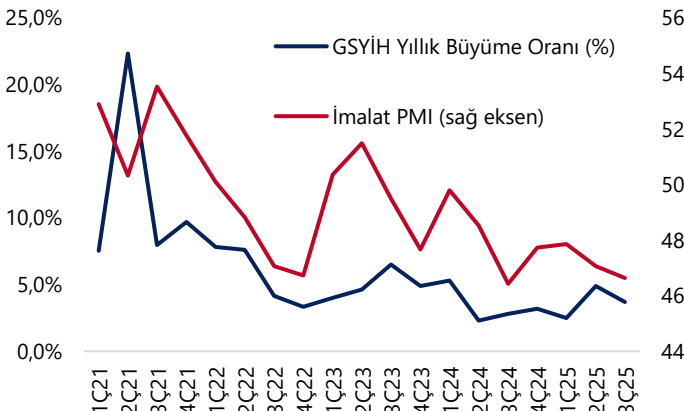
Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

GSYİH Çeyreklik Büyüme Oranı (mev. arındırılmış, %)



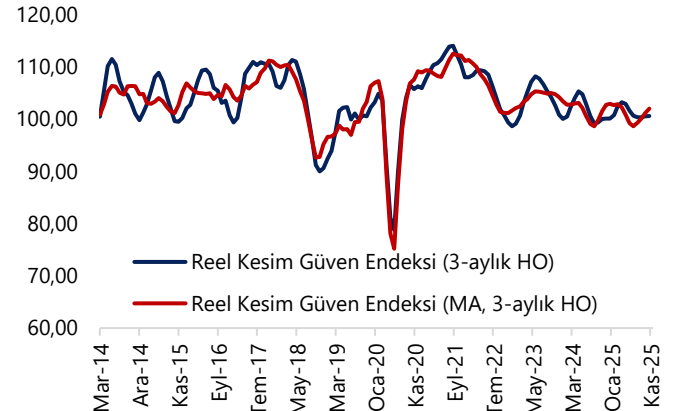
Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

İSO İmalat PMI & GSYİH Büyüme (çeyrek bazda)



Kaynak: İstanbul Sanayi Odası, TÜİK, Tacirler Yatırım

Reel Kesim Güven Endeksi (3-aylık HO)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Makro Görünüm

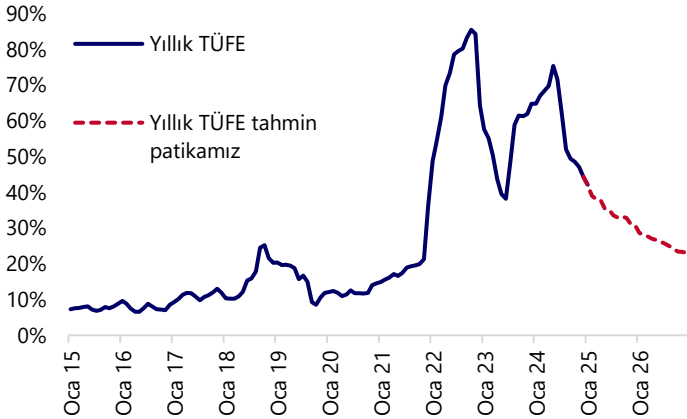
Enflasyon

Yıllık TÜFE'nin 2026 sonunda %23 seviyesinde oluşmasını bekliyoruz. Tahminimizi, dezenflasyonun ilk fazında köpüğün büyük ölçüde alınmasının ardından ikinci aşamada gıda ve konut gibi ataleti yüksek kalemlerdeki yapışkan fiyat davranışının belirleyici olacağı varsayımı üzerine inşa ediyoruz. Çekirdek göstergelerin son aylarda kayda değer bir iyileşme üretmemesi ve arındırılmış ana eğilim göstergelerinin %2 civarında yapışkanlık sergiliyor olması, 2025'te %40 seviyesinden %31 altına gerileyen enflasyonun 2026 boyunca %30'lardan %20'lere geçişte daha yavaş bir patika izleyeceğine işaret ediyor. Hizmet enflasyonundaki katılık ve gıda fiyatlarındaki oynak yapı, para politikasının marjinal etkisinin azaldığı ve dezenflasyonun daha sınırlı hızlarla ilerleyeceği bir çerçeve oluşturuyor.

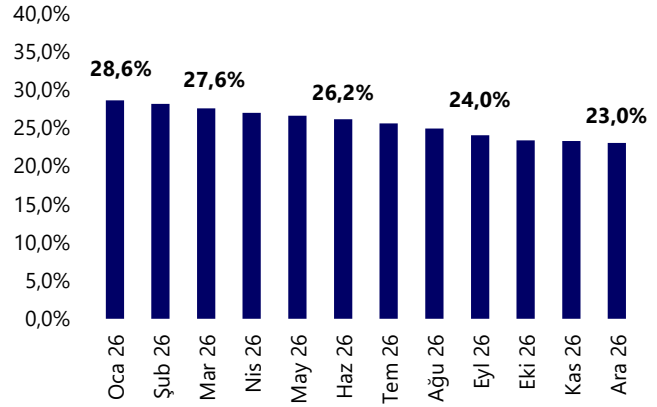
Enflasyonun 2025'i %31 seviyesinin bir miktar altında tamamlamasının ardından, 1Ç26 sonunda %27,6, 2Ç26 sonunda %26,2, 3Ç26 sonunda %24 ve 2026 sonunda %23 seviyesinde oluşacağını öngörüyoruz. Tahminimizi oluştururken yıl boyunca reel kur kaybının oluşmadığı, reel büyümenin %4 civarında seyrettiği ve petrol fiyatlarında kalıcı bir oynaklık yaşanmadığı bir senaryo ile çalışıyoruz. Döviz piyasasında oynaklığın dezenflasyon hedefiyle uyumlu şekilde sınırlı kalacağını, bu doğrultuda 2026 boyunca nominal kur artışlarının enflasyonun altında seyredeceğini ve fiyatlama davranışında ilave bir kur şoku oluşmayacağını varsayıyoruz. Asgari ücrete yapılan %27'lik zam da kurum beklentilerimizle uyumlu gerçekleşmiş olup, açıklanan oran 2026 yıl sonu TÜFE tahminimizle örtüşüyor.

Öte yandan, yılbaşında güncellenecek olan TÜFE ağırlıkları ile yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamaları, tahminimiz açısından risk oluşturuyor. Bu nedenle %23'lük projeksiyonumuzu, ilk çeyrek sonunda veri seti netleştikçe yeniden değerlendirmeyi planlıyoruz.

Enflasyon Tahmin Patikamız

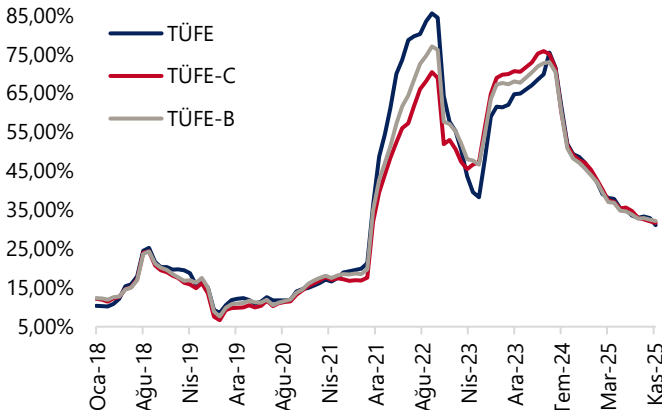


Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım



Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

TÜFE Yıllık Değişim (%)



Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

Gıda Fiyatları (% yıllık değişim)



Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

Makro Görünüm

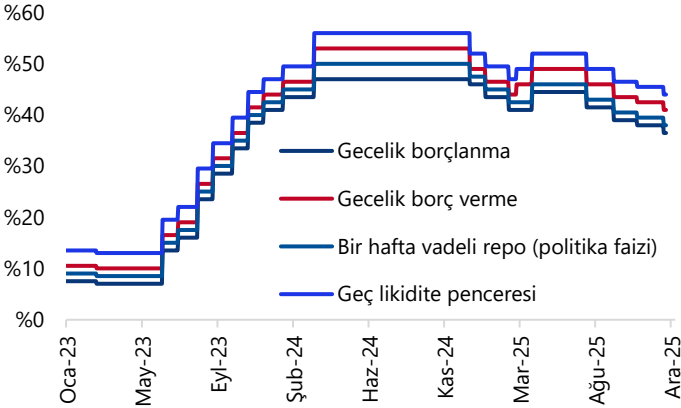
Para Politikası

2026 yılında para politikasının, dezenflasyon sürecinin ikinci aşamasındaki yapışkan fiyat dinamiklerini dikkate alan ve sıkılık derecesini koruyan bir çerçevede devam edeceğini öngörüyoruz. Hizmet enflasyonu ve çekirdek göstergelerdeki katılığın, politika faizinde hızlı bir gevşeme alanını sınırladığını değerlendiriyoruz. Bu görünüm altında faiz indirimlerinin kademeli bir patika izlemesini ve politika faizinin yıl sonunda %29,5 seviyesinde dengelenmesini bekliyoruz.

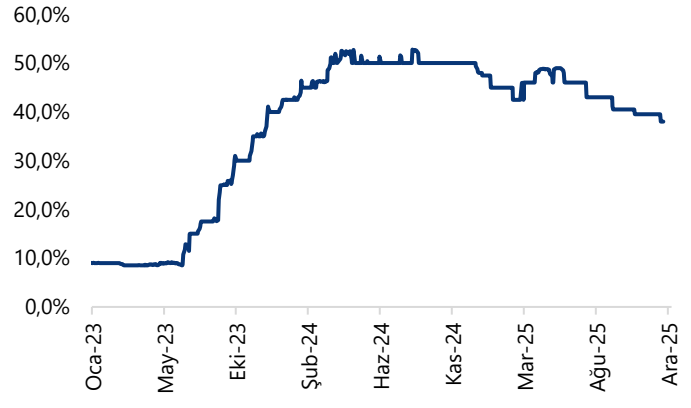
Bu patikanın reel faiz görünümü açısından fiyat istikrarı ile uyumlu bir sıkılık sunduğu görüşündeyiz. Politika faizinin 2026 sonunda %29,5 düzeyinde olduğu kurum senaryomuzda ex-post reel faizin 2025 sonundaki %12 civarından yaklaşık %9'a gerileyeceğini, ex-ante reel faizin ise %19 civarından %16'ya düşeceğini hesaplıyoruz. Bu patika altında, 2026 sonunda reel faizin 2025'e göre gerileyeceğini, ancak anlamlı ölçüde pozitif kalacağını varsayıyoruz. Reel faizin bu seviyelerde kalmasının, kur geçişkenliğinin sınırlanmasına ve enflasyon beklentilerinde normalleşmenin sürdürülmesine katkı sağlayacağını değerlendiriyoruz.

Kredi büyümesinin dezenflasyon patikasıyla uyumlu ve kontrol altında kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Yılın ilk yarısında kredi büyüme sınırlarında bir gevşeme beklemiyoruz. Ancak dezenflasyon hızının ve ana eğilimin seyrinin daha net hale gelmesi durumunda, yılın ikinci yarısında kredi kısıtlarının kademeli ve selektif biçimde esnetilmesinin değerlendirilebileceğini düşünüyoruz. TL mevduatın toplam mevduat içindeki yüksek payı ve KKM'nin belirgin biçimde gerilemiş olması, para politikasının sıkı duruşunu destekleyen bir finansal mimari oluşturuyor. Para politikası varsayımlarımıza yönelik en önemli riskin, politik belirsizlikler nedeniyle risk priminde oluşabilecek ani dalgalanmalar olduğunu değerlendiriyoruz. Bu tür bir şokun finansal koşulları sıkılaştırma, kur oynaklığını artırma ve para politikasının öngördüğümüz kademeli gevşeme patikasıyla geçici sapmalara yol açma potansiyeli bulunduğunu gözetiyoruz.

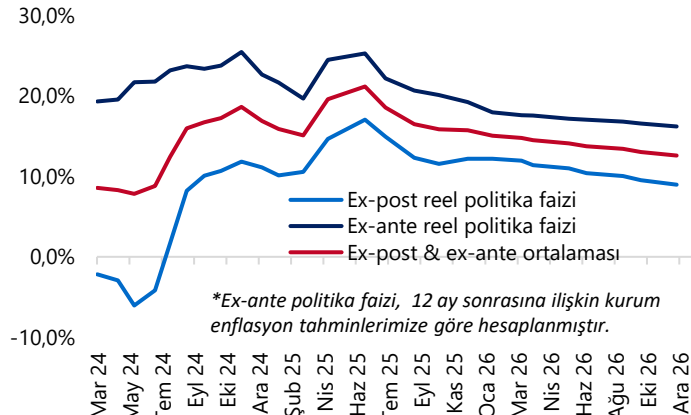
TCMB Faiz Oranları (%)



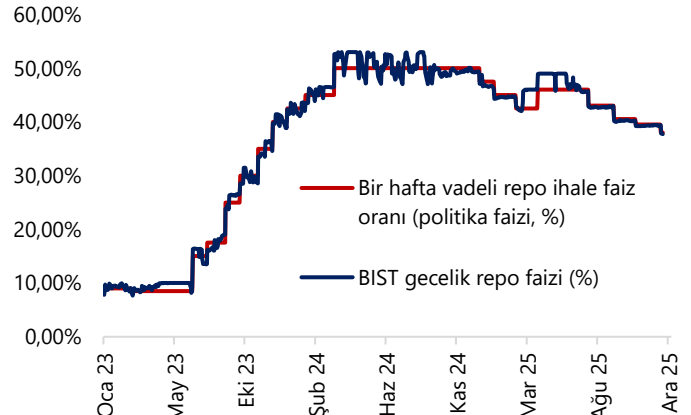
Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti (%)



Reel Politika Faizi Tahmin Patikamız* (%)



Politika Faizi & BIST Gecelik Repo Faizi (%)



Makro Görünüm

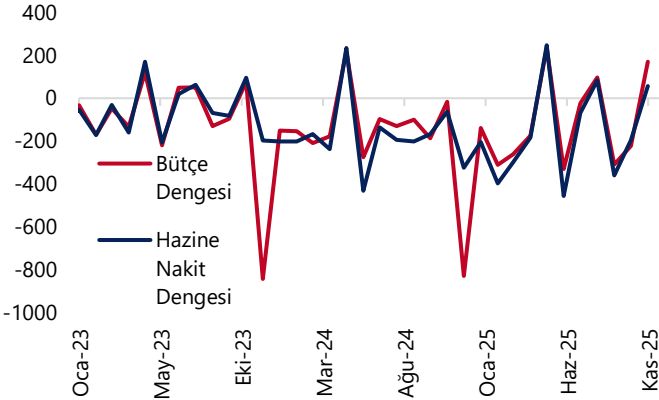
Maliye Politikası

Bütçe görünümüne ilişkin temel değerlendirmemiz, mali duruşun yapısal bir sıkılaşmadan ziyade harcama kompozisyonundaki değişimle şekillendiği yönünde. 2025 yılında belirgin biçimde azalan deprem harcamaları ve bütçe gelirlerindeki reel artışlar merkezi yönetim bütçesini desteklerken, harcamalar tarafında geniş tabanlı ve kalıcı bir sıkılaşmaya işaret eden güçlü bir sinyal gözlenmiyor. Bu çerçevede bütçe dengesi, geçici harcama kalemlerindeki normalleşmenin etkisiyle daha dengeli bir görünüm sunuyor.

En son açıklanan Kasım 2025 bütçe verileri ile birlikte 12 aylık bütçe açığı 2,1 trilyon TL seviyesine gerilerken, Ocak – Kasım döneminde bütçe açığı 1,3 trilyon TL ile OVP tahmininin %65,8'ine ulaşmış durumda. 2024'te 1 trilyon TL seviyesine ulaşan deprem harcamaları, 2025 bütçesinde 580 milyar TL civarında öngörülüyor. Ocak – Kasım döneminde gerçekleşen deprem harcamalarının ise 112,3 milyar TL olduğunu hesaplıyoruz. Deprem harcamalarının büyük bölümünün yılın son döneminde tahakkuk etmesi ve aralık ayında bütçe açığında dönemsel bir artış öngörmemizle birlikte, 2025 yıl sonu bütçe gerçekleştirmelerinin Orta Vadeli Program (OVP) hedefleriyle uyumlu kalacağını değerlendiriyoruz. Hatırlanacağı üzere OVP'de (2026 – 2028) bütçe açığı / GSYİH oranı 2025 için %3,6, 2026 için %3,5 düzeyinde belirlenmişti.

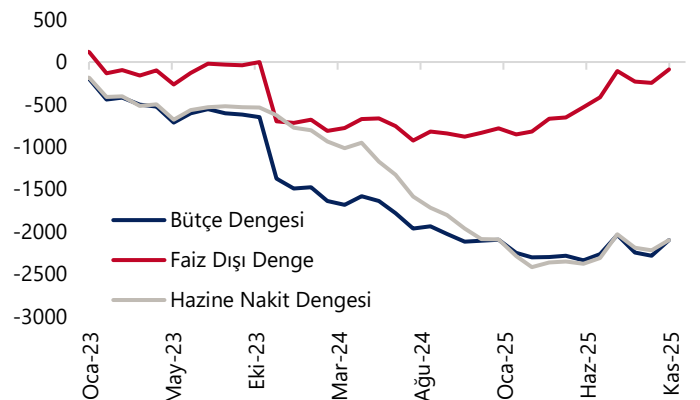
Kurum olarak 2025 bütçe açığı tahminimiz 2,2 trilyon TL (GSYİH'nın %3,5'i), 2026 tahminimiz ise 2,8 trilyon TL (GSYİH'nın %3,4'ü) seviyesinde. Bu görünüm, mali duruşta yapısal bir sıkılaşmadan ziyade harcama kompozisyonu kaynaklı bir iyileşmeye işaret ediyor. 2026 yılında deprem harcamalarının daha da azalmasının bütçe dengesi üzerindeki destekleyici etkisinin sürmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, cari harcamalar ile sermaye harcamalarındaki eğilimler mali disiplin açısından yakından izlenmesi gereken başlıca alanlar olmaya devam ediyor.

Bütçe Dengesi ve Hazine Nakit Dengesi (milyar TL)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

Bütçe Göstergeleri (12-aylık kümülatif, milyar TL)



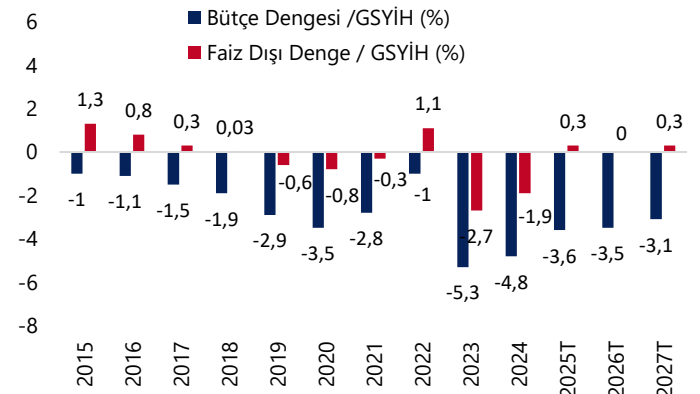
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

Bütçe Gerçekleşmeleri (milyon TL)

(milyon TL)	Ocak - Kasım 25	2025Bütçe Projeksiyonu	Gerçekleşme Oranı
Gelirler	11.571,6	12.800	%90,4
Vergi Gelirleri	10.002	11.138,7	%89,8
Vergi Dışı Gelirler	1.569,6	1.661,6	%94,5
Harcamalar	12.842,6	14.731	%87,2
Faiz Harcamaları	1.937,7	1.950	%99,4
Faiz Dışı Harcamalar	10.904,9	12.781	%85,3
Faiz Dışı Denge	666,7	19,3	%3.452,6
Bütçe Dengesi	-1.271	-1.930,7	%65,8

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

OVP Bütçe Tahminleri



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

Makro Görünüm

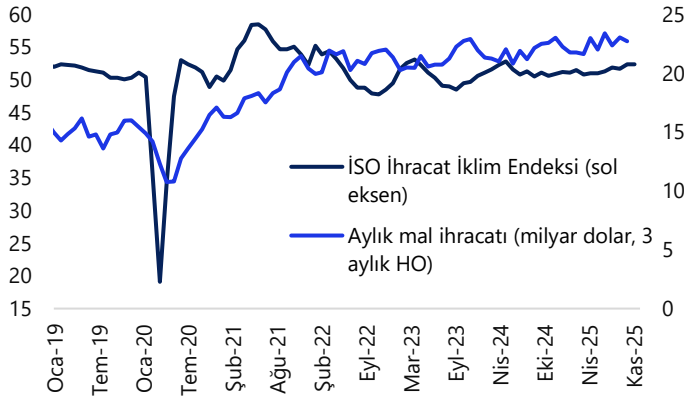
Cari İşlemler Dengesi

Cari işlemler açığının 2025 yılını yaklaşık 20 milyar dolar (GSYİH'nın %1,3'ü) seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz. 2026 yıl sonu için cari açık tahminimiz ise 25 milyar dolar (GSYİH'nın %1,5'i) düzeyinde. Cari işlemler dengesi yılın ikinci yarısında güçlü bir toparlanma sergilerken, altın ve enerji hariç cari dengenin fazla üretmeye devam etmesi, cari açığın kontrol altında kalmasını sağlayan temel unsur olmaya devam ediyor.

Cari işlemler dengesinin dört ay üst üste fazla verdikten sonra 2025 yılının son iki ayında yeniden açığa dönmesini bekliyoruz. Seyahat gelirlerindeki mevsimsel zayıflama ve enerji ithalatında öngördüğümüz artışın etkisiyle, kasım ve aralık aylarında kümülatif olarak yaklaşık 5,5 milyar dolarlık cari açık oluşabileceğini hesaplıyoruz. 2026 yılında ise altın ithalatında son dönemde artan yükseliş eğiliminin ve tüketim malı ithalatında korunan yüksek seviyelerin cari denge üzerinde yukarı yönlü risk yaratabileceği; buna karşılık iyileşen dış talep görünümü ve enerji fiyatlarında beklediğimiz görece düşük oynaklığın bu etkiyi dengeleyebileceği varsayımı ile çalışıyoruz. Bu çerçevede, cari açığın GSYİH'ye oranının tarihsel ortalamaların belirgin biçimde altında seyretmesi, dış finansman ihtiyacının yönetilebilir kalmasını ve kırılganlıkların sınırlı olmasını sağlayan temel çıpa olmaya devam ediyor.

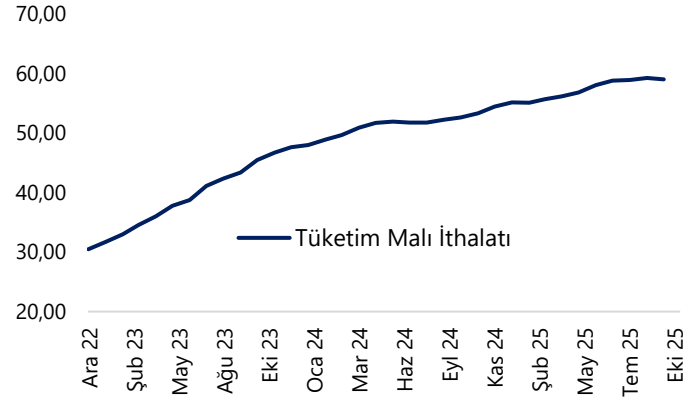
Küresel ölçekte enerji fiyatlarındaki oynaklığın azalması, TL varlıklardaki volatilitenin sönümlenmesi ve gümrük tarifelerine ilişkin belirsizliklerin hafiflemesi, cari dengenin finansman görünümü açısından daha destekleyici bir çerçeve sunuyor. İSO İhracat İklim Endeksi'nin kasım ayında son bir buçuk yılın en güçlü artışını kaydetmesi de dış talep cephesindeki toparlanmaya işaret ediyor. En büyük ihracat pazarımız olan Almanya'da üretimin son altı aydır artış göstermesi, ABD'de büyümenin dirençli seyrini koruması ve diğer Avrupa pazarlarında (Fransa ve Romanya hariç) ekonomik aktivitenin güçlenmesi, 2026 yılında cari denge görünümünü destekleyen temel unsurlar olarak öne çıkıyor.

İSO İhracat İklim Endeksi & İhracat



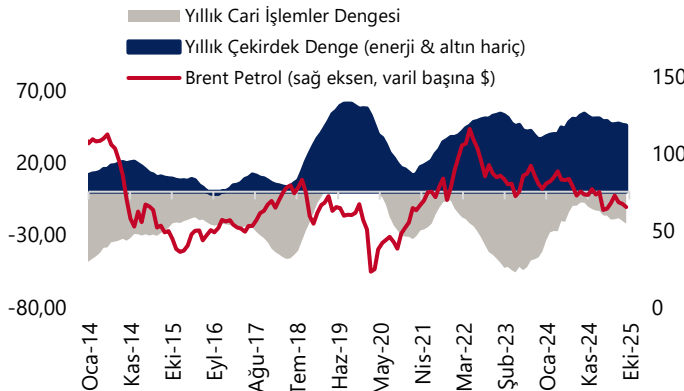
Kaynak: İstanbul Sanayi Odası (İSO), S&P Global, Tacirler Yatırım

Tüketim Malı İthalatı (yıllık, milyar US\$)



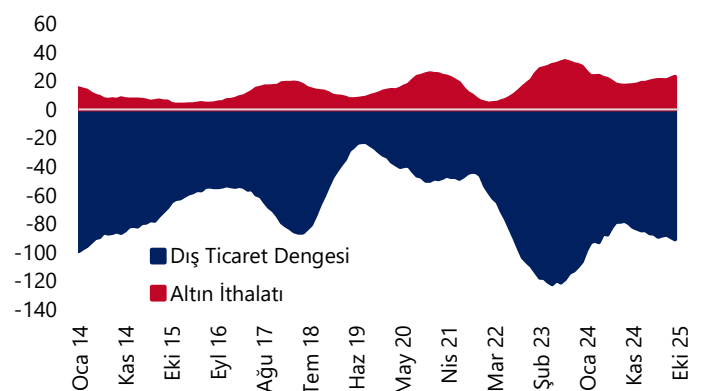
Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

Cari İşlemler Dengesi (yıllık, milyar US\$)



Kaynak: TCMB, Bloomberg, Tacirler Yatırım

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



Kaynak: TCMB, TÜİK, Tacirler Yatırım

Makro Görünüm

Dış Finansman Görünümü

Küresel piyasalarda artan risk iştahı, gelişmekte olan ülke (GoÜ) varlıklarına yönelik talebi desteklerken, Türkiye'nin risk primi de bu eğilimle uyumlu bir iyileşme sergiliyor. Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi aralık ayı itibarıyla 215 baz puana gerileyerek 2018'den bu yana en düşük seviyeye indi. CDS'lerdeki düşüş GoÜ geneline paralel olmakla birlikte, Türkiye – GoÜ CDS farkının 90 baz puanın altına gerilemesi, Aralık 2024'ten bu yana en dar farka işaret ediyor. Buna karşın, Brezilya ve Güney Afrika ile karşılaştırıldığında Türkiye risk priminin hâlen 2018 öncesi döneme göre yukarıda kalmış olması, CDS'lerde ilave bir iyileşme alanı bulunduğuna işaret ediyor. Bu farkın kapanması halinde, Türkiye CDS'inin 2026 yılında 200 baz puanın altına gerileyebileceğini değerlendiriyoruz.

Türkiye – GoÜ CDS farkının tarihsel olarak -1 standart sapmaya yaklaştığı dönemlerde, yabancı yatırımcıların tahvil piyasasına olan ilgisinin belirgin biçimde arttığını gözlemliyoruz. Nitekim kasım ayında yabancı yatırımcılar tahvil piyasasında (repo hariç) toplam 2 milyar dolarlık net alım yaparken, yabancıların tahvil stoku içindeki payı mart ayından bu yana ilk kez %7 üzerine çıktı. 2025 başından bu yana bakıldığında ise, yabancı yatırımcıların hisse senetlerinde 1,6 milyar dolar, repo hariç tahvil piyasasında ise 2,6 milyar dolarlık net giriş gerçekleştirdiği görülüyor. 2026 boyunca devam etmesini beklediğimiz faiz indirimleri ve siyasi risk algısındaki kademeli normalleşme çerçevesinde, özellikle tahvil piyasasına yönelik yabancı ilgisinin güçlenebileceğini değerlendiriyoruz.

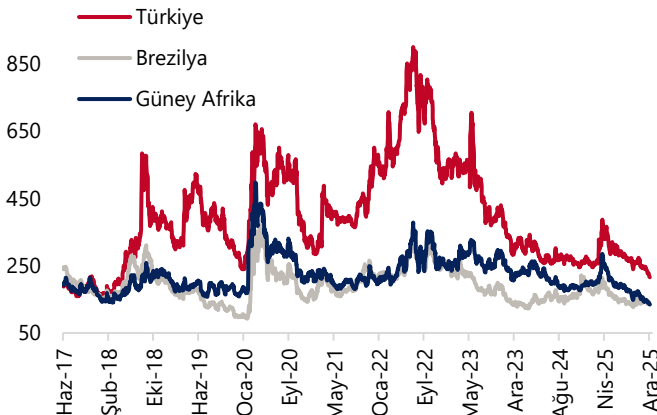
Yurt içi yerleşiklerin altın hariç parite etkisinden arındırılmış DTH'larında görülen çözülme, rezerv birikiminin güçlenmesinde rol oynuyor. TCMB brüt döviz rezervleri aralık itibarıyla 190 milyar doların üzerine çıkarak rekor tazelerken, swap hariç net rezervler ise 70 milyar doları aştı. 2026 boyunca TL'de reel değer kaybı oluşmayacağı beklentimizle, yerleşiklerin DTH eğiliminin tarihsel ortalamaların altında seyretmeye devam edeceğini öngörüyoruz.

TCMB Brüt & Net Rezervler (milyar \$)



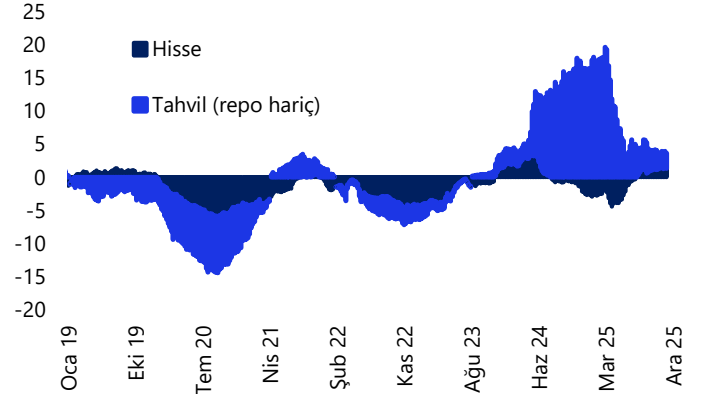
Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

5 Yıllık CDS Primleri Ülke Karşılaştırmaları (baz puan)



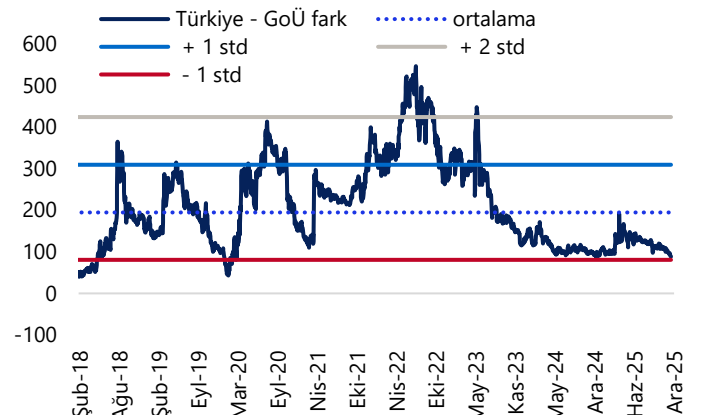
Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

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



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Türkiye - GoÜ CDS Farkları (baz puan)



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

Makro Tahminler

	2022	2023	2024	2025T	2026T
Ekonomik Aktivite					
Nominal GSYİH (trilyon TL)	15.3	27.1	44.6	62.6	81.8
Nominal GSYİH (trilyon \$)	0.9	1.14	1.36	1.58	1.72
GSYİH reel büyüme	5.4%	5.0%	3.3%	3.8%	4.0%
Dış Denge					
Cari İşlemler Dengesi (milyar \$)	-49.1	-45.2	-9.97	-20	-25
Cari İşlemler Dengesi /GSYİH	-5.4%	-4.0%	-0.7%	-1.3%	-1.5%
Bütçe					
Bütçe Dengesi (trilyon TL)	-0.14	-1.38	-2.1	-2.2	-2.8
Bütçe Dengesi / GSYİH	-0.9%	-5.1%	-4.7%	-3.5%	-3.4%
Fiyatlar					
TÜFE (yıl sonu)	64.3%	64.8%	44.4%	30.8%	23.0%
TÜFE (ortalama)	72%	53.4%	60%	35.2%	25.7%
TCMB haftalık repo ihale faiz oranı (yıl sonu)	9%	42.5%	47.5%	38.0%	29.5%
USD/TRY (yıl sonu)	18.7	29.5	35.4	43.0	51.0
USD/TRY (ortalama)	16.6	23.8	32.9	39.6	47.5
EUR/TRY (yıl sonu)	20	32.7	36.7	50.8	61.2
EUR/TRY (ortalama)	17.4	25.8	35.6	44.8	56.5
EUR/USD (yıl sonu)	1.07	1.10	1.04	1.18	1.20
EUR/USD (ortalama)	1.05	1.08	1.08	1.13	1.19

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

Model Portföy ve Strateji

Model Portföy ve Strateji

Tacirler Yatırım Model Portföy

2023 Haziran ayında başlattığımız Tacirler Yatırım Model Portföyümüz, aradan geçen iki buçuk yılda **%193 nominal getiri** sağlarken, bu dönemde BIST 100 endeksi %111 yükseliş sergiledi. Buna göre, **Model Portföyün başlangıçtan bugüne endeks göreceli performansı %39 pozitif getiriye işaret etmektedir.** Son bir yılda ise endeksin hafif altında bir performans söz konusudur.

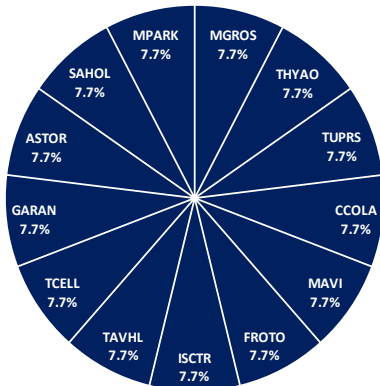
2026'ya girerken gözden geçirdiğimiz ve yeniden dizayn ettiğimiz Model Portföyümüzden **Teknosa'yı** çıkartırken, **Sabancı Holding, Astor ve MLP Sağlık'ı** portföye ekliyoruz. **Türk Hava Yolları, Coca Cola İçecek, Ford Otomotiv, Mavi Giyim, Migros, TAV Havalimanları, Turkcell, Tüpraş, Garanti Bankası ve İş Bankası** ise Model Portföyümüzde kalmaya devam ediyor. 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	₺523.00	₺715.00	200%	37%	6.Haz.23
Türk Hava Yolları	THYAO	₺271.25	₺439.00	69%	62%	6.Haz.23
Tüpraş	TUPRS	₺188.30	₺271.00	239%	44%	6.Haz.23
Coca Cola	CCOLA	₺60.30	₺86.00	69%	43%	27.Kas.23
Mavi Giyim	MAVI	₺43.00	₺58.00	-10%	35%	27.Ağu.24
Ford Otosan	FROTO	₺95.10	₺145.00	16%	52%	28.Ağu.24
İşbank (C)	ISCTR	₺13.67	₺18.80	8%	38%	24.Ara.24
Tav Havalimanları	TAVHL	₺294.50	₺400.00	5%	36%	24.Ara.24
Turkcell	TCELL	₺96.83	₺148.00	11%	53%	24.Ara.24
Garanti	GARAN	₺140.90	₺197.60	3%	40%	9.Tem.25
Astor	ASTOR	₺114.90	₺158.00	0%	38%	26.Ara.25
Sabancı Holding	SAHOL	₺84.60	₺162.00	0%	91%	26.Ara.25
MLP Sağlık	MPARK	₺378.75	₺485.00	0%	28%	26.Ara.25

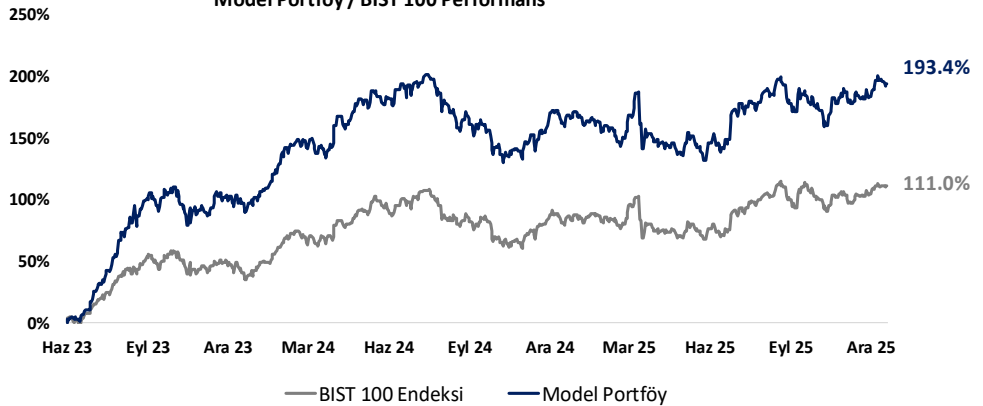
Kuruluşundan Bugüne MP Getirisi (%)	193%
Kuruluşundan Bugüne BIST 100 Endeks Getirisi (%)	111%
Kuruluşundan Bugüne MP / BIST 100 Göreceli Getiri (%)	39%
Son 1 yıl MP Getirisi (%)	10%
Son 1 yıl BIST 100 Endeks Getirisi (%)	14%
Son 1 yıl MP / BIST 100 Göreceli Getiri (%)	-4%
2025 Yılı MP Getirisi (%)	10%
2025 Yılı BIST 100 Endeks Getirisi (%)	15%
2025 Yılı MP / BIST 100 Göreceli Getiri (%)	-5%

*MP: Tacirler Model Portföy

Model Portföy Ağırlık



Model Portföy / BIST 100 Performans



Model Portföy ve Strateji

12 Aylık BIST 100 endeks hedefimiz 15.200

Hali hazırda Araştırma kapsamımızda değerlendirme modelleri ile takip ettiğimiz 29 şirket bulunurken, kapsam dahiline alma planıyla izlediğimiz 20'ye yakın şirket daha bulunmaktadır. Değerleme kapsamında olan şirketler, BIST 100 endeksinin %64'ünü, BIST 30 endeksinin ise %78'ini oluşturuyor.

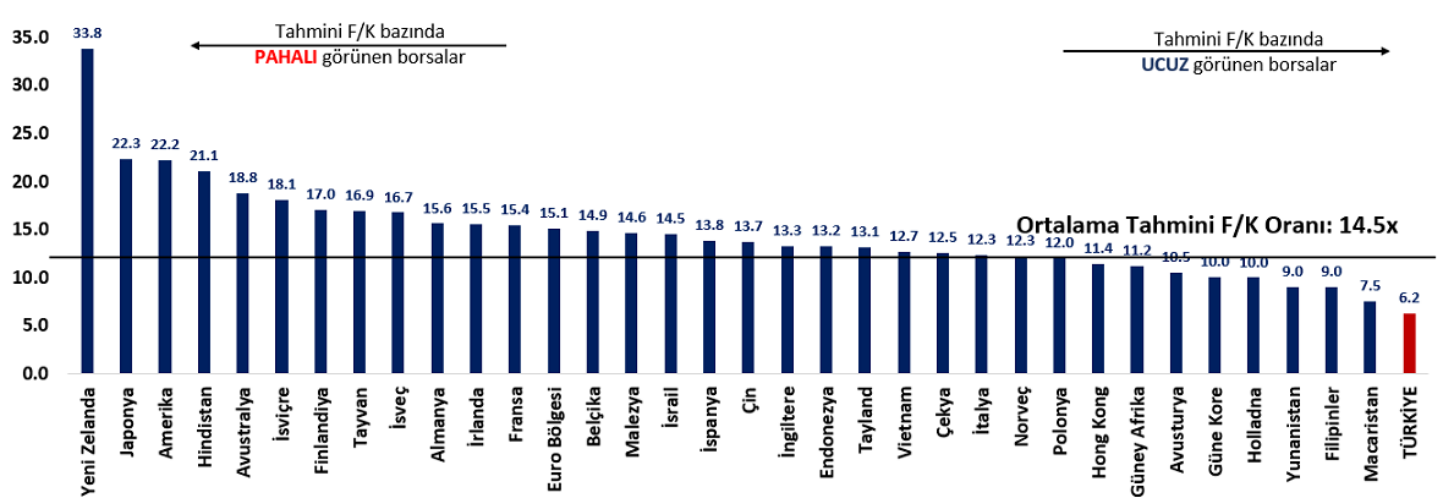
Değerleme kapsamımızdaki şirketlerin hedef değerleri ve endekse potansiyel etkileri üzerinden hesapladığımız BIST 100 endeks hedefimiz 12 aylık vadede 15.200 seviyesine ve endeks bazında %34 getiri potansiyeline işaret ediyor. Bu potansiyel, önümüzdeki bir yıllık dönem için öngördüğümüz %23 yıllık TÜFE oranının üzerinde, bu süre zarfında elde edilebilecek ortalama net mevduat getirilerine dair simülasyonlarımızdan bulduğumuz oranlara yakın seviyededir. Buna karşın, endeks üzeri getiri öngördüğümüz şirketlerde ortalama potansiyel getiri %50 civarında olup belirgin şekilde yukarıda kalmaktadır.

BIST ve çarpan karşılaştırmaları

Aşağıdaki grafikte, gelişmiş ve gelişmekte olan seçili ülkelerin tahmini fiyat / kazanç oranlarını görebilirsiniz. Borsa İstanbul 6,2x tahmini F/K çarpanı ile küresel çapta en düşük çarpanla işlem gören borsa konumunda. Enflasyon muhasebesi nedeniyle şirketlerin gelecek dönemde elde edebilecekleri karlara yönelik beklentileri ve bu tahmini karlar üzerinden hesaplanan çarpanları dikkatle ele almak 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

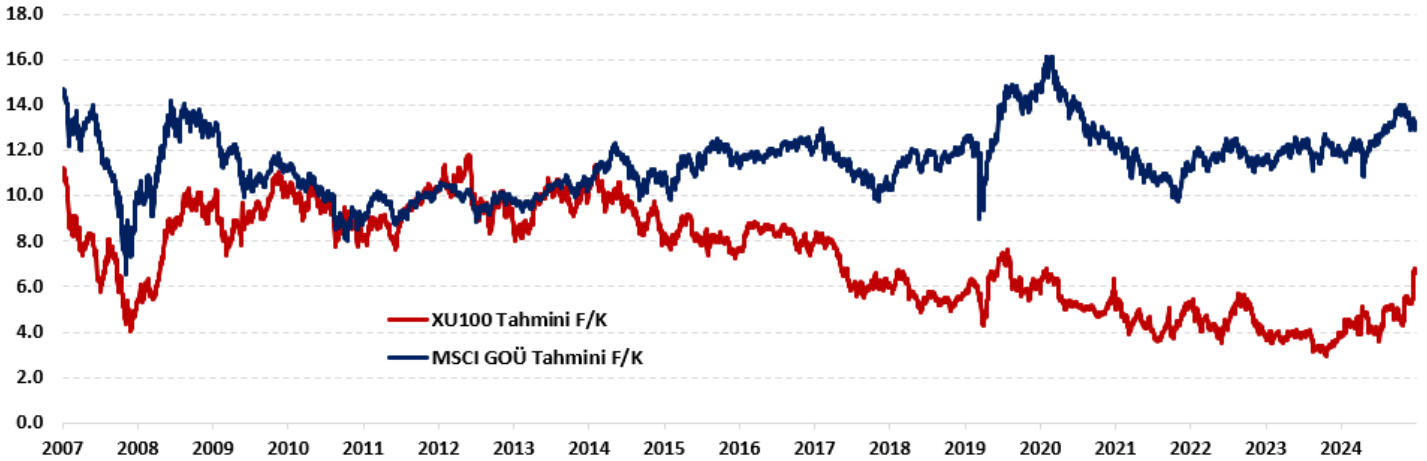
Model Portföy ve Strateji

BIST ve çarpan karşılaştırmaları

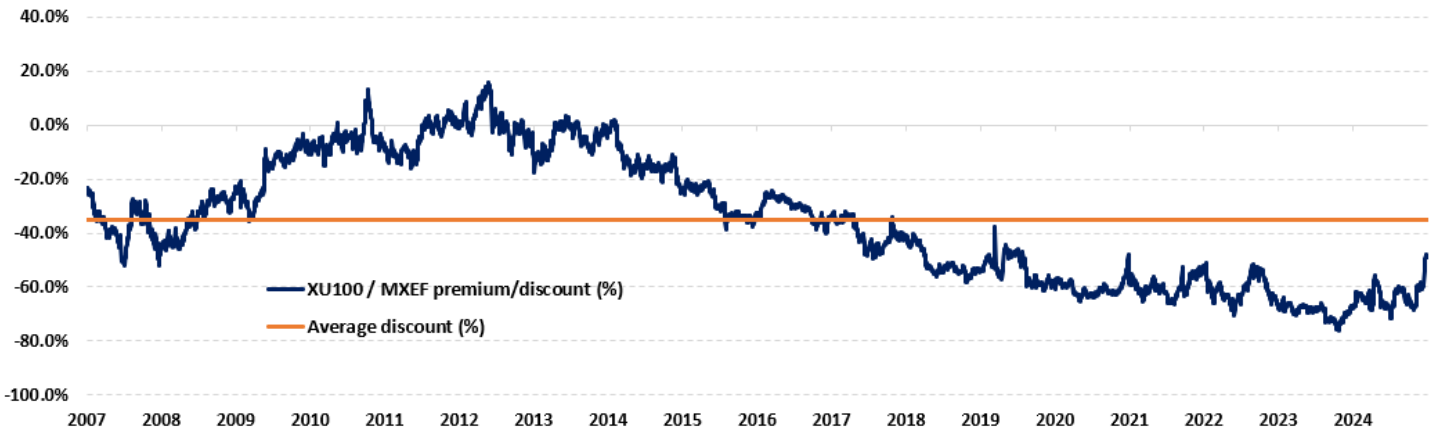
Aşağıdaki ilk grafikte BIST 100 endeksi ve MSCI GOÜ (gelişmekte olan ülkeler) endeksinin 2007'den bu yana hesaplanan tahmini F/K oranlarını görebilirsiniz. 2014'e kadar MSCI GOÜ ile hemen hemen aynı çarpanlarda işlem gören BIST 100 endeksinin sonrasındaki dönemde uzun süre boyunca negatif ayrıştığını grafikte görebilirsiniz. Mevcut durumda, **BIST'in F/K bazında iskonto oranı %51** (ikinci grafik). Bu oran, incelenen periyot için hesaplanan ortalama iskonto oranı olan %35'e göre yüksek, ancak son bir yıl ortalaması olan %63'e göre kısmi bir iyileşme göstermiş durumda.

"[2025 2. Yarı Görünüm](#)" raporumuzda, PPK'dan faiz indirimleri ile büyümenin desteklenmesinin TL varlıkların direncini artırarak ülke varlıklarına ilişkin risk algısında ve iskonto oranlarında iyileşme getirebileceği beklentimizi paylaşmıştık. Aradan geçen altı aylık dönemde beklediğimiz iyileşme gerçekleşti, ancak sınırlı kaldı. Türk şirketlerinin normalleşen bir ekonomi ve risk görünümü altında daha yüksek çarpanlar ve daha düşük iskontolarla işlem görmesini, bu durumun da BIST 100 endeksinin desteklenmesini bekleriz. Bu konuda, ekonomi dışı iç ve dış siyasi gelişmelerin seyri belirleyici olacaktır. 2026 yılının en azından ilk yarısında siyasi risk algısına odaklı fiyatlamanın devam etmesini, ancak TL varlıklar üzerindeki baskısının 2025'e göre daha sınırlı kalmasını bekliyoruz. Grafiklerde görülen negatif ayrışma ve yüksek iskontonun kademeli olarak normalize olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

XU100 Endeksi ve MSCI GOÜ Endeksi Tahmini F/K oranları



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



Araştırma Kapsamındaki Sektör ve Şirketler

Bankalar

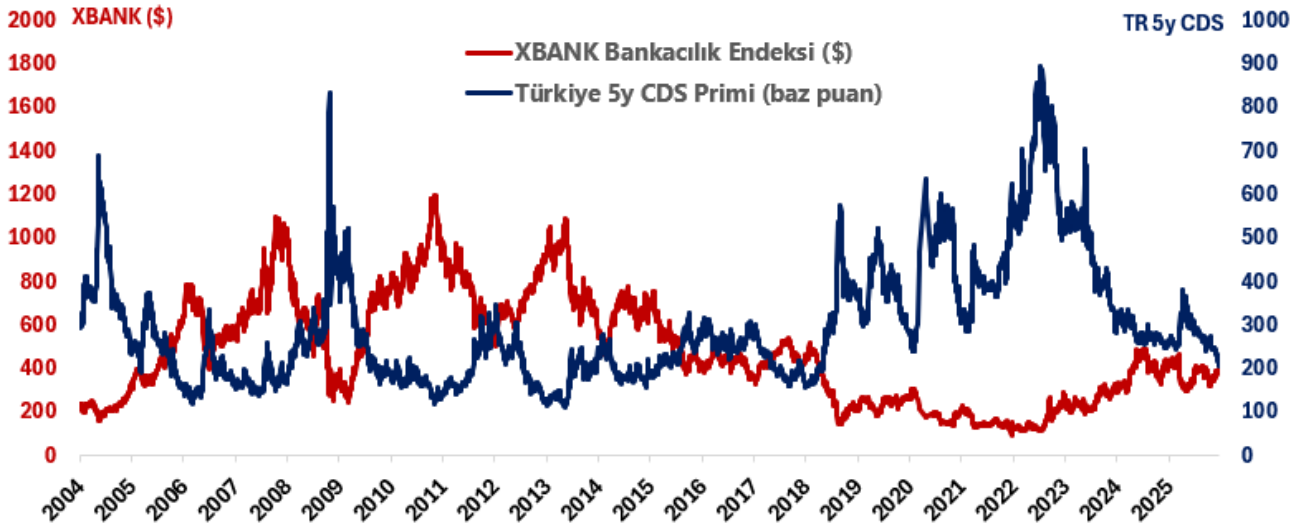
2026'da PPK'dan faiz indirimleri, CDS'lerdeki gerileme, TL'de reel değerlenme ve bankaların özkaynak, aktif büyüklüğü vb. kalemlerinde yıllık bazda enflasyon üzeri büyümenin devamını bekliyoruz. Kaynak maliyetlerinde iyileşme banka finansallarını desteklerken hem bu durum hem de büyümenin sürmesi Borsa İstanbul'da işlem gören bankaların değerlemelerini (hedef fiyatlarını) desteklemeyi sürdürecektir. Ekim ayından bu yana BIST 100 göreceli olarak %16 pozitif ayrıışan XBANK Bankacılık endeksi 2026'da görece geride kalabilir. Ancak, değerlendirme olarak ucuz bulduğumuz bankaların ortalama potansiyel getirisi halen cazip görünüyor.

2026'da PPK'dan faiz indirimlerinin ve Türkiye'nin risk primindeki gerilemenin bankaları desteklemeye devam edeceğini, marjlarda toparlanmanın ise yıl genelinde süreceğini düşünüyoruz. Bankaların özkaynak büyüme oranları ve değerlendirme çarpanları üzerinden yaptığımız tahminlere göre, XBANK Bankacılık Endeksi için 12 aylık 20.560 hedef endeks değeri hesaplıyoruz. Bu oran, mevcut endeks değerine göre yaklaşık %22 potansiyele işaret etmektedir. **ISCTR, GARAN, ALBRK ve TSKB'nin** gelecek 12 aylık dönemde XBANK Bankacılık Endeksi'nin üzerinde performans sergilemesini bekliyoruz.

Banka	*Son F.	Hedef F.	Potansiyel (%)	Öneri
AKBNK	69.75	82.50	18%	TUT
ISCTR	13.67	18.80	38%	AL
YKBNK	35.74	42.90	20%	TUT
GARAN	140.90	197.60	40%	AL
VAKBN	29.68	36.10	22%	TUT
TSKB	12.71	19.60	54%	AL
HALKB	37.00	34.30	-7%	TUT
ALBRK	7.92	11.70	48%	AL
SKBNK	7.78	9.30	20%	TUT

*Son Fiyat Tarihi: 25/12/2025

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 yılında 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 2025'te 410 - 420 dolar bandına yöneleceğini düşünüyoruz.



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım Araştırma

Holdingleler

Güncel Net Aktif Değer (NAD) hesaplamalarımıza göre Koç Holding %38, Sabancı Holding %55, Doğan Holding %49 ve Alarko Holding %46 NAD iskontosuyla işlem görmektedir. 2025 boyunca düşük risk iştahı ve sınırlı yabancı ilgisi holding iskontolarının tarihsel ortalamaların üzerinde kalmasına neden olurken, 2026'ya girerken dezenflasyon eğiliminin sürmesi ve faiz indirim döngüsünün devamı ile birlikte daha destekleyici bir fiyatlama zemini oluşmasını bekliyoruz.

2026 perspektifimizde holdingleri cazip bir fırsat seti olarak değerlendiriyoruz. Beklentimiz; risk iştahında toparlanma, yabancı yatırımcı ilgisinin güçlenmesi ve finansman koşullarındaki kademeli iyileşme ile birlikte NAD iskontolarının kademeli daralması yönünde.

Araştırma kapsamı tarafında, **Doğan Holding** halihazırda kapsamımızda yer alırken 12 aylık hedef fiyatımızı 27,45 TL'ye yükseltiyor ve "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Bu raporla birlikte **Koç Holding**'i 294,00 TL, **Sabancı Holding**'i 162,00 TL ve **Alarko Holding**'i 155,00 TL hedef fiyatlarla araştırma kapsamımıza dahil ediyor; tümü için "AL" tavsiyesi veriyoruz. Ayrıca Sabancı Holding'i model portföyümüze ekliyoruz.

Enerji

Türkiye enerji sektöründe 2025 yılı boyunca elektrik talebindeki artış, kurulu güçte devam eden genişleme ve yenilenebilir kaynakların payındaki yükseliş öne çıktı. Kurulu güç tarafında özellikle güneş ve rüzgar yatırımlarının sürükleyici olduğu bir yapı izlenirken, yenilenebilir kaynakların toplam kurulu güç içindeki payının %60'ın üzerine çıkması, enerji dönüşümünün hızlandığını net şekilde ortaya koyuyor.

Üretim tarafında hidroelektrik santrallerinin payı yıl içinde gerilerken, rüzgar ve güneş santrallerinin üretime katkısının belirgin şekilde arttığını görüyoruz. Yenilenebilir üretimdeki bu artış, hem arz güvenliği hem de karbon yoğunluğunun azaltılması açısından destekleyici bir unsur olarak öne çıkıyor. Elektrik fiyatları tarafında ise piyasa takas fiyatlarının yılın son çeyreğinde dalgalı ancak tarihsel ortalamaların üzerinde seyrettiğini, bu durumun üreticiler açısından gelir görünürlüğünü desteklediğini düşünüyoruz.

2025'in ikinci yarısından itibaren başta orta distilat olmak üzere rafineri ürün marjlarında belirgin bir güçlenme izledik. Jeopolitik gelişmeler, bakım duruşları ve dönemsel arz kısıtları Avrupa'da stokların düşük seyretmesine neden olurken; dizel, jet yakıtı ve benzin crack marjları yıl içinde güçlü bir performans sergiledi. Bu çerçevede **Tüpraş**, 3Ç25 sonrası net rafineri marjı beklentisini 6,0 – 6,5 USD/v aralığına yükseltmiş; 4Ç25'te de marjların görece güçlü seyrini koruduğu bir görünüm oluşmuştur.

2026 strateji perspektifimizde ana katalistler; marjların dirençli seyri, güçlü nakit yaratımının korunması ve buna bağlı olarak temettü kapasitesinin devamı olacaktır. Bu ortamda rafineri kompleksitesi, ürün esnekliği, yüksek kapasite kullanımı ve lojistik avantajlar daha belirleyici hale gelmektedir. Tüpraş'ın yüksek kompleksiteye sahip rafineri yapısı ve esnek ürün optimizasyonu, normalleşme döneminde dahi kârlılık dayanıklılığını destekleyen temel unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Aşağı yönlü riskler tarafında ise yeni kapasite devreye girişlerinin hızlanması, küresel talepte zayıflama ve crack marjlarında beklenenden hızlı normalleşme öne çıkmaktadır. Orta – uzun vadede karbon regülasyonları ve enerji dönüşümü yatırımlarının yaratabileceği ilave sermaye ihtiyacı da yakından takip edilmelidir.

Yenilenebilir enerji özelinde bakıldığında, YEKA ihaleleri ve açıklanan orta vadeli hedefler yatırım iştahının 2026 yılında da güçlü kalmasını sağlayacak. Güneş ve rüzgar kurulu gücünün artışına yönelik düzenli ihale takvimi, sektör oyuncularını için öngörülebilirlik sunarken, finansman ve şebeke yatırımları önümüzdeki dönemin kritik başlıkları arasında yer alıyor. Küresel ölçekte artan elektrik talebi, elektrifikasyon süreci ve enerji verimliliğine yönelik yatırımlar, yenilenebilir enerjinin yapısal büyümesini desteklemeyi sürdürecektir.

Otomotiv

Otomotiv sektöründe 2025 yılı, yüksek faiz ortamı ve kredi koşullarındaki sıkılaşmaya rağmen iç talebin beklenenden daha dirençli seyrettiği bir yıl oldu. ODMD verilerine göre, Kasım ayında otomobil ve hafif ticari araç pazarı 132 bin 984 adetlik satışla tarihsel Kasım rekorunu kırarken, Ocak–Kasım döneminde toplam pazar 1 milyon 176 bin adede ulaştı. Bu görünüm, yıl sonu itibarıyla toplam pazarın 1,2 milyon adet seviyesine oldukça yakın bir kapanış yapacağına işaret ediyor. Yılın ikinci yarısında ivmenin korunması, otomotiv sektörünün 2025'i sert bir daralma yerine yüksek baz üzerinde dengelenerek kapattığını gösteriyor.

İç pazar tarafında otomobil satışlarındaki çift haneli artış sürerken, hafif ticari araç pazarında daha sınırlı ancak sürdürülebilir bir büyüme izlendi. Talep kompozisyonunda bireysel müşterilerden ziyade kurumsal, filo ve ticari talebin belirleyici olmaya devam etmesi, sektör performansını destekleyen ana unsurlar arasında yer aldı. On yıllık ortalamalara kıyasla halen yüksek seviyelerde bulunan pazar hacmi, 2025 genelinde otomotiv talebinin sanılandan daha dayanıklı bir yapı sergilediğini ortaya koyuyor.

Üretim ve ihracat tarafında ise adet bazlı ayrışma dikkat çekiyor. Ocak–Kasım döneminde toplam üretim artış gösterirken, otomobil üretiminin sınırlı gerilemesi; toplam ihracatın artmasına karşın otomobil ihracatındaki düşüş, ticari araç segmentinin sektör içindeki ağırlığının arttığına işaret ediyor. Bu tablo, Türkiye otomotiv sektörünün Avrupa pazarına entegre üretim yapısını koruduğunu ve ticari araç ihracatının dengeleyici rolünün sürdüğünü gösteriyor.

Şirket bazında bakıldığında, ihracat tarafında sektör ortalamasından pozitif ayrışan oyuncuların başında **Ford Otosan** geliyor. Kasım ayında ihracat adetlerini yıllık bazda %12 artıran şirket, yılın ilk 11 ayında 363 bin adetlik ihracat performansına ulaştı. Bu seviye, şirketin 2025 yıl sonu beklentileriyle uyumlu bir görünüm sunarken, ticari araç ağırlıklı ürün gamı ve Avrupa pazarındaki güçlü konumlanma **Ford Otosan'ın** sektör içinde daha öngörülebilir ve defansif bir yapı sergilemesini sağlıyor.

Doğuş Otomotiv tarafında ise iç pazar momentumunun korunması ve marka karmasının görece yüksek marjlı modeller lehine seyri öne çıkıyor. Faiz ve kredi koşullarındaki gelişmeler iç talebin seyrinde belirleyici olmaya devam edecek olsa da, **Doğuş Otomotiv'in** güçlü bayi ağı ve fiyatlama esnekliği, dalgalı talep ortamında dengeleyici unsurlar olarak değerlendirilebilir.

Araştırma kapsamımızda olmamakla birlikte, **Tofaş'ı Stellantis** hikayesi çerçevesinde yakından izlemeye devam ediyoruz. 2025 yılında ihracat tarafında aylık bazda dönemsel olarak güçlü performanslar öne çıkarken, yıl geneli itibarıyla görünümün beklentilerle uyumlu seyrettiğini değerlendiriyoruz. 2026 döneminde ise Stellantis portföyünün üretim ve ihracata kademeli katkısının artmasıyla birlikte, **Tofaş** hikayesinin daha çok orta vadeli ve yapısal bir büyüme temasına evrilmesini bekliyoruz.

2026 yılına girerken otomotiv sektöründe ana temanın hızlı hacim artışından ziyade dengelenme ve seçici büyüme olacağını düşünüyoruz. Olası faiz indirimleri ve kredi koşullarındaki kademeli iyileşme iç talebi destekleyebilir, ancak bu etkinin önceki yıllara kıyasla daha sınırlı ve segment bazlı olması muhtemel. Bu çerçevede kurumsal, filo ve ticari talebin sektör içindeki ağırlığını korumasını, bireysel talep tarafında ise daha seçici bir toparlanma görülmesini bekliyoruz.

Elektrikli ve hibrit araçlar, 2026'da da sektörün yapısal dönüşümünün merkezinde yer almaya devam edecek. ÖTV yapısı, yeni model lansmanları ve Avrupa regülasyonları, bu segmentteki penetrasyon artışını destekleyen ana unsurlar olarak öne çıkıyor. Elektrikli araç payındaki artışın, hem iç pazarda hem de ihracatta daha yüksek katma değerli ürünlerin payını artırarak sektörün karlılık dinamiklerine olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz.

Genel çerçevede 2026 yılı otomotiv sektörü için, iç pazarda yüksek baz üzerinde dengelenmenin sürdüğü, ihracatta Avrupa odaklı seçici büyümenin öne çıktığı bir görünüm öngörüyoruz. Bu ortamda, ihracat pazarlarının seyri, ürün karması ve operasyonel esneklik sektörün genel performansını belirleyen ana unsurlar olmaya devam edecektir.

Havacılık

Araştırma kapsamımızda yer alan **Türk Hava Yolları**, 2025 yılı boyunca hem sefer sayısı hem de yolcu trafiği tarafında istikrarlı bir büyüme ortaya koydu. Yılın son çeyreğine girilirken sefer sayılarındaki artışın korunması ve yolcu trafiğindeki ivmenin hızlanması, geniş uçuş ağı ve güçlü dış hat talebinin katkısını net şekilde yansıtıyor. Yolcu gelirlerine ek olarak kargo operasyonlarının da hacim ve katkı açısından destekleyici olmaya devam ettiğini görüyoruz. Bu görünümün, 2026 yılında da gelir kompozisyonunu dengeleyici bir unsur olarak öne çıkmasını bekliyoruz.

Bu raporla birlikte araştırma kapsamına dahil ettiğimiz **Pegasus**, 2025 yılında özellikle dış hat odaklı büyümesiyle ayrıştı. Yolcu sayısındaki güçlü artış, doluluk oranlarında gözlenen belirgin iyileşme ve kapasite artışının talep ile uyumlu ilerlemesi, şirketin operasyonel verimliliğini destekleyen temel unsurlar olarak öne çıkıyor. Doluluk oranlarının yüksek seviyelerde korunması ve arz edilen koltuk kilometredeki artış, Pegasus'un büyümesini talep tarafından desteklenen bir kapasite genişlemesiyle sürdürdüğünü ortaya koyuyor.

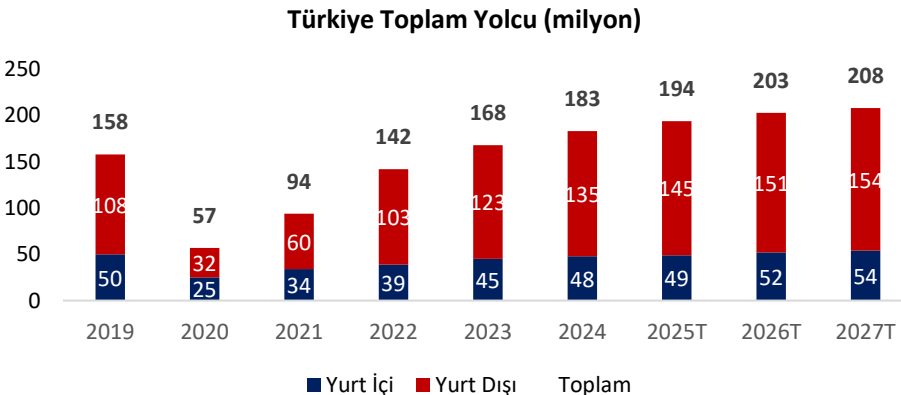
TAV Havalimanları tarafında ise yolcu trafiğinde daha dengeli ancak sürdürülebilir bir büyüme eğiliminin korunduğunu görüyoruz. Hem iç hem de dış hat yolcu sayılarındaki artış, şirketin portföyündeki havalimanlarının farklı coğrafyalardan gelen talep ile desteklendiğini ortaya koyuyor. Yılın ilk on bir ayında ulaşılan yolcu hacmi, TAVHL tarafında 2025 boyunca operasyonel aktivitenin güçlü seyrettiğini gösteriyor.

2026 yılına girerken havacılık sektöründe ana temanın, güçlü hacim seviyeleri üzerinde dengeli bir büyüme patikasının sürdürülmesi olacağını düşünüyoruz. Turizm talebinin korunması, uluslararası seyahat eğilimlerinin güçlü seyri ve hava yolu şirketlerinin kapasite planlamalarında daha disiplinli bir yaklaşım benimsemesi, yolcu trafiğindeki artışın sürdürülebilirliğini destekleyen başlıca unsurlar olarak öne çıkıyor.

İç hatlarda ekonomik koşullar ve fiyat hassasiyeti talep üzerinde belirleyici olmaya devam ederken, dış hatlarda Türkiye'nin turizm destinasyonu olarak cazibesinin korunmasını ana destek unsuru olarak görüyoruz. Jeopolitik risklerde belirgin bir bozulma yaşanmaması ve küresel talep koşullarının mevcut seviyelerde seyretmesi halinde, yolcu trafiğindeki artışın 2026 yılında da devam etmesini bekliyoruz.

Genel çerçevede 2026 yılı havacılık sektörü için, yüksek baz üzerinde dengeli bir büyümenin sürdüğü, dış hat ve uluslararası trafiğin ana sürükleyici olmaya devam ettiği bir yıl öngörüyoruz. Bu ortamda kapasite yönetimi, doluluk oranları ve birim gelir performansının sektörün finansal sonuçları üzerinde belirleyici olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Tablo: Türkiye Pazar Gelişimi



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

Telekomünikasyon

Telekom sektöründe yapısal denge ve rasyonel rekabet öne çıkıyor... Türkiye telekomünikasyon sektörü, yüksek giriş engelleri, yoğun regülasyon ve oligopol yapısıyla küresel muadillerinden ayrılmaktadır. Mobil ve sabit segmentlerde uzun süredir görece rasyonel bir rekabet ortamı hakim olurken, bu yapı fiyat savaşlarını sınırlamakta; ölçek, altyapı kalitesi ve yatırım gücünü rekabetin ana belirleyicileri haline getirmektedir. Yüksek enflasyon ortamı, artan veri kullanımı ve tarife güncellemeleri gelirleri nominal olarak desteklerken, yüksek yatırım ihtiyacı ve kur etkisi serbest nakit akımı yönetimini kritik kılmaktadır.

5G ihalesiyle birlikte sektörün yatırım ve rekabet çerçevesi netleşiyor... Türkiye’de uzun süredir beklenen 5G ihalesinin tamamlanması, belirsizlikleri azaltarak operatörlerin orta vadeli stratejilerini daha net kurgulamasına olanak sağlamıştır. İhale sonucunda spektrum dağılımının belirlenmesi, özellikle Turkcell’in yüksek bant genişliğiyle frekans tarafındaki liderliğini güçlendirmesine ve mobil pazarda kalite-kapasite avantajı elde etmesine yol açmıştır. 5G yatırımlarının kademeli şekilde devreye alınacak olması ise kısa vadede CAPEX baskısını sınırlarken, yatırım geri dönüşlerinin daha sağlıklı yönetilmesini mümkün kılmaktadır.

Mobil pazarda rekabet dengeleri Türk Telekom lehine yeniden şekilleniyor... BTK verileri, Türkiye mobil pazarında rekabet dinamiklerinin son yıllarda belirgin biçimde değiştiğine işaret etmektedir. Turkcell liderliğini korurken, Türk Telekom’un mobil tarafta istikrarlı pazar payı kazanımı sağladığı görülmektedir. Türk Telekom’un agresif olmayan fiyatlama, sabit-mobil yakınsama avantajı ve geniş müşteri tabanına dayalı çapraz satış kabiliyeti, şirketi mobil pazarda ikinci oyunculuğa yaklaştırmaktadır.

5G sonrası dönemde Turkcell ve Türk Telekom farklı güçlü alanlarla öne çıkıyor... Turkcell, güçlü spektrum portföyü, yüksek ARPU seviyesi ve fintech, veri merkezi, bulut ve kurumsal çözümler gibi dijital servislerdeki ölçeklenebilir yapısıyla 5G sonrası dönemin avantajlı oyuncularından biri konumundadır. Türk Telekom ise sahip olduğu yaygın fiber altyapı sayesinde 5G ekosisteminin kritik bir tamamlayıcısı olarak öne çıkmakta; sabit altyapı liderliği ile mobil taraftaki büyümesini birleştirerek entegre telekom oyuncusu kimliğini güçlendirmektedir.

2026 perspektifinde seçici büyüme ve verimlilik odaklı bir dönem bekleniyor... Önümüzdeki dönemde Türkiye telekom sektöründe abone bazlı büyümeden ziyade ARPU artışı, veri tüketimi ve dijital servis gelirleri ön planda olacaktır. 5G yatırımlarının ilk yıllarda sınırlı katkı sağlaması, orta vadede ise daha yüksek katma değerli kullanım alanlarıyla destekleyici rol üstlenmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, ölçek, altyapı ve finansal disipline sahip olan Turkcell ve Türk Telekom’un 2026’ya doğru sektör ortalamasının üzerinde bir operasyonel performans sergilemesi muhtemel görünmektedir.

Savunma

Savunma ve havacılık sanayii, 2025 yılında küresel jeopolitik risklerin yüksek seyrettiği bir ortamda hem talep hem de ihracat tarafında tarihi bir büyüme döneminden geçti. Artan savunma bütçeleri, bölgesel güvenlik kaygıları ve teknolojik dönüşümle birlikte sektör, yılın geneline yayılan güçlü bir ivme yakaladı. Ocak-Kasım döneminde savunma ve havacılık ihracatının yıllık bazda %30 artışla 7,4 milyar ABD dolarına ulaşması, sektörün yalnızca iç pazarla sınırlı kalmadığını, küresel ölçekte rekabet gücünü belirgin şekilde artırdığını ortaya koyuyor. Bu gerçekleşme, savunma sanayii açısından yıl sonu itibarıyla tarihsel bir ihracat seviyesine ulaşıldığını gösteriyor.

Türkiye savunma sanayiinde son yıllarda öne çıkan yerli üretim kapasitesi, yüksek teknolojili ürün portföyü ve ihracat odaklı büyüme stratejisi, 2025 boyunca somut sonuçlar üretmeye devam etti. Elektronik harp, radar, haberleşme sistemleri, hava savunma çözümleri ve platform üstü entegrasyon kabiliyetleri, Türkiye'nin savunma sanayi ihracatında katma değeri yüksek ürünlerin payını artıran ana unsurlar olarak öne çıktı. Bu yapı, sektörün yalnızca hacim bazlı değil, nitelik bazlı bir büyüme patikasında ilerlediğini gösteriyor.

Araştırma kapsamımızda yer alan **ASELSAN**, güçlü sektör görünümünün somut yansımalarını en net gördüğümüz şirket konumunda bulunuyor. Şirketin 2025 yılının ilk dokuz ayı itibarıyla bakiye siparişleri 17,9 milyar ABD doları seviyesine ulaşarak tarihsel zirveyi görürken, yılın kalan döneminde devam eden yeni sözleşme alımlarıyla bu güçlü sipariş görünümünün daha da arttığını görüyoruz. Genişleyen sipariş portföyü, artan ihracat ağırlığı ve uzun vadeli sözleşmeler, **ASELSAN**'ın operasyonel ölçeğini ve gelir görünürlüğünü destekleyen ana unsurlar olmaya devam ediyor.

2026 yılına girerken savunma sektöründe ana temanın, güçlü sipariş birikimi ve ihracat odaklı büyümenin devamı olacağını düşünüyoruz. Küresel savunma harcamalarındaki artış eğiliminin sürmesi, NATO ve Avrupa merkezli güvenlik politikalarının yeniden şekillenmesi ve Orta Doğu kaynaklı risklerin canlı kalması, savunma sanayiine yönelik talebi desteklemeye devam edebilir. Bu ortamda Türkiye'nin son yıllarda geliştirdiği yerli ve milli savunma çözümlerinin uluslararası pazarlardaki görünürlüğünün artmasını bekliyoruz.

ASELSAN özelinde bakıldığında, yüksek bakiye sipariş seviyesi, devam eden Ar-Ge yatırımları ve ihracat ağırlıklı sözleşmelerin katkısıyla 2026 yılında da gelir görünümünün güçlü kalacağını öngörüyoruz. Ürün portföyünün teknoloji yoğun yapısı ve farklı platformlara entegre edilebilen çözümler sunması, şirketin küresel rekabet gücünü destekleyen ana faktörler arasında yer alıyor. Döviz bazlı gelir yapısının artan payı da finansal sonuçlar açısından dengeleyici bir unsur olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Perakende

2025, yüksek faiz ve zayıflayan alım gücü nedeniyle talebin belirgin şekilde normalleştiği; rekabet ve kampanya yoğunluğunun arttığı bir yıl olurken, sektör içi ayrışmayı fiyatlama gücünden çok stok disiplini, mağaza verimliliği ve gider kontrolü belirledi.

2026'ya girerken beklentimiz; parasal gevşeme döngüsüyle birlikte tüketici güveninde kademeli toparlanma ve dezenflasyonun etkisiyle büyüme dinamiğinin özellikle gıdada fiyat etkisinden hacim / trafiğe doğru evrilmesi yönünde; bununla birlikte toparlanmanın hızı ve promosyon rekabetinin seyri marjlar açısından temel belirsizlik olmaya devam ediyor. Asgari ücret artışının %27 ile netleşmesi talep tarafına sınırlı destek sağlarken, maliyet tarafında belirleyici unsur verimlilik kazanımları ve operasyonel disiplin olacak.

Bu görünüm çerçevesinde, kapsamdaki şirketlerimizde **Mavi** için hedef fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi koruyor; hisseyi model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. **Teknosa**'da hedef fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi korumakla birlikte, hisseyi model portföyümüzden çıkarıyoruz. **Koton**'da hedef fiyat ve "AL" tavsiyemiz korunuyor. **Suwen**'de hedef fiyatımızı 16 TL'ye revize ederken "AL" tavsiyemizi koruyoruz. **Desa**'da hedef fiyatımızı korurken "TUT" tavsiyemizi sürdürüyoruz. **Migros** ve **BİM** tarafında ise hedef fiyatlarımızda değişikliğe gitmiyoruz.

Beyaz Eşya

2025 yılı boyunca devam eden baskılı seyrin ardından, 2026 yılına girerken beyaz eşya sektöründe daha dengeli ve kademeli bir toparlanma bekliyoruz. Küresel ölçekte büyümenin sınırlı seyri, yüksek faiz ortamının talep üzerindeki gecikmeli etkileri ve tüketici harcamalarındaki temkinli görünüm, sektör üzerinde baskı unsuru olmaya devam etmiştir. Bununla birlikte, 2026 yılı itibarıyla para politikasında normalleşme sürecinin daha belirgin hale gelmesi, enflasyondaki gerileme eğilimi ve maliyet baskılarının azalmasıyla birlikte sektörün kademeli bir iyileşme sürecine girmesini bekliyoruz. Özellikle tüketici güvenindeki toparlanma ve ertelenmiş talebin devreye girmesi, iç ve dış pazarlarda satış hacimlerini destekleyebileceğini düşünüyoruz.

2026 yılında iç pazar tarafında, 2024–2025 döneminde gözlenen talep daralmasının ardından daha istikrarlı beklenen seyrir... Yüksek faiz ortamının etkilerinin azalması ve hane halkı alım gücünde kademeli toparlanma, dayanıklı tüketim harcamaları açısından destekleyici olabilir. Bununla birlikte, talep tarafında hızlı bir ivmelenmeden ziyade kontrollü ve zamana yayılan bir toparlanma bekliyoruz. İç pazarda kampanya ve fiyatlama stratejilerinin satış hacimleri üzerindeki etkisi önemini korurken, tüketicilerin fiyat duyarlılığının 2026 yılında da belirleyici olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Yılın ilk 9 ayında 6 ana ürün grubunda geçen yıla kıyasla iç satışlarda %6 oranında düşüş kaydedildi. İhracatta ise 3 yıldır görülen gerileme trendi devam ederken bir önceki yıla kıyasla %8 oranında daralma meydana geldi. Yılın kalan aylarında iç satışlarda bir miktar toparlanmanın olmasını ihracat tarafının ise sabit kalmasını bekliyoruz. 2026 yılında faiz ortamının terk edilmeye başlaması ve dezenflasyonist sürecin hızlanması ile beyaz eşya sektöründe görünümün iyileşmesini ve şirketlerin marjlarına olumlu etki yaratmasını bekliyoruz.

2026 yılında, Türk beyaz eşya sektöründeki firmaların Avrupa pazarında sahip olduğu stratejik konum avantajı, bölgeye yakınlıkları ve güçlü marka tanınırlıkları, ihracatta yeni fırsatların ortaya çıkmasına zemin hazırlayacağını düşünüyoruz. Ek olarak, şirket bazlı bakıldığında **ARCLK** için büyüme görünümünü destekleyen unsurlar arasında Avrupa pazarındaki toparlanma süreci ile daha öngörülebilir bir maliyet yapısına geçiş dikkat çekmektedir. Öte yandan gelirinin yaklaşık %70'ini ihracattan elde eden **VESBE** için, Avrupa pazarlarında finansal koşullardaki olası gevşemenin beyaz eşya talebi üzerinde orta vadede destekleyici olabileceğini, mobilite sektörüne yönelik stratejik adımların ise potansiyel katkı alanları arasında yer aldığını değerlendiriyoruz.

Alarko Holding

Alarko Holding'i, tarım başta olmak üzere yeni büyüme alanlarına yoğunlaşarak portföyünü daha dengeli bir yapıya dönüştürme sürecinde olan; Net Aktif Değer (NAD) iskontosu belirgin ve dönüşüm hikayesinin 2026 itibarıyla daha görünür hale gelmesini beklediğimiz holdinglerden biri olarak değerlendiriyoruz. Bu çerçevede hisse için 12 aylık 155,00 TL hedef fiyat belirliyor ve "AL" tavsiyesi ile araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Güncel hesaplamalarımıza göre holding, NAD'ine kıyasla %46 iskonto ile işlem görmektedir.

Portföy kompozisyonunda Enerji segmenti NAD'in yaklaşık %75'ini oluşturarak holdingin finansal omurgası olmayı sürdürmektedir. Enerji iş kolunun yarattığı nakit akışı, yeni yatırımların finansmanında kritik rol oynamaktadır. 2026 görünümünde, makro normalleşmeye paralel olarak finansman maliyetlerindeki gevşemenin ve finansman kaynaklı baskıların kademeli azalmasının net karlılık tarafını desteklemesini bekliyoruz. Bu çerçevede enerji tarafında nakit akışının korunması, dönüşüm yatırımlarının sürdürülebilir biçimde finanse edilebilmesi açısından ana dayanak olmaya devam etmektedir.

Büyüme tarafında ise tarım yatırımlarının 2026'da daha belirgin bir görünürlük kazanmasını bekliyoruz. Jeotermal destekli modern seracılık, geleneksel tarıma kıyasla daha teknoloji yoğun ve ölçeklenebilir bir modele işaret etmekte; kapasite artışları ve operasyonel olgunlaşma ile birlikte bu segmentin katkısının 2026'dan itibaren daha net hissedilmesi olası görünmektedir. Buna ek olarak turizm gibi döviz bazlı gelir yaratma potansiyeli taşıyan alanların, gelir çeşitliliğini artırarak enerji döngüsüne bağımlılığı azaltmasını olumlu değerlendiriyoruz. Yatırım fazı nedeniyle kısa vadede marjlar üzerinde sınırlı baskı mümkün olsa da, tarım tarafında ölçeklenmenin hızlanmasıyla birlikte holdingin risk - getiri algısının zaman içinde daha olumlu bir zemine taşınabileceğini düşünüyoruz.

Değerleme tarafında NAD çalışmamızda; Alsim ve Alarko Tarım'ı ağırlıklı olarak defter değeri üzerinden, ALGYO'yu piyasa değeri ile, gayrimenkul portföyünü ise ekspertiz değerlemesi bazında ele alıyoruz. Enerji tarafında Karabiga'yı 4,5x FD/FAVÖK, Meram'ı 5,0x FD/FAVÖK ile, Karakuz ve Gönen'i benzer şirket çarpanlarıyla değerlendiriyoruz. Diğer varlıklarda ALCAR'ı 0,75x FD/Satışlar, ATTAŞ'ı 9,0x FD/FAVÖK yaklaşımıyla modelliyoruz. Risk tarafında ise elektrik fiyatları ve regülasyonlar, tarım yatırımlarında devreye alma / ölçeklenme takvimi, yatırım harcamalarının beklenenden uzun sürmesi ve makro normalleşmenin gecikmesi halinde finansman tarafında beklenen rahatlamının ötelenmesi yakından izlenmesi gereken başlıklardır.

ALARK

AL

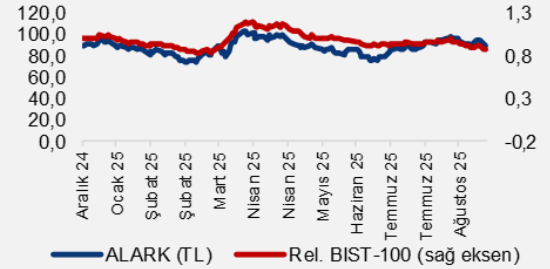
Hedef fiyat	TL 155
Getiri potansiyeli	%47

Pay bilgileri

Pay Kodu	ALARK TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	105,30
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	73,7 / 106,6
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	45.806 - 1.071
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	435 - 37%
Yabancı Takas Oranı	9%
Pazar	Yıldız
Sektör	Holdingler

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	22,3	15,5	11,8

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	12%	24%	18%
USD	11%	20%	-3%
BIST -100'e göre performans	7%	24%	2%



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				
Alsim	Defter Değeri	4.400	100%	4.400	5%	5.676	5.676	5%
Gayrimenkul				8.743				
ALGYO	Piyasa Değeri	8.810	51%	4.493	5%	11.365	5.796	5%
Real Estate Portfolio	Ekspertiz Değeri	4.250	100%	4.250	5%	5.483	5.483	5%
Enerji								
ALCEN				65.895				
Karabiga PP	4,5x FD/FAVÖK	45.131	50%	22.565	26%	58.218	29.109	26%
Meram	5,0x FD/FAVÖK	83.710	50%	41.855	49%	107.986	53.993	48%
ALTEK								
Karakuz HEP	Benzer şirket çarpanları	1.288	100%	1.288	2%	1.662	1.662	1%
Gonen HEP	Benzer şirket çarpanları	186	100%	186	0%	240	240	0%
Sanayi				1.179				
ALCAR	0,75x EV/Satışlar	2.741	43%	1.179	1%	3.536	1.520	1%
Turizm				4.707				
ATTAS	9,0x FD/FAVÖK	4.707	100%	4.707	6%	6.072	6.072	5%
Tarım				7.000				
Alarko Tarım	Defter Değeri	7.000	100%	7.000	8%	9.030	9.030	8%
				Cari NAD		Hedef NAD		
Halka Açık				4.493		5.796		
Halka Açık Olmayan				87.430		112.785		
Net Aktif Değer (NAD)				85.434		112.092		
Piyasa Değeri				45.806		45.806		
İskonto / Prim				-46%		-59%		
Uygulanan İskonto						-40%		
Hedef Piyasa Değeri						67.255		
Number of shares						435		
12A Hedef Fiyat						155		
Hisse Fiyatı						105,3		
Potansiyel						47%		

Arçelik

Arçelik için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 170 TL'den 153 TL'ye revize ediyor ve hisse için TUT tavsiyemizi sürdürmeye devam ediyoruz. Hedef fiyat revizyonumuz; zayıf seyreden talep görünümü ve marj toparlanmasının beklenenden daha kademeli gerçekleşeceğine yönelik varsayımlarımızdan kaynaklanmaktadır. Şirketin küresel operasyonlarını genişletmeye yönelik stratejik adımları, ölçek ekonomilerinin orta vadede daha belirgin hale gelmesi ve operasyonel verimlilik odaklı yeniden yapılandırma süreci, mevcut değerlendirme seviyelerinde hisseye ilişkin risk/getiri dengesini desteklemektedir. 2026T dönemi tahminlerimizde şirket, 89,7x F/K ve 4,9x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

2026 yılına girerken beyaz eşya sektörü açısından daha dengeli bir görünüm öne çıkıyor... Şirketin faaliyet gösterdiği beyaz eşya sektörüne ilişkin küresel ve yerel dinamiklerin, 2026 yılına girerken daha dengeli bir görünüm sunduğunu düşünüyoruz. Finansal koşullardaki sıkılığın azalması ve borçlanma maliyetlerinin kademeli olarak gerilemesi, son iki yılda talep tarafında yaşanan zayıflığın normalleşmesine katkı sağlayabilecek unsurlar arasında yer almaktadır. Yurt içinde ise piyasa oynaklığının azalması ve sermaye piyasalarına yönelik algının iyileşmesi, sektör şirketleri açısından daha öngörülebilir bir faaliyet ortamı yaratmaktadır. Bu çerçevede, Arçelik için mevcut değerlendirme seviyelerinin toparlanma sürecine ilişkin beklentileri kısmen yansıttığını; operasyonel iyileşmenin daha belirgin hale gelmesi durumunda ise risk-getiri dengesinin daha elverişli bir yapıya evrilebileceğini düşünüyoruz.

Operasyonel baskıların azalmasıyla birlikte kârlılık tarafında toparlanma sinyalleri güçleniyor... 2026 yılı itibarıyla operasyonel karlılıkta kademeli bir toparlanma öngörüyoruz. Avrupa operasyonlarında devam eden yeniden yapılandırma adımları, maliyet disiplini ve ürün karmasında daha yüksek katma değerli segmentlerin payının artmasıyla birlikte FAVÖK marjında iyileşme bekliyoruz. Bu çerçevede, Arçelik'in 2026T döneminde yaklaşık %7,3 seviyesinde bir FAVÖK marjına ulaşabileceğini tahmin ediyoruz. Operasyonel baskıların azalması ve ölçek ekonomilerinin daha belirgin hale gelmesi, marj görünümünü destekleyen temel unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Orta ve uzun vadede Arçelik'in büyüme stratejisinin ana bileşenleri daha net hale geliyor... 2026 ve sonrasında Arçelik'in odak noktalarının; fiyatlama gücünün artırılması, ürün karmasında katma değerli segmentlerin payının yükseltilmesi ve dijitalleşme ile verimlilik yatırımlarının hız kazanması olmasını bekliyoruz. Küresel ayak izinin genişliği ve güçlü marka portföyü, şirketin talep dalgalanmalarına karşı görece daha dayanıklı bir performans sergilemesine katkı sağlayabilecek unsurlar arasında yer almaktadır. Bu faktörlerin, operasyonel karlılığın toparlanmasına ve nakit yaratım kapasitesinin güçlenmesine destek olacağını öngörüyoruz. **Riskler** tarafında ise küresel ekonomik toparlanmanın beklentilerin gerisinde kalması, ana pazarlarda talep canlanmasının gecikmesi ve yeniden yapılandırma sürecinden elde edilmesi beklenen kazanımların zamana yayılması öne çıkmaktadır.

ARCLK

TUT

Hedef fiyat TL 153
Getiri potansiyeli %41

Pay bilgileri

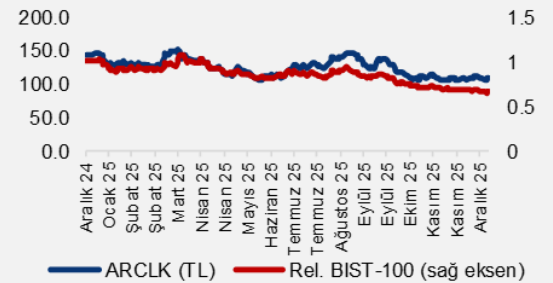
Pay Kodu	ARCLK TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	108.20
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	104 / 150
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	73113.8 - 1709.7
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	675.7 - 25%
Yabancı Takas Oranı	12.09%
Pazar	Yıldız
Sektör	Beyaz Eşya

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	7.0	9.2	8.1

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	2%	-18%	-24%
USD	1%	-21%	-37%
BIST-100'e göre performans	-2%	-18%	-34%

Tahminler (TL mn)	2024	2025T	2026T
Net satışlar	537,526	517,833	632,721
FAVÖK	27,967	30,004	46,467
Net kâr	2,119	-10,342	815

Değerleme	2024	2025T	2026T
F/K	34.5x	-	89.7x
F/DD	0.9x	1.1x	1.0x
FD/FAVOK	8.2x	7.6x	4.9x



Arçelik – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	63,738	70,112	77,123
Ticari alacaklar	116,558	131,293	130,011
Stoklar	89,962	99,425	110,512
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	159,458	155,627	171,190
Diğer duran varlıklar	69,150	75,356	82,892
Toplam varlıklar	498,866	545,405	578,134
	0	0	0
Kısa vadeli borçlanmalar	78,101	124,155	133,192
Ticari borçlar	128,427	124,406	152,730
Uzun vadeli borçlanmalar	95,046	78,493	96,362
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	113,040	154,136	125,650
Uzun vadeli yükümlülükler	414,614	481,191	507,934
Özkaynaklar	84,252	64,214	70,200
Ödenmiş sermaye	676	676	676
Diğer özkaynaklar	83,576	63,538	69,524
Toplam kaynaklar	498,866	545,405	578,134
	0	0	0
Net borç	109,409	132,537	152,431
Net işletme sermayesi	78,093	106,312	87,793
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%2.5	-%13.9	%1.2
Net kâr	%0.4	-%2.0	%0.1
Aktif devri	1.2x	1.0x	1.1x
Kaldıraç	5.2x	7.0x	8.4x
Aktif kârlılığı	%0.5	-%2.0	%0.1
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%35	%37	%40
Net borç/özsermaye	1.30	2.06	2.17
Net borç/FAVÖK	3.91	4.42	3.28
Hisse başına (TL)			
Net kâr	3.14	-15.31	1.21
Özkaynak	124.68	95.03	103.89
Temettü	1.84	0.00	0.00

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	537,526	517,833	632,721
Brüt kâr	148,135	147,992	179,497
Faaliyet giderleri	-140,926	-140,808	-160,720
Esas faaliyet kârı	7,209	7,184	18,777
FAVÖK	27,967	30,004	46,467
Net diğer gelir	1,725	1,562	1,782
Net finansman geliri	-11,838	-15,840	-18,848
Vergi öncesi kâr	-2,020	-7,280	1,456
Vergi gideri	-749	-4,680	-3,781
Net kâr	2,119	-10,342	815

Nakit akış tablosu	2024	2025T	2026T
FAVÖK	27,967	30,004	46,467
Vergi gideri	-749	-4,680	-641
Yatırımlar	-29,001	-14,421	-15,185
İşletme sermayesi değişimi	-30,136	28,219	-18,519
Serbest nakit akışı	28,354	-17,316	49,160

Büyüme ve marjlar	2024	2025T	2026T
Net satışlar	%32	-%4	%22
FAVÖK	-%13	%7	%55
Net kâr	-%90	-%588	-%108
Brüt marj	%27.6	%28.6	%28.4
Esas faaliyet kâr marjı	%1.3	%1.4	%3.0
FAVÖK marjı	%5.2	%5.8	%7.3
Net marj	%0.4	-%2.0	%0.1
Serbest nakit akışı marjı	%5.3	-%3.3	%7.8

Değerleme	2024	2025T	2026T
F/K	34.5x	-	89.7x
F/DD	0.9x	1.1x	1.0x
FD/FAVOK	8.2x	7.6x	4.9x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

ASELSAN

ASELSAN için güncellenen makro tahminlerimiz doğrultusunda 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 220 TL'den 240 TL'ye yükseltiyor, TUT tavsiyemizi koruyoruz. Savunma harcamalarındaki yapısal artış, ihracat ağırlıklı iş modeli ve tarihi zirveye ulaşan bakiye sipariş portföyü operasyonel görünümü güçlü tutmaya devam ederken, mevcut değerlendirme seviyelerinde yukarı yönlü potansiyelin daha kademeli bir görünüm sunduğunu düşünüyor, bu nedenle tavsiyemizi korumayı tercih ediyoruz. ASELSAN'ın uzun vadeli büyüme hikayesini, savunma sanayiindeki lider konumunu ve ihracat odaklı stratejisini beğenmeye devam ediyoruz.

Bakiye sipariş portföyü ve yeni sözleşmeler görünürlüğü yüksek bir gelir akışı sunuyor. Son dönemde hem yurt içi hem de yurt dışı pazarlarda imzalanan hava savunma, radar, elektronik harp, komuta kontrol ve deniz sistemleri projeleriyle birlikte ASELSAN'ın bakiye sipariş büyüklüğü tarihi zirve seviyelerini tazelemeyi sürdürüyor. İhracat sözleşmelerinin toplam siparişler içindeki payının artması, döviz bazlı gelir görünümünü desteklerken, teslimat takvimine yayılmış projeler önümüzdeki yıllara ilişkin ciro görünürlüğünü güçlendiriyor.

Küresel savunma harcamalarındaki artış ASELSAN için uzun vadeli büyüme zeminini güçlendiriyor. NATO'nun en büyük ikinci ordusuna sahip olan Türkiye'de savunma bütçesi son yıllarda hem nominal hem de reel olarak artış eğilimini sürdürürken, bu görünüm ASELSAN'ın sipariş akışını ve ihracat ivmesini destekleyen temel makro çerçeveyi oluşturuyor. Türkiye'nin savunma harcamalarının GSYH içindeki payının korunması ve orta vadede yukarı yönlü potansiyel barındırması, şirketin yerli projelerdeki ana yüklenici rolünü güçlendirmeye devam ediyor.

Operasyonel performans güçlü seyrini korurken karlılık tarafında ölçek etkisi öne çıkıyor. Yüksek katma değerli sistemlerin ciro içindeki payının artması, ürün karlılığındaki iyileşme ve etkin maliyet yönetimi FAVÖK marjlarını destekleyen ana unsurlar olmaya devam ediyor. Güçlü nakit yaratımı ve devam eden AR-GE yatırımları, ASELSAN'ın teknolojik yetkinliğini korurken rekabet gücünü orta ve uzun vadede artırıyor.

Tahminlerimizde 2026 dönemine ilişkin büyüme ivmesini bir miktar yukarı yönlü revize ediyoruz. Buna göre ASELSAN'ın 2025 yılını 175,3 milyar TL ciro ve 45 milyar TL FAVÖK ile tamamlamasını, 2026 yılında ise teslimat hacmindeki artış ve ihracat katkısıyla 244 milyar TL ciro, 62 milyar TL FAVÖK ve 40 milyar TL net kar üretmesini öngörüyoruz. Artan backlog, yüksek proje görünürlüğü ve savunma bütçelerindeki yapısal büyüme bu tahminlerin ana dayanaklarını oluşturuyor.

ASELSAN'ın uzun vadeli büyüme hikayesini, savunma sanayiindeki lider konumunu ve ihracat odaklı stratejisini beğenmeye devam ediyoruz. Ancak, güncel fiyat seviyelerinde olumlu dinamiklerin büyük ölçüde fiyatlanmış olması nedeniyle, hedef fiyatımızı 240 TL'ye yükseltmemize karşın TUT tavsiyemizi koruyor ve hisseyi yakın takibimizde tutuyoruz.

ASELS

TUT

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 240
%8

Pay bilgileri

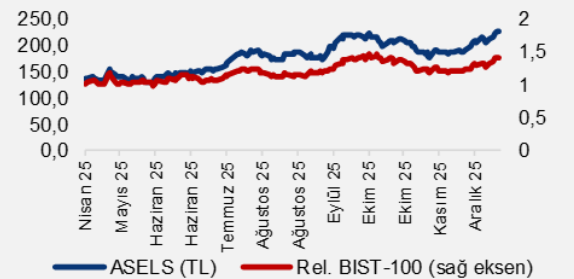
Pay Kodu	ASELS TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	222,70
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	127,4 / 224,7
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	1.015.512 - 23.747
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	4.560 - 26%
Yabancı Takas Oranı	49.99%
Pazar	Yıldız
Sektör	Savunma

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	125,6	137,6	131,9

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	24%	2%	208%
USD	23%	-1%	154%
BIST -100'e göre performans	18%	3%	167%

Tahminler (TL mn)	2024	2025E	2026E
Net satışlar	150.773	175.276	244.435
FAVÖK	37.923	45.113	62.166
Net kâr	19.189	25.306	40.080

Değerleme	2024	2025E	2026E
F/K	52,9x	40,1x	25,3x
F/DD	5,8x	5,1x	4,3x
FD/FAVOK	27,3x	23,0x	16,7x



ASELSAN – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	20.868	17.688	45.802
Ticari alacaklar	35.566	32.374	36.833
Stoklar	54.527	69.660	69.000
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	74.305	89.794	98.773
Diğer duran varlıklar	119.275	138.186	152.005
Toplam varlıklar	304.541	347.703	402.413
Kısa vadeli borçlanmalar	28.643	36.255	43.506
Ticari borçlar	24.786	31.664	29.900
Uzun vadeli borçlanmalar	12.200	1.332	12.222
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	62.935	78.441	79.225
Uzun vadeli yükümlülükler	128.564	147.692	164.853
Özkaynaklar	175.977	200.011	237.560
Ödenmiş sermaye	4.560	4.560	4.560
Diğer özkaynaklar	171.417	195.451	233.000
Toplam kaynaklar	304.541	347.703	402.413
Net borç	19.975	19.899	9.926
Net işletme sermayesi	65.307	70.370	75.933

Oranlar

Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%11,5	%13,5	%18,3
Net kâr	%12,7	%14,4	%16,4
Aktif devri	0,5x	0,5x	0,7x
Kaldıraç	1,7x	1,7x	1,7x
Aktif karlılığı	%6,6	%7,8	%10,7

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%13	%11	%14
Net borç/özsermaye	0,11	0,10	0,04
Net borç/FAVÖK	0,53	0,44	0,16

Hisse başına (TL)

Net kâr	4,21	5,55	8,79
Özkaynak	38,59	43,86	52,10
Temettü	0,05	0,07	0,55

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	150.773	175.276	244.435
Brüt kâr	47.862	54.705	76.534
Faaliyet giderleri	-14.078	-14.830	-21.179
Esas faaliyet kârı	33.784	39.875	55.356
FAVÖK	37.923	45.113	62.166
Net diğer gelir	478	5.206	5.340
Net finansman geliri	-23.928	-27.961	-27.402
Vergi öncesi kâr	10.368	17.150	33.079
Vergi gideri	8.726	7.917	7.001
Net kâr	19.189	25.306	40.080

Nakit akış tablosu

FAVÖK	37.923	45.113	62.166
Vergi gideri	298	8.726	7.917
Yatırımlar	-21.984	-25.882	-30.623
İşletme sermayesi değişimi	3.318	-3.337	-2.437
Serbest nakit akışı	12.918	31.294	41.897

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%13	%16	%39
FAVÖK	%31	%19	%38
Net kâr	%45	%32	%58
Brüt marj	%31,7	%31,2	%31,3
Esas faaliyet kâr marjı	%22,4	%22,7	%22,6
FAVÖK marjı	%25,2	%25,7	%25,4
Net marj	%12,7	%14,4	%16,4
Serbest nakit akışı marjı	%2,7	%13,8	%10,2

Değerleme

F/K	52,7x	39,9x	25,2x
F/DD	5,7x	5,1x	4,3x
FD/FAVOK	27,3x	23,0x	16,7x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Astor Enerji

Astor Enerji'yi, artan küresel elektrik talebi, yenilenebilir enerji yatırımlarının hızlanması, şebeke modernizasyonu ihtiyacının güçlenmesi ve transformatör pazarındaki yapısal büyümenin şirket için güçlü bir büyüme zemini oluşturması doğrultusunda araştırma kapsamımıza dahil ediyor, ASTOR için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 158 TL olarak belirleyerek hisse için AL tavsiyesi veriyor ve hisseyi Model Portföy'ümüze ekliyoruz. Güç ve dağıtım transformatörleri ile anahtarlama ekipmanlarında sahip olduğu geniş ürün gamı, yüksek mühendislik kabiliyeti, artan test ve üretim kapasitesi, ASO 2. ve 3. OSB Genişleme Bölgesi'nde devam eden yeni fabrika yatırımıyla desteklenen kapasite artışı, güçlü ihracat ağı ve ürün çeşitliliğini artırmaya yönelik yatırımlar, şirketin 2026 yılı ve uzun vadeli büyüme görünümünü destekleyen ana katalistler olarak öne çıkmaktadır.

Küresel ve yerel enerji dönüşüm süreci şirketin operasyonlarını doğrudan desteklemektedir. Dünya genelinde artan elektrik tüketimi, yenilenebilir enerji kaynaklarının şebekeye entegrasyonu, elektrikli araçların yaygınlaşması ve iletim-dağıtım altyapısının modernizasyon ihtiyacı, transformatör ve anahtarlama ekipmanlarına olan talebi yapısal olarak artırmaktadır. Küresel transformatör pazarının 2024 yılında yaklaşık 64 milyar USD büyüklüğe ulaştığı, 2034 yılına kadar ise yıllık ortalama %6,6 büyüme ile 123 milyar USD seviyesine yükselmesinin beklendiği bir ortamda, Astor Enerji'nin hem yurt içi hem de ihracat pazarlarında güçlü konumunu koruduğunu değerlendiriyoruz. Şirketin satışlarının %46'sının ihracattan gelmesi ve Avrupa Birliği başta olmak üzere Orta Doğu, Kuzey Afrika ve Amerika pazarlarındaki etkinliği, gelir çeşitliliğini ve döviz bazlı gelir yaratımını desteklemektedir.

Üretim kapasitesindeki artış, ürün çeşitliliği ve ileri test altyapısı, şirketin orta vadeli büyüme görünümünü destekleyen unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Astor Enerji, Ankara ASO 2. Organize Sanayi Bölgesi'nde yer alan entegre tesislerinde güç ve dağıtım transformatörleri ile orta ve yüksek gerilim anahtarlama ekipmanlarını uçtan uca üretebilen bir üretim yapısına sahiptir. 2025 yılı itibarıyla güç transformatörlerinde 9.274 MVA, dağıtım transformatörlerinde ise 9.646 MVA seviyesine ulaşan üretim kapasitesinin, devam eden yeni fabrika yatırımlarıyla birlikte daha da artması beklenmektedir. Bu kapsamda invertör üretimi ile emaye kaplı iletken tel imalatının devreye alınması planlanmakta olup, ürün gamının genişlemesi hedeflenmektedir. Test laboratuvarlarının 36 kV'dan 66 kV ve 35 MVA seviyelerine kadar genişletilmesi, şirketin daha yüksek katma değerli projelerde yer alabilmesine imkan tanırken, mühendislik ve sertifikasyon kabiliyetlerinin güçlenmesi Astor Enerji'nin uluslararası projelerdeki rekabet avantajını desteklemektedir.

2026 yılında yeni yatırımların tam katkı sağlamasıyla hem ciro hem de karlılık tarafında toparlanma bekliyoruz. Döviz bazlı gelirlerin artan payının da desteğiyle şirketin 2026 yılını yaklaşık 51 milyar TL ciro, %30,1 FAVÖK marjı ile 15 milyar TL FAVÖK ve yaklaşık 10 milyar TL net kar seviyelerinde tamamlayacağını tahmin ediyoruz.

ASTOR

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 158
%38

Pay bilgileri

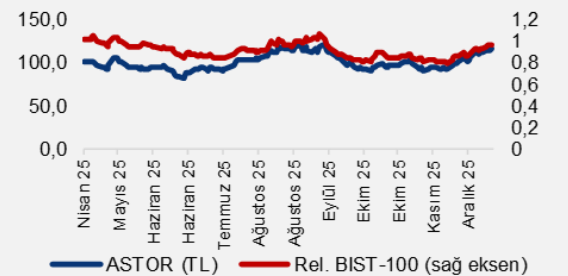
Pay Kodu	ASTOR TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	114,90
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	80,7 / 119,4
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	114.670 - 2.681
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	998 - 37%
Yabancı Takas Oranı	43.25%
Pazar	Yıldız
Sektör	Elektrik Ekipmanları

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	70,9	48,3	39,2

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	24%	10%	2%
USD	23%	6%	-16%
BIST-100'e göre performans	19%	10%	-11%

Tahminler (TL mn)	2024	2025E	2026E
Net satışlar	33.394	35.025	50.127
FAVÖK	9.998	10.321	15.085
Net kâr	6.303	7.494	10.198

Değerleme	2024	2025E	2026E
F/K	18,2x	15,3x	11,2x
F/DD	4,4x	3,6x	2,9x
FD/FAVOK	9,9x	9,6x	6,6x



Astor Enerji – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T	Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	5.855	7.159	14.120	Net satışlar	33.394	35.025	50.127
Ticari alacaklar	8.209	10.145	12.459	Brüt kâr	11.549	11.873	17.143
Stoklar	3.591	9.285	10.065	Faaliyet giderleri	-2.634	-2.814	-3.143
Finansal yatırımlar	4.080	4.488	4.937	Esas faaliyet kârı	8.915	9.059	14.001
Maddi duran varlıklar	9.706	10.154	11.170	FAVÖK	9.998	10.321	15.085
Diğer duran varlıklar	7.191	6.880	9.733	Net diğer gelir	-638	-174	-94
Toplam varlıklar	38.321	50.963	63.456	Net finansman geliri	-3.422	-6.605	-6.700
Kısa vadeli borçlanmalar	2.394	5.766	7.751	Vergi öncesi kâr	5.861	7.468	6.877
Ticari borçlar	2.106	5.455	7.862	Vergi gideri	-152	472	643
Uzun vadeli borçlanmalar	48	41	335	Net kâr	6.303	7.494	10.198
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	6.669	7.654	7.661	Nakit akış tablosu			
Uzun vadeli yükümlülükler	12.201	18.923	23.686	FAVÖK	9.998	10.321	15.085
Özkaynaklar	26.120	32.040	39.770	Vergi gideri	-1.152	-152	472
Ödenmiş sermaye	998	998	998	Yatırımlar	-3.298	-3.005	-1.492
Diğer özkaynaklar	25.122	31.042	38.772	İşletme sermayesi değişimi	1.700	-730	1.827
Toplam kaynaklar	38.321	50.963	63.456	Serbest nakit akışı	3.848	7.894	12.238
Net borç	-3.414	-1.352	-6.034	Büyüme ve marjlar			
Net işletme sermayesi	9.694	13.974	14.661	Net satışlar	%9	%5	%43
Oranlar				FAVÖK	-%5	%3	%46
Karlılık				Net kâr	-%24	%19	%36
Özkaynak karlılığı	%26,1	%25,8	%28,4	Brüt marj	%34,6	%33,9	%34,2
Net kâr	%18,9	%21,4	%20,3	Esas faaliyet kâr marjı	%29,7	%25,5	%18,1
Aktif devri	0,9x	0,8x	0,9x	FAVÖK marjı	%29,9	%29,5	%30,1
Kaldıraç	1,5x	1,5x	1,6x	Net marj	%18,9	%21,4	%20,3
Aktif karlılığı	%17,4	%16,8	%17,8	Serbest nakit akışı marjı	%13,0	%21,6	%14,9
Kaldıraç				Değerleme			
Finansal borç/toplam varlıklar	%6	%11	%13	F/K	17,9x	15,0x	11,0x
Net borç/özsermaye	-0,13	-0,04	-0,15	F/DD	4,3x	3,5x	2,8x
Net borç/FAVÖK	-0,34	-0,13	-0,40	FD/FAVOK	9,9x	9,6x	6,6x
Hisse başına (TL)							
Net kâr	6,32	7,51	10,22				
Özkaynak	26,17	32,10	39,85				
Temettü	2,33	2,08	2,47				

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

BİM Birleşik Mağazalar

BİM Birleşik Mağazalar için 12 aylık hedef fiyatımızı 705,00 TL seviyesinde koruyor ve "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. 2026 strateji çerçevemizde BİM'i; yüksek trafik, güçlü özel markalı ürün altyapısı ve ölçek ekonomisi sayesinde, dezenflasyon ortamında dahi sektörün üzerinde istikrarlı performans üretebilecek güçlü gıda perakendecilerinden biri olarak değerlendiriyoruz. Enflasyonun daha öngörülebilir bir patikaya oturmasıyla birlikte LFL (birebir mağaza satış performansı) metriklerinin daha sağlıklı bir zemine taşınmasını; buna paralel olarak karlılık ve nakit üretimi görünürlüğünün artmasını bekliyoruz.

2025, yılın ilk yarısında iç enflasyonun daha düşük seyri ve yüksek baz etkisi nedeniyle LFL tarafında sektör geneline kıyasla daha zayıf bir başlangıç görülse de, yılın ikinci yarısına doğru sepet büyümesinin güçlenmesi ve operasyonel disiplin sayesinde ivmenin yeniden toparlandığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde BİM'in rekabetçiliğini koruması; güçlü tedarikçi pazarlık gücü ve verimli operasyon modeliyle birlikte brüt kar marjı dayanıklılığını desteklemiştir.

2026 görünümünde temel beklentimiz, büyüme kompozisyonunun daha dengeli hale gelmesidir: fiyat etkisinin görece azalmasıyla birlikte reel hacim ve trafik katkısının daha görünür hale gelmesini; mağaza açılışları ve satış alanı genişlemesinin büyümeyi desteklemesini öngörüyoruz. Bu ortamda operasyonel karlılığın ana taşıyıcısı; personel ve mağaza giderlerinde normalleşen baskı, verimlilik uygulamalarının sürekliliği ve tedarik zinciri disiplindir. FILE formatının ölçeklenmeye devam etmesi ve format kırılımında verimli büyümenin sürmesi, konsolide büyümenin kalitesini artıracak tamamlayıcı bir unsur olmaya devam etmektedir. Faizlerde beklenen kademeli gerileme ise finansman giderleri üzerindeki baskıyı azaltarak operasyonel karlılığın net kara dönüşümünü destekleyen ikincil bir kaldıraç yaratabilir. Risk tarafında ise rekabetin promosyon / fiyat odaklı sertleşmesi, regülasyon kaynaklı olası fiyatlama kısıtları ve tüketimde beklenenden zayıf bir seyir yakından izlenmelidir.

BIMAS

AL

Hedef fiyat 705,00 TL
Getiri potansiyeli %29

Pay bilgileri

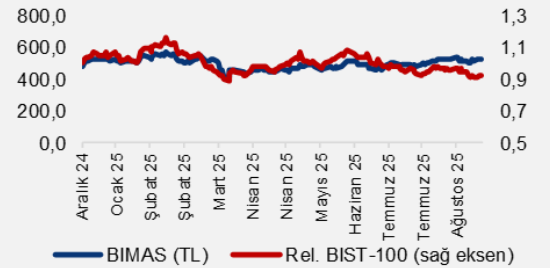
Pay Kodu	BIMAS TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	548,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	404,4 / 574,4
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	328.800 - 7.689
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	600 - 68%
Yabancı Takas Oranı	46%
Pazar	Yıldız
Sektör	Gıda Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	83,9	82,2	69,6

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	3%	4%	5%
USD	2%	1%	-13%
BIST -100'e göre performans	-1%	4%	-9%

Tahminler (TL mn)	2024	2025T	2026T
Net satışlar	651.690	729.038	968.888
FAVÖK	28.294	37.601	61.113
Net kâr	23.346	20.827	27.967

Değerleme	2024	2025T	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	Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	3.531	4.847	6.659	Net satışlar	651.690	729.038	968.888
Ticari alacaklar	30.937	37.950	50.435	Brüt kâr	113.912	128.366	171.566
Stoklar	46.517	55.953	74.271	Faaliyet giderleri	-107.207	-114.824	-143.395
Finansal yatırımlar	6.804	9.478	12.596	Esas faaliyet kârı	6.705	13.542	28.171
Maddi duran varlıklar	113.258	121.562	130.446	FAVÖK	28.294	37.601	61.113
Diğer duran varlıklar	94.777	113.001	128.862	Net diğer gelir	-55	-159	-309
Toplam varlıklar	295.824	342.790	403.268	Net finansman geliri	20.727	16.039	11.724
Kısa vadeli borçlanmalar	10.218	11.240	12.364	Vergi öncesi kâr	32.528	32.338	43.461
Ticari borçlar	76.026	98.741	131.067	Vergi gideri	-9.182	-11.511	-15.494
Uzun vadeli borçlanmalar	36.161	41.585	47.823	Net kâr	23.346	20.827	27.967
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	25.863	29.162	29.067	Nakit akış tablosu			
Uzun vadeli yükümlülükler	148.269	180.727	220.320	FAVÖK	28.294	37.601	61.113
Özkaynaklar	147.556	162.063	182.949	Vergi gideri	-1.676	-3.386	-7.043
Ödenmiş sermaye	607	607	607	Yatırımlar	-17.708	-25.516	-32.942
Diğer özkaynaklar	146.948	161.456	182.341	İşletme sermayesi değişimi	3.386	-6.265	-1.523
Toplam kaynaklar	295.824	342.790	403.268	Serbest nakit akışı	5.524	14.964	22.651
Net borç	42.848	47.978	53.528	Büyüme ve marjlar			
Net işletme sermayesi	1.428	-4.838	-6.360	Net satışlar	%37	%12	%33
Oranlar				FAVÖK	%43	%33	%63
Karlılık				Net kâr	%5	-%11	%34
Özkaynak kârlılığı	%18,9	%13,5	%16,2	Brüt marj	%17,5	%17,6	%17,7
Net kâr	%3,6	%2,9	%2,9	Esas faaliyet kâr marjı	%1,0	%1,9	%2,9
Aktif devri	2,6x	2,3x	2,6x	FAVÖK marjı	%4,3	%5,2	%6,3
Kaldıraç	2,1x	2,1x	2,2x	Net marj	%3,6	%2,9	%2,9
Aktif kârlılığı	%9,2	%6,5	%7,5	Serbest nakit akışı marjı	%0,0	%0,0	%0,0
Kaldıraç				Değerleme			
Finansal borç/toplam varlıklar	%16	%15	%15	F/K	17,4x	15,6x	11,6x
Net borç/özsermaye	0,29	0,30	0,29	F/DD	2,2x	2,0x	1,8x
Net borç/FAVÖK	1,51	1,28	0,88	FD/FAVOK	15,1x	9,0x	5,6x
Hisse başına (TL)							
Net kâr	38,91	34,71	46,61				
Özkaynak	245,93	270,10	304,91				
Temettü	-15,01	-10,53	-11,80				

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

Coca-Cola İçecek

Araştırma kapsamımızda ve model portföyümüzde bulunan Coca-Cola için son gelişmeler doğrultusunda tahminlerimizi yeniden değerlendiriyor ve hedef fiyatımızı güncelliyoruz. Uluslararası operasyonların sürüklediği hacim büyümesi, fiyatlama disipliniyle desteklenen marj iyileşmesi ve devreye alınan yeni tesislerin sağlayacağı kapasite artışı ile oluşan olumlu uzun vadeli görünüm sebebiyle, 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 86 TL'ye yükseltirken, AL görüşümüzü koruyoruz.

Finansal performans karlılık ve marj odaklı iyileşmeye işaret ediyor... Hacim büyümesinin ve fiyatlama disiplininin etkisiyle operasyonel karlılık güçlenmiştir. Coca-Cola İçecek, 3Ç25 döneminde konsolide net satış gelirlerini yıllık bazda %6,7 artırarak 52,2 milyar TL'ye yükseltirken, faaliyet karı %14,3 artışla 9,8 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu gelişmeyle birlikte faaliyet kar marjı 125 baz puanı iyileşerek %18,8'e ulaşmıştır. Brüt kar marjındaki 166 baz puanlık artış, doğru fiyatlama, normalleşen maliyet bazının etkisi ve ürün karmasındaki iyileşmenin marjlara olumlu yansıdığını göstermektedir. Net dönem karı ise 7,2 milyar TL ile yıllık bazda %4,2 artış kaydederken, parasal kazançlardaki düşüş net kar artışını sınırlayan temel unsur olmuştur.

Hacim büyümesi uluslararası operasyonların desteğiyle devam ediyor... Şirket, 3Ç25'te konsolide satış hacmini yıllık bazda %8,9 artışla 477 milyon ünite kasa seviyesine yükseltmiştir. Büyüme, uluslararası pazarlardan gelen katkı ile desteklenirken, Türkiye operasyonları su kategorisindeki bilinçli geri çekilme nedeniyle sınırlı daralma göstermiştir. Uluslararası operasyonlar güçlü seyrini sürdürmüştür; satış hacmi %16,1 artış gösterirken, Kazakistan (%24,2), Özbekistan (%36,5) ve Irak (%7,8) pazarları büyümeye en yüksek katkıyı sağlamıştır. Buna karşılık, Türkiye operasyonlarında satış hacmi yıllık bazda %1,7 gerilerken, bu düşüşte özellikle düşük marjlı su kategorisindeki bilinçli geri çekilme etkili olmuştur. Bu görünüm şirketin çok ülkelere yayılmış operasyon yapısının riskleri dengelediğini ve talep esnekliğini desteklediğini göstermektedir.

Yatırımlar büyümeyi desteklerken bilanço disiplini korunuyor... Şirket, 2025 yılında yatırım programını yüksek büyüme potansiyeline sahip uluslararası pazarlara odaklayarak sürdürmektedir. Devreye alınan yeni tesisler ve kapasite yatırımları bilanço üzerinde baskı yaratmadan devam etmektedir. Irak ve Azerbaycan'da devreye alınan yeni üretim tesisleri, önümüzdeki dönemde hacim artışını ve operasyonel verimliliği destekleyecek önemli adımlar olarak öne çıkmaktadır. Güçlü serbest nakit akımı ve Net Borç/FAVÖK oranının 0,8x seviyesine gerilemesi, şirketin yatırım programını finansal disiplin çerçevesinde sürdürdüğünü göstermektedir.

Riskler: i) Yurt dışı jeopolitik belirsizlikler, **ii)** Yurt içinde zayıflayan alım gücü, **iii)** Döviz kurlarındaki oynaklık

CCOLA

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

86,00 TL
%43

Pay bilgileri

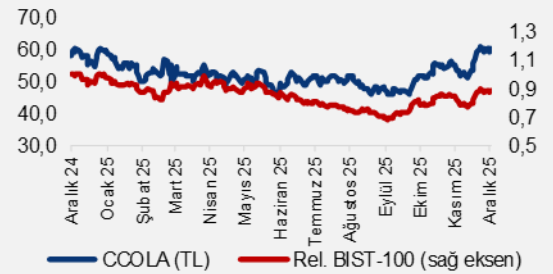
Pay Kodu	CCOLA TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	60,30
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	46 / 61
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	168724,1 - 3945,5
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	2.798 - 25%
Yabancı Takas Oranı	73,5%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Gıda & İçecek

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	8,0	9,4	10,4

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	13%	30%	3%
USD	12%	26%	-15%
BIST-100'e göre performans	8%	30%	-11%

Tahminler (TL mn)	2024	2025E	2026E
Net satışlar	137.683	183.506	236.154
FAVÖK	24.143	31.526	41.327
Net kâr	14.896	16.549	23.763

Değerleme	2024	2025E	2026E
F/K	11,1x	10,0x	7,0x
F/DD	2,5x	2,0x	1,6x
FD/FAVOK	8,2x	6,3x	4,8x



Coca-Cola İçecek – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	29.167	25.471	42.266
Ticari alacaklar	17.188	21.116	25.233
Stoklar	19.293	21.405	29.241
Finansal yatırımlar	120	1.835	2.362
Maddi duran varlıklar	105.313	115.135	125.769
Diğer duran varlıklar	14.965	16.516	23.615
Toplam varlıklar	186.047	201.477	248.486
Kısa vadeli borçlanmalar	26.849	29.534	33.964
Ticari borçlar	32.133	36.224	52.973
Uzun vadeli borçlanmalar	34.793	38.272	42.099
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	14.940	16.516	18.892
Uzun vadeli yükümlülükler	49.733	54.788	60.992
Özkaynaklar	67.361	80.931	100.557
Ödenmiş sermaye	2.798	2.798	2.798
Toplam kaynaklar	186.047	201.477	248.486
Net borç	32.355	40.501	31.436
Net işletme sermayesi	4.348	6.297	1.501
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%22,1	%22,3	%26,2
Net kâr	%10,8	%9,0	%10,1
Aktif devri	0,7x	0,9x	1,0x
Kaldıraç	2,8x	2,6x	2,5x
Aktif karlılığı	%8,0	%8,5	%10,6
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%33	%34	%31
Net borç/özsermaye	0,48	0,50	0,31
Net borç/FAVÖK	1,34	1,28	0,76
Hisse başına (TL)			
Net kâr	5,32	5,91	8,49
Özkaynak	24,07	28,92	35,94
Temettü	0,88	1,06	1,48

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	137.683	183.506	236.154
Brüt kâr	48.590	63.310	81.473
Faaliyet giderleri	-30.224	-40.041	-49.592
Esas faaliyet kârı	18.366	23.269	31.881
FAVÖK	24.143	31.526	41.327
Net diğer gelir	519	459	394
Net finansman geliri	1.136	367	1.181
Vergi öncesi kâr	19.947	23.995	33.328
Vergi gideri	-5.051	-7.446	-9.564
Net kâr	14.896	16.549	23.763
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	24.143	31.526	41.327
Vergi gideri	-5.051	-7.446	-9.564
Yatırımlar	-12.255	-15.598	-18.892
İşletme sermayesi değişimi	-642	1.949	-4.796
Serbest nakit akışı	7.480	6.533	17.666
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	-%6	%33	%29
FAVÖK	-%7	%31	%31
Net kâr	-%51	%11	%44
Brüt marj	%35,3	%34,5	%34,5
Esas faaliyet kâr marjı	%13,3	%12,7	%13,5
FAVÖK marjı	%17,5	%17,2	%17,5
Net marj	%10,8	%9,0	%10,1
Serbest nakit akışı marjı	%5,4	%3,6	%7,5
Değerleme			
F/K	11,1x	10,0x	7,0x
F/DD	2,5x	2,0x	1,6x
FD/FAVÖK	8,2x	6,3x	4,8x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

DESA

DESA Deri için 12 aylık hedef fiyatımızı 18,00 TL seviyesinde koruyor ve "TUT" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Niş iş modeli, dikey entegre üretim kabiliyeti, güçlü brüt karlılık profili ve net nakit pozisyonu sayesinde DESA'yı zayıf talep ortamında görece dayanıklı bir tüketici / üretim hikayesi olarak değerlendirmeye devam ediyoruz. Bununla birlikte, ihracat kanalındaki zayıf görünüm ve kur dinamiklerinin 2025 boyunca yarattığı büyüme baskısı nedeniyle, kısa vadede daha net bir toparlanma sinyali oluşmadan "TUT" duruşumuzu korumayı tercih ediyoruz. Makro senaryomuzda enflasyon ve faizlerde kademeli gerileme öngörürken, finansman koşullarındaki normalleşmenin etkisinin 2026 itibarıyla daha görünür hale gelmesini bekliyoruz.

DESA, dikey entegre üretim yapısı ve güçlü marka portföyüyle deri ürünleri segmentinde faaliyet göstermekte; 9A25 itibarıyla Türkiye'de toplam 14.588 metrekare satış alanına sahip 108 satış noktasında operasyonlarını sürdürmektedir. İş modelinin öne çıkan avantajları; ürün kalitesi ve marka gücü, üretim kabiliyeti sayesinde esnek tedarik yönetimi ve yüksek brüt kar marjı görünümüdür. Bu yapı, talep oynaklığının arttığı dönemlerde dahi marjların korunmasına destek olurken, güçlü likidite pozisyonu da bilançoya belirgin bir tampon sağlamaktadır.

2025 yılı, DESA açısından operasyonel dayanıklılığın korunduğu ancak büyümenin kur dinamiği nedeniyle sınırlı kaldığı bir dönem olmuştur. Kurun enflasyonun belirgin şekilde altında seyretmesi, ihracat odaklı gelir yapısında TL bazlı büyümeyi zayıflatmış ve yurt dışı satışların ciro içindeki payını aşağı çekmiştir. Buna karşın maliyet kontrolü, üretim verimliliği ve esnek tedarik yönetimi sayesinde operasyonel marjlar güçlü kalmıştır. 9A25 döneminde şirket %56,3 brüt kar marjını korumuştur. FAVÖK 884 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı %31,7 ile güçlü seyrini sürdürmüştür. Net nakit pozisyonu da bilanço tarafında önemli bir güvenlik marjı sunmaya devam etmektedir.

2026 görünümünde, kur artışının enflasyona daha yakın bir patikaya yaklaşması ve Avrupa talebinde kademeli toparlanma ile birlikte yurt dışı satış payında normalleşme bekliyoruz. Bu senaryoda ciro büyümesinin yeniden ivme kazanması mümkün olmakla birlikte, daha belirgin iyileşmenin finansman koşullarındaki rahatlamadan etkisiyle net kar tarafında görülmesini öngörüyoruz. Operasyonel marjların büyük ölçüde korunacağı, net karlılıktaki toparlanmanın ise ağırlıklı olarak finansman hattından geleceği ana senaryomuzu oluşturmaktadır. İtalya'daki üretim tesisinin "Made in Italy" etiketiyle üretim kabiliyeti, lüks segment siparişleri açısından orta vadede destekleyici bir opsiyon değeri taşımaktadır. Risk tarafında ise kur artışının enflasyonun altında kalmaya devam etmesi, Avrupa talebinde beklenenden zayıf seyir ve hammadde / işçilik maliyetlerinde yeniden hızlanma marjlar üzerinde baskı yaratabilecek başlıca unsurlar olarak izlenmelidir.

DESA

TUT

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

18,00 TL
%58

Pay bilgileri

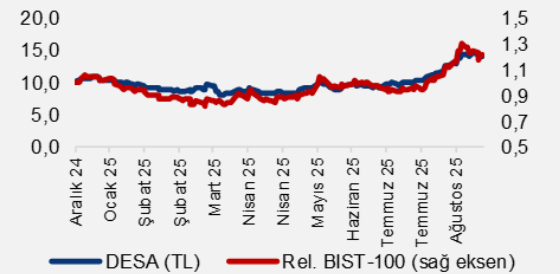
Pay Kodu	DESA TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	11,42
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	7,8 / 16,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	5.596 - 131
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	490 - 22%
Yabancı Takas Oranı	14%
Pazar	Ana Pazar
Sektör	Deri Giyim

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

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	1%	-24%	9%
USD	0%	-27%	-10%
BIST-100'e göre performans	-3%	-24%	-6%

Tahminler (TL mn)	2024	2025T	2026T
Net satışlar	2.980	3.371	4.106
FAVÖK	870	933	1.082
Net kâr	405	393	461

Değerleme	2024	2025T	2026T
F/K	13,5x	14,0x	11,9x
F/DD	1,6x	1,5x	1,3x
FD/FAVOK	2,7x	2,5x	2,2x



DESA – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	30	637	1.078
Ticari alacaklar	440	416	507
Stoklar	805	734	889
Finansal yatırımlar	1.808	1.808	1.808
Maddi duran varlıklar	769	815	904
Diğer duran varlıklar	1.137	1.148	1.159
Toplam varlıklar	4.988	5.558	6.344
Kısa vadeli borçlanmalar	172	181	190
Ticari borçlar	778	794	962
Uzun vadeli borçlanmalar	190	192	194
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	487	638	785
Uzun vadeli yükümlülükler	1.628	1.805	2.131
Özkaynaklar	3.360	3.753	4.213
Ödenmiş sermaye	245	245	245
Diğer özkaynaklar	3.115	3.508	3.968
Toplam kaynaklar	4.988	5.558	6.344
Net borç	333	-264	-693
Net işletme sermayesi	466	357	435

Oranlar

Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%14,2	%11,0	%11,6
Net kâr	%13,6	%11,6	%11,2
Aktif devri	0,7x	0,6x	0,7x
Kaldıraç	1,5x	1,5x	1,5x
Aktif kârlılığı	%9,3	%7,4	%7,7

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%7	%7	%6
Net borç/özsermaye	0,10	-0,07	-0,16
Net borç/FAVÖK	0,38	-0,28	-0,64

Hisse başına (TL)

Net kâr	0,83	0,80	0,94
Özkaynak	6,86	7,66	8,60
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	2.980	3.371	4.106
Brüt kâr	1.710	1.902	2.317
Faaliyet giderleri	-1.168	-1.321	-1.608
Esas faaliyet kârı	541	582	708
FAVÖK	870	933	1.082
Net diğer gelir	8	13	15
Net finansman geliri	-281	-308	-358
Vergi öncesi kâr	624	559	656
Vergi gideri	-219	-166	-195
Net kâr	405	393	461

Nakit akış tablosu

FAVÖK	870	933	1.082
Vergi gideri	-135	-145	-177
Yatırımlar	-42	-36	-40
İşletme sermayesi değişimi	307	-110	78
Serbest nakit akışı	387	861	788

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	-%16	%13	%22
FAVÖK	-%25	%7	%16
Net kâr	-%43	-%3	%17
Brüt marj	%57,4	%56,4	%56,4
Esas faaliyet kâr marjı	%18,2	%17,3	%17,3
FAVÖK marjı	%29,2	%27,7	%26,4
Net marj	%13,6	%11,6	%11,2
Serbest nakit akışı marjı	%11,1	%25,7	%19,5

Değerleme

F/K	13,5x	14,0x	11,9x
F/DD	1,6x	1,5x	1,3x
FD/FAVOK	2,7x	2,5x	2,2x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

Doğan Holding

Doğan Holding'i, 617mn USD seviyesindeki güçlü solo net nakit pozisyonu, yüksek marjlı ve döviz bazlı gelir üreten çekirdek iş kolları ve potansiyel halka arz adaylarının yarattığı "gizli değer" hikayesiyle kapsamımızdaki beğendiğimiz holdinglerden biri olarak değerlendirmeye devam ediyoruz. Bu çerçevede, güncel makro varsayımlarımız ve değerlendirme yaklaşımımızdaki revizyonlarla 12 aylık hedef fiyatımızı 27.45 TL'ye yükseltiyor ve "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Hedef fiyat güncellememizin iki ana teknik nedeni var: (i) madencilik tarafında değerlendirme metodolojisini defter değerinden daha piyasa odaklı bir zemine taşıyarak EV/FAVÖK çarpanı yaklaşımına geçmemiz, (ii) Hepiyi Sigorta için kullandığımız değerlendirme rasyosunu 2.0x'ten 2.5x'e revize etmemiz.

Doğan Holding'in portföyü; yenilenebilir enerji, madencilik, dijital finans ve otomotiv gibi birbirini dengeleyen iş kollarından oluşurken, yönetimin stratejik odağı net biçimde Galata Wind – Hepiyi – Gümüştaş ekseninde şekillenmektedir. Yönetimin vurguladığı çerçevede, yaklaşık USD2.7bn NAD büyüklüğüne sahip portföyün 2030 hedefi USD4.0bn olarak korunurken; "sadeleşme + optimizasyon + stratejik iş kollarında büyüme" kombinasyonunun değer yaratımını hızlandırması hedeflenmektedir. Bu hikayenin en önemli tamamlayıcısı ise, güçlü solo nakit pozisyonunun sağladığı esnekliktir.

2025, otomotiv kaynaklı dalgalanma nedeniyle ciro tarafında daha oynak bir resim üretse de, otomotiv dışı portföyde ivmenin sürdüğü ve yılın "marjları koruma + maliyet disiplini" odağında yönetildiği bir dönem olarak özetlenebilir. [Toplantı notumuzda](#) da altını çizdiğimiz üzere, son iki yılda hızlanan portföy sadeleşmesi bilanço esnekliğini artırırken; performansı okurken net kardan ziyade operasyonel karlılık ve portföy değer artışı tarafına odaklanmak daha sağlıklı bir çerçeve sunmaktadır.

2026 stratejisinde ise üç başlığı öne çıkarıyoruz. İlk olarak, stratejik odak alanlarında ölçeklenme (Gümüştaş'ta kapasite artışı; Galata Wind'de büyüme görünürlüğü; Hepiyi'de ölçeklenebilir büyüme) NAD büyümesinin ana motoru olmayı sürdürecektir. İkinci olarak, taktiksel alanlarda (özellikle Doğan Trend ve Karel) baskı yaratan başlıkların daha yönetilebilir bir çerçeveye çekilmesi hedeflenmektedir; bu da holdingin konsolide marj kalitesini yukarı taşıyabilir. Üçüncü olarak, sadeleşme ve değer kristalizasyonu boyutunda olası varlık satışları ve potansiyel halka arz gündemi (Hepiyi, Daiichi, Sesa gibi) yukarı yönlü opsiyon değerini güçlendirmektedir. Güçlü nakit pozisyonu, aynı zamanda teknoloji / fintech tarafında fırsatçı sermaye tahsisi için de alan bırakmaktadır.

DOHOL

AL

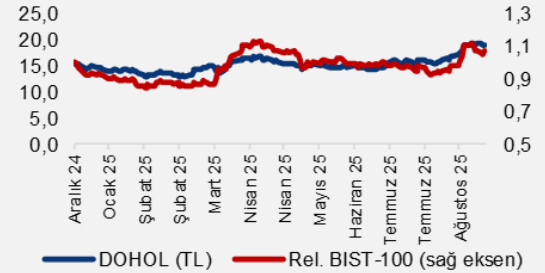
Hedef fiyat 27,45 TL
Getiri potansiyeli %46

Pay bilgileri

Pay Kodu	DOHOL TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	18,74
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	12,7 / 19,3
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	49.043 - 1.147
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	2.617 - 36%
Yabancı Takas Oranı	22%
Pazar	Yıldız
Sektör	Holdingler

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

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	9%	6%	31%
USD	8%	2%	8%
BIST-100'e göre performans	4%	6%	14%



Doğan Holding – NAD Tablosu

	Değerleme	Cari Değer (mn TL)	Pay Oranı (%)	to Doğan	% of NAV	Hedef Değer (mn TL)	to Doğan	% of NAV
Elektrik				9.087				
GWIND	Piyasa Değeri	12.982	70%	9.087	9,4%	16.746	11.722	9,8%
Elektronik, Sanayi ve Teknoloji				7.512				
Doğan Dış Ticaret	Defter Değeri	103	100%	103	0,1%	133	133	0,1%
Sesa Ambalaj	EV/L12M FAVÖK @8,44x	5.743	70%	4.020	4,2%	7.408	5.186	4,3%
KAREL	Piyasa Değeri	6.866	40%	2.746	2,9%	8.857	3.543	3,0%
Daiichi	Transaction Value	2.571	25%	643	0,7%	3.317	829	0,7%
Otomotiv				986				
Doğan Trend Otomotiv	Defter Değeri @ 1.9x	986	100%	986	1,0%	1.271	1.271	1,1%
Finans ve Yatırım				20.379				
D Yatırım Bank	Defter Değeri @ 1.8x	3.681	100%	3.681	3,8%	4.748	4.748	4,0%
Doruk Faktoring	Defter Değeri @ 1.8x	3.257	100%	3.257	3,4%	4.201	4.201	3,5%
Hepişi Sigorta	Defter Değeri @ 2,5x	14.634	85%	12.439	12,9%	18.878	16.046	13,4%
Öncü Girişim Sermaye	Value of Insider Shares	1.003	100%	1.003	1,0%	1.294	1.294	1,1%
İnternet ve Eğlence				8.025				
Kanal D Romania	EV/L12M FAVÖK @3,6x	4.328	100%	4.328	4,5%	5.583	5.583	4,7%
Glokal (Hepsi Emlak)	EV/L12M Satışlar @6,9x	4.667	79%	3.697	3,8%	6.020	4.769	4,0%
Gayrimenkul Portföyü				11.191				
D Gayrimenkul	3ağımsız Ekspertiz Değerlemes	7.799	100%	7.799	8,1%	10.061	10.061	8,4%
D Yapı - Romanya	3ağımsız Ekspertiz Değerlemes	986	100%	986	1,0%	1.271	1.271	1,1%
Doğan Holding İstanbul	3ağımsız Ekspertiz Değerlemes	343	100%	343	0,4%	442	442	0,4%
Kandilli Gayrimenkul	3ağımsız Ekspertiz Değerlemes	2.742	50%	1.371	1,4%	3.538	1.769	1,5%
M Investment	3ağımsız Ekspertiz Değerlemes	3.128	22%	693	0,7%	4.035	894	0,7%
Diğer				3.836				
Milta Turizm	Transaction Value	3.814	100%	3.814	4,0%	4.920	4.920	4,1%
Doğan Yayıncılık	Transaction Value	23	100%	23	0,0%	29	29	0,0%
Madencilik				8.819				
Gümüştaş + Doku	EV/L12M FAVÖK@7,3x	11.758	75%	8.819	9,2%	15.168	11.376	9,5%
				Cari NAD		Hedef NAD		
Halka Açık				11.834	12,3%	15.265	12,8%	
Halka Açık Olmayan				58.002	60,2%	74.822	62,5%	
Net Nakit				26.439	27,5%	29.616	24,7%	
NAD				96.275		119.704		
Piyasa Değeri				49.043		49.043		
Prem. / Disc (%)				-49%		-59%		
Uygulanan İskonto						-40%		
Hedef Piyasa Değeri						71.822		
Number of shares						2.617		
12A Hedef Fiyat						27,45		
Hisse Fiyatı						18,74		
Potansiyel (%)						46%		

Doğuş Otomotiv

Doğuş Otomotiv için güncellenen operasyonel görünüm, 2026 yılına ilişkin büyüme beklentilerimiz ve finansal projeksiyonlarımız doğrultusunda 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 235 TL'den 278 TL'ye yükseltiyor, tavsiyemizi TUT'tan AL'a güncelliyoruz. 2025 yılında güçlü seyreden yurt içi otomotiv talebi, artan satış hacmi ve dengelenen fiyatlama ortamı şirketin faaliyet performansını desteklerken, 2026 yılında finansman giderlerindeki kademeli rahatlatma ve operasyonel kaldıraç etkisinin net karlılık tarafında daha belirgin hissedileceğini öngörüyoruz.

2025 yılında yurt içi toplam otomotiv pazarının yaklaşık 1,3 milyon adet seviyesinde gerçekleşmesini öngörürken, Doğuş Otomotiv'in Skoda hariç yaklaşık 150 bin adet satış hacmine ulaşmasını bekliyoruz. Bu dönemde binek araç ağırlıklı satış karması, güçlü marka portföyü ve bayi ağı sayesinde şirketin pazar payını koruduğunu, hatta bazı segmentlerde artırdığını görüyoruz. Kasım ayı itibarıyla açıklanan ODM verileri, Doğuş Otomotiv'in toplam pazarda yıllık %12 büyüme kaydederek sektör ortalamasının üzerinde bir performans sergilediğine işaret ediyor.

Elektrifikasyon ve yeni nesil mobilite yatırımları orta vadeli büyümenin temel bileşenlerinden biri olmaya devam ediyor. Volkswagen Grubu markalarının elektrikli model gamındaki genişleme ile birlikte, elektrikli araçların toplam otomotiv pazarı içindeki payının artmasının Doğuş Otomotiv için önemli bir büyüme alanı yarattığını düşünüyoruz. Elektrikli binek araç satışlarındaki artışın 2026 yılında hem gelir büyümesine hem de marka algısının güçlenmesine katkı sağlamasını bekliyoruz.

2026 yılı projeksiyonlarımız, karlılık tarafında daha dengeli ve öngörülebilir bir görünüme işaret ediyor. Bu dönemde Doğuş Otomotiv'in toplam satış adetini yaklaşık 196 bin seviyesine taşımasını, cironun 313,7 milyar TL'ye, FAVÖK'ün ise 21,3 milyar TL seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. 2025 yılına kıyasla FAVÖK marjında sınırlı ancak anlamlı bir iyileşme öngörürken, finansman giderlerindeki düşüşün etkisiyle net karın 11 milyar TL seviyesine yükselmesini bekliyoruz.

Yatırım disiplini, güçlü nakit üretimi ve istikrarlı temettü politikası görünümü destekleyen ana unsurlar arasında yer alıyor. Dijitalizasyon, mobilite, elektrifikasyon ve sürdürülebilirlik odaklı yatırımlar kapsamında 2025 yılında yaklaşık 5 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesi beklenen yatırım harcamalarının, 2026 yılında da büyümeyi destekleyici şekilde devam edeceğini öngörüyoruz. Bilanço yapısı ve güçlü temettü geçmişi dikkate alındığında, 2026 yılının Doğuş Otomotiv için daha dengeli bir finansal performans yılı olmasını bekliyoruz.

DOAS

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 278
%50

Pay bilgileri

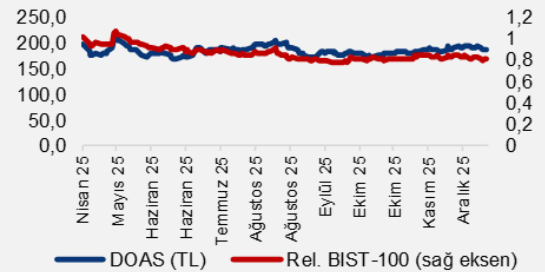
Pay Kodu	DOAS TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	185,70
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	165,8 / 209,6
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	40.854 - 955
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	220 - 39%
Yabancı Takas Oranı	16.78%
Pazar	Yıldız
Sektör	Otomotiv

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	7,4	8,5	10,0

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	0%	4%	9%
USD	-1%	1%	-10%
BIST-100'e göre performans	-4%	5%	-6%

Tahminler (TL mn)	2024	2025E	2026E
Net satışlar	236.277	250.660	313.652
FAVÖK	20.997	15.853	21.288
Net kâr	9.523	7.236	11.054

Değerleme	2024	2025E	2026E
F/K	4,3x	5,6x	3,7x
F/DD	0,6x	0,6x	0,5x
FD/FAVOK	3,1x	4,1x	3,1x



Doğuş Otomotiv – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	11.807	2.539	2.488
Ticari alacaklar	19.885	20.114	22.342
Stoklar	19.329	47.508	48.158
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	26.201	27.401	31.511
Diğer duran varlıklar	38.435	43.959	48.355
Toplam varlıklar	115.658	141.521	152.854
Kısa vadeli borçlanmalar	7.777	20.488	17.980
Ticari borçlar	17.980	34.808	38.421
Uzun vadeli borçlanmalar	7.406	8.277	9.338
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	13.564	8.659	10.390
Uzun vadeli yükümlülükler	46.726	72.232	76.129
Özkaynaklar	68.932	69.289	76.724
Ödenmiş sermaye	220	220	220
Diğer özkaynaklar	68.712	69.069	76.504
Toplam kaynaklar	115.658	141.521	152.854
Net borç	3.375	26.227	24.830
Net işletme sermayesi	21.234	32.814	32.079
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%13,2	%10,5	%15,1
Net kâr	%4,0	%2,9	%3,5
Aktif devri	2,0x	1,9x	2,1x
Kaldıraç	1,7x	1,9x	2,0x
Aktif kârlılığı	%8,0	%5,6	%7,5
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%13	%20	%18
Net borç/özsermaye	0,05	0,38	0,32
Net borç/FAVÖK	0,16	1,65	1,17
Hisse başına (TL)			
Net kâr	43,29	32,89	50,24
Özkaynak	313,33	314,95	348,75
Temettü	74,94	20,08	16,44

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	236.277	250.660	313.652
Brüt kâr	37.920	34.382	43.964
Faaliyet giderleri	-19.688	-21.749	-26.365
Esas faaliyet kârı	18.233	12.633	17.599
FAVÖK	20.997	15.853	21.288
Net diğer gelir	2.142	1.841	1.849
Net finansman geliri	-4.079	-6.495	-7.813
Vergi öncesi kâr	15.928	10.385	14.835
Vergi gideri	-6.341	-3.150	-3.781
Net kâr	9.523	7.236	11.054

Nakit akış tablosu	2024	2025T	2026T
FAVÖK	20.997	15.853	21.288
Vergi gideri	-11.079	-6.341	-3.150
Yatırımlar	-1.393	-4.720	-2.962
İşletme sermayesi değişimi	15.251	-5.945	1.787
Serbest nakit akışı	-6.726	10.737	13.390

Büyüme ve marjlar	2024	2025T	2026T
Net satışlar	-%13	%6	%25
FAVÖK	-%53	-%24	%34
Net kâr	-%73	-%24	%53
Brüt marj	%16,0	%13,7	%14,0
Esas faaliyet kâr marjı	%7,7	%5,0	%5,6
FAVÖK marjı	%8,9	%6,3	%6,8
Net marj	%4,0	%2,9	%3,5
Serbest nakit akışı marjı	%7,2	%6,3	%2,5

Değerleme	2024	2025T	2026T
F/K	4,2x	5,6x	3,7x
F/DD	0,6x	0,6x	0,5x
FD/FAVOK	3,1x	4,1x	3,1x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Ford Otomotiv

Ford Otosan için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı, güncellenen makro varsayımlarımız ve 2026 yılına ilişkin kademeli toparlanma beklentilerimiz doğrultusunda 135 TL'den 140 TL'ye yükseltiyor, AL tavsiyemizi koruyoruz. 2025 yılı Ford Otosan açısından hem operasyonel hem de finansal anlamda zorlu bir yıl olurken, yıl genelinde operasyonel marjlar üzerindeki baskı, artan rekabet ve Avrupa pazarında elektrikli araç dönüşümünün beklenenden daha yavaş ilerlemesi performansı sınırlayan temel unsurlar olarak öne çıktı. Buna karşın ihracat odaklı iş modeli, güçlü üretim altyapısı ve elektrifikasyon tarafındaki ilerleme orta vadeli görünümü desteklemeye devam ediyor.

9A25 döneminde net kar beklentilerin üzerinde gerçekleşirken, marjlar üzerindeki baskı sürdü. Şirket, 9A25'te 22,4 milyar TL net kar açıklarken, net kar yıllık bazda %35 geriledi. Aynı dönemde toplam gelirler %8 artışla 582,4 milyar TL seviyesine ulaştı. Düzeltilmiş FAVÖK yıllık bazda %9 artışla 46,9 milyar TL olurken, rekabetçi fiyatlama ortamı, yüksek üretim maliyetleri ve görece durağan EUR/TL paritesi marjlar üzerinde baskı yaratmaya devam etti. Net kar tarafında ise ertelenmiş vergi giderlerindeki artış ve parasal kazanç kalemindeki zayıflama belirleyici oldu.

Satış hacmi ve ihracat performansı güçlü seyrini korurken, yurt içi gelirlerde daralma izlendi. 9A25 döneminde toplam satış adedi yıllık bazda %12 artışla 526 bin adede ulaştı. İhracat hacmi %13 artışla 446 bin adet olurken, ihracat gelirleri de %12 büyümeye kaydetti. Buna karşılık yurt içi satış gelirleri, artan kampanyalar ve yoğun rekabet nedeniyle %6 geriledi. Şirket, toplam ticari araç pazarında %27,5 pay ile lider konumunu korurken, toplam otomotiv pazarında %8 pay ile üçüncü sırada yer aldı.

Elektrikli araç üretimindeki artış ve kapasite kullanım oranları, dönüşüm stratejisindeki ilerlemeyi gösteriyor. 2024 yıl sonunda %5,5 seviyesinde bulunan elektrikli araçların toplam üretimdeki payı, 9A25 itibarıyla %15,8'e yükseldi. Toplam kapasite kullanım oranı %73 seviyesinde gerçekleşirken, Türkiye fabrikalarında %69, Romanya operasyonlarında ise %82 kapasite kullanımına ulaşıldı. Bu görünüm, elektrifikasyon yatırımlarının operasyonel tarafa kademeli olarak yansımaya başladığını gösteriyor.

2026 görünümü tekrardan karlılık büyümesine işaret ediyor. 2026 yılında küresel otomotiv üretiminde sınırlı büyüme, Avrupa pazarında ticaret gerilimleri ve elektrikli araç dönüşümünde yavaşlama öngörülmeyle birlikte, Ford Otosan için serbest nakit akışı yaratma kapasitesi ve kârlılıkta toparlanma ön plana çıkıyor. Maliyet ortamındaki görece istikrar, Türkiye pazarında fiyat rekabetinin yılın ikinci yarısında yumuşaması ve güçlü EUR görünümü ile TL'de daha ölçülü değerlendirme beklentisi, kârlılığı destekleyen ana unsurlar arasında yer alıyor. Bu çerçevede 2026 yılında düzeltilmiş FAVÖK ve net karda tekrardan reel bazda artış öngörüyoruz.

FROTO

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 140
%47

Pay bilgileri

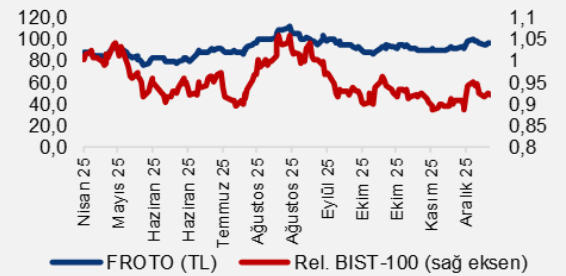
Pay Kodu	FROTO TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	95,10
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	75,2 / 111,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	333.715 - 7.804
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	3.509 - 18%
Yabancı Takas Oranı	31.81%
Pazar	Yıldız
Sektör	Otomotiv

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	36,4	35,6	33,1

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	7%	-2%	10%
USD	6%	-5%	-9%
BIST-100'e göre performans	3%	-1%	-5%

Tahminler (TL mn)	2024	2025E	2026E
Net satışlar	746.300	812.516	1.152.005
FAVÖK	50.006	49.525	77.937
Net kâr	48.746	33.364	55.286

Değerleme	2024	2025E	2026E
F/K	6,8x	10,0x	6,0x
F/DD	2,3x	2,0x	1,6x
FD/FAVOK	8,6x	8,7x	5,5x



Ford Otomotiv – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	28.009	61.847	100.112
Ticari alacaklar	85.577	73.145	110.466
Stoklar	50.095	65.494	89.174
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	148.254	162.154	178.369
Diğer duran varlıklar	97.933	84.718	97.426
Toplam varlıklar	409.868	447.358	575.547
Kısa vadeli borçlanmalar	56.265	60.676	66.249
Ticari borçlar	82.971	92.009	158.215
Uzun vadeli borçlanmalar	98.963	93.570	111.063
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	27.144	31.331	31.644
Uzun vadeli yükümlülükler	265.343	277.586	367.171
Özkaynaklar	144.525	169.773	208.376
Ödenmiş sermaye	351	3.509	3.509
Diğer özkaynaklar	144.174	166.263	204.867
Toplam kaynaklar	409.868	447.358	575.547
Net borç	127.219	92.399	77.200
Net işletme sermayesi	52.701	46.631	41.426

Oranlar

Karlılık

Özkaynak kârlılığı	%35,2	%21,2	%29,2
Net kâr	%6,5	%4,1	%4,8
Aktif devri	1,9x	1,9x	2,3x
Kaldıraç	2,9x	2,7x	2,7x
Aktif kârlılığı	%12,1	%7,8	%10,8

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%38	%34	%31
Net borç/özsermaye	0,88	0,54	0,37
Net borç/FAVÖK	2,54	1,87	0,99

Hisse başına (TL)

Net kâr	13,89	9,51	15,76
Özkaynak	41,19	48,38	59,38
Temettü	8,41	4,62	4,75

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	746.300	812.516	1.152.005
Brüt kâr	68.490	65.465	102.034
Faaliyet giderleri	-31.920	-32.576	-43.474
Esas faaliyet kârı	36.570	32.890	58.560
FAVÖK	50.006	49.525	77.937
Net diğer gelir	-214	6.777	6.681
Net finansman geliri	2.130	-13.022	-16.158
Vergi öncesi kâr	46.418	38.903	64.464
Vergi gideri	2.328	-5.539	-9.178
Net kâr	48.746	33.364	55.286

Nakit akış tablosu

FAVÖK	50.006	49.525	77.937
Vergi gideri	2.947	2.328	-5.539
Yatırımlar	-56.456	-50.169	-30.401
İşletme sermayesi değişimi	11.191	12.178	-228
Serbest nakit akışı	-14.694	-10.493	42.226

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%0	%9	%42
FAVÖK	-%35	-%1	%57
Net kâr	-%45	-%32	%66
Brüt marj	%9,2	%8,1	%8,9
Esas faaliyet kâr marjı	%4,9	%4,0	%5,1
FAVÖK marjı	%6,7	%6,1	%6,8
Net marj	%6,5	%4,1	%4,8
Serbest nakit akışı marjı	%1,7	-%1,2	%1,2

Değerleme

F/K	6,8x	9,9x	6,0x
F/DD	2,3x	2,0x	1,6x
FD/FAVOK	8,6x	8,7x	5,5x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Koç Holding

Koç Holding için 12 aylık 294,00 TL hedef fiyatımızla "AL" tavsiyesi veriyor ve şirketi araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Mevcut seviyeden yaklaşık %70 getiri potansiyeli sunan hisse, Türkiye'de makro normalleşme temasının hız kazanması halinde NAD iskontosunun daralmasına en duyarlı ve izlenebilir holding profillerinden birini sunmaktadır. Faiz oranlarındaki aşağı yönlü patika, risk priminde olası iyileşme ve buna bağlı yabancı yatırımcı ilgisinin güçlenmesi değerlemeyi destekleyen ana çerçeveyi oluşturmaktadır. Buna ek olarak Euro Bölgesi'ndeki toparlanma beklentisi ve EURUSD paritesindeki yukarı yönlü eğilim, ihracat ağırlığı yüksek sanayi iştiraklerinin marj görünümünü destekleyebilecek tamamlayıcı bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Koç Holding'in yatırım hikayesini güçlü kılan temel özellik, portföyün ölçek ve çeşitlilik açısından dengeli bir yapı sunmasıdır. NAD kompozisyonunda Otomotiv (%40) ve Enerji (%27) nakit yaratımında ana taşıyıcı rolü üstlenirken, Finans (%20) makro normalleşme dönemlerinde değerlemeye kaldıraç sağlayan bir denge unsuru olarak öne çıkmaktadır. Dayanıklı tüketim (%5) ise çeşitliliği destekleyen bir bileşen niteliğindedir. Sum-of-the-Parts yaklaşımını kullandığımız değerlememizde; kapsamımızdaki iştirakler (Tüpraş, Yapı kredi, Ford Otosan, Arçelik ve Türk Traktör) için kendi hedef değerlerimizi kullanırken, kapsam dışı halka açık şirketleri sermaye maliyeti ile bir yıl ileri taşıyor; halka açık olmayan varlıkları ise defter değeri üzerinden modelliyoruz. NAD'imizin yaklaşık %95'inin halka açık varlıklardan ve solo nakitten oluştuğunu belirtelim.

2025, yüksek finansman maliyetlerinin ve iç talepteki zayıflamanın sanayi şirketleri üzerinde baskı kurduğu; buna karşın Koç Holding portföyünün nakit üretim gücü ve çeşitliliği sayesinde daha dengeli bir görünüm sergilediği bir yıl olmuştur. Enerji tarafında Tüpraş ve Aygaz'ın nakit üretimi temettü kapasitesini desteklemeyi sürdürürken, otomotiv tarafında Tofaş – Stellantis anlaşmasına ilişkin görünürlük ve stratejik yatırımlar orta vadeli üretim / ihracat planlarına dair belirsizlikleri azaltan başlıklar olarak öne çıkmaktadır. Arçelik tarafında finansman gider baskısının kademeli hafiflemesi ve Avrupa talebindeki normalleşme sinyalleri 2026'ya geçişte marj görünümünü destekleyebilecek bir zemin oluşturmaktadır. Finans segmentinde ise Yapı Kredi'nin güçlü sermaye karlılığı ve sağlam sermaye yapısı, normalleşme senaryosunda değerlendirme için önemli bir kaldıraç alanı sunmaktadır.

Operasyonel tarafta USD352mn seviyesindeki serbest nakit akışı portföyün nakit yaratma kapasitesini teyit ederken, solo bilançodaki USD874mn net nakit pozisyonu ve banka dışı segmentte 1.7x Net Borç/FAVÖK seviyesi; hem temettü sürdürülebilirliği hem de sermaye tahsisi esnekliği açısından güçlü bir tampon oluşturmaktadır.

KCHOL

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 294
%72

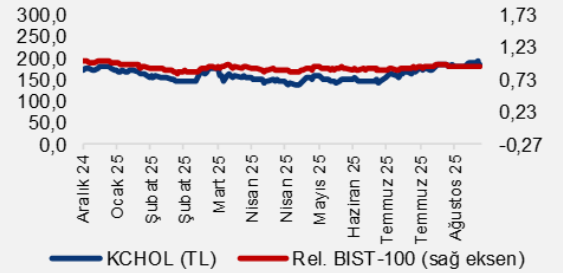
Pay bilgileri

Pay Kodu	KCHOL TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	171,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	135,0 / 190,4
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	433.639 - 10.140
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	2.536 - 22%
Yabancı Takas Oranı	33%
Pazar	Yıldız
Sektör	Holdingler

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	123,8	119,9	117,3

Fiyat performansı

	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	2%	-4%	0%
USD	1%	-7%	-17%
BIST-100'e göre performans	-2%	-4%	-13%



Koç Holding – NAD Tablosu

	Değerleme	Cari Değer (TL mn)	Pay Oranı %	to Koc	% of NAD	Hedef Değer (TL mn)	to Koc	NAD Payı (%)
Otomotiv				267.192				
TOASO	Piyasa Değeri	123.700	38%	46.511	6,7%	159.573	59.999	6,4%
FROTO	Piyasa Değeri	333.715	39%	129.148	18,5%	473.715	183.328	19,7%
OTKAR	Piyasa Değeri	57.300	47%	27.160	3,9%	73.917	35.037	3,8%
TTRAK	Piyasa Değeri	52.535	38%	19.701	2,8%	73.700	27.638	3,0%
OTOKOÇ	Defter Değeri	44.762	100%	44.672	6,4%	57.743	57.627	6,2%
Dayanıklı Tüketim				30.395				
Arçelik	Piyasa Değeri	73.114	41%	30.269	4,3%	114.920	47.577	5,1%
Arçelik LG Klima	Defter Değeri	2.511	5%	126	0,0%	3.239	162	0,0%
Perakende				2.647				
Koçtaş	Defter Değeri	2.092	50%	1.042	0,1%	2.699	1.344	0,1%
Divan	Defter Değeri	5.370	30%	1.606	0,2%	6.927	2.071	0,2%
Finans				166.705				
YKBNK	Piyasa Değeri	301.898	55%	165.440	23,7%	361.532	198.119	21,3%
Koç Finansman	Defter Değeri	2.531	50%	1.266	0,2%	3.265	1.632	0,2%
Enerji				171.621				
TUPRS	Piyasa Değeri	362.816	42%	152.745	21,8%	522.217	219.853	23,6%
AYGAZ	Piyasa Değeri	46.378	41%	18.876	2,7%	59.828	24.350	2,6%
Turizm				8.874				
AYCES	Piyasa Değeri	10.431	30%	3.129	0,4%	13.456	4.037	0,4%
MAALT	Piyasa Değeri	8.862	50%	4.431	0,6%	11.433	5.716	0,6%
SETUR	Defter Değeri	5.448	24%	1.313	0,2%	7.028	1.694	0,2%
Satın Alma				949				
Zer	Defter Değeri	3.937	24%	949	0,1%	5.079	1.224	0,1%
Diğer				13.578				
Koç sistem	Defter Değeri	4.650	24%	1.121	0,2%	5.999	1.446	0,2%
Diğer	Defter Değeri	12.457	100%	12.457	1,8%	16.070	16.070	1,7%
				Cari NAD		Hedef NAD		
Halka Açık				431.971	62%	607.535		65%
Halka Açık Olmayan				229.990	33%	281.389		30%
Net Nakit				37.419	5%	41.952		5%
Net Aktif Değer (NAD)				699.381		930.876		
Piyasa Değeri				433.639		433.639		
İskonto / Prim				-38%		-53%		
Uygulanan İskonto						-20%		
Hedef Piyasa Değeri						744.701		
Number of shares						2536		
12A Hedef Fiyat						294		
Hisse Fiyatı						171		
Potansiyel						72%		

Koton

Koton için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 27,00 TL seviyesinde koruyor, "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Yatırım tezimizin temelini; şirketin zorlu makro koşullarda koruduğu operasyonel karlılık, işletme sermayesi / stoğa odaklı disiplin ile güçlenen nakit üretimi, yurt dışında mağaza açılışları ve 2026 yılında beklediğimiz finansal normalleşme hikayesi oluşturmaktadır. Güncellenen makro projeksiyonlarımızda, enflasyon ve faiz oranlarında öngördüğümüz kademeli gerileme, 2025 yılı ikinci yarısında şirketin net karını baskılayan finansman giderlerinde sınırlı bir rahatlama sağlasa da, asıl belirgin iyileşmenin 2026 yılında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

2025 performansında, Türkiye perakende operasyonları şirketin ana itici gücü olmaya devam ederken; iç talepteki görece yavaşlamaya rağmen güçlü mağazacılık performansı nakit akışını desteklemiştir. Yönetimin işletme sermayesi üzerindeki disiplini ve stok devir hızını optimize etmeye yönelik adımları operasyonel nakit yaratım kapasitesini güçlendirirken, kira yükümlülükleri ve kredi kartı komisyonları nedeniyle serbest nakit akımının "tam normalleşmesi" açısından izlenmesi gereken başlıklar bulunduğunu not ediyoruz.

Büyüme tarafında uluslararası operasyonlar, 2026 ve sonrası için potansiyel sunmaktadır. Özellikle Körfez İşbirliği Konseyi (GCC) bölgesindeki güçlü talep ve Kuveyt odaklı genişleme planları, şirketin gelir çeşitliliğini artırırken döviz bazlı gelir akışını da desteklemektedir. Katar, Suudi Arabistan ve BAE gibi pazarlardaki ivmenin yanı sıra, Rusya pazarında tüketimin toparlanmasıyla birlikte yurtdışı operasyonların, konsolide finansallar içindeki ağırlığının artmasını bekliyoruz. Şirketin 3Ç25 döneminde yurt dışı satışlarda USD bazında ivmelenen görünümünün, uluslararası bacağın "dönüş" sinyallerini güçlendirdiği kanaatindeyiz.

2026 beklentilerimizde Koton'un hem yurt içi hem yurt dışı mağaza açılışlarıyla satış alanını büyütmesini ve ölçeğini genişletmesini öngörüyoruz. Talep tarafında reel bazda daha dengeli bir görünüm beklerken, ürün karmasındaki yukarı yönlü kayma, hızlı koleksiyon yenileme kabiliyeti ve erişilebilir segmentteki marka gücünün birim karlılığı koruyucu rol oynayacağını düşünüyoruz. Operasyonel marjların büyük ölçüde korunacağı, iyileşmenin ise ağırlıklı olarak finansman giderlerindeki gerileme üzerinden net kar tarafında daha görünür olacağı bir senaryo bekliyoruz. Kur dinamiklerinde normalleşme ve güçlü TL etkisinin azalması, fiyatlama alanını genişletebilecek ve FX gelirleri üzerinden destek sağlayabilecek bir unsur olarak izlenmektedir.

KOTON

AL

Hedef fiyat	27,00 TL
Getiri potansiyeli	%76

Pay bilgileri

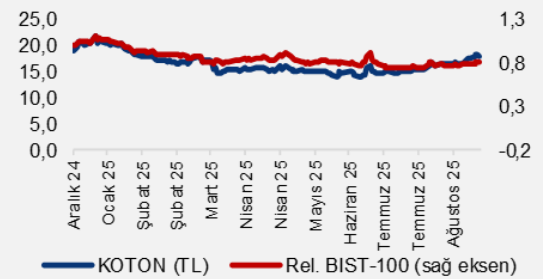
Pay Kodu	KOTON TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	15,36
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	13,9 / 21,8
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	12.743 - 298
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	830 - 16%
Yabancı Takas Oranı	0%
Pazar	Yıldız
Sektör	Perakende

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

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	2%	-20%	-23%
USD	2%	-23%	-36%
BIST-100'e göre performans	-2%	-20%	-33%

Tahminler (TL mn)	2024	2025T	2026T
Net satışlar	31.466	32.811	41.299
FAVÖK	5.757	6.145	7.437
Net kâr	-495	337	447

Değerleme	2024	2025T	2026T
F/K	n.a.	36,0x	27,1x
F/DD	1,6x	1,5x	1,4x
FD/FAVOK	3,6x	3,3x	2,7x



Koton – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	734	1.252	1.059
Ticari alacaklar	2.233	2.519	3.058
Stoklar	10.006	10.080	12.635
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	3.182	3.182	3.580
Diğer duran varlıklar	8.111	8.552	10.208
Toplam varlıklar	24.265	25.585	30.539
Kısa vadeli borçlanmalar	5.764	6.654	8.375
Ticari borçlar	6.537	6.764	8.493
Uzun vadeli borçlanmalar	2.326	2.097	2.640
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.893	1.988	2.502
Uzun vadeli yükümlülükler	16.520	17.502	22.009
Özkaynaklar	7.746	8.083	8.530
Ödenmiş sermaye	830	830	830
Diğer özkaynaklar	6.916	7.253	7.700
Toplam kaynaklar	24.265	25.585	30.539
Net borç	7.356	7.498	9.956
Net işletme sermayesi	5.702	5.835	7.200
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	-%6,6	%4,3	%5,4
Net kâr	-%1,6	%1,0	%1,1
Aktif devri	1,4x	1,3x	1,5x
Kaldıraç	3,1x	3,1x	3,4x
Aktif kârlılığı	-%2,1	%1,4	%1,6
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%33	%34	%36
Net borç/özsermaye	0,95	0,93	1,17
Net borç/FAVÖK	1,28	1,22	1,34
Hisse başına (TL)			
Net kâr	-0,60	0,41	0,54
Özkaynak	9,34	9,74	10,28
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	31.466	32.811	41.299
Brüt kâr	16.940	17.613	22.169
Faaliyet giderleri	-14.503	-15.188	-19.118
Esas faaliyet kârı	2.437	2.424	3.052
FAVÖK	5.757	6.145	7.437
Net diğer gelir	-2.288	-1.591	-1.962
Net finansman geliri	-832	-633	187
Vergi öncesi kâr	-691	193	1.268
Vergi gideri	195	-48	-317
Net kâr	-495	337	447
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	5.757	6.145	7.437
Vergi gideri	-609	-606	-763
Yatırımlar	-1.015	-996	-1.154
İşletme sermayesi değişimi	403	-713	849
Serbest nakit akışı	3.730	5.255	4.671
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%1	%4	%26
FAVÖK	-%15	%7	%21
Net kâr	-%115	-%168	%33
Brüt marj	%53,8	%53,7	%53,7
Esas faaliyet kâr marjı	%7,7	%7,4	%7,4
FAVÖK marjı	%18,3	%18,7	%18,0
Net marj	-%1,6	%1,0	%1,1
Serbest nakit akışı marjı	%14,4	%17,7	%12,4
Değerleme			
F/K	n.a.	36,0x	27,1x
F/DD	1,6x	1,5x	1,4x
FD/FAVOK	3,6x	3,3x	2,7x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

Mavi Giyim

Mavi Giyim için 12 aylık hedef fiyatımızı 58,00 TL seviyesinde koruyor ve "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Güçlü marka konumu, esnek fiyatlama kabiliyeti ve yüksek operasyonel disiplini sayesinde Mavi'yi, zorlu makro koşullarda dahi marjlarını koruyabilen ve 2026 itibarıyla normalleşen finansal koşullardan net şekilde faydalanabilecek perakende oyuncuları arasında değerlendiriyoruz. Bu çerçevede şirket, Model Portföyümüzdeki yerini korumaya devam etmektedir.

2024 – 2025 dönemi, perakende sektörü açısından talep tarafında belirgin bir stres testi niteliği taşıırken, Mavi bu süreci agresif hacim büyümesi yerine karlı büyüme ve marj korunumu odağında yönetmiştir. Dinamik fiyatlama yaklaşımı, ürün karmasının yukarı taşınması ve etkin stok yönetimi sayesinde brüt ve FAVÖK marjlarının tarihsel ortalamalara yakın seviyelerde tutulması, şirketin operasyonel kalitesini ayırtıran temel unsur olmuştur. Bu stratejinin, talep koşullarının daha dengeli bir zemine oturmasıyla birlikte 2026'da daha görünür bir karlılık avantajına dönüşmesini bekliyoruz.

2026 görünümünde temel katalizörün, operasyonel marjların korunmasıyla birlikte finansman maliyetlerindeki gerilemenin net kara yansımaya olacağını düşünüyoruz. Dezenflasyon süreci ve faizlerde beklenen kademeli düşüş, özellikle kira yükümlülükleri ve kredi kartı komisyonları kaynaklı finansal gider baskısını azaltarak net kar marjları üzerinde ek bir kaldıraç yaratabilir.

Mağaza stratejisi tarafında Mavi'nin seçici büyüme ve metrekare verimliliği odağını korumasını olumlu değerlendiriyoruz. Yeni mağaza açılışlarının kontrollü şekilde sürmesi, mevcut mağazalarda metrekare başına ciro artışı ve online kanalın dengeli katkısı, büyümenin kalite odaklı ilerlemesini sağlamaktadır. Özellikle yapısal olarak güçlü seyreden 3Ç – 4Ç sezon etkisinin, 2026'da da marjları destekleyen önemli bir unsur olmaya devam etmesini bekliyoruz.

Talep tarafında 2026 yılı, asgari ücret artışı ve reel gelir dinamiklerine duyarlı olmaya devam edecektir. Ancak Mavi'nin erişilebilir fiyat segmentinde güçlü marka algısı, belirsizlik dönemlerinde tüketicinin bilinen markaya yönelme eğilimi ve ürün kalitesine dayalı müşteri sadakati, şirketi sektörde görece daha dayanıklı bir konuma taşımaktadır. Bu nedenle talep koşulları tam anlamıyla normalleşme dahi, Mavi'nin sektör ortalamasının üzerinde bir karlılık profili sunabileceğini düşünüyoruz.

MAVI

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 58
%35

Pay bilgileri

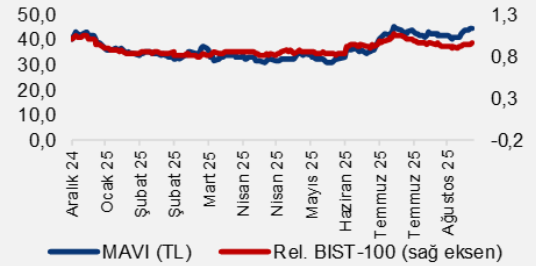
Pay Kodu	MAVI TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	43,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	30,3 / 45,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	34.164 - 799
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	795 - 73%
Yabancı Takas Oranı	29%
Pazar	Yıldız
Sektör	Giyim Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	8,8	8,0	10,9

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	13%	10%	2%
USD	12%	7%	-16%
BIST-100'e göre performans	8%	11%	-11%

Tahminler (TL mn)	2024	2025T	2026T
Net satışlar	47.173	47.892	59.067
FAVÖK	8.588	8.736	10.249
Net kâr	3.275	3.409	4.226

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



Mavi Giyim – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	7.753	9.093	12.067
Ticari alacaklar	2.516	2.493	3.075
Stoklar	6.261	6.946	8.486
Finansal yatırımlar	5	5	5
Maddi duran varlıklar	3.364	3.390	3.707
Diğer duran varlıklar	4.084	4.206	4.332
Toplam varlıklar	23.983	26.133	31.672
Kısa vadeli borçlanmalar	2.028	2.155	2.953
Ticari borçlar	5.905	5.514	6.882
Uzun vadeli borçlanmalar	885	958	1.181
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2.405	2.429	2.453
Uzun vadeli yükümlülükler	11.222	11.056	13.470
Özkaynaklar	12.761	15.077	18.202
Ödenmiş sermaye	397	397	397
Diğer özkaynaklar	12.364	14.680	17.805
Toplam kaynaklar	23.983	26.133	31.672
Net borç	-4.841	-5.980	-7.932
Net işletme sermayesi	2.872	3.924	4.679
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%29,5	%24,5	%25,4
Net kâr	%6,9	%7,1	%7,2
Aktif devri	2,2x	1,9x	2,0x
Kaldıraç	2,0x	1,8x	1,7x
Aktif kârlılığı	%15,0	%13,6	%14,6
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%12	%12	%13
Net borç/özsermaye	-0,38	-0,40	-0,44
Net borç/FAVÖK	-0,56	-0,68	-0,77
Hisse başına (TL)			
Net kâr	4,12	4,29	5,32
Özkaynak	16,06	18,98	22,91
Temettü	-1,31	-1,26	-1,25

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	47.173	47.892	59.067
Brüt kâr	23.723	24.084	29.704
Faaliyet giderleri	-18.009	-18.284	-22.550
Esas faaliyet kârı	5.713	5.800	7.154
FAVÖK	8.588	8.736	10.249
Net diğer gelir	214	253	312
Net finansman geliri	-1.442	-1.440	-1.747
Vergi öncesi kâr	4.494	4.620	5.728
Vergi gideri	-1.219	-1.211	-1.502
Net kâr	3.275	3.409	4.226

Nakit akış tablosu	2024	2025T	2026T
FAVÖK	8.588	8.736	10.249
Vergi gideri	-1.428	-1.450	-1.788
Yatırımlar	-1.619	-2.557	-2.955
İşletme sermayesi değişimi	707	1.319	790
Serbest nakit akışı	4.834	3.410	4.716

Büyüme ve marjlar	2024	2025T	2026T
Net satışlar	%3	%2	%23
FAVÖK	%2	%2	%17
Net kâr	-%12	%4	%24
Brüt marj	%50,3	%50,3	%50,3
Esas faaliyet kâr marjı	%12,1	%12,1	%12,1
FAVÖK marjı	%18,2	%18,2	%17,4
Net marj	%6,9	%7,1	%7,2
Serbest nakit akışı marjı	%10,2	%7,9	%8,8

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

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

Migros

Migros için 12 aylık hedef fiyatımızı 715,00 TL seviyesinde koruyor ve "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Migros'u, hisse performansının dönem dönem operasyonel ivmenin gerisinde kaldığı bir zeminde, pazar payı kazanan, verimlilik odaklı yatırımlarla ölçeğini büyüten ve aynı zamanda defansif karakterini koruyabilen nadir tüketim hikayelerinden biri olarak görüyoruz. Bu çerçevede Migros, Model Portföyümüzdeki yerini korumaya devam etmektedir.

2025 tarafında hisse performansını zayıflatan ana başlıklar daha çok operasyon dışı kalemler (özellikle 1Y'de beklenti sapmaları ve tüketimde beklenenden zayıf seyre bağlı ciro beklentilerindeki revizyonlar) olurken, operasyonel metriklerde görünüm daha güçlü seyretmiştir. Şirketin karlılık tarafında rehberliğin önünde ilerlemesi; envanter kayıp oranlarındaki düşüşün brüt kârlılığı desteklemesi, verimlilik adımları ve nakit dönüşümündeki iyileşme ile daha net görünür hale gelmiştir. Buna paralel olarak Migros'un e-ticaret tarafında pazar payı kazanımını sürdürmesi, ölçek ekonomisini güçlendirerek hikayenin kalitesini artıran önemli bir unsur olmaya devam etmektedir.

2026 görünümümüzde büyümenin ana taşıyıcıları; LFL büyümesi, seçici satış alanı artışı ve online kanalın ivmesini korumasıdır. Baz senaryomuzda 2026'da reel ciro büyümesinin daha görünür bir patikaya oturmasını; bunun da hem mağaza verimliliği hem de online tarafında ölçeklenmenin devamı ile desteklenmesini bekliyoruz. Marj tarafında ise 2025'te başlayan verimlilik kazanımlarının 2026'da operasyonel kaldıraç ile birleşerek FAVÖK marjında kademeli bir iyileşme alanı yaratacağını düşünüyoruz.

Önümüzdeki dönemde Migros için ana katalizörleri; pazar payı kazanımının sürmesi, online kanalın ölçeklenmeye devam etmesi, verimlilik yatırımlarının marjlara daha net yansması ve dezenflasyonla birlikte promosyon yoğunluğunun daha rasyonel bir zemine oturması olarak görüyoruz. Risk tarafında ise promosyon baskısının beklenenden uzun sürmesi, maliyet enflasyonunun verimlilik kazanımlarını gölgelemesi, regülasyon kaynaklı fiyatlamaya kısıtları ve operasyon dışı net kar görünümünde dalgalanma yaratması yakından izlenmelidir.

MGROS

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 715
%37

Pay bilgileri

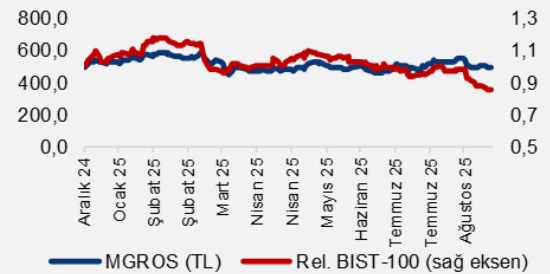
Pay Kodu	MGROS TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	523,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	418,9 / 583,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	94.691 - 2.214
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	181 - 51%
Yabancı Takas Oranı	29%
Pazar	Yıldız
Sektör	Gıda Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	31,1	29,9	25,9

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	0%	18%	-2%
USD	-1%	14%	-19%
BIST-100'e göre performans	-4%	18%	-15%

Tahminler (TL mn)	2024	2025T	2026T
Net satışlar	368.487	409.818	519.139
FAVÖK	19.813	21.421	25.088
Net kâr	8.246	8.001	11.406

Değerleme	2024	2025T	2026T
F/K	11,9x	12,0x	9,4x
F/DD	1,3x	1,2x	1,1x
FD/FAVOK	4,8x	4,4x	3,8x



Migros – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T	Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	28.252	30.468	35.136	Net satışlar	368.487	409.818	519.139
Ticari alacaklar	1.754	1.950	2.471	Brüt kâr	85.297	94.864	120.170
Stoklar	39.074	42.163	51.770	Faaliyet giderleri	-77.999	-86.748	-109.888
Finansal yatırımlar	27	30	33	Esas faaliyet kârı	7.298	8.117	10.282
Maddi duran varlıklar	43.133	49.606	52.087	FAVÖK	19.813	21.421	25.088
Diğer duran varlıklar	75.979	84.501	111.000	Net diğer gelir	-19.183	-22.696	-27.712
Toplam varlıklar	188.219	208.718	252.496	Net finansman geliri	21.509	23.922	29.264
Kısa vadeli borçlanmalar	6.050	6.729	8.524	Vergi öncesi kâr	9.962	9.718	12.311
Ticari borçlar	72.384	81.797	105.257	Vergi gideri	-1.760	-1.717	-904
Uzun vadeli borçlanmalar	20.410	22.700	26.119	Net kâr	8.246	8.001	11.406
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	17.492	18.934	23.984				
Uzun vadeli yükümlülükler	116.336	130.159	163.883	Nakit akış tablosu			
Özkaynaklar	71.883	78.559	88.613	FAVÖK	19.813	21.421	25.088
Ödenmiş sermaye	181	195	195	Vergi gideri	-1.824	-2.029	-2.570
Diğer özkaynaklar	71.702	78.364	88.418	Yatırımlar	-11.028	-14.374	-15.018
Toplam kaynaklar	188.219	208.718	252.496	İşletme sermayesi değişimi	-4.226	-6.128	-13.332
Net borç	-1.792	-1.040	-494	Serbest nakit akışı	11.186	11.146	20.831
Net işletme sermayesi	-31.556	-37.684	-51.016				
Oranlar				Büyüme ve marjlar			
Karlılık				Net satışlar	%12	%11	%27
Özkaynak kârlılığı	%12,0	%10,6	%13,6	FAVÖK	%248	%8	%17
Net kâr	%2,2	%2,0	%2,2	Net kâr	-%49	-%3	%43
Aktif devri	2,1x	2,1x	2,3x				
Kaldıraç	2,6x	2,6x	2,8x	Brüt marj	%23,1	%23,1	%23,1
Aktif kârlılığı	%4,6	%4,0	%4,9	Esas faaliyet kâr marjı	%2,0	%2,0	%2,0
				FAVÖK marjı	%5,4	%5,2	%4,8
				Net marj	%2,2	%2,0	%2,2
				Serbest nakit akışı marjı	%3,3	%3,0	%4,3
Kaldıraç							
Finansal borç/toplam varlıklar	%14	%14	%14	Değerleme			
Net borç/özsermaye	-0,02	-0,01	-0,01	F/K	11,9x	12,0x	9,4x
Net borç/FAVÖK	-0,09	-0,05	-0,02	F/DD	1,3x	1,2x	1,1x
				FD/FAVOK	4,8x	4,4x	3,8x
Hisse başına (TL)							
Net kâr	45,54	44,19	63,00				
Özkaynak	397,02	433,90	489,43				
Temettü	-13,95	-6,94	-6,92				

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

MLP Sağlık

MLP Sağlık'ın operasyonel performansı 2025 boyunca istikrarlı şekilde güçlenirken, 2026 yılına yönelik görünüm daha belirgin şekilde iyileşmektedir. Güçlü yurt içi hasta trafiği, verimlilik odaklı etkin maliyet yönetimi ve ölçek ekonomisinin sağladığı avantajlar sayesinde şirketin karlılık görünümü korunmaktadır. Güncellenen varsayımlarımız doğrultusunda MLP Sağlık için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 450 TL'den 485 TL'ye yükseltiyor, hisse için TUT tavsiyemizi AL olarak revize ediyoruz. Mevcut fiyatlamada seviyelerinde kısa vadede dengeli bir getiri profili öngörürken, 2026 yılında faaliyet ivmesinin gücünü korumasını bekliyoruz.

Operasyonel tarafta verimlilik artışı ve marjların korunması öne çıkmaktadır. 2025 yılının ilk dokuz aylık döneminde reel büyüme devam ederken, özellikle dışarıdan alınan hizmetlerin şirket bünyesine dahil edilmesiyle gider yapısı daha öngörülebilir hale gelmiştir. Bu adımlar FAVÖK marjını desteklerken, hasta ve ödeme tipi miksindeki iyileşme operasyonel karlılığa pozitif katkı sağlamaktadır. Yılın son çeyreğinde gelir yaratımında reel büyümenin devamını, buna karşılık marjlar ve verimlilik tarafındaki kazanımların korunacağını öngörüyoruz. Bu doğrultuda, şirketin 2025 yılını 53,7 milyar TL ciro, %26,6 FAVÖK marjı ile 14,3 milyar TL FAVÖK ve 5,6 milyar TL net kar ile tamamlamasını öngörüyoruz.

2026 yılına girerken regülasyon kaynaklı belirsizliklere rağmen daha olumlu bir tablo öngörüyoruz. Sağlık Uygulama Tebliği ve Türk Tabipleri Birliği fiyat tarifelerinde beklenen artışların zamanlaması 2026 görünümünde belirleyici olacaktır. Hasılatın önemli bir bölümünün bu tarifelere duyarlı olması, olası güncellemelerin gelir ve karlılık üzerinde anlamlı bir kaldıraç yaratma potansiyeli taşımaktadır. Bu çerçevede 2026 yılında şirketin 66,2 milyar TL ciro, 17,8 milyar TL FAVÖK ve yaklaşık 8 milyar TL net kar elde etmesini bekliyoruz.

Yatırımlar ve kapasite artışı, orta vadeli büyüme hikayesini desteklemeye devam etmektedir. Şirket, yıl içinde Liv Hospital Topkapı ve Medical Park Tem hastanelerini bünyesine katarak toplam yatak kapasitesini artırdı. İstanbul Onkoloji Hastanesi'nin MLP Sağlık bünyesine dahil edilmesi, Gaziosmanpaşa Diyaliz Merkezi devri ve yeni hastane açılışları, grubun yatak kapasitesini ve hizmet çeşitliliğini artırmaktadır. Büyük şehirlerde yoğunlaşan bu genişleme stratejisi, ölçek avantajı yaratırken birim maliyetleri aşağı çekerek karlılık tarafında sürdürülebilir destek oluşturmaktadır.

Nakit akışı ve finansal yapıda temkinli görünüm. Artan yatırım harcamaları nedeniyle operasyonel nakit akışı %44 azalarak 4,9 milyar TL oldu. Geçici ticari alacak artışı ve yurtdışındaki hastanelerinin fonlanması nedeniyle işletme sermayesi ihtiyacı arttı. Yeni hastane yatırımları ve ruhsat alımları sonucunda serbest nakit akışı geçici olarak negatif, -2,5 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Net borç/FAVÖK oranı 0,5x'ten, 0,9x'e yükselmiş olup finansal kaldıraç seviyesi yönetilebilir düzeydedir.

MPARK

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 485
%28

Pay bilgileri

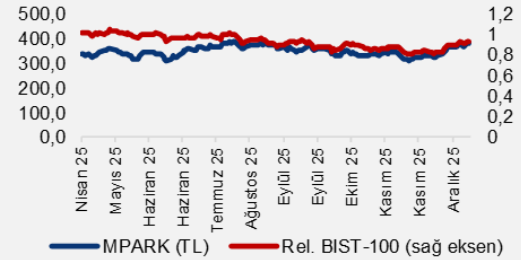
Pay Kodu	MPARK TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	378,75
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	305,0 / 383,3
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	72.346 - 1.692
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	191 - 42%
Yabancı Takas Oranı	37.66%
Pazar	Yıldız
Sektör	Sağlık ve Sosyal Hizmetler

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

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	18%	7%	-1%
USD	17%	4%	-18%
BIST-100'e göre performans	13%	8%	-14%

Tahminler (TL mn)	2024	2025E	2026E
Net satışlar	49.783	53.747	66.166
FAVÖK	12.798	14.320	17.781
Net kâr	6.535	5.626	8.076

Değerleme	2024	2025E	2026E
F/K	11,1x	12,9x	9,0x
F/DD	2,5x	2,1x	1,8x
FD/FAVÖK	6,5x	5,9x	4,7x



— MPARK (TL) — Rel. BIST-100 (sağ eksen)

MLP Sağlık – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	3.421	7.879	14.756
Ticari alacaklar	7.635	8.461	9.873
Stoklar	1.259	1.240	1.528
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	20.343	25.860	28.446
Diğer duran varlıklar	26.660	32.139	35.353
Toplam varlıklar	59.317	75.579	89.956
Kısa vadeli borçlanmalar	5.109	2.528	5.979
Ticari borçlar	7.514	7.979	10.489
Uzun vadeli borçlanmalar	4.911	18.115	19.167
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	13.402	13.226	13.358
Uzun vadeli yükümlülükler	30.937	41.848	48.993
Özkaynaklar	28.381	33.731	40.964
Ödenmiş sermaye	191	191	191
Diğer özkaynaklar	28.190	33.540	40.773
Toplam kaynaklar	59.317	75.579	89.956
Net borç	6.599	12.764	10.389
Net işletme sermayesi	1.380	1.722	912
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%25,5	%18,1	%21,6
Net kâr	%13,1	%10,5	%12,2
Aktif devri	0,9x	0,8x	0,8x
Kaldıraç	2,2x	2,2x	2,2x
Aktif kârlılığı	%11,8	%8,3	%9,8
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%17	%27	%28
Net borç/özsermaye	0,23	0,38	0,25
Net borç/FAVÖK	0,52	0,89	0,58
Hisse başına (TL)			
Net kâr	34,21	29,45	42,28
Özkaynak	148,58	176,59	214,45
Temettü	1,29	1,03	4,42

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	49.783	53.747	66.166
Brüt kâr	13.620	15.071	18.487
Faaliyet giderleri	-4.223	-4.609	-5.604
Esas faaliyet kârı	9.397	10.461	12.883
FAVÖK	12.798	14.320	17.781
Net diğer gelir	-454	-306	-342
Net finansman geliri	-1.537	-2.047	-2.281
Vergi öncesi kâr	9.713	8.521	10.768
Vergi gideri	-2.456	-2.366	-2.692
Net kâr	6.535	5.626	8.076

Nakit akış tablosu	2024	2025T	2026T
FAVÖK	12.798	14.320	17.781
Vergi gideri	-2.851	-2.456	-2.366
Yatırımlar	-2.472	-4.403	-6.975
İşletme sermayesi değişimi	759	200	-429
Serbest nakit akışı	6.716	7.261	8.868

Büyüme ve marjlar	2024	2025T	2026T
Net satışlar	%22	%8	%23
FAVÖK	%22	%12	%24
Net kâr	-%20	-%14	%44
Brüt marj	%27,4	%28,0	%27,9
Esas faaliyet kâr marjı	%18,9	%19,5	%19,5
FAVÖK marjı	%25,7	%26,6	%26,9
Net marj	%13,1	%10,5	%12,2
Serbest nakit akışı marjı	%8,8	%10,7	%8,2

Değerleme	2024	2025T	2026T
F/K	10,7x	12,4x	8,7x
F/DD	2,5x	2,1x	1,7x
FD/FAVOK	6,5x	5,9x	4,7x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Pegasus

Yakından takibimizi sürdürdüğümüz bir diğer havacılık şirketi olan Pegasus'u 12 aylık pay başına 314 TL hedef fiyat ve "AL" tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz. 2025 yılında jeopolitik gelişmeler, zayıf seyreden talep koşulları ve artan kapasite rekabetinin yarattığı baskılara rağmen Pegasus'un büyüme odaklı stratejisini koruduğunu görüyoruz. Güçlenen dış hat ağı, esnek kapasite yönetimi ve düşük maliyetli iş modeli sayesinde şirketin 2026 yılında da hacim büyümesini sürdürmesini, buna karşılık karlılık tarafında sınırlı ancak dengeli bir iyileşme sağlamasını bekliyoruz. Şirket, 2026T dönemi tahminlerimizde 5.8x F/K ve 4.9 FD/FAVÖK çarpanından işlem görmektedir.

Tahminlerimizde şirketin 2025 yılını 3.420 milyon euro ciro ve %25,5 FAVÖK marjı ile tamamlamasını, 2026 yılında ise cironun 3.680 milyon euroya yükselirken FAVÖK marjının sınırlı bir iyileşmeyle %25,6 seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz. . Kapasite artışının kademeli olarak yavaşladığı bu dönemde, RASK ve CASK tarafındaki sınırlı baskının 2026 yılında da devam edeceğini, buna karşılık birim maliyet yönetimi ve filo verimliliğinin marjlardaki aşağı yönlü riskleri dengeleyeceğini düşünüyoruz. 2026 yılında FAVÖK büyümesinin daha ılımlı bir seyir izlemesi, nakit üretimi ve borçluluk yönetimi açısından daha sağlıklı bir zemin oluşturacaktır.

Trafik tarafında dış hat büyümesinin ana sürükleyici olmaya devam etmesini, iç pazarın ise canlılığını koruyarak destekleyici bir rol üstlenmesini bekliyoruz. Pegasus'un 2025 Ocak-Ekim döneminde toplam yolcu sayısını yıllık %15, dış hat yolcusunu ise %18 artırması, uluslararası ağına gücünü ve dış hat odaklı büyüme stratejisinin etkinliğini net şekilde öne çıkarıyor. Bu görünüm doğrultusunda 2025 yılını 42,9 milyon yolcu ile tamamlamasını, 2026 yılında ise kapasite artışının devamı ve dış hat ağırlıklı büyümenin katkısıyla toplam yolcu sayısının %13,4 artarak 48,6 milyon seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz. Sabiha Gökçen Havalimanı'nda ikinci pistin tam kullanıma geçmesi ve operasyonel akıştaki iyileşme, 2026 yılında kapasite kullanım oranlarını destekleyen önemli bir unsur olacaktır.

Smartwings Grubu'nun satın alınması, Pegasus'un Avrupa pazarındaki konumlanması açısından orta vadeli stratejik bir büyüme adımı olarak öne çıkıyor. Tam konsolidasyon kapsamına alınacak bu varlıkların özellikle Orta ve Doğu Avrupa odaklı ağı genişlemesine katkı sağlamasını beklerken, satın alıma ilişkin finansman modellerinin borçluluk üzerinde geçici bir baskı yaratabileceğini not ediyoruz. Buna karşılık yaratılacak ölçek etkisi, gelir çeşitlendirmesi ve hat bazlı sinerjilerin orta vadede bu baskıyı dengeleyebilecek potansiyele sahip olduğunu düşünüyoruz. Onay sürecinin tamamlanmasının ardından entegrasyonun hızı ve yatırımın mevcut operasyonlara sağlayacağı katkı, önümüzdeki dönemde yakından takip edilecek ana faktörler olacaktır.

PGSUS

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 314
%52

Pay bilgileri

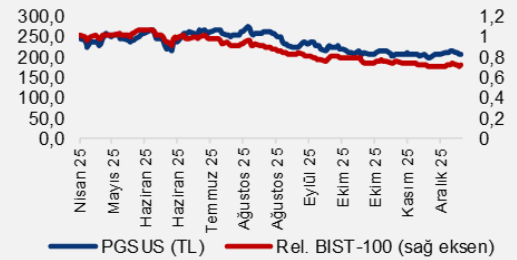
Pay Kodu	PGSUS TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	206,50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	195,8 / 274,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	103.250 - 2.414
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	500 - 43%
Yabancı Takas Oranı	19.28%
Pazar	Yıldız
Sektör	Havacılık

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	82,8	92,4	84,4

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	1%	-8%	-3%
USD	0%	-11%	-20%
BIST-100'e göre performans	-3%	-7%	-16%

Tahminler (TL mn)	2024	2025E	2026E
Net satışlar	111.823	155.453	189.763
FAVÖK	31.765	39.686	48.522
Net kâr	13.285	15.855	18.090

Değerleme	2024	2025E	2026E
F/K	7,8x	6,5x	5,7x
F/DD	1,4x	0,9x	0,8x
FD/FAVOK	7,5x	6,0x	4,9x



Pegasus – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	46.259	64.023	91.072
Ticari alacaklar	2.699	4.265	5.987
Stoklar	1.526	2.206	3.471
Finansal yatırımlar	11.098	12.208	13.429
Maddi duran varlıklar	18.188	28.290	31.119
Diğer duran varlıklar	203.550	294.849	324.334
Toplam varlıklar	283.320	405.841	469.410
Kısa vadeli borçlanmalar	29.251	38.712	44.652
Ticari borçlar	7.943	13.308	15.531
Uzun vadeli borçlanmalar	137.057	192.794	229.653
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	34.150	45.801	46.259
Uzun vadeli yükümlülükler	208.401	290.615	336.094
Özkaynaklar	74.919	115.226	133.316
Ödenmiş sermaye	500	500	500
Diğer özkaynaklar	74.419	114.726	132.816
Toplam kaynaklar	283.320	405.841	469.410
Net borç	120.049	167.483	183.233
Net işletme sermayesi	-3.718	-6.837	-6.074
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%20,5	%16,7	%14,6
Net kâr	%11,9	%10,2	%9,5
Aktif devri	0,5x	0,5x	0,4x
Kaldıraç	3,7x	3,6x	3,5x
Aktif karlılığı	%5,5	%4,6	%4,1
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%59	%57	%58
Net borç/özsermaye	1,60	1,45	1,37
Net borç/FAVÖK	3,78	4,22	3,78
Hisse başına (TL)			
Net kâr	26,57	31,71	36,18
Özkaynak	149,84	230,45	266,63
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	111.823	155.453	189.763
Brüt kâr	25.226	29.363	38.690
Faaliyet giderleri	-5.483	-7.865	-8.539
Esas faaliyet kârı	19.743	21.498	30.151
FAVÖK	31.765	39.686	48.522
Net diğer gelir	1.064	-6.944	-7.528
Net finansman geliri	-10.707	-1.007	-3.795
Vergi öncesi kâr	11.922	16.936	22.613
Vergi gideri	1.363	-1.081	-4.523
Net kâr	13.285	15.855	18.090

Nakit akış tablosu	2024	2025T	2026T
FAVÖK	31.765	39.686	48.522
Vergi gideri	1.363	-1.081	-4.523
Yatırımlar	2.568	-2.444	-3.174
İşletme sermayesi değişimi	64	1.172	763
Serbest nakit akışı	35.632	34.988	40.062

Büyüme ve marjlar	2024	2025T	2026T
Net satışlar	%59	%39	%22
FAVÖK	%47	%25	%22
Net kâr	-%36	%19	%14
Brüt marj	%22,6	%18,9	%20,4
Esas faaliyet kâr marjı	%17,7	%13,8	%15,9
FAVÖK marjı	%28,4	%25,5	%25,6
Net marj	%11,9	%10,2	%9,5
Serbest nakit akışı marjı	%31,9	%22,5	%21,1

Değerleme	2024	2025T	2026T
F/K	7,9x	6,6x	5,8x
F/DD	1,4x	0,9x	0,8x
FD/FAVOK	7,5x	6,0x	4,9x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Sabancı Holding

Sabancı Holding'i, dinamik portföy yönetimi yaklaşımı, banka dışı iştiraklerin artan stratejik ağırlığı ve tarihsel ortalamalarının üzerinde seyreden Net Aktif Değer (NAD) iskontosu ile model portföyümüzün güçlü hikayelerinden biri olarak konumlandırıyoruz. Hisse için 162,00 TL hedef fiyat ve %91 getiri potansiyeli ile "AL" tavsiyesi vererek araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Bu çerçevede Sabancı Holding'i model portföyümüze ekliyoruz. Yatırım tezimizin merkezinde, holdingin portföyünü daha yüksek katma değerli ve daha sürdürülebilir büyüme potansiyeli sunan alanlara kaydıracağı dönüşüm süreci yer almaktadır; makro normalleşme hızlandıkça bu dönüşümün değerlemeye daha görünür biçimde yansımaları bekliyoruz.

Portföy mimarisi açısından Akbank, güçlü sermaye yeterliliği ve yüksek özsermaye karlılığı ile holdingin nakit akışını destekleyen ana çapa olmaya devam ederken; 2026'ya giderken hikayenin ağırlık merkezinin giderek daha fazla banka dışı segmentlere kaydığını görüyoruz. Enerji tarafında Enerjisa Enerji'nin düzenlemeye dayalı, öngörülebilir nakit akışı yaratan yapısı ile Enerjisa Üretim'in yenilenebilir odaklı büyüme profili birlikte değerlendirildiğinde, holdingin hem defansif hem de büyüme bacağı olan tamamlayıcı bir yapı oluşmaktadır. Sanayi tarafında Malzeme Teknolojileri daha seçici yatırımlar ve verimlilik adımlarıyla karlılık kalitesini desteklerken; dijital tarafta Teknosa'nın karlılık ve verimlilik odağının bilançoya daha net yansıması, banka dışı katkının çeşitlenmesine yardımcı olmaktadır.

2026 görünümünde makro normalleşme, Sabancı Holding için iki kanallı bir kaldıraç yaratmaktadır. Bir yandan faiz indirim süreci ve risk primindeki olası gerileme bankacılık tarafındaki değerlemeyi destekleyebilir. Diğer yandan, enerji ve sanayi iştiraklerinde finansman maliyetlerinin gerilemesi; son dönemde hayata geçirilen verimlilik ve optimizasyon adımlarının operasyonel karlılıktan net kara geçişini hızlandırabilir.

Katalizör tarafında Enerjisa Üretim'in olası halka arzı, Sabancı Holding bünyesindeki saklı değerlerin daha şeffaf biçimde fiyatlanmasını sağlayabilecek en somut başlıklardan biridir. Buna ek olarak, Sabancı Climate Technologies çatısı altında özellikle ABD'de ölçeklenen yenilenebilir / iklim teknolojileri yatırımları, gruba döviz bazlı ve coğrafi çeşitliliği yüksek yeni bir büyüme alanı açmaktadır.

Değerleme tarafında NAD modelimiz; Akbank'ı çarpan bazlı, Agesa, Aksigorta, Akçansa, Çimsa, Kordsa, Brisa ve Enerjisa ve Carrefoursa gibi halka açık iştirakleri ağırlıklı piyasa değeri üzerinden, Teknosa'yı kendi hedef değerimiz ile, Enerjisa Üretim'i ise 8x FD/FAVÖK yaklaşımıyla; DxBV, Sabancı Climate Technologies, Çimsa Building Solutions, TUA ve diğer varlıkları ise defter değeri ağırlıklı bir çerçevede ele almaktadır.

SAHOL

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 162
%91

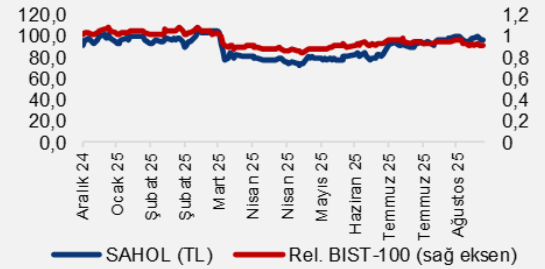
Pay bilgileri

Pay Kodu	SAHOL TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	84,60
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	72,2 / 104,7
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	177.692 - 4.155
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	2.100 - 51%
Yabancı Takas Oranı	30%
Pazar	Yıldız
Sektör	Holdingler

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	60,9	66,3	61,7

Fiyat performansı

	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	4%	-7%	-9%
USD	3%	-10%	-25%
BIST-100'e göre performans	0%	-7%	-21%



Sabancı Holding – NAD Tablosu

	Değerleme	Cari Değer (TL mn)	Pay Oranı %	to Sabancı	% of NAD	Hedef Değer (TL mn)	to Sabancı	NAD Payı (%)
Banka ve Finansal Hizmetler				169.050				
AKBNK	Piyasa Değeri	362.700	41%	148.707	38%	417.040	170.986	35%
AKGRT	Piyasa Değeri	11.348	36%	4.085	1%	14.469	5.209	1%
AGESA	Piyasa Değeri	40.644	40%	16.258	4%	51.821	20.728	4%
Malzeme Teknolojileri				54.715				
AKCNS	Piyasa Değeri	31.493	40%	12.597	3%	40.154	16.061	3%
CIMSA	Piyasa Değeri	43.440	55%	23.892	6%	55.387	30.463	6%
KORDS	Piyasa Değeri	9.598	71%	6.815	2%	12.238	8.689	2%
BRISA	Piyasa Değeri	25.935	44%	11.411	3%	33.067	14.549	3%
Dijital				5.193				
TKNSA	Piyasa Değeri	4.563	50%	2.281	1%	7.437	3.719	1%
DxBV	Defter Değeri	2.911	100%	2.911	1%	3.712	3.712	1%
Enerji ve İklim Teknolojileri				129.069				
Enerjisa Üretim	8,0x FD/FAVÖK	135.377	50%	67.689	17%	172.606	86.303	18%
ENJSA	Piyasa Değeri	105.115	40%	42.046	11%	134.022	53.609	11%
Sabancı Climate Tech.	Defter Değeri	13.444	100%	13.444	3%	17.141	17.141	4%
Cimsa Building Solutions	Defter Değeri	18.410	32%	5.891	1%	23.473	7.511	2%
Diğer				25.688				
Carrefoursa	Piyasa Değeri	15.473	57%	8.820	2%	19.729	11.245	2%
TUA	Defter Değeri	9.248	50%	4.624	1%	11.791	5.895	1%
Diğer	Defter Değeri	12.245	100%	12.245	3%	15.612	15.612	3%
				Cari NAD		Hedef NAD		
Halka Açık				276.913	70%	335.259	69%	
Halka Açık Olmayan				106.803	27%	136.174	28%	
Net Nakit				12.416	3%	13.920	3%	
Net Aktif Değer (NAD)				396.132	100%	485.353	100%	
Piyasa Değeri				177.692		177.692		
İskonto / Prim				-55%		-63%		
Uygulanan İskonto						-30%		
Hedef Piyasa Değeri						339.747		
12A Hedef Fiyat						162		
Hisse Fiyatı						84,6		
Potansiyel						91%		

Suwen

Suwen için 12 aylık hedef fiyatımızı 19,80 TL'den 16.00 TL seviyesine revize ederken "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Modelimizde yaptığımız güncellemeler ve daha temkinli varsayımlar doğrultusunda hedef fiyatımızı aşağı çekmemize rağmen, hissenin halen anlamlı bir yukarı potansiyel sunduğunu düşünüyoruz. Kadın iç giyim ve ev giyimi segmentinde konumlanan Suwen'i; ölçeklenebilir mağaza modeli, erişilebilir fiyat segmentindeki güçlü marka algısı ve geniş ürün karması sayesinde büyümeyi marj disiplininin koparmadan sürdürebilen bir perakende oyuncusu olarak değerlendiriyoruz. 2026'ya giderken makro senaryomuzda enflasyon ve faizlerde kademeli gerileme öngörmemiz, finansman giderleri kaynaklı baskının azalmasıyla birlikte şirketin operasyonel performansını net kara daha güçlü yansıtabilmesi açısından destekleyici bir zemin sunmaktadır.

Suwen'in yatırım tezinin merkezinde, mağaza açılışlarıyla ölçek büyümesi ile mevcut mağazalardaki güçlü LFL dinamiğinin birlikte çalışması yer almaktadır. Şirketin mağaza ağını genişletirken metrekare verimliliğini ve ürün bulunurluğunu koruyabilmesi, büyümenin kalitesini destekleyen temel unsur olmaya devam etmektedir. İç giyim kategorisinin tekrar eden satın alma davranışı, ev giyimi ve plaj giyimi gibi tamamlayıcı kategorilerin sepeti büyütmesi ve ürün karmasının marjları desteklemesi, brüt karlılık ve FAVÖK marjı açısından görünürlüğü artırmaktadır. Bu çerçevede, 2026'da da güçlü operasyonel marj yapısının korunabileceği kanaatindeyiz.

2026 beklentilerimizde Suwen'in büyümesini seçici mağaza açılışları, mağaza portföy optimizasyonu ve verimlilik adımlarıyla sürdürmesini öngörüyoruz. Talep tarafında tamamen sorunsuz bir tablo beklemesek de, şirketin erişilebilir fiyat konumu ve hızlı ürün döngüsü, daha dengeli bir tüketim ortamında büyümeyi destekleyebilir. Burada hikâyeyi destekleyecek unsurun, finansman maliyetlerindeki gerilemeyle birlikte net kar görünümünün daha öngörülebilir hale gelmesi olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle nakit döngüsünün sağlıklı yönetimi ve işletme sermayesi disiplininin korunması, büyümenin net kara dönüşmesinde kritik olmaya devam edecektir. Buna karşılık personel giderleri ve kira kalemlerinde beklenenden yüksek seyir, iç talepte sert zayıflama, kampanya yoğunluğuna bağlı rekabetin sertleşmesi ve büyümenin işletme sermayesi ihtiyacını artırması marjlar ve net kar üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilecek başlıklar olarak izlenmelidir.

SUWEN

AL

Hedef fiyat 16,00 TL
Getiri potansiyeli %57

Pay bilgileri

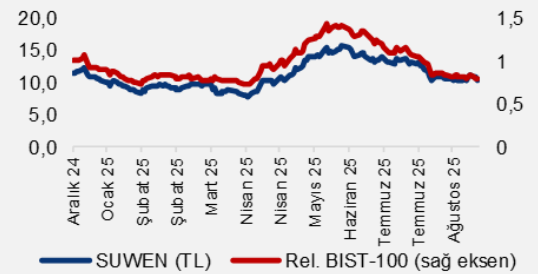
Pay Kodu	SUWEN TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	10,17
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	7,7 / 15,5
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	5.695 - 133
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	560 - 65%
Yabancı Takas Oranı	13%
Pazar	Yıldız
Sektör	Giyim Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	0,9	1,4	2,4

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	2%	-12%	-16%
USD	1%	-15%	-31%
BIST-100'e göre performans	-2%	-12%	-27%

Tahminler (TL mn)	2024	2025T	2026T
Net satışlar	5.466	5.563	6.798
FAVÖK	1.223	1.231	1.397
Net kâr	295	331	414

Değerleme	2024	2025T	2026T
F/K	19,0x	16,9x	13,5x
F/DD	3,5x	2,9x	2,4x
FD/FAVOK	5,4x	5,4x	4,8x



Suwen – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	287	638	1.106
Ticari alacaklar	138	140	172
Stoklar	1.486	1.441	1.662
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	406	411	480
Diğer duran varlıklar	989	1.009	1.029
Toplam varlıklar	3.306	3.640	4.447
Kısa vadeli borçlanmalar	939	928	1.100
Ticari borçlar	197	201	288
Uzun vadeli borçlanmalar	329	335	409
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	263	268	327
Uzun vadeli yükümlülükler	1.729	1.732	2.125
Özkaynaklar	1.577	1.908	2.323
Ödenmiş sermaye	224	560	560
Diğer özkaynaklar	1.353	1.348	1.763
Toplam kaynaklar	3.306	3.640	4.447
Net borç	982	625	404
Net işletme sermayesi	1.427	1.381	1.545

Oranlar

Karlılık

Özkaynak kârlılığı	%19,1	%19,0	%19,6
Net kâr	%5,4	%6,0	%6,1
Aktif devri	1,8x	1,6x	1,7x
Kaldıraç	1,9x	2,0x	1,9x
Aktif kârlılığı	%9,9	%9,5	%10,2

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%38	%35	%34
Net borç/özsermaye	0,62	0,33	0,17
Net borç/FAVÖK	0,80	0,51	0,29

Hisse başına (TL)

Net kâr	0,53	0,59	0,74
Özkaynak	2,82	3,41	4,15
Temettü	-0,14	0,00	0,00

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	5.466	5.563	6.798
Brüt kâr	2.912	2.963	3.628
Faaliyet giderleri	-2.243	-2.283	-2.789
Esas faaliyet kârı	669	681	839
FAVÖK	1.223	1.231	1.397
Net diğer gelir	-51	-49	-56
Net finansman geliri	-203	-204	-247
Vergi öncesi kâr	427	440	550
Vergi gideri	-133	-108	-136
Net kâr	295	331	414

Nakit akış tablosu

FAVÖK	1.223	1.231	1.397
Vergi gideri	-167	-170	-210
Yatırımlar	-102	-98	-113
İşletme sermayesi değişimi	688	-46	164
Serbest nakit akışı	266	1.009	910

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%21	%2	%22
FAVÖK	%24	%1	%14
Net kâr	-%16	%12	%25
Brüt marj	%53,3	%53,3	%53,4
Esas faaliyet kâr marjı	%12,2	%12,2	%12,3
FAVÖK marjı	%22,4	%22,1	%20,6
Net marj	%5,4	%6,0	%6,1
Serbest nakit akışı marjı	%4,9	%18,1	%13,4

Değerleme

F/K	19,0x	16,9x	13,5x
F/DD	3,5x	2,9x	2,4x
FD/FAVOK	5,4x	5,4x	4,8x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

Tab Gıda

TAB Gıda için 12 aylık hedef fiyatımızı 290 TL'den 333 TL'ye yükseltiyor ve hisse için AL görüşümüzü sürdürüyoruz. Şirketin ölçek avantajı, güçlü marka portföyü ve franchise ağıyla desteklenen büyüme modeli; enflasyonist ortamda tüketici davranışlarında öne çıkan uygun fiyat / erişilebilir ürün eğilimine karşı görece dayanıklı bir gelir profili sunmaktadır. 2026T dönemi tahminlerimize göre şirket, 14,2x F/K ve 4,6x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. TAB Gıda'nın büyüme görünümü ve operasyonel verimlilik odağı, mevcut hedef fiyatımızı destekler niteliktedir.

Makro koşullar ışığında QSR sektöründe görece direnç öne çıkıyor...Hızlı servis restoran (QSR) segmentinin, hane halkı harcamalarının baskılandığı dönemlerde dahi "değer odaklı tüketim" sayesinde görece dirençli bir görünüm sergilemesini bekliyoruz. Enflasyonda kademeli normalleşme ve beklentimiz dâhilinde finansal koşullarda olası bir gevşeme, dışarıda tüketim talebinde sert bir ivmelenmeden ziyade daha dengeli bir toparlanmaya işaret etmektedir. Bu çerçevede, ölçek avantajı, operasyonel verimlilik ve dijital kanalların etkin kullanımı sayesinde TAB Gıda'nın 2026 yılında da pazar payı kazanımını sürdürmesini bekliyoruz.

Şirket özelinde büyüme hikayesinin ana omurgasını franchise ve dijitalleşme oluşturmaya devam ediyor...TAB Gıda'nın toplam restoran sayısının 3Ç25 itibarıyla 1.975 seviyesinde olduğu; franchise restoran sayısının 878 adetle toplam içindeki payını artırdığı görülmektedir. Yönetimin büyüme iştahı korunmakta olup, **2025 yılı restoran açılış hedefinin** yukarı yönlü revize edilerek **250-300** aralığına taşındığı kamuya açık açıklamalarda yer almıştır. **2026 yılında da** büyümenin önemli bir kısmının franchise ağı üzerinden sürmesi ve bunun sermaye verimliliği ile ölçek ekonomileri kanalıyla marj dayanıklılığına katkı sağlaması beklenmektedir.

Rekabet dinamiklerindeki değişim büyüme fırsatlarını destekliyor...TAB Gıda'nın sektördeki büyüme fırsatlarını değerlendirerek mağaza açılışlarına hız verdiğini gözlemliyoruz. Türkiye'de Yum! Brands bünyesindeki **KFC** ve **Pizza Hut** markalarına ilişkin yaşanan gelişmelerin, pazar yapısını kısa vadede yeniden şekillendirdiğini değerlendiriyoruz. Yum! Brands'ın Türkiye'deki franchise sözleşmesini feshetmesiyle birlikte **283 KFC** ve **254 Pizza Hut** restoranının faaliyetlerinin en azından geçici olarak durdurulmasının, özellikle *fried chicken* segmentinde rekabet dinamiklerini değiştirdiğini düşünüyoruz. Bu çerçevede, TAB Gıda'nın **Popeyes** markası altında hız kazanan mağaza açılışlarıyla söz konusu boşluğu kademeli olarak doldurarak ciroya olan katkısını artırmasını bekliyoruz. Nitekim şirketin paylaştığı son bilgilere göre Popeyes markası Türkiye genelinde yaklaşık **482 restoran** seviyesine ulaşmış durumdadır.

Riskler tarafında ise tüketici harcamalarındaki dalgalanmalar, gıda ve enerji maliyetlerindeki oynaklık, ücret artışları ve yoğun rekabet ortamının fiyatlama gücünü sınırlama riski öne çıkmaktadır

TABGD

AL

Hedef fiyat 333.00 TL
Getiri potansiyeli %48

Pay bilgileri

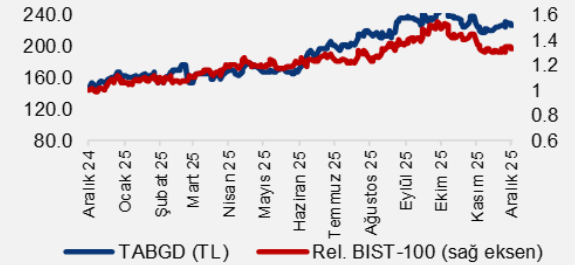
Pay Kodu	TABGD TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	225.50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	146.0 / 249.0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	58,921 - 1,378
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	261.3 - 20%
Yabancı Takas Oranı	36.1%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Hızlı Tüketim Restoranları

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	2.8	4.2	4.1

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	1%	-4%	54%
USD	0%	-8%	27%
BIST-100'e göre performans	-3%	-4%	33%

Tahminler (TL mn)	2024	2025T	2026T
Net satışlar	32,009	47,606	59,696
FAVÖK	6,865	9,186	11,747
Net kâr	1,912	2,899	4,169

Değerleme	2024	2025T	2026T
F/K	31.0x	20.4x	14.2x
F/DD	3.0x	2.7x	2.4x
FD/FAVOK	7.9x	5.9x	4.6x



Tab Gıda – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	5,294	9,621	13,971
Ticari alacaklar	1,781	2,609	3,271
Stoklar	494	651	815
Maddi duran varlıklar	12,111	12,695	12,965
Diğer duran varlıklar	8,596	11,410	14,307
Toplam varlıklar	30,550	36,985	45,329
Kısa vadeli borçlanmalar	1,763	2,774	4,365
Ticari borçlar	2,462	3,365	4,209
Uzun vadeli borçlanmalar	2,839	3,997	5,629
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3,614	4,992	6,259
Uzun vadeli yükümlülükler	6,453	8,989	11,889
Özkaynaklar	19,872	21,857	24,866
Ödenmiş sermaye	261	261	261
Toplam kaynaklar	30,550	36,985	45,329
Net borç	-2,966	-2,849	-3,977
Net işletme sermayesi	-187	-105	-124

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	32,009	47,606	59,696
Brüt kâr	5,530	7,988	10,135
Faaliyet giderleri	-2,622	-3,904	-4,656
Esas faaliyet kârı	2,908	4,083	5,479
FAVÖK	6,865	9,186	11,747
Net diğer gelir	-87	-286	-602
Net finansman geliri	-1,890	-1,597	-2,746
Vergi öncesi kâr	2,877	3,886	5,538
Vergi gideri	-966	-987	-1,370
Net kâr	1,912	2,899	4,169

Nakit akış tablosu	2024	2025T	2026T
FAVÖK	6,865	9,186	11,747
Vergi gideri	-966	-987	-1,370
Yatırımlar	-3,118	-4,540	-5,373
İşletme sermayesi değişimi	577	82	-18
Serbest nakit akışı	2,204	3,576	5,023

Oranlar

Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%16.5	%13.9	%17.8
Net kâr	%6.0	%6.1	%7.0
Aktif devri	1.5x	1.4x	1.5x
Kaldıraç	1.8x	1.6x	1.8x
Aktif karlılığı	%9.1	%8.6	%10.1

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%15	%18	%22
Net borç/özsermaye	-0.15	-0.13	-0.16
Net borç/FAVÖK	-0.43	-0.31	-0.34

Hisse başına (TL)

Net kâr	7.32	11.10	15.95
Özkaynak	76.05	83.65	95.16
Temettü	0.56	3.50	4.44

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%11	%49	%25
FAVÖK	%12	%34	%28
Net kâr	%91	-%46	%52
Brüt marj	%17.3	%16.8	%17.0
Esas faaliyet kâr marjı	%9.1	%8.6	%9.2
FAVÖK marjı	%21.4	%19.3	%19.7
Net marj	%6.0	%6.1	%7.0
Serbest nakit akışı marjı	%6.9	%7.5	%8.4

Değerleme

F/K	31.0x	20.4x	14.2x
F/DD	3.0x	2.7x	2.4x
FD/FAVOK	7.9x	5.9x	4.6x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

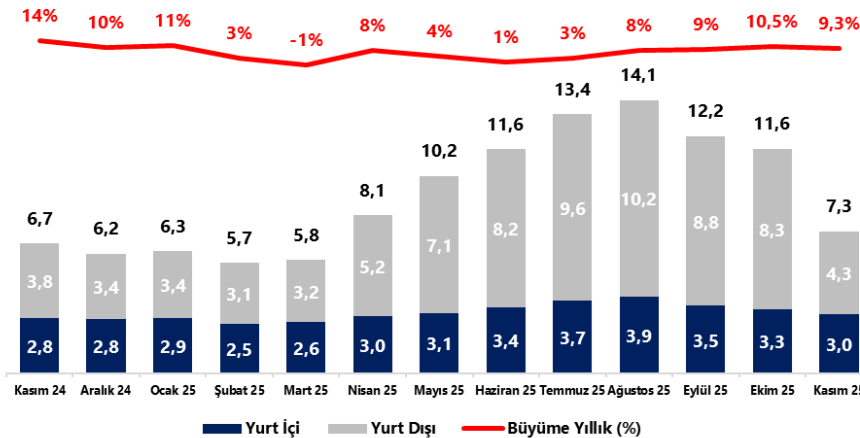
TAV Havalimanları

Güçlü operasyonel ivmesini 2026 yılında da korumasını beklediğimiz TAV Havalimanları için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 385 TL'den 400 TL'ye yükseltiyor, "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Şirketin 2025 yılında hem trafik dinamiklerinde hem de operasyonel göstergelerinde yakaladığı güçlü performans, 2026'ya daha güçlü bir baz ve daha öngörülebilir bir büyüme profili ile girilmesini sağlıyor. Ankara'da yeni imtiyazın tam yıl etkisi, Almatı'daki genişleme programının devreye girmesi, Antalya ve iştirak BTA operasyonlarında artan faaliyet hacmi ile birlikte hizmet şirketlerinin katkısındaki güçlenme, 2026 performansını destekleyen ana katalizörler olarak ön plana çıkıyor. Operasyonel verimlilikteki iyileşme, çeşitlenmiş gelir yapısı ve ölçek ekonomisinin getirdiği faaliyet kaldırıcı, TAVHL'nin orta vadeli büyüme hikayesini destekleyeceğini düşünüyoruz.

Trafik görünümünde devam eden ivme, 2026 yılına ilişkin beklentileri de olumlu yönde şekillendiriyor. 2025'in ilk on ayında toplam yolcu sayısının %6, iç hat yolcusunun ise %8 artması, iç talebin canlılığını koruduğunu ve TAVHL'nin coğrafi çeşitliliğinin sağladığı dayanıklılığı öne çıkarıyor. Ankara ve Almatı'da çift haneli dış hat büyümesi, BTA'nın Antalya'ya genişleyen katkısı ve Gürcistan ile Tunus operasyonlarındaki güçlü hareketlilik, 2026'da da trafik tarafındaki pozitif görünümün korunmasına zemin hazırlıyor. 2026 yılında toplam yolcu sayısında orta tek haneli artış, dış hat payının yüksek seviyelerde kalması ve birim gelirleri destekleyen ticari alan performansının güçlü faaliyet hacmini sürdürmesini bekliyoruz.

Genel olarak 2026 yılının, operasyonel genişleme, yüksek marjlı dış hat katkısı, güçlü iç turizm talebi ve imtiyaz portföyünde artan görünürlük doğrultusunda TAV Havalimanları için hem karlılık hem de serbest nakit akışı yaratma kapasitesi açısından olumlu bir yıl olmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda büyüme varsayımlarımızı yukarı yönlü güncellerken, hedef fiyatımızı 400 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

TAVHL Yolcu Sayısı (mn kişi)



TAVHL

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 400
%36

Pay bilgileri

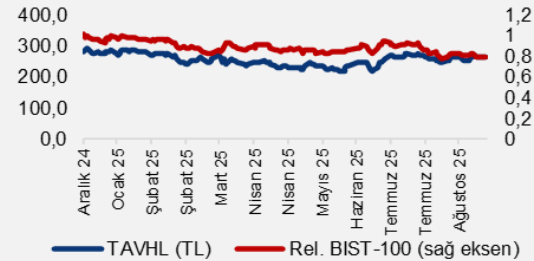
Pay Kodu	TAVHL TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	294,50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	214,5 / 310,8
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	106.986 - 2.502
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	363 - 48%
Yabancı Takas Oranı	54%
Pazar	Yıldız
Sektör	Havacılık

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	13,1	13,9	15,5

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	9%	24%	7%
USD	8%	20%	-11%
BIST-100'e göre performans	4%	25%	-7%

Tahminler (EUR mn)	2024	2025E	2026E
Net satışlar	1.668	1.848	2.036
FAVÖK	473	592	612
Net kâr	185	71	135

Değerleme	2024	2025E	2026E
F/K	11,5x	29,8x	15,7x
F/DD	1,3x	1,3x	1,2x
FD/FAVOK	5,1x	4,2x	3,5x



TAV Havalimanları – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	353	348	635
Ticari alacaklar	137	192	209
Stoklar	45	67	63
Finansal yatırımlar	154	169	186
Maddi duran varlıklar	2.450	2.937	2.874
Diğer duran varlıklar	1.725	1.622	1.703
Toplam varlıklar	4.863	5.336	5.671
Kısa vadeli borçlanmalar	462	499	533
Ticari borçlar	95	119	134
Uzun vadeli borçlanmalar	1.387	1.520	1.658
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.312	1.561	1.576
Uzun vadeli yükümlülükler	3.255	3.698	3.901
Özkaynaklar	1.608	1.638	1.769
Ödenmiş sermaye	10	7	7
Diğer özkaynaklar	1.598	1.630	1.762
Toplam kaynaklar	4.863	5.336	5.671
Net borç	1.496	1.670	1.557
Net işletme sermayesi	86	140	139
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%12,2	%4,4	%7,9
Net kâr	%11,1	%3,9	%6,6
Aktif devri	0,3x	0,4x	0,4x
Kaldıraç	3,2x	3,1x	3,2x
Aktif karlılığı	%3,8	%1,4	%2,5
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%38	%38	%39
Net borç/özsermaye	0,93	1,02	0,88
Net borç/FAVÖK	3,16	2,82	2,54
Hisse başına (TL)			
Net kâr	0,51	0,20	0,37
Özkaynak	4,43	4,51	4,87
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	1.668	1.848	2.036
Brüt kâr	605	681	752
Faaliyet giderleri	-340	-368	-401
Esas faaliyet kârı	265	313	351
FAVÖK	473	592	612
Net diğer gelir	27	5	4
Net finansman geliri	-170	-202	-206
Vergi öncesi kâr	242	153	192
Vergi gideri	-43	-77	-58
Net kâr	185	71	135

Nakit akış tablosu	2024	2025T	2026T
FAVÖK	473	592	612
Vergi gideri	-26	-43	-75
Yatırımlar	-212	-250	-200
İşletme sermayesi değişimi	35	14	-13
Serbest nakit akışı	199	285	350

Büyüme ve marjlar	2024	2025T	2026T
Net satışlar	%25	%11	%10
FAVÖK	%19	%25	%3
Net kâr	-%37	-%61	%89
Brüt marj	%36,3	%36,9	%36,9
Esas faaliyet kâr marjı	%15,9	%16,9	%17,3
FAVÖK marjı	%28,4	%32,0	%30,1
Net marj	%11,1	%3,9	%6,6
Serbest nakit akışı marjı	%7,9	%10,0	%16,2

Değerleme	2024	2025T	2026T
F/K	11,6x	30,1x	15,9x
F/DD	1,3x	1,3x	1,2x
FD/FAVOK	5,1x	4,2x	3,5x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon EUR olarak ifade edilmiştir.

Teknosa

Teknosa için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 39,00 TL seviyesinde koruyor ve sunduğu yukarı potansiyel doğrultusunda "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Bununla birlikte, finansal giderlerde beklediğimiz rahatlamanın zamana yayılması ve net karlılığa geçişin görünür hale gelmesinin 2026'nın ikinci yarısına sarkma ihtimali nedeniyle, kısa vadede daha cazip risk - getiri profili sunduğunu düşündüğümüz hisselerle alan açmak amacıyla Teknosa'yı model portföyümüzden çıkarıyoruz.

2025 performansına baktığımızda, yüksek faiz ortamının yarattığı ağır finansman yükü nedeniyle net kar tarafında görülen zayıf görünümün, şirketin operasyonel tarafta ortaya koyduğu ilerlemeyi gölgelememesi gerektiğini düşünüyoruz. Sıkışan kredi koşulları ve iç talepteki yavaşlamaya rağmen Teknosa, gelir üretimini korumuş; ilk dokuz ayda %4,8 FAVÖK marjına ulaşarak geçen yıl ortalamalarının üzerinde bir karlılık profili sergilemiştir. Mağaza portföy optimizasyonu, personel ve kira giderlerinde disiplin ile genel gider yönetimindeki verimlilik adımları, operasyonel marjlardaki kademeli iyileşmenin temel sürükleyicileri olmuştur.

Bu noktada yatırım tezimizdeki temel "bekle-gör" yaklaşımının ana gerekçesi, finansman giderlerinin yapışkanlığıdır. Yönetimin de vurguladığı üzere, en önemli kalem kredi kartı komisyon maliyetleri olup; şirketin nakit alışverişi teşviki ve tüketici kredisi gibi alternatif mekanizmalarla sağladığı iyileşme henüz sınırlı kalmaktadır. Bizim senaryomuzda asıl rahatlamanın, TCMB politika faizinin %35 bandının altına inmesi ve buna paralel olarak azami komisyon oranlarının gerilemesiyle daha görünür hale gelmesini bekliyoruz. Bu sürecin bilançoya yansımalarının kademeli olacağı; dolayısıyla net karlılığa geçişin 2026'nın ikinci yarısında belirginleşeceği kanaatindeyiz. Bu zamanlama, kısa vadede hissenin değerlendirme potansiyelinin fiyatlanması sınırlayan ana unsurdur.

2026 görünümünde ise hikayenin yapısal olarak cazibesini koruduğunu düşünüyoruz. 5G uyumlu telefon penetrasyonunun artmasıyla desteklenebilecek yenileme döngüsü ve TV, beyaz eşya, küçük ev aletlerinde ertelenmiş talebin kademeli devreye girmesi ciro dinamiklerini destekleyebilir. Yönetimin 2026 öncelikleri arasında tamamlayıcı hizmet gelirlerinin büyütülmesi ile yüksek marjlı kategorilere odaklanma yaklaşımı, brüt karlılık kalitesini artırabilecek önemli bir kaldıraçtır. Buna ek olarak, yapay zeka destekli stok yönetimi ve verimlilik programlarıyla işletme sermayesinin optimize edilmesi, faizlerin düştüğü bir senaryoda net kar marjında anlamlı bir toparlanmayı mümkün kılabilir.

Sonuç olarak Teknosa'nın omni-channel iş modelini, dönüşüm odaklı verimlilik ajandasını ve operasyonel taraftaki kademeli iyileşmeyi olumlu değerlendiriyoruz. Ancak net karlılığa dönüşün faiz patikasına yüksek hassasiyeti ve bu dönüşümün zamanlamasının uzaması nedeniyle, tavsiyemiz "AL" kalmakla birlikte hisseyi taktiksel olarak model portföyümüzden çıkarıyoruz. Önümüzdeki dönemde faiz indirimlerinin hızlanması ve kredi kartı komisyon maliyetlerinde kalıcı normalleşme sinyali alınması, hissede yeniden daha güçlü bir pozisyon almamız açısından en kritik katalizör olacaktır.

TKNSA

AL

Hedef fiyat 39,00 TL
Getiri potansiyeli %72

Pay bilgileri

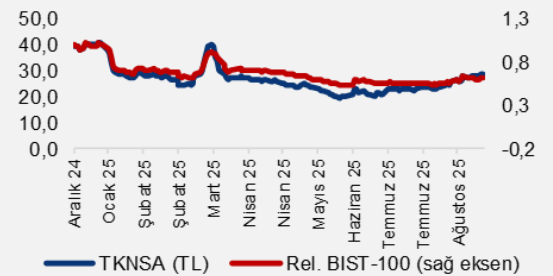
Pay Kodu	TKNSA TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	22,70
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	18,9 / 40,5
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	4.563 - 107
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	201 - 50%
Yabancı Takas Oranı	2%
Pazar	Ana Pazar
Sektör	Teknoloji Perakende

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

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-7%	-11%	-43%
USD	-8%	-14%	-53%
BIST-100'e göre performans	-11%	-11%	-51%

Tahminler (TL mn)	2024	2025T	2026T
Net satışlar	87.093	73.573	91.230
FAVÖK	3.576	2.664	2.962
Net kâr	-2.049	-366	177

Değerleme	2024	2025T	2026T
F/K	n.a.	n.a.	25,6x
F/DD	1,6x	1,8x	1,7x
FD/FAVOK	1,8x	2,4x	2,1x



Teknosa – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T	Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	3.207	1.420	1.230	Net satışlar	87.093	73.573	91.230
Ticari alacaklar	1.515	1.049	1.351	Brüt kâr	11.180	9.444	11.711
Stoklar	13.402	9.863	12.557	Faaliyet giderleri	-9.344	-8.399	-10.415
Finansal yatırımlar	0	0	0	Esas faaliyet kârı	1.836	1.045	1.296
Maddi duran varlıklar	2.309	2.309	2.641	FAVÖK	3.576	2.664	2.962
Diğer duran varlıklar	2.365	2.365	2.365	Net diğer gelir	-4.400	-3.295	-3.610
Toplam varlıklar	22.798	17.007	20.145	Net finansman geliri	177	1.757	2.544
Kısa vadeli borçlanmalar	967	1.015	1.066	Vergi öncesi kâr	-2.382	-488	236
Ticari borçlar	17.163	11.854	14.481	Vergi gideri	332	122	-59
Uzun vadeli borçlanmalar	565	593	623	Net kâr	-2.049	-366	177
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.251	1.058	1.312				
Uzun vadeli yükümlülükler	19.945	14.520	17.481	Nakit akış tablosu			
Özkaynaklar	2.853	2.487	2.664	FAVÖK	3.576	2.664	2.962
Ödenmiş sermaye	201	201	201	Vergi gideri	-459	-261	-324
Diğer özkaynaklar	2.652	2.286	2.463	Yatırımlar	-1.015	-857	-972
Toplam kaynaklar	22.798	17.007	20.145	İşletme sermayesi değişimi	-1.351	1.304	369
Net borç	-1.675	188	458	Serbest nakit akışı	3.453	242	1.297
Net işletme sermayesi	-2.245	-941	-573				
Oranlar				Büyüme ve marjlar			
Karlılık				Net satışlar	%2	-%16	%24
Özkaynak kârlılığı	-%62,5	-%13,7	%6,9	FAVÖK	%91	-%26	%11
Net kâr	-%2,4	-%0,5	%0,2	Net kâr	-%692	n.a.	n.a.
Aktif devri	4,0x	3,7x	4,9x				
Kaldıraç	6,7x	7,5x	7,2x	Brüt marj	%12,8	%12,8	%12,8
Aktif kârlılığı	-%9,3	-%1,8	%1,0	Esas faaliyet kâr marjı	%2,1	%1,4	%1,4
				FAVÖK marjı	%4,1	%3,6	%3,2
				Net marj	-%2,4	-%0,5	%0,2
				Serbest nakit akışı marjı	%4,0	%0,3	%1,4
Kaldıraç							
Finansal borç/toplam varlıklar	%7	%9	%8				
Net borç/özsermaye	-0,59	0,08	0,17				
Net borç/FAVÖK	-0,47	0,07	0,15				
Hisse başına (TL)				Değerleme			
Net kâr	-10,20	-1,82	0,88	F/K	n.a.	n.a.	25,6x
Özkaynak	14,19	12,37	13,25	F/DD	1,6x	1,8x	1,7x
Temettü	0,00	0,00	0,00	FD/FAVOK	1,8x	2,4x	2,1x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

Turkcell

Şirket, güçlü operasyonel performansının desteğiyle 2025 yılı beklentilerini yukarı yönlü revize ederken, Google Cloud ile kurulan stratejik ortaklık ve 5G ihalesiyle elde edilen frekans üstünlüğü sayesinde uzun vadeli büyüme görünümünü güçlendirmiştir. Bu çerçevede Şirket için 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 148 TL'ye yükseltiyoruz. Hedef fiyatımız %50 getiri potansiyeline işaret ederken, AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Güçlü operasyonel performans doğrultusunda yıl sonu beklentilerinde yukarı yönlü revizyon... Turkcell'in yılın ilk dokuz ayındaki güçlü operasyonel performansı şirketin 2025 yılı beklentilerini yukarı yönlü güncellemesine olanak tanımıştır. Veri merkezi ve bulut iş kolunda öngörülen yaklaşık %43'lük güçlü büyümenin katkısıyla, konsolide gelir büyümesi beklentisi %10 seviyesine yükseltilmiştir. Artan ölçek ve operasyonel kaldıraç etkisiyle FAVÖK marjı hedefi %42-43 aralığına revize edilirken, yoğun yatırım sürecine rağmen operasyonel yatırım harcamalarının satışlara oranı %23 seviyesinde korunmaktadır. Beklentilerin, şirketin kârlılık görünümünü ve nakit yaratma kapasitesini orta vadede desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Turkcell'in stratejik odak alanları, konsolide büyümeye katkı sağlamaya devam ediyor. Veri merkezi ve bulut iş kolunda aktif kapasite 50 MW'a ulaşırken, gelirler yıllık bazda %51 reel büyüme kaydetmiştir. Bu görünümü destekler nitelikte Turkcell, Google Cloud ile Türkiye'de 3 veya daha fazla alandan oluşacak yeni bir Google Cloud Bölgesi kurulmasına yönelik stratejik bir iş birliği anlaşması imzalamıştır. Söz konusu bölgenin 2028-2029 döneminde faaliyete geçmesi planlanırken, Turkcell bu kapsamda 2032 yılı sonuna kadar yaklaşık 1 milyar ABD doları yatırım öngörmekte; veri merkezi kapasitesinin iki katın üzerine, veri merkezi ve bulut gelirlerinin ise ABD doları bazında yaklaşık 6 katına çıkmasını hedeflemektedir.

5G ihalesiyle birlikte Turkcell, frekans üstünlüğünü uzun vadeli rekabet avantajına dönüştürüyor... Turkcell, 16 Ekim'de gerçekleştirilen 5G ihalesinde 160 MHz ile bir operatörün alabileceği en yüksek frekans kapasitesini kazanarak mobil sektördeki lider konumunu güçlendirmiştir ve Türkiye'de kullanıma açık toplam frekansların yaklaşık %42'sini elinde bulundurarak, 5G tarafında en yüksek hız ve kapasiteyi sunabilecek teknik altyapıya sahip operatör konumuna gelmiştir. 5G'nin 2026 itibarıyla ticarileşmesiyle, artan yatırım harcamalarının finansallara etkisi yakından izlenecektir. İhale kapsamında 2G, 3G ve 4.5G yetkilendirmelerinin 2042 yılına kadar uzatılması, faaliyet sürekliliği açısından görünürlüğü artırırken, 2029 sonrası mobil gelirler üzerinden %5 oranında BTK'ya yapılacak ödemeler sektörde ortak bir mali yükümlülük yaratmaktadır. 5G sürecinin kısa vadede yatırım yoğunluğu nedeniyle temkinli fiyatlamalara neden olabileceğini, orta vadede ise kullanım alanlarının genişlemesine bağlı olarak kademeli bir gelir potansiyeli yaratabileceğini, ARPU artışı ve yeni nesil dijital servis gelirleri üzerinden bu yatırımın kademeli olarak monetizasyona dönüştürmesini bekliyoruz.

Riskler: i) Jeopolitik belirsizlikler, ii) Yüksek enflasyon, ii) Kurdaki ani değişimler

TCELL

AL

Hedef fiyat TL 148
Getiri potansiyeli %50

Pay bilgileri

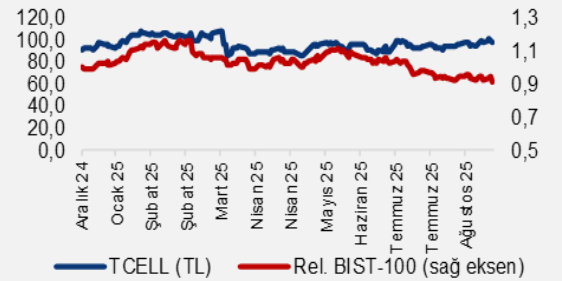
Pay Kodu	TCELL TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	98,65
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	85 / 107
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	217030,0 - 5075,1
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	2.200 - 44%
Yabancı Takas Oranı	43,70%
Pazar	Yıldız
Sektör	Telekomünikasyon

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	49,1	60,0	57,7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	5%	0%	9%
USD	4%	-3%	-10%
BIST-100'e göre performans	1%	1%	-6%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	209.055	241.584	315.992
FAVÖK	88.662	103.177	128.332
Net kâr	30.786	20.295	23.226

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	7,0x	10,7x	9,3x
F/DD	0,9x	0,9x	0,8x
FD/FAVOK	2,8x	2,4x	1,9x



Turkcell – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	86.464	129.566	118.239
Ticari alacaklar	20.959	26.998	43.287
Stoklar	846	1.725	1.580
Finansal yatırımlar	8.631	9.494	9.494
Maddi duran varlıklar	233.185	261.805	314.166
Diğer duran varlıklar	81.738	103.125	125.062
Toplam varlıklar	431.823	532.714	611.828
Kısa vadeli borçlanmalar	65.104	75.191	97.957
Ticari borçlar	28.548	21.855	39.183
Uzun vadeli borçlanmalar	65.769	136.415	157.996
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	37.890	50.276	50.779
Uzun vadeli yükümlülükler	197.312	283.736	345.915
Özkaynaklar	234.511	248.978	265.913
Ödenmiş sermaye	2.200	2.200	2.200
Diğer özkaynaklar	232.311	246.778	263.713
Toplam kaynaklar	431.823	532.714	611.828
Net borç	35.779	72.546	128.220
Net işletme sermayesi	-6.743	6.869	5.684
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%13,1	%8,4	%9,0
Net kâr	%14,7	%8,4	%7,4
Aktif devri	0,5x	0,5x	0,6x
Kaldıraç	1,8x	2,0x	2,2x
Aktif kârlılığı	%7,1	%4,2	%4,1
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%30	%40	%42
Net borç/özsermaye	0,15	0,29	0,48
Net borç/FAVÖK	0,40	0,70	1,00
Hisse başına (TL)			
Net kâr	13,99	9,22	10,56
Özkaynak	106,60	113,17	120,87
Temettü	4,17	3,64	2,73

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	209.055	241.584	315.992
Brüt kâr	51.588	66.374	85.318
Faaliyet giderleri	-22.412	-25.783	-35.731
Esas faaliyet kârı	29.175	40.591	49.587
FAVÖK	88.662	103.177	128.332
Net diğer gelir	15.256	28.892	32.310
Net finansman geliri	-24.045	-47.152	-56.879
Vergi öncesi kâr	21.291	28.811	32.484
Vergi gideri	-6.103	-8.328	-9.096
Net kâr	30.786	20.295	23.226
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	88.662	103.177	128.332
Vergi gideri	-6.103	-8.328	-9.096
Yatırımlar	-61.488	-65.264	-90.058
İşletme sermayesi değişimi	-2.150	2.102	-1.186
Serbest nakit akışı	23.221	27.483	30.364
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%8	%16	%31
FAVÖK	%4	%16	%24
Net kâr	%25	-%34	%14
Brüt marj	%24,7	%27,5	%27,0
Esas faaliyet kâr marjı	%14,0	%16,8	%15,7
FAVÖK marjı	%42,4	%42,7	%40,6
Net marj	%14,7	%8,4	%7,4
Serbest nakit akışı marjı	%11,1	%11,4	%9,6
Değerleme			
F/K	7,0x	10,7x	9,3x
F/DD	0,9x	0,9x	0,8x
FD/FAVOK	2,8x	2,4x	1,9x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Tüpraş

Tüpraş için 12 aylık hedef fiyatımızı 271,00 TL seviyesinde koruyor ve "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hisseyi, güçlü bilanço yapısı, yüksek nakit yaratım kapasitesi ve temettü odaklı sermaye geri dönüşü sayesinde Model Portföyümüzün defansif oyuncularından biri olarak konumlandırmaya devam ediyoruz. Yatırım tezimizin merkezinde, rafineri marjlarının tarihsel ortalamaların üzerinde seyreden "yeni normal" bir bantta dengelenmesi beklentimiz ile şirketin enerji dönüşümü odağında attığı adımların orta vadede hikayeyi daha dayanıklı bir yapıya taşıması yer almaktadır.

2025'te küresel rafineri kapasite artışlarının sınırlı kalması ve jeopolitik gelişmelerin ticaret rotalarını etkilemesi, özellikle orta distilat ürün marjlarını desteklerken; Tüpraş, yüksek kompleksiteye sahip rafinerileri, esnek üretim kabiliyeti ve entegre lojistik altyapısı sayesinde bu marj ortamını güçlü nakit akışına dönüştürmeyi başarmıştır. Yüksek kapasite kullanım oranları ve disiplinli bilanço yönetimi, şirketin volatilité dönemlerinde dahi operasyonel performansını korumasını sağlayan temel dayanıklılık unsurları olarak öne çıkmaktadır.

Kısa vadeli görünümde, 4Ç finansallarında marjların güçlü seyrini korumasını bekliyoruz. 2026'ya girerken ise, küresel arz-talep dengesindeki normalleşme ve kapasite artışlarının etkisiyle ürün marjlarında 2025'e kıyasla ılımlı bir geri çekilme öngörmekle birlikte, seviyelerin tarihsel ortalamaların üzerinde ve sağlıklı bir bantta kalacağı görüşündeyiz. Bu senaryoda operasyonel karlılıkta normalleşme ihtimali bulunsa da, makro çerçevede beklediğimiz faiz indirim döngüsünün finansman koşullarını desteklemesi ve işletme sermayesi ihtiyacındaki daha yönetilebilir görünüm, net karlılık tarafında dengeleyici bir rol oynayabilir. Buna ek olarak yurt içi ürün talebinin görece dirençli seyri ve yüksek kapasite kullanımı, nakit üretiminin sürekliliğini desteklemeye devam edecektir.

2026 stratejimizde Tüpraş'ı yalnızca döngüsel bir rafineri oyuncusu olarak değil, dönüşüm yatırımları sayesinde daha dayanıklı bir enerji hikayesine evrilen bir yapı olarak değerlendiriyoruz. Enerji dönüşümü kapsamında sürdürülebilir havacılık yakıtı (SAF), hidrojen ve benzeri projelerin finansallara katkısının kademeli olarak daha görünür hale gelmesi; güçlü nakit üretimiyle birlikte temettü kapasitesinin korunması hissede ana katalizörler olacaktır. Diğer yandan, küresel rafineri kapasitesinin beklentilerin üzerinde devreye girmesi veya ürün marjlarında öngördüğümüzden daha hızlı bir normalleşme karlılık üzerinde aşağı yönlü risk yaratabilir. Petrol fiyatlarında sert dalgalanmalar işletme sermayesi ve stok değerlemeleri üzerinden finansallarda oynaklık yaratabilir.

TUPRS

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 271
%44

Pay bilgileri

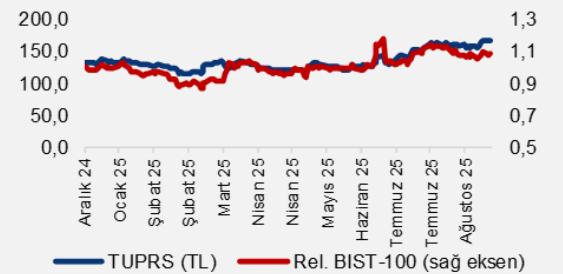
Pay Kodu	TUPRS TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	188,30
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	112,3 / 206,5
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	362.816 - 8.484
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	1.927 - 49%
Yabancı Takas Oranı	32%
Pazar	Yıldız
Sektör	Rafineri

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	82,6	87,3	80,1

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-1%	-2%	46%
USD	-2%	-6%	20%
BIST-100'e göre performans	-5%	-2%	27%

Tahminler (TL mn)	2024	2025T	2026T
Net satışlar	810.386	948.284	1.003.486
FAVÖK	50.704	65.366	71.388
Net kâr	19.034	40.473	56.465

Değerleme	2024	2025T	2026T
F/K	19,5x	9,2x	6,6x
F/DD	1,0x	0,9x	0,9x
FD/FAVOK	5,7x	4,4x	4,0x



Tüpraş – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	92.234	171.624	196.722
Ticari alacaklar	46.499	61.366	63.564
Stoklar	75.606	80.386	83.581
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	291.308	297.828	299.487
Diğer duran varlıklar	63.965	18.793	26.953
Toplam varlıklar	569.612	629.998	670.307
Kısa vadeli borçlanmalar	11.356	11.924	12.520
Ticari borçlar	130.297	159.734	169.823
Uzun vadeli borçlanmalar	12.461	13.084	13.738
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	61.515	66.064	69.910
Uzun vadeli yükümlülükler	215.630	250.807	265.991
Özkaynaklar	353.983	379.191	404.316
Ödenmiş sermaye	1.927	1.927	1.927
Diğer özkaynaklar	352.056	377.264	402.389
Toplam kaynaklar	569.612	629.998	670.307
Net borç	-68.417	-146.616	-170.463
Net işletme sermayesi	-8.192	-17.982	-22.678
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%5,9	%11,0	%14,4
Net kâr	%2,3	%4,3	%5,6
Aktif devri	1,5x	1,6x	1,5x
Kaldıraç	1,7x	1,6x	1,7x
Aktif karlılığı	%3,5	%6,7	%8,7
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%4	%4	%4
Net borç/özsermaye	-0,19	-0,39	-0,42
Net borç/FAVÖK	-1,35	-2,24	-2,39
Hisse başına (TL)			
Net kâr	9,88	21,01	29,30
Özkaynak	183,72	196,80	209,84
Temettü	-25,31	-7,13	-15,16

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	810.386	948.284	1.003.486
Brüt kâr	68.030	81.977	89.258
Faaliyet giderleri	-26.942	-31.527	-33.362
Esas faaliyet kârı	41.088	50.450	55.896
FAVÖK	50.704	65.366	71.388
Net diğer gelir	-5.378	-7.723	-7.801
Net finansman geliri	-5.391	257	12.555
Vergi öncesi kâr	31.746	44.702	62.366
Vergi gideri	-12.712	-4.230	-5.901
Net kâr	19.034	40.473	56.465
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	50.704	65.366	71.388
Vergi gideri	-10.272	-12.613	-13.974
Yatırımlar	-13.790	-16.137	-16.574
İşletme sermayesi değişimi	10.653	-9.790	-4.696
Serbest nakit akışı	15.988	46.406	45.536
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	-%18	%17	%6
FAVÖK	-%64	%29	%9
Net kâr	-%76	%113	%40
Brüt marj	%8,4	%8,6	%8,9
Esas faaliyet kâr marjı	%5,1	%5,3	%5,6
FAVÖK marjı	%6,3	%6,9	%7,1
Net marj	%2,3	%4,3	%5,6
Serbest nakit akışı marjı	%2,9	%5,8	%5,3
Değerleme			
F/K	19,5x	9,2x	6,6x
F/DD	1,0x	0,9x	0,9x
FD/FAVOK	5,7x	4,4x	4,0x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

Türk Hava Yolları

Türbülanslı geçen 2025 yılının ardından Türk Hava Yolları için 2026 yılına yönelik beklentilerimiz büyüme görünümünün korunacağı ve karlılık marjlarında kademeli bir toparlanmanın başlayacağı yönünde. Yolcu sayılarının rekor seviyelere ulaştığı, kapasite artışının devam ettiği ve jeopolitik risklere rağmen talep koşullarının dayanıklılığını koruduğu bir yılı geride bırakırken, şirketin ölçek avantajı, etkin organizasyon yapısı ve küresel ağ genişliği sayesinde 2026 yılında sektör ortalamasının üzerinde bir performans sergilemesini bekliyoruz. Görece zayıf sezon başlangıcı ve güncel makro varsayımlarımız doğrultusunda, 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 439 TL'den 414 TL'ye revize ediyor, AL tavsiyemizi koruyoruz. Şirket, 2026T dönemi tahminlerimizde 3.1x F/K ve 2,8x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

2033 Strateji vizyonuna paralel olarak 2026'nın kapasite odaklı büyümenin devam ettiği bir ara dönem olmasını öngörüyoruz. Yönetimin verdiği rehberlik, yıl genelinde yaklaşık %8 civarında bir kapasite artışına işaret ederken, bu artışın hem filo yenileme döngüsü hem de yeni hat açılışlarıyla uyumlu ilerlemesini bekliyoruz. Yeni Airbus ve Boeing uçaklarına ilişkin yürütülen uzun vadeli tedarik görüşmeleri, geniş gövdede 787 ailesine yönelik toplam 75 adetlik planlanan sipariş ve motor anlaşmasının netleşmesiyle birlikte filonun yapısal dönüşümünü hızlandırarak, 2033'e doğru filonun tamamının yeni nesil uçaklara geçişine zemin oluşturacak. Bu dönüşümün, yakıt verimliliği ve operasyonel maliyetler üzerinde yaratacağı pozitif etkinin 2026 itibarıyla FAVÖK marjlarında kademeli bir iyileşmeyi desteklemesini bekliyoruz. Destinasyon sayısındaki artış, uzun menzil hatlarındaki derinleşme ve Avrupa'da büyüme potansiyelini artıracak Air Europa yatırımı da şirketin rekabet gücünü pekiştiren stratejik adımlar arasında öne çıkıyor.

Kargo tarafında ise sürdürülebilir büyüme hikayesi 2026'da da devam edecek. Turkish Cargo, pazar payını 2025 itibarıyla %6,3 seviyesine taşıyarak dünyanın en büyük üçüncü kargo havayolu konumuna yükseldi. SMARTIST operasyonlarının tam kapasite devreye alınması ve Faz 2'nin temel atma sürecine girilmesi, önümüzdeki dönemde kapasite ve verimlilik artışının temel katalistleri olacak. Yolcu filosundaki genişleme kargo kapasitesini doğal biçimde desteklerken, yüksek katma değerli ürün kategorilerinin toplam gelir karışımındaki payının artması 2026'da kargo segmentinin marjlara olumlu katkı yapmasını destekleyebilir.

Tahminlerimizde 2026 yılında yolcu kapasitesinde orta tek haneli artış, toplam yolcu sayısında yeni bir zirve ve dolar bazlı gelirlerde büyümenin korunacağını öngörüyoruz. Türk Hava Yolları'nın 2025 yılını yaklaşık 525 uçakla tamamlamasını, 2026 sonunda ise filonun 550-560 adet bandına ulaşmasını öngörüyoruz. Bu filo büyümesinin toplam yolcu kapasitesini 2025'e göre %7'nin üzerinde artırmasını, dolar bazlı gelirlerde ise yaklaşık %5,8'lik bir artışı desteklemesini bekliyoruz. Yakıt hariç birim maliyetlerde sınırlı artış öngörülürken, yeni nesil uçakların filoya kademeli olarak katılması ve operasyonel verimlilik uygulamaları maliyet tarafındaki oynaklığın baskısını dengeleyecektir.

THYAO

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 414
%53

Pay bilgileri

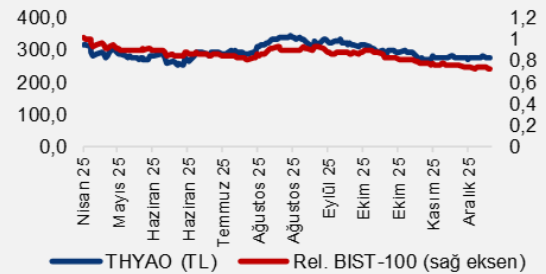
Pay Kodu	THYAO TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	271,25
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	249,4 / 340,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	374.325 - 8.753
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	1.380 - 50%
Yabancı Takas Oranı	20.77%
Pazar	Yıldız
Sektör	Havacılık

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	204,9	244,0	231,6

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-1%	-17%	-1%
USD	-2%	-20%	-18%
BIST-100'e göre performans	-5%	-17%	-14%

Tahminler (TL mn)	2024	2025E	2026E
Net satışlar	745.430	953.171	1.138.346
FAVÖK	136.256	158.043	215.456
Net kâr	113.378	109.743	120.247

Değerleme	2024	2025E	2026E
F/K	3,3x	3,4x	3,1x
F/DD	0,6x	0,4x	0,4x
FD/FAVOK	4,4x	3,8x	2,8x



Türk Hava Yolları – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	95.992	119.696	81.872
Ticari alacaklar	31.908	54.625	56.982
Stoklar	23.661	43.388	38.064
Finansal yatırımlar	118.030	174.931	192.424
Maddi duran varlıklar	252.852	379.415	417.356
Diğer duran varlıklar	877.163	1.139.207	1.310.088
Toplam varlıklar	1.399.606	1.911.262	2.096.786
Kısa vadeli borçlanmalar	130.410	163.690	174.553
Ticari borçlar	52.792	79.545	71.052
Uzun vadeli borçlanmalar	359.529	543.098	614.456
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	176.988	252.312	254.835
Uzun vadeli yükümlülükler	719.719	1.038.644	1.114.896
Özkaynaklar	679.887	872.618	981.890
Ödenmiş sermaye	1.380	1.380	1.380
Diğer özkaynaklar	678.507	871.238	980.510
Toplam kaynaklar	1.399.606	1.911.262	2.096.786
Net borç	393.947	587.092	707.137
Net işletme sermayesi	2.777	18.469	23.994
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%19,9	%14,1	%13,0
Net kâr	%15,2	%11,5	%10,6
Aktif devri	0,6x	0,6x	0,6x
Kaldıraç	2,2x	2,1x	2,2x
Aktif kârlılığı	%9,3	%6,6	%6,0
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%35	%37	%38
Net borç/özsermaye	0,58	0,67	0,72
Net borç/FAVÖK	2,89	3,71	3,28
Hisse başına (TL)			
Net kâr	82,16	79,52	87,14
Özkaynak	492,67	632,33	711,51
Temettü	0,00	0,00	7,95

Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	745.430	953.171	1.138.346
Brüt kâr	142.908	161.079	212.133
Faaliyet giderleri	-78.958	-98.834	-125.218
Esas faaliyet kârı	63.950	62.244	86.915
FAVÖK	136.256	158.043	215.456
Net diğer gelir	16.443	21.354	19.811
Net finansman geliri	-17.731	-8.285	-17.347
Vergi öncesi kâr	121.421	129.253	141.276
Vergi gideri	-8.064	-19.659	-21.191
Net kâr	113.378	109.743	120.247

Nakit akış tablosu	2024	2025T	2026T
FAVÖK	136.256	158.043	215.456
Vergi gideri	71.716	-8.064	-19.659
Yatırımlar	-24.549	-43.499	-70.052
İşletme sermayesi değişimi	-2.889	3.334	5.709
Serbest nakit akışı	186.312	103.146	120.037

Büyüme ve marjlar	2024	2025T	2026T
Net satışlar	%48	%28	%19
FAVÖK	%18	%16	%36
Net kâr	-%30	-%3	%10
Brüt marj	%19,2	%16,9	%18,6
Esas faaliyet kâr marjı	%8,6	%6,5	%7,6
FAVÖK marjı	%18,3	%16,6	%18,9
Net marj	%15,2	%11,5	%10,6
Serbest nakit akışı marjı	%22,2	%8,5	%5,5

Değerleme	2024	2025T	2026T
F/K	3,3x	3,4x	3,1x
F/DD	0,5x	0,4x	0,4x
FD/FAVOK	4,4x	3,8x	2,8x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

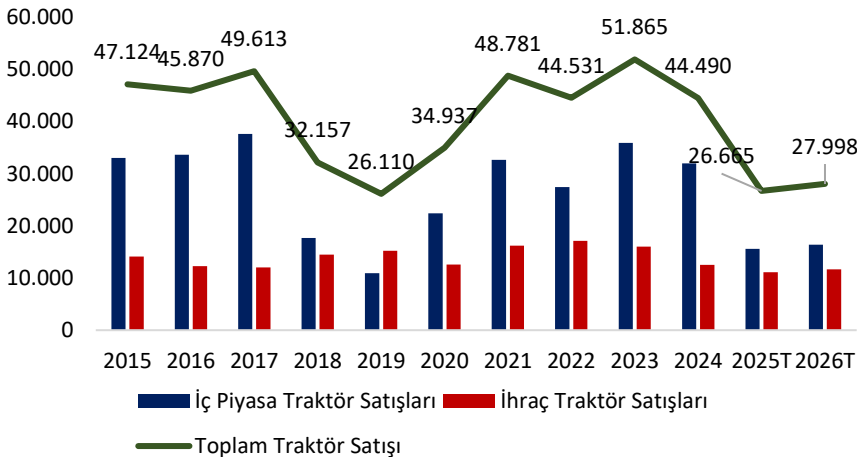
* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Türk Traktör

Zorlu talep koşullarının belirgin şekilde hissedildiği bir dönemden geçen Türk Traktör için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 737 TL'den 680 TL'ye indiriyor, TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz. 2025 yılı boyunca yüksek finansman maliyetleri, tarımsal girdi fiyatlarındaki iyileşmenin beklenenden daha yavaş ilerlemesi ve iç pazarda ertelenen talep, hacim ve karlılık üzerinde belirgin bir baskı yarattı. Kısa vadede toparlanmanın sınırlı kalacağını öngörürken, şirketin güçlü pazar liderliği, ihracat kabiliyeti ve ürün karmaasındaki gelişim uzun vadeli görünümünde kademeli toparlanma için ana unsurlar olarak öne çıkıyor.

2025 yılına ilişkin pazar beklentilerinin aşağı yönlü revize edilmesini, mevcut talep koşullarıyla uyumlu buluyoruz. Türkiye toplam traktör pazarı büyüklüğü beklentisinin 38.000 – 42.000 adet aralığına çekilmesi, iç pazarda ertelenen talebin yıl geneline yayıldığı gösteriyor. Bu çerçevede Türk Traktör'ün 2025 yılını 15,6 bin adet iç piyasa traktör satışı ve 11,1 bin adet ihracat olmak üzere toplamda 26.665 adet satış ile tamamlamasını öngörüyoruz. İç pazardaki daralmaya rağmen ihracat tarafının görece dayanıklı seyri, zayıf talep ortamında önemli bir denge unsuru olmaya devam ediyor.

2026 yılına ilişkin görünümde ise sınırlı bir toparlanma beklentisi öne çıkıyor. Finansman koşullarında kademeli normalleşme ve ertelenmiş talebin kısmen devreye girmesiyle birlikte, toplam satış adetlerinin yaklaşık 28 bin adet seviyesine toparlanmasını öngörüyoruz. Bu toparlanmanın ağırlıklı olarak iç pazardan gelmesini, ihracat tarafında ise mevcut seviyelerin korunmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, talep koşullarındaki iyileşmenin hızının ve tarımsal girdi fiyatlarındaki normalleşmenin, görünüm üzerinde belirleyici olmaya devam edeceğini vurguluyoruz. **Mevcut görünüm altında, kısa vadeli katalistlerin sınırlı olması ve talep tarafındaki belirsizlikler nedeniyle Türk Traktör için TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz.** 12 aylık hedef fiyatımızı 680 TL olarak belirlerken, risk getiri dengesinin büyük ölçüde dengelenmiş olduğunu düşünüyoruz. İç pazarda talep daralmasının beklenenden uzun sürmesi ve tarımsal girdi fiyatlarındaki iyileşmenin öngörülen hızda gerçekleşmemesi, görünüm üzerindeki temel riskler olarak öne çıkıyor.



TTRAK

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TUT

TL 680
%30

Pay bilgileri

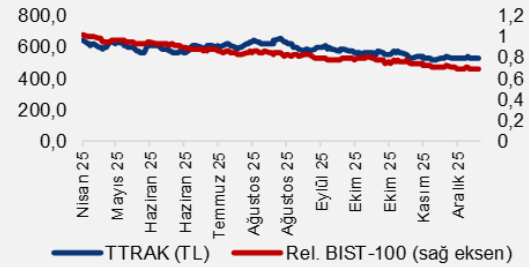
Pay Kodu	TTRAK TI
Pay fiyatı (25.12.2025)	525,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	512,0 / 646,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	52.535 - 1.228
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	100 - 24%
Yabancı Takas Oranı	26.29%
Pazar	Yıldız
Sektör	Otomotiv

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
miloyon ABD doları	1,6	1,9	2,8

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	1%	-10%	-26%
USD	0%	-13%	-39%
BIST-100'e göre performans	-3%	-10%	-35%

Tahminler (TL mn)	2024	2025E	2026E
Net satışlar	84.000	51.517	69.307
FAVÖK	12.315	5.305	9.476
Net kâr	7.200	1.256	3.522

Değerleme	2024	2025E	2026E
F/K	7,3x	41,8x	14,9x
F/DD	2,5x	3,1x	2,7x
FD/FAVOK	5,1x	11,8x	6,6x



Türk Traktör – Özet Tablolar

Bilanço	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	8.271	6.397	1.955
Ticari alacaklar	5.433	4.043	5.249
Stoklar	12.221	13.074	15.679
Finansal yatırımlar	37	41	45
Maddi duran varlıklar	15.140	16.352	17.987
Diğer duran varlıklar	3.969	3.562	3.918
Toplam varlıklar	45.071	43.468	44.832
Kısa vadeli borçlanmalar	9.725	12.443	10.221
Ticari borçlar	9.117	7.402	10.251
Uzun vadeli borçlanmalar	2.558	4.438	2.635
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2.389	2.303	2.326
Uzun vadeli yükümlülükler	23.789	26.586	25.432
Özkaynaklar	21.282	16.882	19.400
Ödenmiş sermaye	100	100	100
Diğer özkaynaklar	21.182	16.782	19.300
Toplam kaynaklar	45.071	43.468	44.832
Net borç	4.011	10.484	10.901
Net işletme sermayesi	8.537	9.715	10.677
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%29,3	%6,6	%19,4
Net kâr	%8,6	%2,4	%5,1
Aktif devri	1,6x	1,2x	1,6x
Kaldıraç	2,1x	2,3x	2,4x
Aktif kârlılığı	%13,9	%2,8	%8,0
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%27	%39	%29
Net borç/özsermaye	0,19	0,62	0,56
Net borç/FAVÖK	0,33	1,98	1,15
Hisse başına (TL)			
Net kâr	71,96	12,55	35,20
Özkaynak	212,68	168,71	193,87
Temettü	134,04	57,56	10,04
Gelir tablosu	2024	2025T	2026T
Net satışlar	84.000	51.517	69.307
Brüt kâr	16.204	7.668	11.401
Faaliyet giderleri	-6.218	-4.960	-5.469
Esas faaliyet kârı	9.986	2.708	5.932
FAVÖK	12.315	5.305	9.476
Net diğer geliri	-418	20	-84
Net finansman geliri	422	-869	-1.169
Vergi öncesi kâr	10.004	1.875	4.697
Vergi gideri	-2.804	-619	-1.174
Net kâr	7.200	1.256	3.522
Nakit akış tablosu			
FAVÖK	12.315	5.305	9.476
Vergi gideri	-5.062	-2.804	-619
Yatırımlar	-3.094	-4.749	-3.193
İşletme sermayesi değişimi	1.179	4.314	-981
Serbest nakit akışı	2.980	-6.563	6.644
Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	-%21	-%39	%35
FAVÖK	-%48	-%57	%79
Net kâr	-%57	-%83	%180
Brüt marj	%19,3	%14,9	%16,5
Esas faaliyet kâr marjı	%11,9	%5,3	%8,6
FAVÖK marjı	%14,7	%10,3	%13,7
Net marj	%8,6	%2,4	%5,1
Serbest nakit akışı marjı	%17,3	%0,9	%3,6
Değerleme			
F/K	7,3x	41,6x	14,8x
F/DD	2,5x	3,1x	2,7x
FD/FAVOK	5,1x	11,9x	6,6x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Araştırma Kapsamı

Şirket İsmi	Şirket Kodu	Cari Fiyat (TL)	12A Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel (%)	Tavsiye	Piyasa Değeri (TL)	Piyasa Değeri (\$)	Halka Açıklık Oranı (%)
Bankalar								
Akbank	AKBNK	69,75	82,50	18%	TUT	362.700	8.481	52
Albaraka Türk	ALBRK	7,92	11,70	48%	AL	19.800	463	38
Garanti Bankası	GARAN	140,90	197,60	40%	AL	591.780	13.838	14
Halk Bankası	HALKB	37,00	34,30	-7%	TUT	265.837	6.216	9
İş Bankası	ISCTR	13,67	18,80	38%	AL	341.750	7.992	31
Şekerbank	SKBNK	7,78	9,30	20%	TUT	19.450	455	48
T.S.K.B.	TSKB	12,71	19,60	54%	AL	35.588	832	39
T. Vakıflar Bankası	VAKBN	29,68	36,10	22%	TUT	294.305	6.882	6
Yapı Kredi Bankası	YKBNK	35,74	42,90	20%	TUT	301.898	7.060	39
Perakende								
Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.	BIMAS	548,00	705,00	29%	AL	328.800	7.689	68
Coca Cola İçecek	CCOLA	60,30	86,00	43%	AL	168.724	3.945	25
Desa Deri	DESA	11,42	18,00	58%	TUT	5.596	131	22
Koton Mağazacılık	KOTON	15,36	27,00	76%	AL	12.743	298	16
Mavi Giyim	MAVI	43,00	58,00	35%	AL	34.164	799	73
Migros	MGROS	523,00	715,00	37%	AL	94.691	2.214	51
Suwen Tekstil	SUWEN	10,17	16,00	57%	AL	5.695	133	65
Tab Gıda	TABGD	225,50	333,00	48%	AL	58.921	1.378	20
Teknosa	TKNSA	22,70	39,00	72%	AL	4.563	107	50
Savunma								
Aselsan	ASELS	222,70	240,00	8%	TUT	1.015.512	23.747	26
Otomotiv & Beyaz Eşya								
Arçelik	ARCLK	108,20	153,00	41%	TUT	73.114	1.710	25
Doğuş Otomotiv	DOAS	185,70	278,00	50%	AL	40.854	955	39
Ford Otosan	FROTO	95,10	140,00	47%	AL	333.715	7.804	18
Türk Traktör	TTRAK	525,00	680,00	30%	TUT	52.535	1.228	24
Havacılık								
Tav Havalimanları	TAVHL	294,50	400,00	36%	AL	106.986	2.502	48
Türk Hava Yolları	THYAO	271,25	414,00	53%	AL	374.325	8.753	50
Pegasus	PGSUS	206,50	314,00	52%	AL	103.250	2.414	43
Enerji								
Astor Enerji	ASTOR	114,90	158,00	38%	AL	114.670	2.681	37
Tüpraş	TUPRS	188,30	271,00	44%	AL	362.816	8.484	49
Telekom								
Turkcell	TCELL	98,65	148,00	50%	AL	217.030	5.075	44
Holdingler								
Doğan Holding	DOHOL	18,74	27,45	46%	AL	49.043	1.147	36
Koç Holding	KCHOL	171,00	294,00	72%	AL	433.639	10.140	22
Sabancı Holding	SAHOL	84,60	162,00	91%	AL	177.692	4.155	51
Alarko Holding	ALARK	105,30	155,00	47%	AL	45.806	1.071	37
Sağlık								
MLP Sağlık Hizmetleri	MPARK	378,75	485,00	28%	AL	72.346	1.692	42

Künye

Tacirler Yatırım Araştırma ve İçerik Yönetimi

Serhan Yenigün

Müdür

serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Ekin Çınar

Ekonomist

ekin.cinar@tacirler.com.tr

Oğuzhan Kaymak

Tüm hisse kapsamı ve içerik yönetimi

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

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

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Anıl Deniz Altıay

İletişim, sağlık ve ilaç, sigorta &
Küresel piyasalar

deniz.altıay@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 Rızkı 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 dayanarak 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.