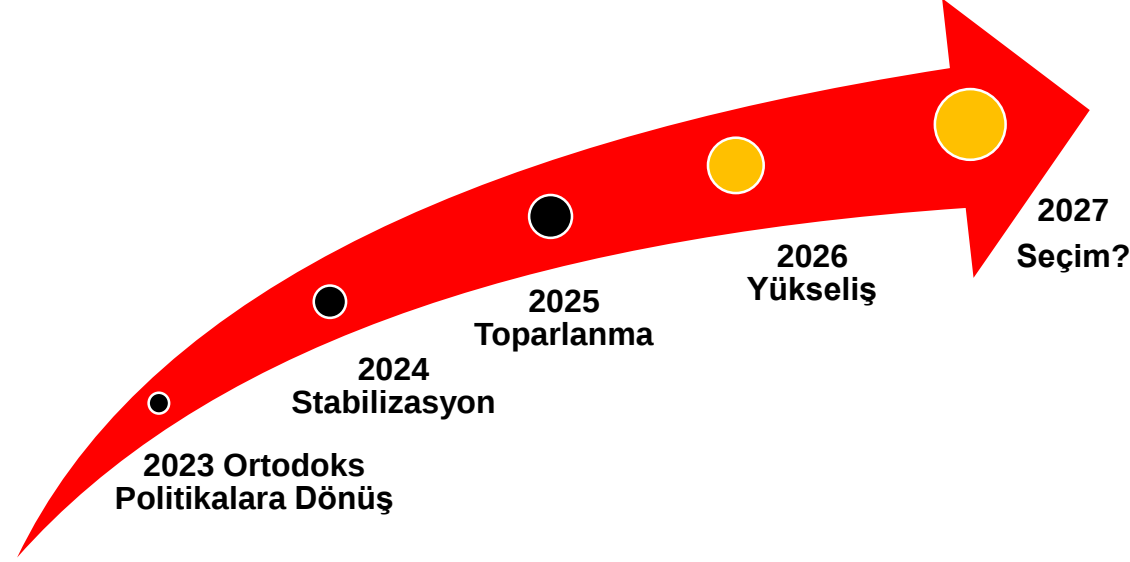


OYAK YATIRIM

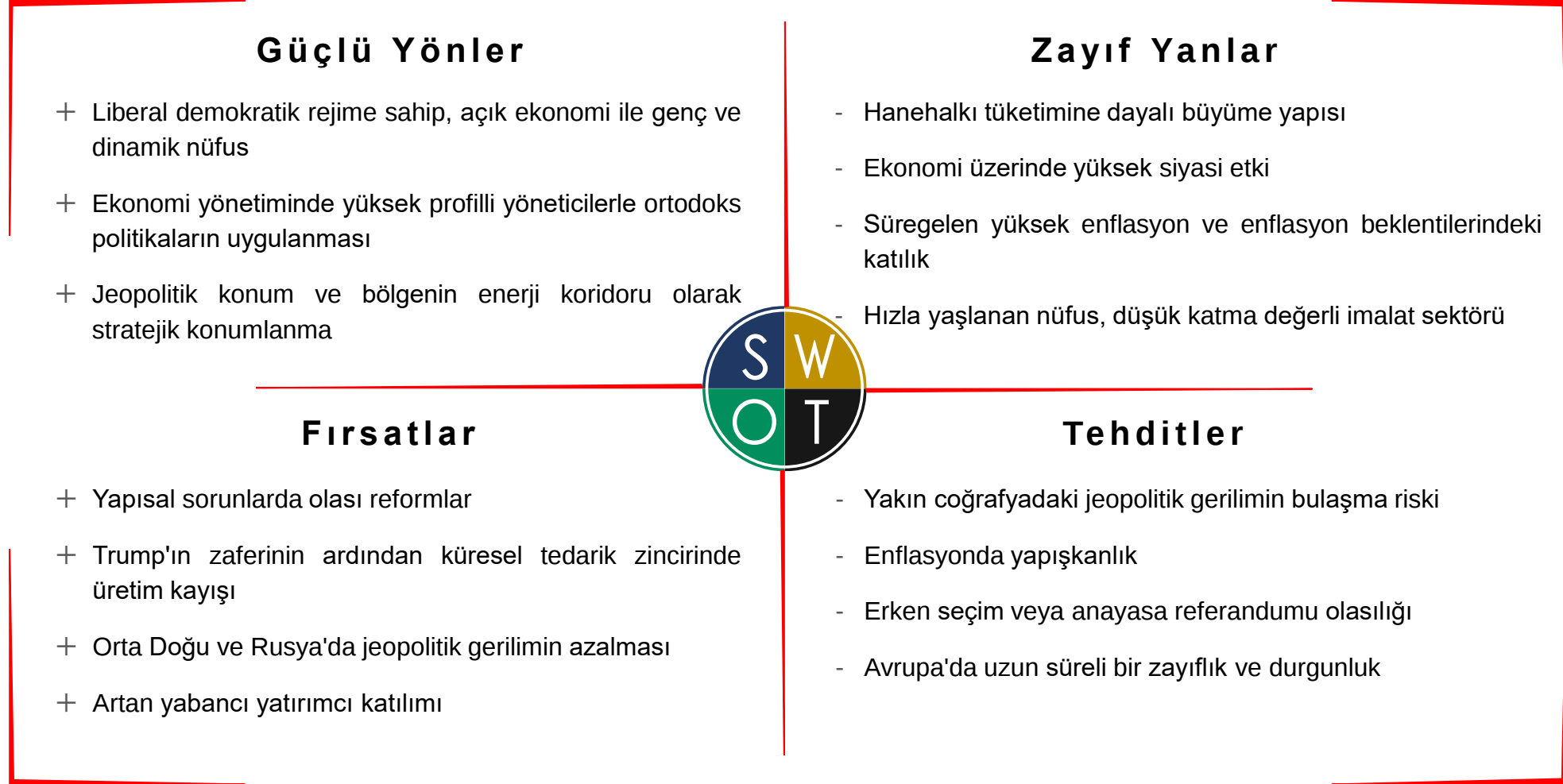
STRATEJİ VE HİSSE ÖNERİLERİ

24 Aralık 2025

- Makroekonomik Analiz ve Görünüm - (s.3)
- BİST Strateji - (s.28)
- Sektör Görünümü - (s.31)
- Model Portföy - (s.43)
- Değerleme - (s.57)

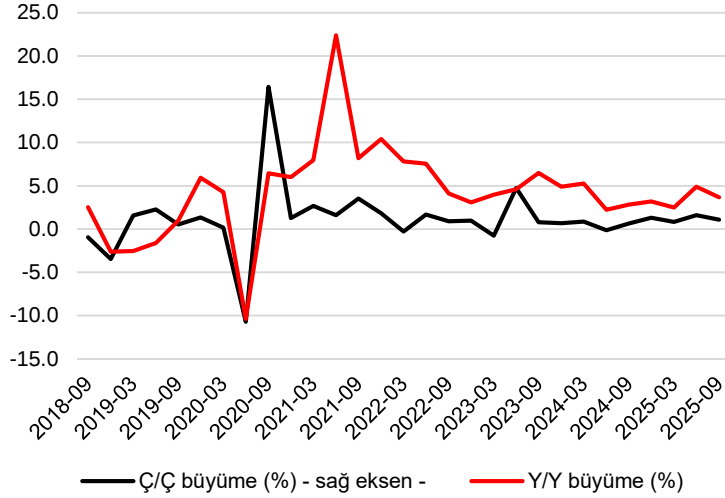


- Ekonomi yönetiminin 2023'te dümene geçmesinin ardından ortodoks politikalara kademeli yapılırken, 2024 Mart ayında gerçekleşen yerel seçim sonrası parasal sıkılaştırmanın dozu da artırıldı. Sıkı para politikası neticesinde 2024 yılı içerisinde ödemeler dengesi kalemlerin önemli iyileşmeler sağlanırken, rezervlerde toparlanma ve enflasyonda kademeli düşüş gerçekleşti.
- 2025 yılına büyük umutlarla başlayan Türkiye ekonomisi, yıl içerisinde yurt içi siyasi haber akışıyla türbülanslı bir süreçten geçerken, yıl içerisinde faizleri kademeli bir şekilde indirmesi beklenen TCMB, Nisan ayı içerisinde faiz artışı yapmak zorunda kaldı. Faiz artışı rezervlerdeki bozulmayı dururken, büyüme ise hız kesmedi. Tarım sektöründeki daralmaya karşın, dirençli hizmet sektörü, deprem bölgesinin yeniden inşasından olumlu etkilenen inşaat sektörü ve katma değer artışı yapmak durumunda kalan imalat sektörü büyümeyi taşıyan kolonlar oldular.
- 2026 yılına girilirken, en büyük sorun enflasyondaki iyileşmenin düşük ivmeyle gerçekleşiyor olması. Her ne kadar eğitim tarafındaki fiyat sınırlaması, konut arzının artacak olması, düşen petrol fiyatları ve enflasyon sepetinde değişiklikler yaşanması enflasyonu aşağıya çekecek unsurlar olmasına rağmen, yıl sonu enflasyon tahminimizi %24,1 olarak belirliyoruz. 2026 yılında büyümenin %4'ü aşacağını tahmin ederken, yıl içerisinde 900 baz puanlık indirim beklemekteyiz. Yükselen büyüme, gerileyen enflasyon Türkiye ekonomisinde bir toparlanma hissiyatı yaratacaktır. Bu durum 2027 yılında seçimlerin gerçekleştirilme ihtimalini artırıyor.

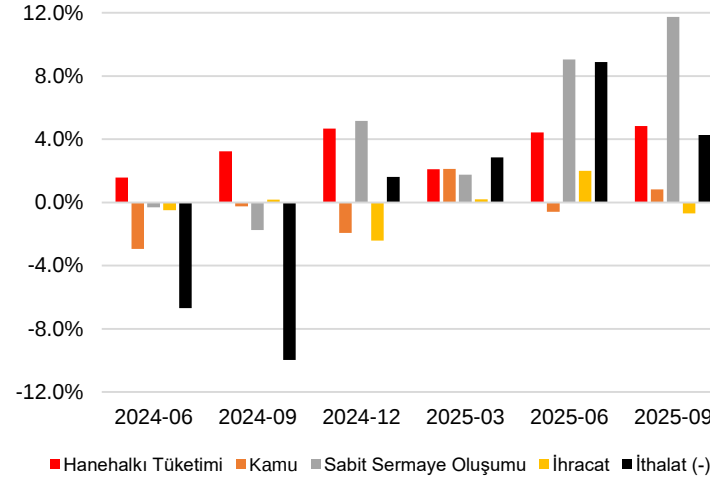


Belgenin sonraki sayfalarındaki tablolar ve grafikler, TCMB, TÜİK, Türkiye Data Monitor, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Bloomberg, MSCI, Refinitiv Eikon ve OYAK Yatırım'ın verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

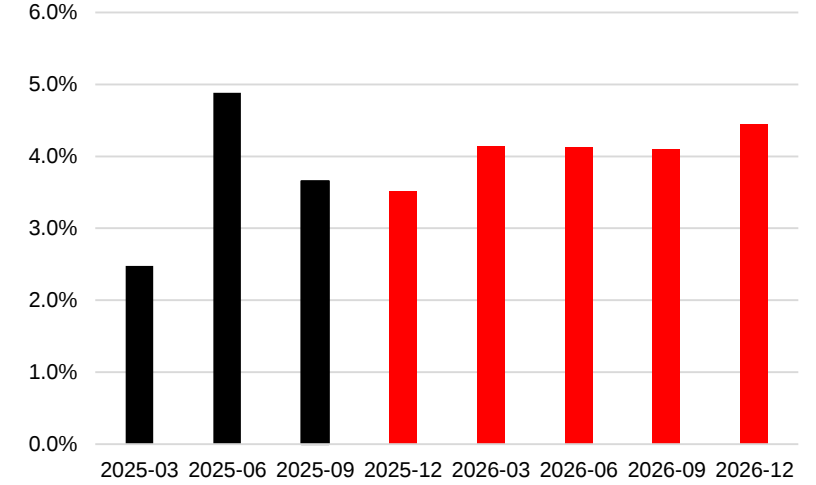
GSYH Büyüme (%)



GSYH Bileşenleri Büyüme (y/y)

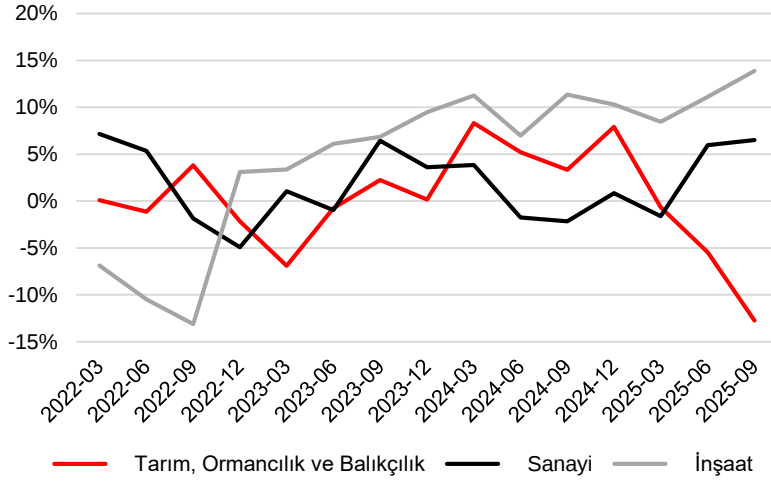


Çeyreklik GSYH Büyüme Tahmini (y/y)

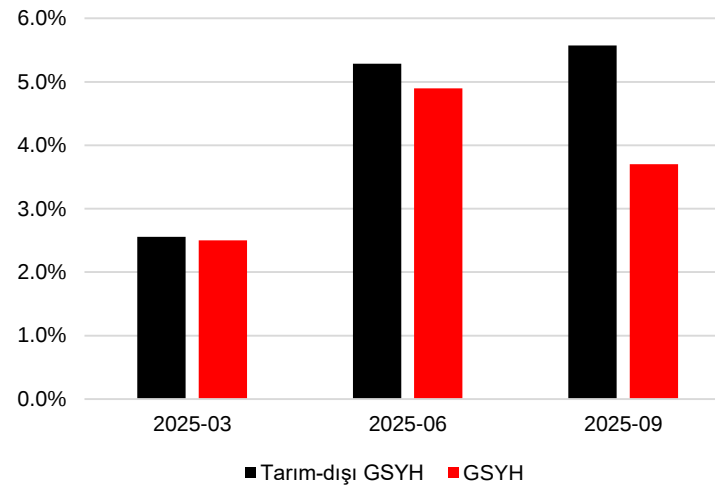


- İkinci çeyrekte yapılan sürpriz faiz artışı ve zayıflayan güven endekslerine rağmen, çeyreklik bazda %1,6 büyüme gerçekleştiren Türkiye ekonomisi, sıkı para politikasına rağmen üçüncü çeyrekte de %1,1 oranında büyüdü. Bu dönemde yıldan yıla büyüme oranları ise zayıf bazın da etkisiyle sırasıyla %4,9 ve %3,7 oldu.
- Artan büyüme ivmesine neticesinde büyüme kompozisyonunda belli oranda erozyon meydana geldi. Bu dönemde sabit sermaye yatırımlarındaki güçlü seyre rağmen, ihracat dış talebin etkisiyle vasat bir performans sergiledi. Buna karşın artan hanehalkı harcamaları ithalatın belirgin bir oranda artmasına neden oldu.
- Bu görünüm altında büyümenin 2025 yılında %3,6 gibi görece ılımlı bir oranı yakalayacağını, 2026 yılında ise %4,2'ye hızlanacağını öngörüyoruz. Çeyreklik bazda bakıldığında ise, yılın son çeyreğinde %3,5 gibi bir yıldan yıla büyüme oranının yakalanacağını, 2026 yılının her çeyreğinde büyümenin %4'ün altına düşmeyeceğini öngörüyoruz. Yıl boyunca gerileyen faiz indirimleri büyümeyi destekleyen en önemli unsur olacaktır.

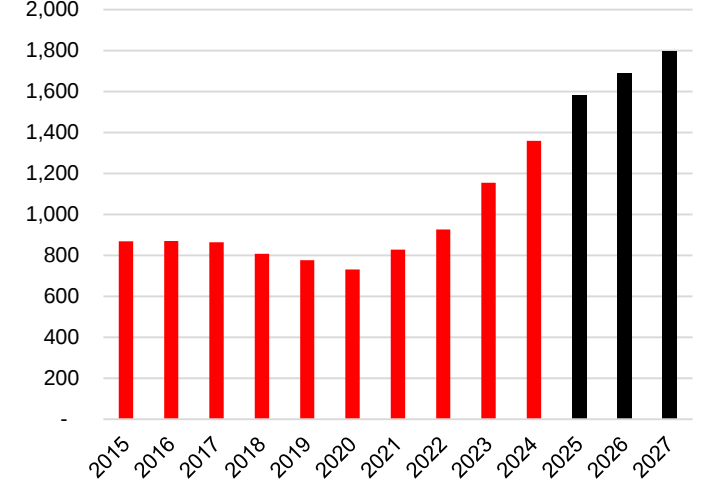
Sektör Büyüme Oranları (y/y, %)



Tarım Hariç GSYH Büyüme (y/y, %)

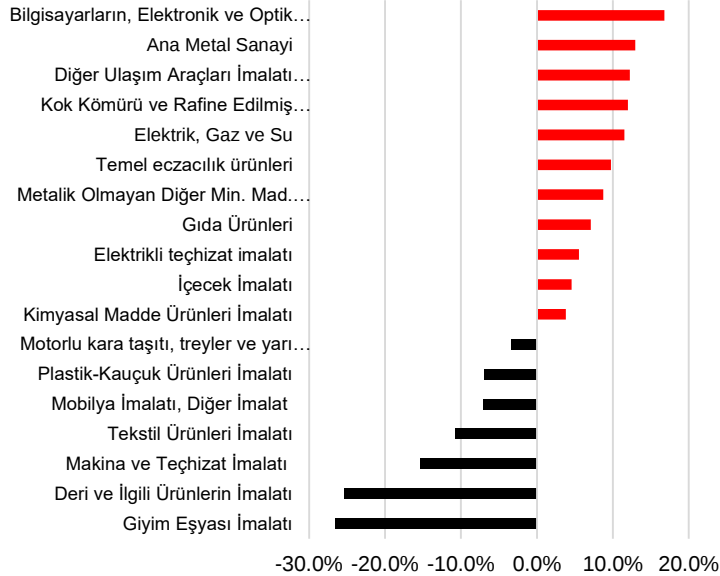


GSYH Büyüklüğü (milyon dolar)

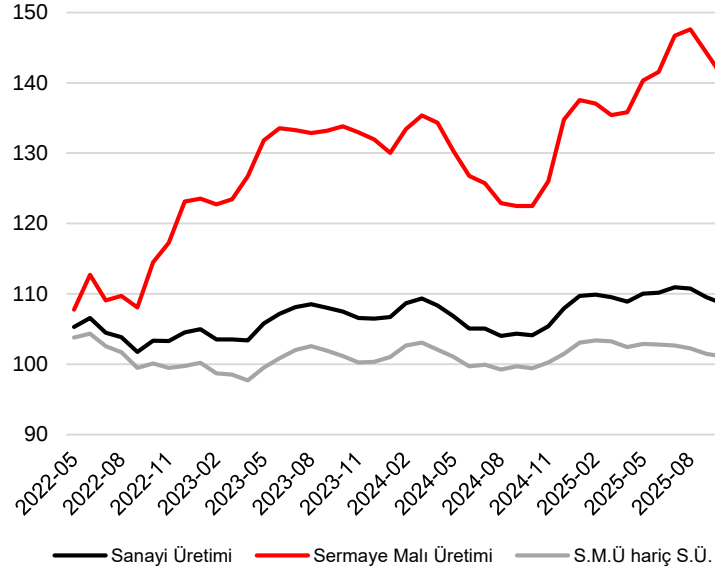


- 2025 yılı büyümesinde sektörel bazda büyük ayrışma yaşanırken, inşaat sektörü deprem bölgesinin yeniden yapılanmasından faydalanmış oldu. İlk üç çeyrekte ortalama bazda %11,3 oranında büyüme gösteren sektör, her ne kadar 2026 yılında düşen faiz ortamında yararlanacak olsa da, deprem bölgesinde yavaşlayan aktiviteden ötürü ivme kaybedebilir. Diğer taraftan tarım sektörü ise 2025 yılında hem don hem de kuralıktan olumsuz etkilendi. Üçüncü çeyrekte %12,7 daralan sektör 2026 yılında zayıf baz nedeniyle büyüme performansı gösterecektir. Yüksek faiz ortamı ve zayıf dış talep görünümüne rağmen imalat sektörü 2025 yılında katma değer artışıyla büyüme performansı gösterdi.
- Üçüncü çeyrekte tarım sektöründeki görülen yüksek daralma etkisi, büyümeyi aşağıya çeken temel unsur oldu. Bu dönemde TÜİK tahminlerine göre meyvede üretim kaybının %30'dan fazla olacağı tahmin edilirken, tahıl üretiminde de çift haneli daralma tahmin ediliyor. Nitekim üçüncü çeyrekte tarım dışı GSYH büyümesi yıldan yıla %5,6 gibi güçlü bir büyüme performansı sundu.
- Diğer taraftan 2015-2022 yılları arasında TL'deki reel değer kaybı GSYH'nin dolar bazında büyümesini sınırlamıştı. Fakat son 3 senedir TL'de yaşanan reel değerlenme neticesinde GSYH'nin 2025 yılında 1,6 trilyon dolara yaklaşmasını öngörmekteyiz.

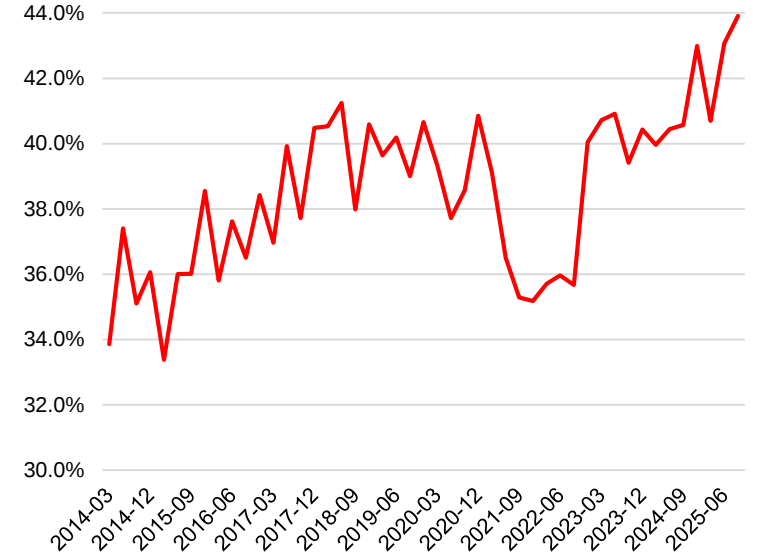
Mayıs 2023'ten bu yana Sektör Performansları (3 aylık ort, m.a.)



Sanayi Üretim Endeksi

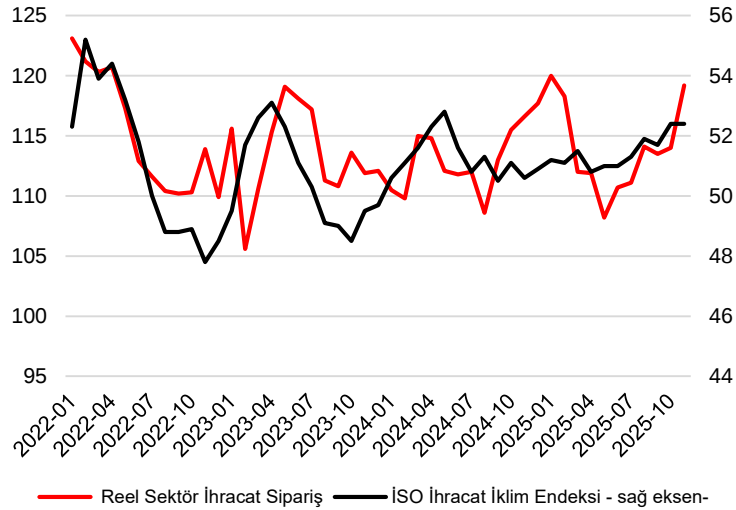


Yüksek ve Orta Yüksek Teknoloji İhracat Oranı

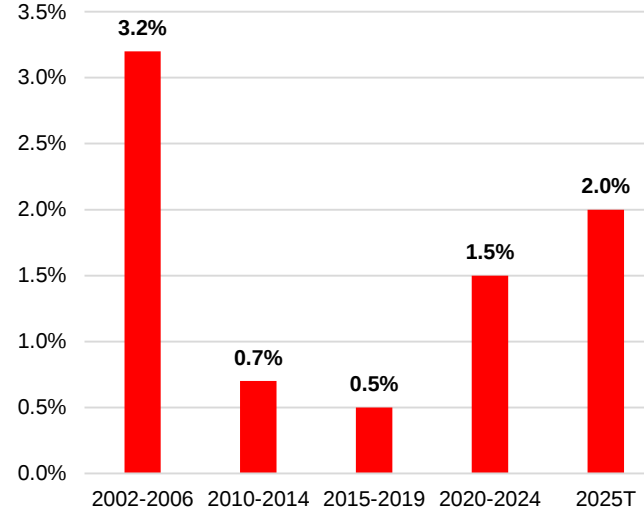


- 2023 yılından bu yana gerçekleşen TL'deki reel değerlenme, yüksek faiz ortamı ve zayıf dış talep görünümü imalat sektörünün geçtiğimiz dönemde istikrarlı büyüme performansını engellemiştir. Bu dönemde savunma sanayi ve bilgisayar&elektronik sektörleri gibi yüksek katma değerli sektörlerin büyüme performansının gücünü koruduğu görülürken, giyim, deri ve tekstil gibi düşük katma değerli sektörlerde çift haneli daralmalar kaydedildi.
- Nitekim sermaye malı üretimi (savunma sanayi sektörü bu endeksin altında) bu dönemde güçlü performans sergilerken, sermaye malı hariç sanayi üretiminin zayıf bir performans sergilediği görülüyor.
- Diğer taraftan artan katma değerli üretimin yansıması ihracat rakamlarına da yansıyor. 2014 yılında %35'ler seviyesinde olan yüksek ve orta-yüksek teknoloji ihracat oranı 2025 yılında %44'e kadar ulaştı. Global konjonktürün savunma sanayini gelecek dönemde de destekleyici olması ve TL'nin görece değerli kalacak olması sebebiyle bu eğilimin önümüzdeki dönemde de devam edeceğini öngörüyoruz.

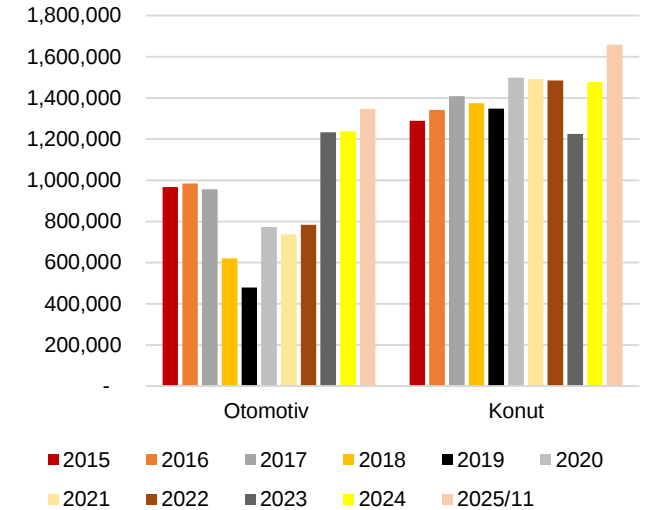
Dış Talep İndikatörleri



Verimlilik Artışı

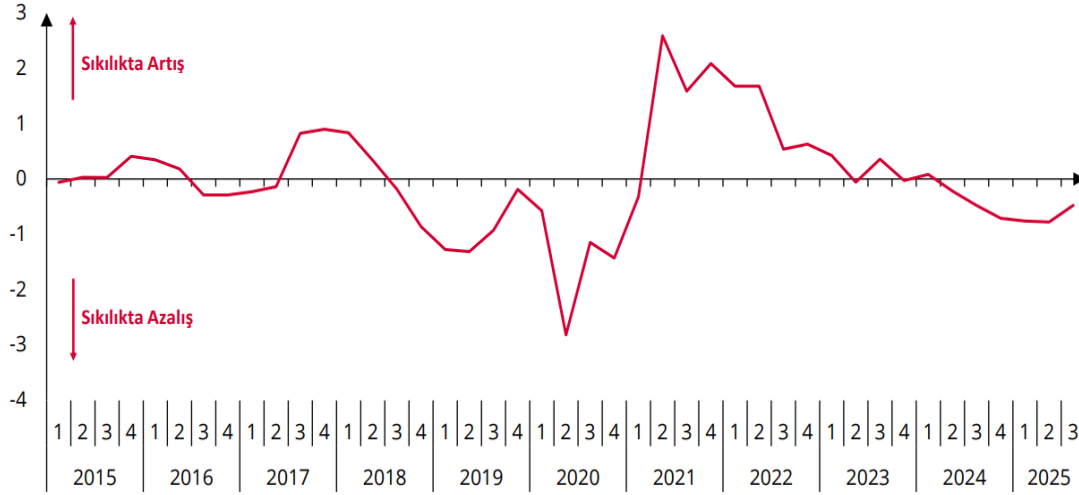


Otomotiv ve Konut Satışı (12-aylık kümülatif)

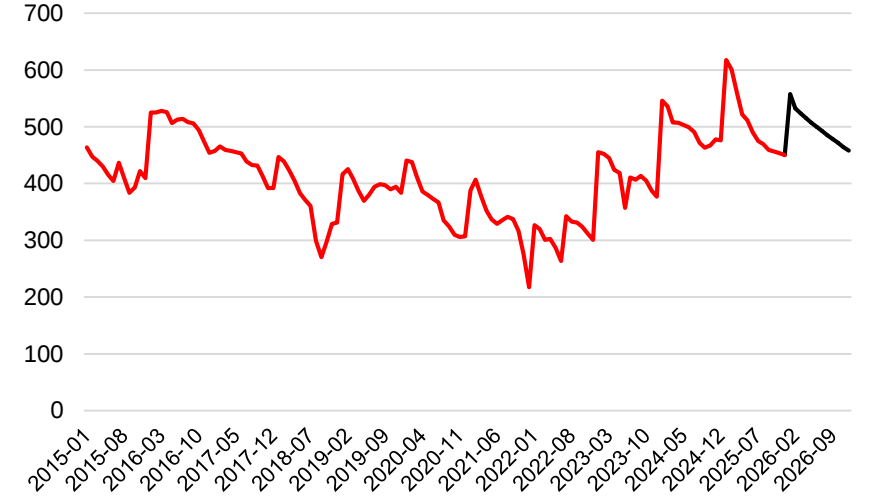


- Trump tarifelerinin yarattığı belirsizlik ve global tarafta görece yüksek faiz ortamı dış talebin 2025 yılında zayıf bir dönem geçirmesinde etkili oldu. Fakat tarifeler döneminin yarattığı belirsizliğin göreceli azalması, Fed'in gerçekleştirdiği faiz indirimleri ve Euro Bölgesindeki ekonomik toparlanma 2026 yılında daha ılımlı bir dış talep ortamının olabileceğini bize gösteriyor. Nitekim hem İSO ihracat iklim endeksi hem de reel sektör güven endeksi altında bulunan ihracat siparişi endeksi son 12-18 ayında en yüksek seviyelerine yükselmiş durumdadır.
- 2013-2022 yılları arasında zayıflayan TL ekonomideki verimlilik artışının sağlanmasında engelleyici bir faktör oldu. Fakat son dönemde değerlendirilen TL ile verimlilikte artışından hız kazandığını görüyoruz. Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın verilerine göre 2015-2019 yılları arasında %0,5'e kadar düşen TFP'nin 2025 yılında %2 seviyesinde yükselmesi bekleniyor.
- Talep görünümüne bakıldığında ise hemen hemen tüm indikatörlerin güçlü büyüme performansı gösterdikleri görülüyor. Parasal sıkılaşma dönemlerinde en hızlı daralması beklenen büyük meblağlı kalemler olan konut ve otomotiv satışlarında rekorlar kırılmaya devam ederken, perakende satışlarda çift haneli büyüme, reel kredi kartı harcamalarında artış eğilimi ve tüketici kredilerinde yüksek büyümeler görülmektedir.

Bileşik İşgücü Piyasası Endeksi

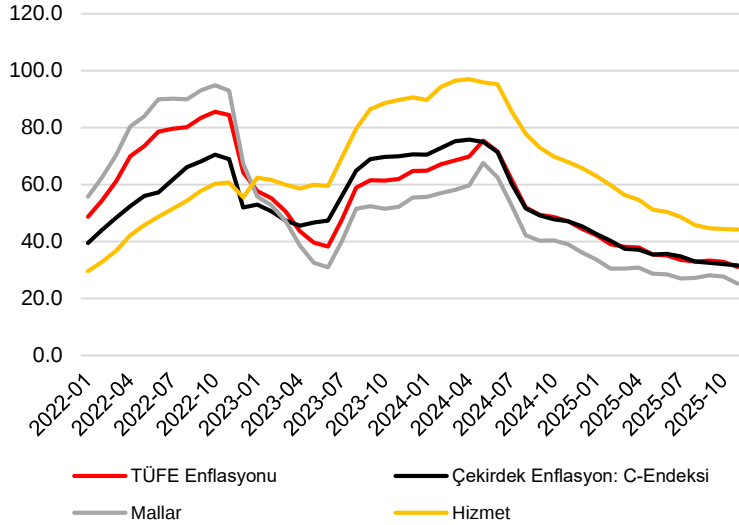


Asgari Ücret (EUR, enflasyondan arındırılmış)

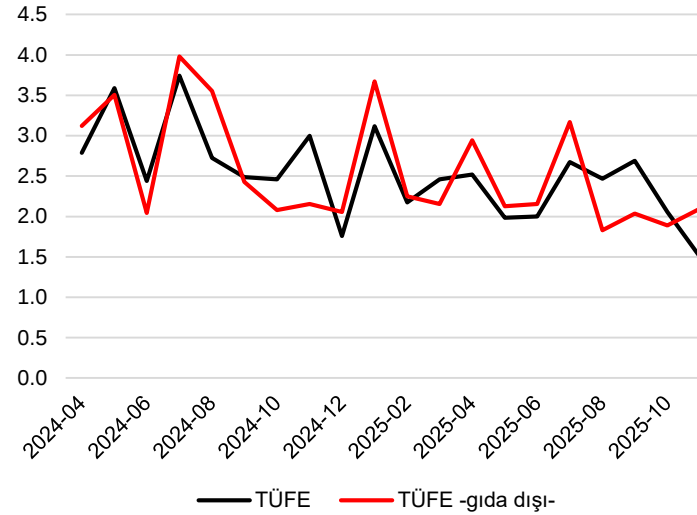


- İşsizlik oranı düşmeye devam ederken, daha geniş kapsamlı atıl işgücü oranı ise artış eğilimindedir. 2025 yılı boyunca atıl işgücü yaklaşık 400 bin kişi artış gösterdi. 2023 yılından bu yana işsizlik ve atıl işgücü oranları arasında çok az bir korelasyon görülmekte olup, bu durum genel istihdam rakamlarının yorumlanmasını zorlaştırmaktadır.
- İstihdam piyasasına farklı bir bakış açısı sunan TCMB, Türkiye için 23 farklı işgücü piyasası göstergesini bir araya getiren ve bunların ekonomik faaliyetle olan bağlantısını değerlendiren Bileşik İşgücü Piyasası Koşulları Endeksi'ni kısa süre önce uygulamaya koydu. Endeks, işgücü piyasası koşullarının, sadece manşet işsizlik oranının gösterdiği kadar sıkı olmadığını ortaya koyuyor.
- Diğer taraftan 2026 yılında asgari ücrete %27 zam yapıldığı açıklandı. Euro bazlı enflasyondan arındırılmış verilerle baktığımızda asgari ücretin tarihsel ortalamaların bir miktar üzerinde ve 2025 yılına paralel seyredeceğini öngörüyoruz.

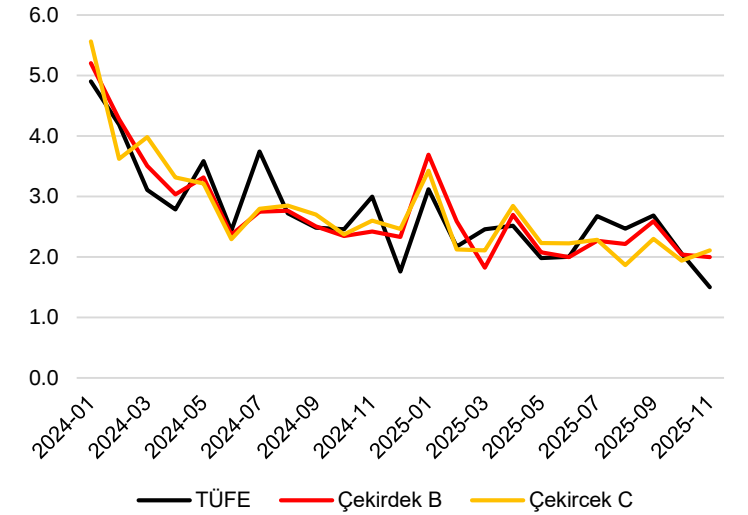
TÜFE (y/y, %)



TÜFE ve Gıda Dışı Tüfe (a/a, m.a., %)

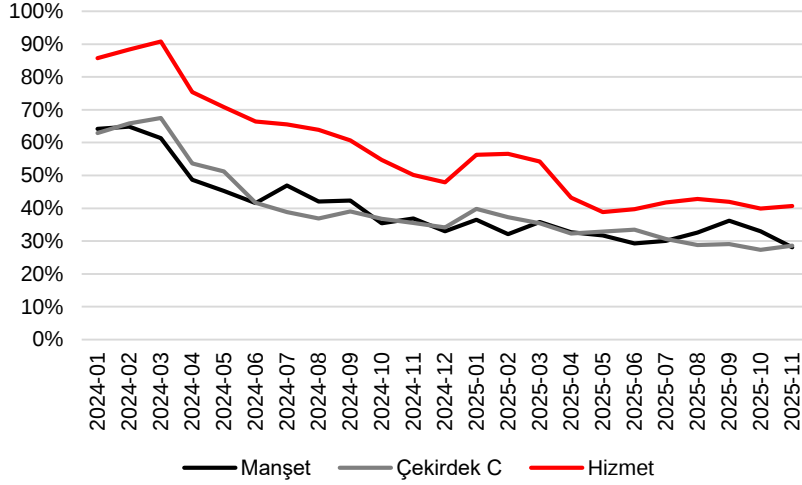


Trend Enflasyon (a/a, m.a. %)

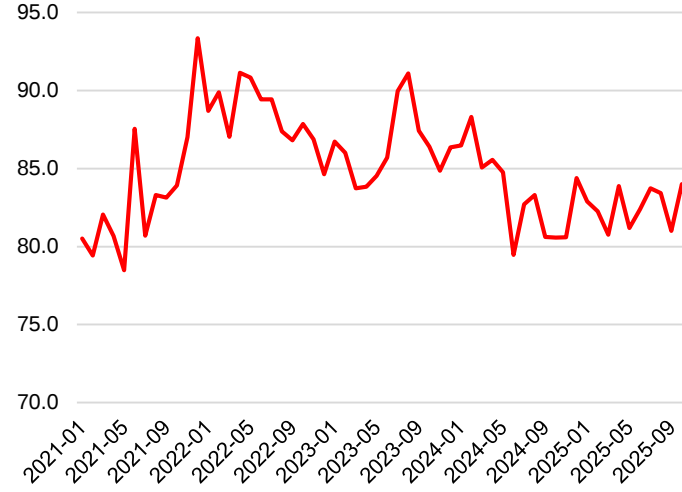


- 2024 yılını %44,4 ile kapatan yıllık TÜFE enflasyonu, hizmet ve mal enflasyonundaki yavaşlamanın desteğiyle Kasım ayında %31,1'e geriledi. Bu dönemde hizmet enflasyonu 2024 sonu olan %65,7'den Kasım ayında %44,2'e düşerken, mal enflasyonu %36,1'den %25,2'a geriledi. Diğer taraftan, ücret artışlarının daha ılımlı bir hızda gerçekleşmesi sonucunda kira ve restoran enflasyonu hızlı geriledi.
- Öte yandan, aylık trend enflasyonu Mayıs ve Haziran aylarında %2,0'ye geriledikten sonra, mevsimsel faktörler ve yönetilen fiyatlardaki ayarlamalar nedeniyle 4 aydır yüksek seyrediyordu. Fakat Kasım ayında gerileyen gıda fiyatları mevsimsellikten arındırılmış manşet enflasyonun %2'nin altında oluşmasını sağladı. Yine de gıda etkisini ayırttığımızda son dönemde gıda dışı enflasyonun katı görünümünü koruduğu görülmektedir.
- Nitekim çekirdek enflasyon verileri de %2 seviyesi civarında seyrederken son bir yıldaki iyileşmenin oldukça sınırlı gerçekleştiği görülmektedir. Her ne kadar hizmet enflasyonu kaynaklı iyileşmenin (daha düşük ücret zammı, aşağıya gelen 12-aylık ortalama enflasyon ve eğitim fiyatlarına konulan artış sınırı) çekirdek enflasyona katkı sağlayacağını öngörsek de aylık trenddeki iyileşmenin sınırlı olacağı düşüncesindeyiz.

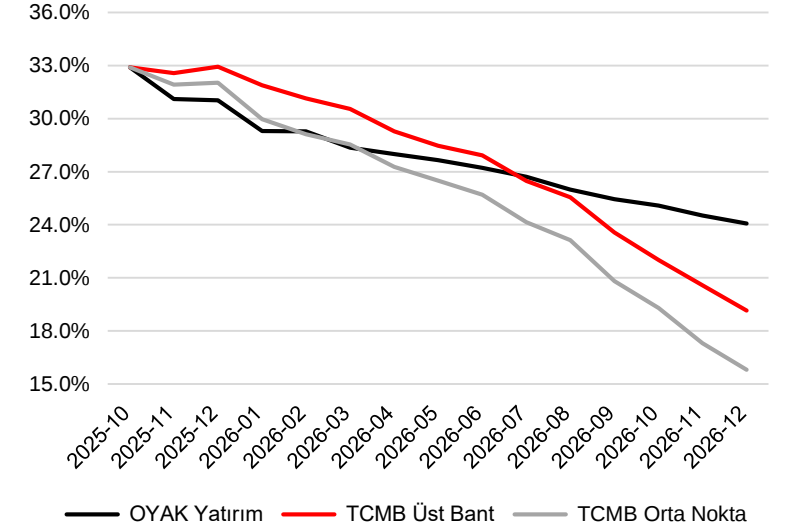
Enflasyon (3 aylık yıllıklandırılmış, m.a., %)



Yayılım Endeksi*



Yıllık Enflasyon Tahmini

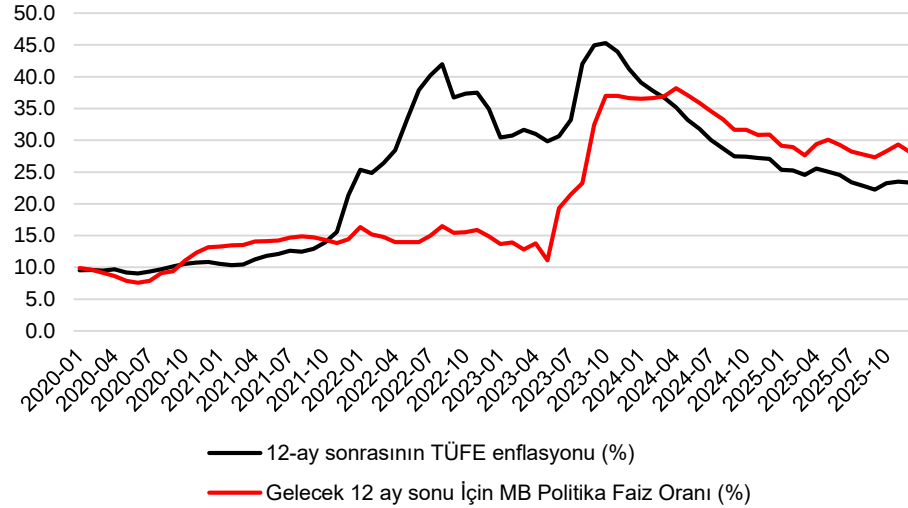


- 3 aylık yıllıklandırılmış enflasyon eğilimine göre, manşet ve çekirdek TÜFE sırasıyla %28,1 ve %28,6 olarak gerçekleşirken, hizmet enflasyonu %40,7'ye kadar geriledi. Enflasyonun tamamen kontrol altına alındığını ve TCMB'nin hedeflediği yolda devam ettiğini söylemek için henüz erken olsa da, sıkı para politikası sayesinde bir miktar yavaşlama sağlanmıştır.
- TÜFE yayılım endeksi de, TCMB'nin sıkı duruşuna rağmen, büyük ölçüde USD/TL döviz kurundaki devam eden değer kaybı ve gerek reel sektörün gerekse hanehalkının hala yüksek enflasyon beklentileri nedeniyle fiyat baskılarının sürdüğüne işaret etmektedir.
- 2026 sonu enflasyon tahminimiz %24,1 iken, TCMB %16 tahmininde bulunuyor. Özellikle, TCMB yılın ikinci yarısında enflasyon eğiliminde belirgin bir iyileşme beklerken, bizim tahminimiz enflasyondaki gerilemenin sınırlı kalacağı yönünde.
- *yayılım endeksi, sepet içinde fiyatı artan veya pozitif momentum gösteren ürünlerin sayısını ölçer.

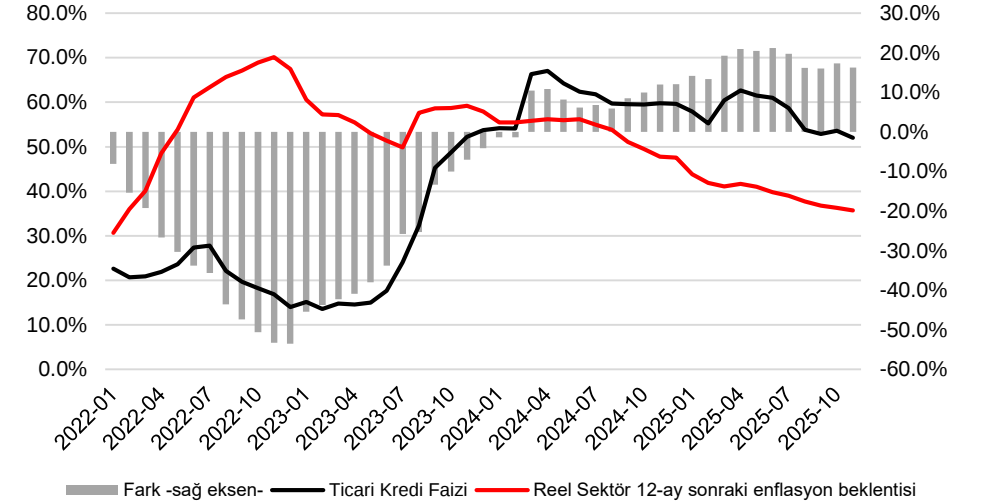
	2025-11	2025-12	2026-01	2026-03	2026-04	2026-06	2026-07	2026-09	2026-10	2026-12
Güncel Enflasyon	31.1%	31.0%	29.3%	28.4%	28.0%	27.2%	26.7%	25.4%	25.1%	24.1%
12-ay Sonraki Enflasyon	24.5%	24.1%	24.1%	23.9%	23.1%	22.5%	22.2%	21.0%	20.5%	19.7%
Ortalama	27.8%	27.5%	26.7%	26.1%	25.6%	24.9%	24.5%	23.2%	22.8%	21.9%
Politika Faizi	39.5%	38.0%	36.5%	35.0%	34.0%	33.0%	32.0%	31.0%	30.0%	29.0%
FARK	11.7%	10.5%	9.8%	8.9%	8.4%	8.1%	7.5%	7.8%	7.2%	7.1%
Bileşik politika faizi	48.4%	46.2%	44.0%	41.9%	40.5%	39.1%	37.7%	36.3%	35.0%	33.6%

- Mart ayındaki kur dalgalanması ve ardından Nisan ayında yapılan faiz artırımının ardından, TCMB Temmuz ayı toplantısına kadar politika faiz oranını %46 seviyesinde sabit tuttu. Aylık bazda enflasyondaki katılığa rağmen, yıllık bazda iyileşen enflasyon TCMB'nin Temmuz'dan bu yana 800 baz puanlık indirim yapmasının yolunu açtı ve politika faizi %38'e kadar indirildi. Bu rakam her ne kadar sene başına göre 950 baz puanlık bir indirimi işaret ediyor olsa da, 2025 başında yıl sonu için %30 olan politika faizi tahminimizin 800 baz puan üzerinde kaldı.
- Siyasi taraftaki gelişmeler, güçlü iç talep ve enflasyondaki katılık TCMB'nin daha temkinli adım atmasına neden olurken, mali taraftan beklenen hala katkının gelmiyor oluşu, para politikasının daha sıkı kalmasına neden oluyor.
- 2026 yılında 8 toplantıda toplamda 900 baz puanlık indirim yapılacağını öngörüyoruz. Mevcut görünümde Ocak ve Mart ayı toplantılarında toplamda 300 baz puanlık bir indirim olacağını öngörüyoruz. Fakat yılın ikinci yarısında iyileşmenin sınırlı kalacak olması nedeniyle faiz indirim hızı 100 baz puana düşebilir.
- Mevcut stopaj oranının 2026 yılında %17,5 ile korunacağını düşünmekteyiz. Bu bağlamda yıl boyunca politika faizine dayalı bir enstrümana yatırım yapan yatırımcılar, yıl genelinde stopaj düştükten sonra %32 civarında net getiri elde edecek.

PKA Reel Faiz Oranı (%)

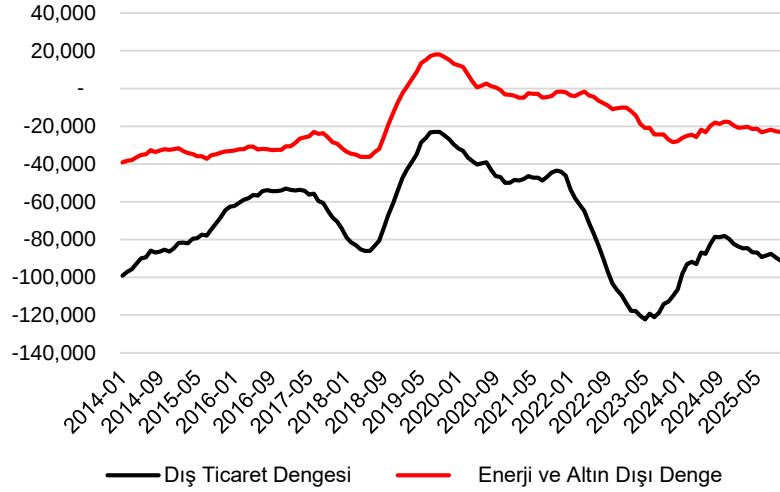


Reel Sektör Enflasyon Beklentisi ve Ticari Kredi Faizleri

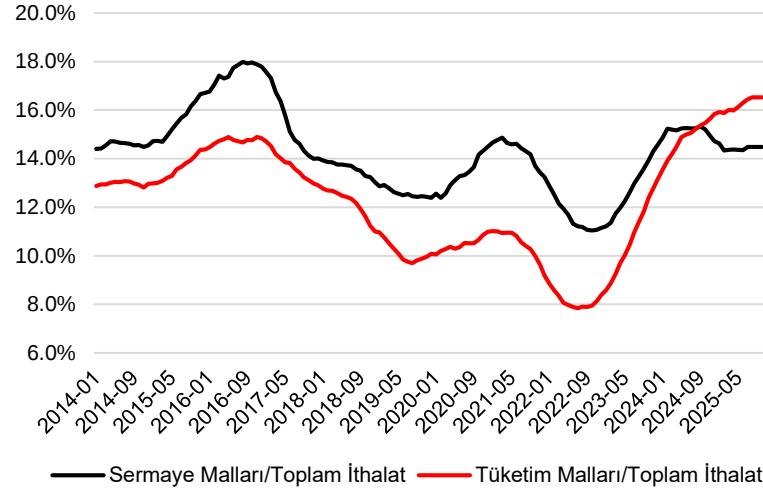


- Piyasa Katılımcılar Anketine göre önümüzdeki 12 aylık enflasyon beklentileri 2024 yılında önemli oranda iyileşirken, 2025 yılında büyük oranda bir katılık göstermektedir. Enflasyon beklentilerindeki katılaşma politika faizi beklentilerinin de gevşemesini engelliyor. Fakat daha dikkat çekici olan gelişme ise, 12 ay sonraki enflasyon ve 12 ay sonraki politika faizi beklentileri arasındaki reel faiz farkının artışı oldu. 2025 Mart ayına kadar 3 puana yakın seyreden reel faiz oranı, Mayıs ayından bu yana 5 puanlık bir farkı işaret ediyor. Bu durum siyasi taraftaki yaşanan gelişmelerin enflasyon etkisinden bağımsız reel faizleri de yaklaşık 2 puan yukarı çektiğini gösteriyor.
- Diğer taraftan reel sektörün mevcut durumda borçlandığı faiz oranı ile, TCMB'nin sektörel enflasyon beklentileri anketinden aldığımız 12 ay sonraki enflasyon beklentisi kıyasladığında, reel sektörün reel bazda ciddi bir faiz yüküne katlandığı görülüyor. 2026 yılında da bu yüksek reel faiz ortamının devam edeceğini ve TL ticari kredi tarafında şirketlerin borçlanma isteklerinin düşük kalabileceğini öngörüyoruz.

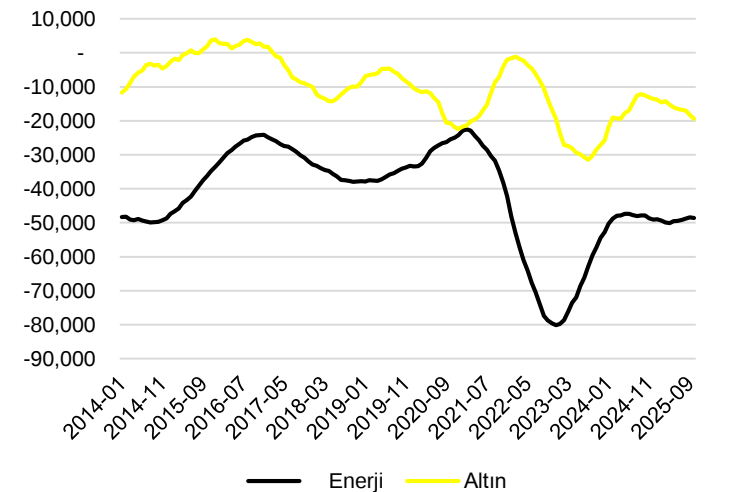
Ticaret Dengesi (12 aylık hareketli, milyon dolar)



İthalat (12 aylık hareketli, milyon dolar)

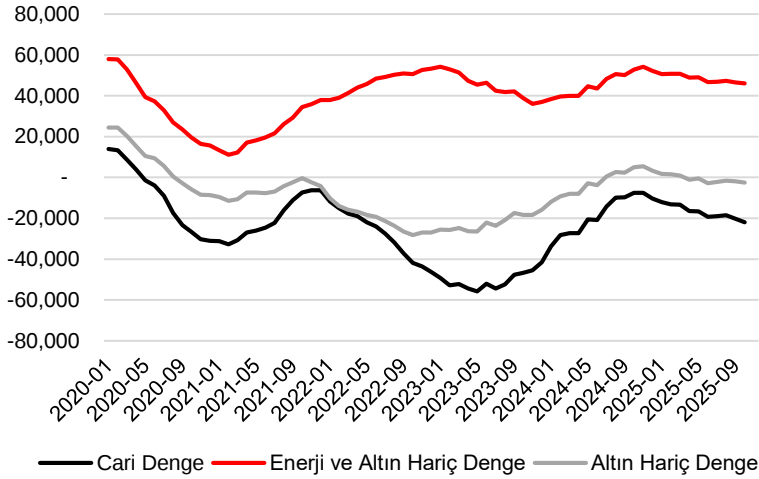


İthalat (12 aylık hareketli, milyon dolar)

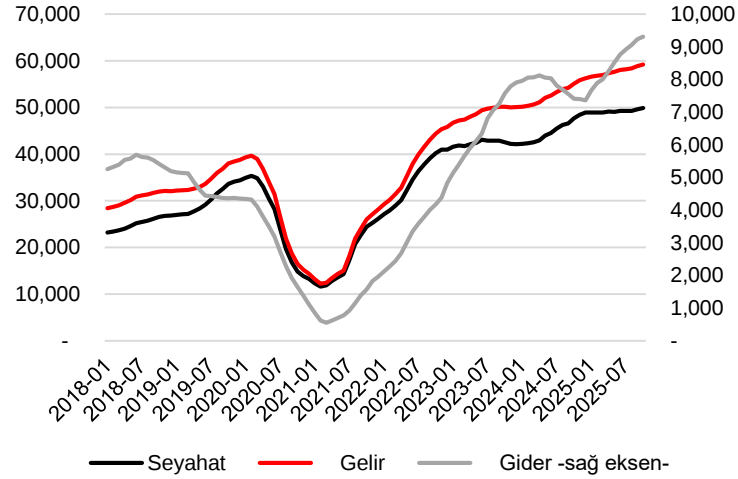


- Ultra gevşek para politikası ve yüksek enerji fiyatları neticesinde 2023 yılı içerisinde 120 milyar doları aşan dış ticaret açığı, ortodoks politikalara dönüş sonrası 80 milyar doların altına kadar gerilemişti. Fakat son dönemde artan tüketim ithalatı ve artan altın ithalatı dış ticaret açığının tekrardan 90 milyar doların üzerine çıkmasına neden oldu. 2026 yılında daha da hızlanacak ekonomi görünümü beklentimize paralel olarak, dış ticaret açığının 106 milyar dolara kadar yükselebileceğini öngörüyoruz.
- Sıkı para politikasına rağmen yurt içi talepteki canlı görünüm tüketim malları ithalatının hızlı yükselmesine neden oldu. 2014-2025 arasına bakıldığında tüketim malları ithalatının toplam ithalata oranı rekor yüksek seviyelere yükseldi. Güçlü otomotiv pazarı ve mücevherat ithalatının bir kısmının tüketim malı kategorisine girmesi rekor seviyelerin görülmesinde öncü faktör oldu. Benzer dönemde sermaye malları ithalatının toplam ithalata oranı ise yatay bir görünüm sergiledi.

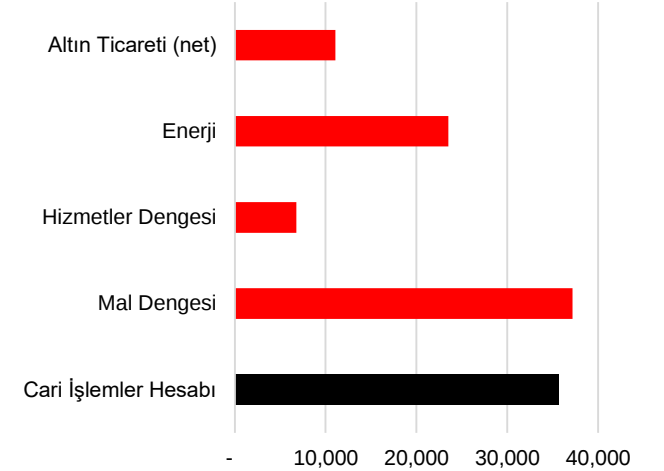
Cari Denge (12 aylık, milyon dolar)



Turizm Dengesi (12 aylık, milyon dolar)

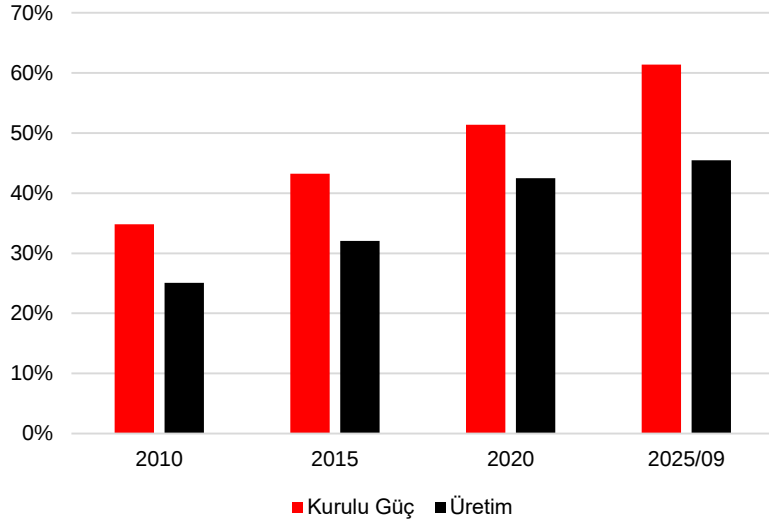


Cari Denge Değişimi (Mayıs 2023'ten bu yana)

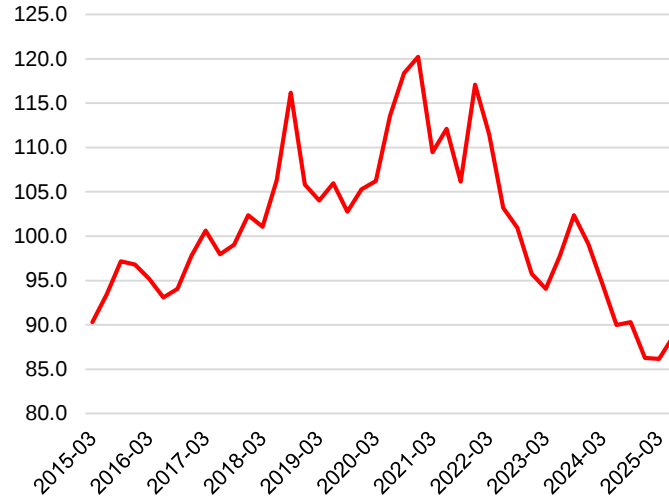


- 2025 yılında artan dış ticaret açığı cari dengede de bir miktar bozulmaya neden oldu. Dış talebin zayıf olmasına bağlı olarak vasat bir performans sergileyen ihracata kıyasla, TL'deki reel değerlenme ithalatın büyümesine yol açtı. Mal dengesindeki bozulma hizmet geliriyle kompanse edilemedi. Bunun neticesinde 2024 yılında 10 milyar dolara kadar düşen cari açığın 2025 yılında 23 milyar dolara ulaşmasını beklemekteyiz.
- Türk Lirası'ndaki reel değerlenme sadece dış ticarete bozulma yaratmadı. İşçilik ücretlerinin döviz bazında artması Kovid-19 sonrası güçlü performans sergileyen turizm sektörünü de yavaşlattı. 2025 yılında komşu ülkelerle girilen rekabet neticesinde net turizm gelirleri büyük oranda yatay kaldı. Yine bu dönemde yüksek yurt içi otel fiyatları yerli turistlerin yurt dışını gitmesine yol açarken, turizm harcamaları bu dönemde hızlı yükseldi.
- Yine de ekonomi yönetiminin 2023 Mayıs'tan bu yana cari açığı yönetilebilir seviyeye çektiği görülüyor. Bu dönemde sıkı para politikası ve gerileyen enerji fiyatları cari açığın kontrol edilebilir seviyeye inmesindeki en önemli unsurlar oldular.

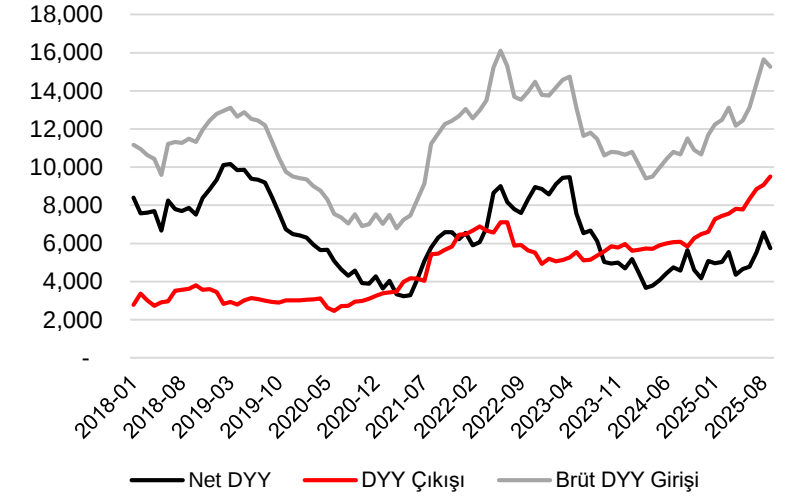
**Toplam Elektrik Üretiminde
Yenilenebilir Enerji Payı**



**TÜSİAD Maliyet Bazlı
Rekabet Gücü Endeksi**

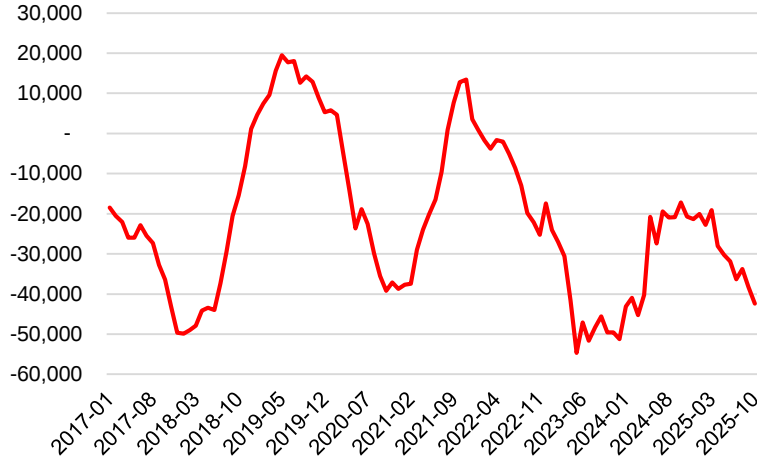


DYY Akımı (m USD)

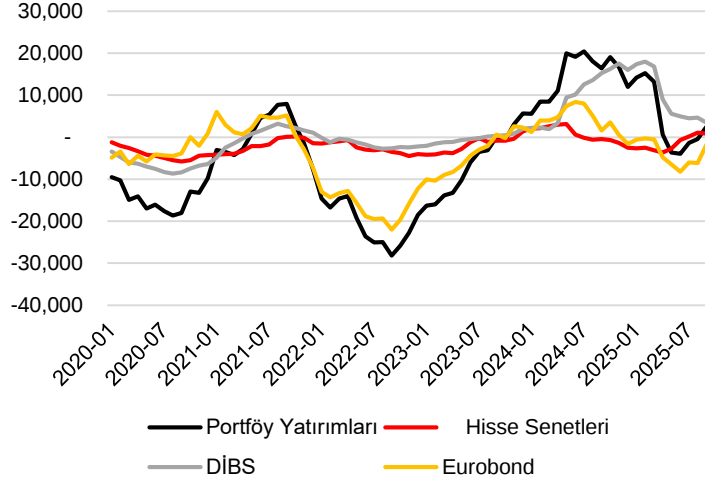


- Cari açığı iyileşmenin bir başka nedeni de enerji bağımlılığının elektrik üretiminde giderek azalması oldu. YEKDEM mekanizmasının desteklediği yenilenebilir enerji sektörü, 2022'de elektrik fiyatlarındaki yükseliş sonrası yurt içindeki şirketlerin de bu yönde yatırımlarını artırmasına neden oldu. Bununla beraber son dönemde güneş santrallerinin artan verimliliği, düşen kurulum maliyetleri yenilenebilir enerjinin elektrik üretimindeki payını son 15 senede 20 puan artırdı.
- Enerji tarafındaki iyileşmeye karşın yurt içinde kontrol edilemeyen enflasyon ve TL'deki reel değerlenme Türk imalat sektörünün son dönemde bir miktar rekabet kaybına yol açmışa benziyor. Her ne kadar katma değeri düşük sektörlerin kaybı daha yüksek olsa da TÜSİAD'ın maliyet bazlı rekabet gücü endeksi ihracat pazarlarında Türk imalat sektörünün maliyet konusunda zorlandığını işaret ediyor.
- Diğer taraftan ortodoks politikalara dönüş neticesinde yurt içinde giren doğrudan yabancı yatırımlar artış gösterirken, Türkiye'den yurt dışına giden DYY rakamlarında da belirgin bir yükseliş görülüyor. Bu dönemde yurt dışında konut alan bireysel yatırımcılar artış gösterirken, bazı Türk imalat sektörü şirketlerinin üretimini ucuz işgücü nedeniyle komşu ülkelere yatırımlarını kaydırıldığı görülüyor.

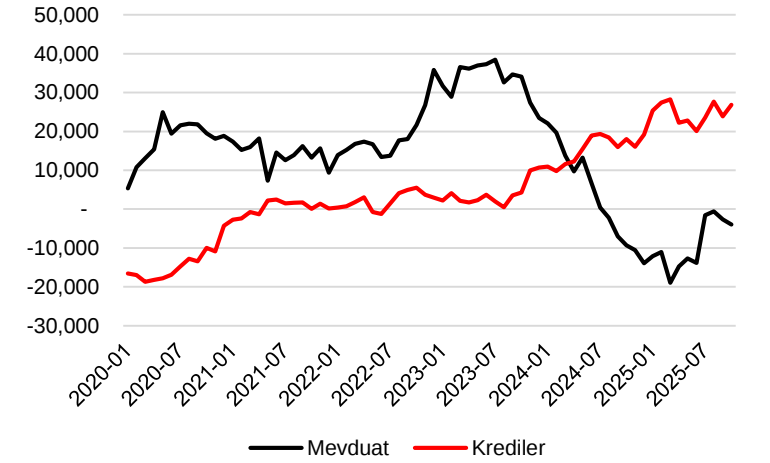
Cari Denge + NHN (Toplam Finansman Açığı)



Portföy Akımları (12 aylık, milyon dolar)

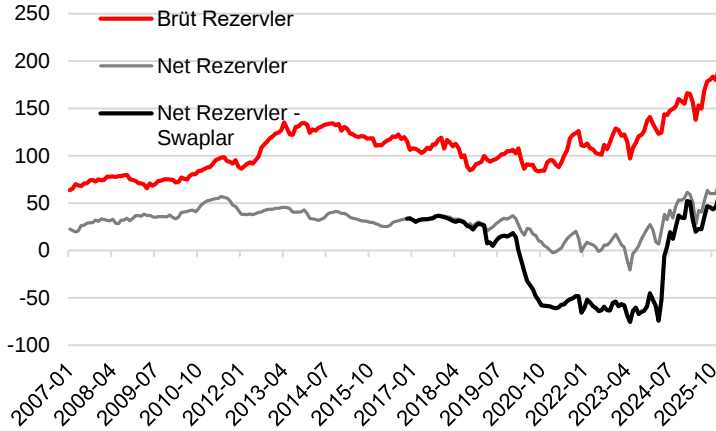


Kredi ve Mevduat Akımları (milyon dolar)

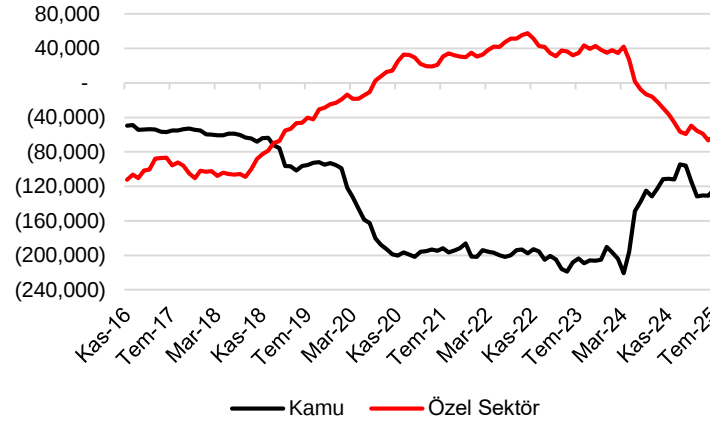


- 2024 yılının tamamı ve 2025 yılının ilk çeyreğinde DİBS piyasasına yoğun ilgi gösteren yabancı yatırımcılar Mart ayından itibaren ilgilerini büyük oranda kaybettiler. Son üç çeyrekte portföy akımları belirgin bir şekilde zayıflamış durumda. Nitekim hem DİBS hem de hisse senedi tarafında yabancı oranları tarihi düşük seviyelerin bir miktar yukarısında yer alıyor. Eurobond tarafında ise şirketler düzeyinde yüksek TL kredi faizleri yerine yurt dışından borçlanma imkanı şirketleri cezbediyor. Fakat son dönemde döviz fonlarına olan yüksek talep nete Eurobond kaynaklı portföy çıkışına neden oluyor.
- Ortodoks politikalara dönüşe rağmen sınırlı portföy akımı çeken Türkiye, kredi üzerinden yüklü miktarda finansman sağladı. Ekim ayı itibarıyla son 12 aydaki toplam kredi giriş tutarı 26,9 milyar dolara ulaştı. Bu dönemde bankaların sendikasyon kredilerini de 2 yıla kadar uzattığı görülürken, reel sektörün de 5 seneye kadar uzun vadeli döviz finansmanı sağlayabildiği görülüyor. Diğer taraftan 2022 ve 2023 yıllarında yurt dışı finansmanın ana kalemi olan mevduatlar kaleminin ise son 2 senedir nete finansman çıkışı yarattığı izlendi.

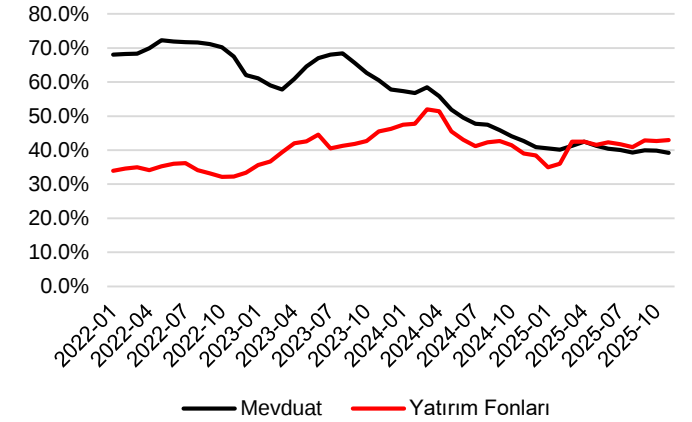
TCMB Rezervleri



Kamu ve Özel Sektör FX Pozisyonu

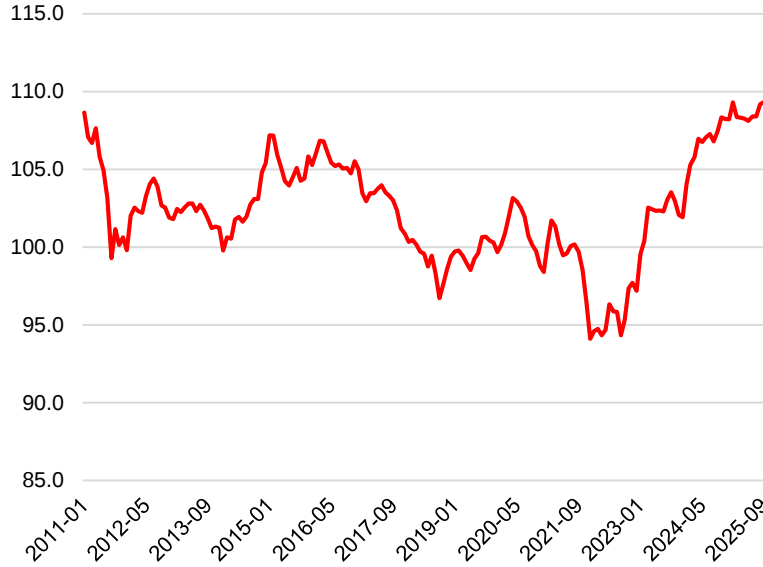


Dolarizasyon Oranı

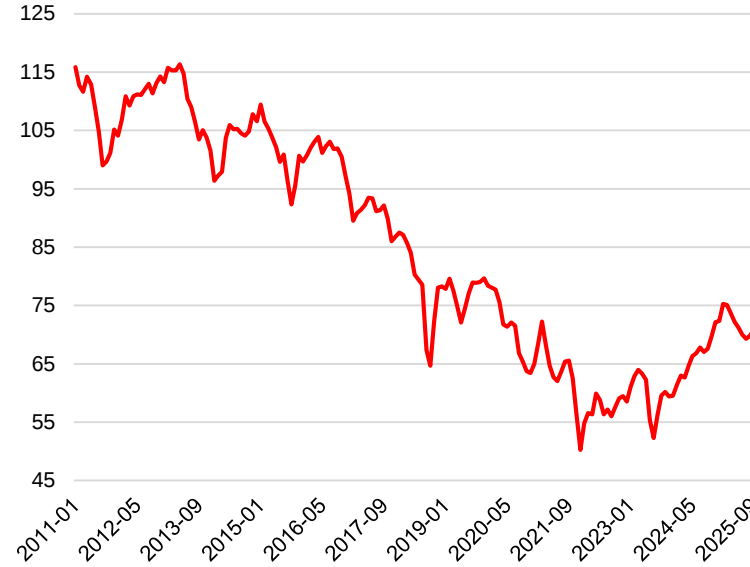


- 2024 yılında brüt rezervlerini 14 milyar dolar artışla 155 milyar dolara yükselten TCMB, 2025 Aralık itibarıyla 190 milyar dolar seviyesinde brüt rezerv miktarına ulaşmış durumda. Yıl içerisinde büyük bir finansman girişi olmamasına rağmen global bazda artan altın fiyatları hali hazırda 100 milyar dolardan fazla altın tutan TCMB rezervlerine 35 milyar dolardan fazla katkı yapmış durumda. Swaplardan arındırılmış net rezervler ise sene başındaki 35 milyar dolar seviyesinden 55 milyar doların üzerine yükseldi. Sene içerisinde 60 milyar doların üzerine çıkan rezervler 7 milyar dolara kadar gerilemişti. Sonrasında yapılan faiz artırımları ve altın katkısı TCMB rezervlerini tekrardan Mart ayı seviyelerine yaklaştırmış durumda.
- Ortodoks politikalara geri dönüş, yüksek TL ticari kredi faizleri ve kurun büyük oranda kontrol edilmesi özel sektörü FX finansmanı sağlamaya itti. 2022 ve 2023 yıllarında net döviz fazlası bulunan sektörün sonraki 2 yılda döviz kısa pozisyona geçtiği görülüyor. 2019'dan bu yana yüksek miktarda döviz kısa pozisyonu taşıyan kamunun ise bu dönemde döviz alımı gerçekleştirdiği görülüyor (büyük oranda TCMB üzerinden).
- Dövizdeki enflasyon altı getiri yurt içi yatırımcıların ve reel sektörün döviz mevduattan TL mevduata geçişini de destekliyor. 2022 yılında KKM ile birlikte %70'lere varan dolarizasyon oranı regülasyonların da etkisiyle %40'lara kadar gerilemiş durumda. Fakat bankaların regülasyon oranlarını tutturma amaçlı müşterilerini döviz fonlarına yönlendirmesi yatırım fonlarındaki dolarizasyon oranını artırmış durumda.

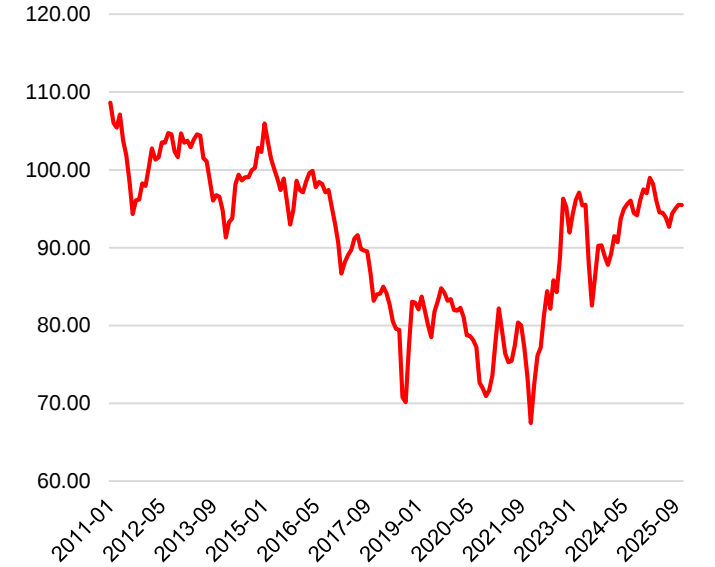
Yurt Dışı ÜFE Bazlı REDK



TÜFE Bazlı REDK

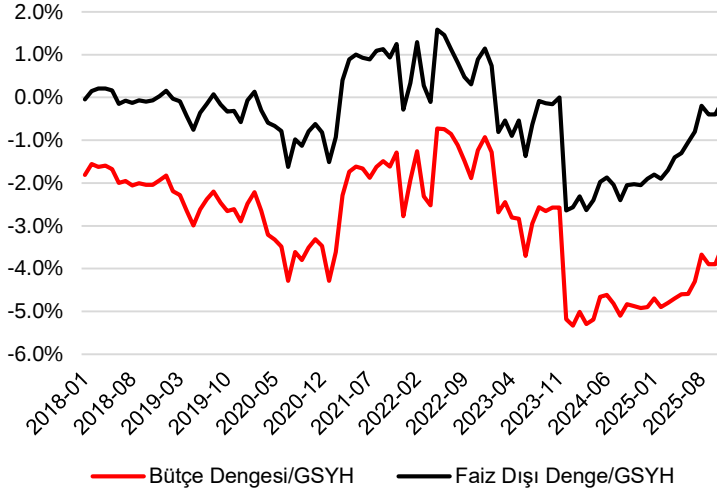


ÜFE Bazlı REER

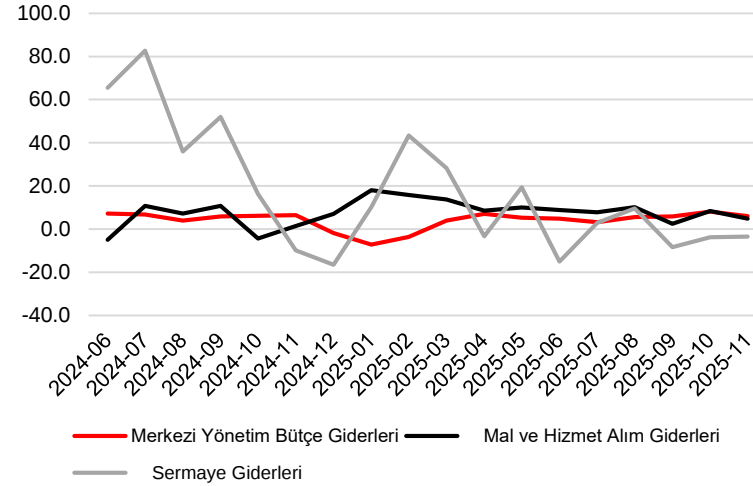


- Son dönemde enflasyondaki yüksek volatilité TL'nin ne kadar değerli olup olmadığını hesaplamayı zorlaştırıyor. Bu nedenle, Türk ihracatçıları için TL'nin ne kadar değerli olduğunu belirlemek için yurt dışı ÜFE REER'i hesapladık. Mevcut seviyeler, TL'nin tarihsel ortalamalarına göre değerli olduğunu göstermektedir. Bu durum önümüzdeki dönemde işsizliğin artmasına neden olabilir. Ancak kaynakların daha katma değerli sektörlere kaydırılması, uzun vadede verimlilik artışına yol açacaktır.
- 2026 sonu USD/TL tahminimiz 53,4 seviyesindedir, bu da TL faiz oranlarının carry trade yatırımcıları için cazip fırsatlar sunmaya devam edeceğini göstermektedir. 2025 sonu ile karşılaştırıldığında, yıl sonu EUR/USD paritesinin 1,10 olacağı varsayımına dayanarak, USD/TL'de yıllık %24,0 nominal değer kaybı ve EUR/TL'de %18,6 artış öngörüyoruz.

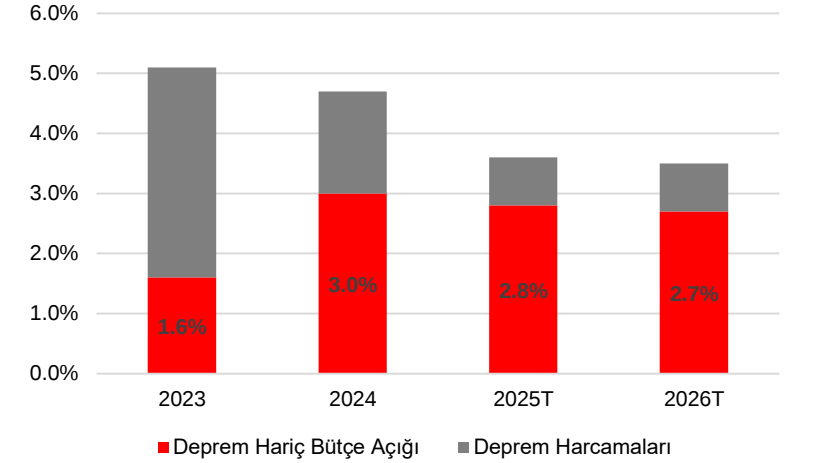
Bütçe Dengesi/GSYH



Reel Bütçe Harcamaları (3 aylık ortalama, y/y)

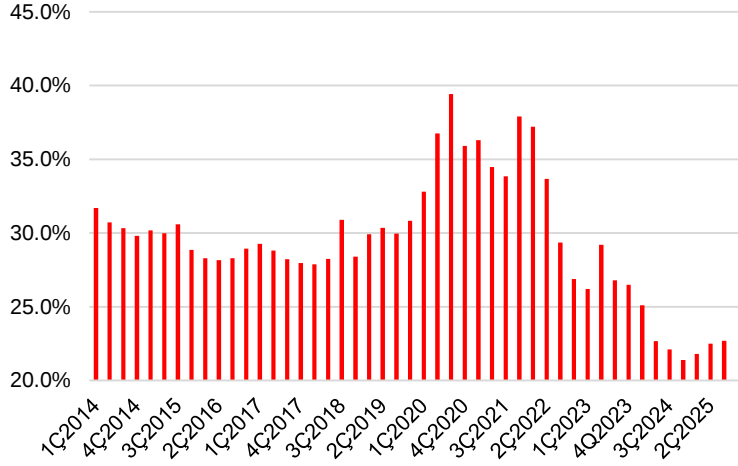


Deprem Bölgesine Yapılan Harcamalar

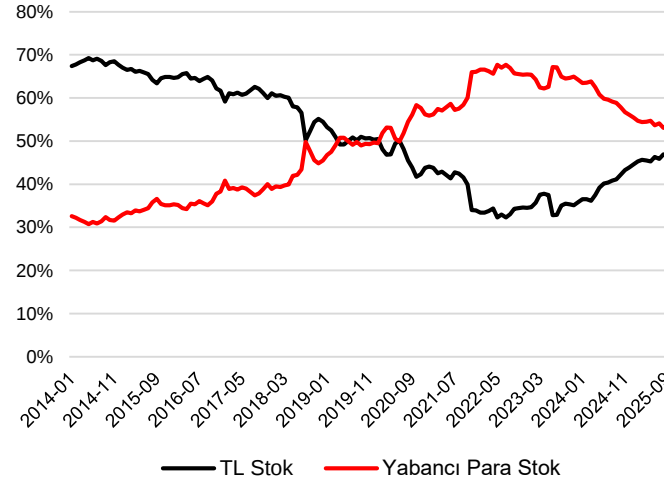


- 2024 yılında deprem harcamalarının da etkisiyle GSYH'e oranla %4,9 açık veren bütçe dengesi, 2025 yılında gelir tarafını artırma yönünde atılan adımlarla %3,5 civarında açıkla kapayacak. 2024 yılıyla kıyaslandığında gelirler tarafı kurumlar vergisi, KDV ve gelir vergisi üzerinden desteklenirken, bu durumda büyümenin de beklentilerden iyi gerçekleşmesi etkili oldu.
- Fakat dezenflasyonu sağlayabilmek adına 2024 yılında açıklanan harcama tedbirlerin tam olarak uygulanmadığı görülüyor. Nitekim harcamalar kalemindeki katılık nedeniyle mal ve hizmet alım gider ve sermaye giderleri üzerinden yapılabilecek harcama kısıntıları 2025 yılında tam olarak gerçekleşmedi. 3 aylık ortalamalar bazında bakılacak olursa, mal ve hizmet alım giderlerinin yıl genelinde reel bazda artış gösterdiği görülmektedir. Sermaye giderleri ise yüksek baz nedeniyle dönem dönem negatif reel büyüme bölgesine geçmektedir.
- Diğer gelişmekte olan ülkelerden farklı olarak, Türkiye'de bütçe açığı sorunu borç sorunundan ziyade enflasyonist bir etkiye sahiptir ve bu nedenle açığın azaltılması enflasyonla mücadele süreci için hayati önem taşımaktadır.

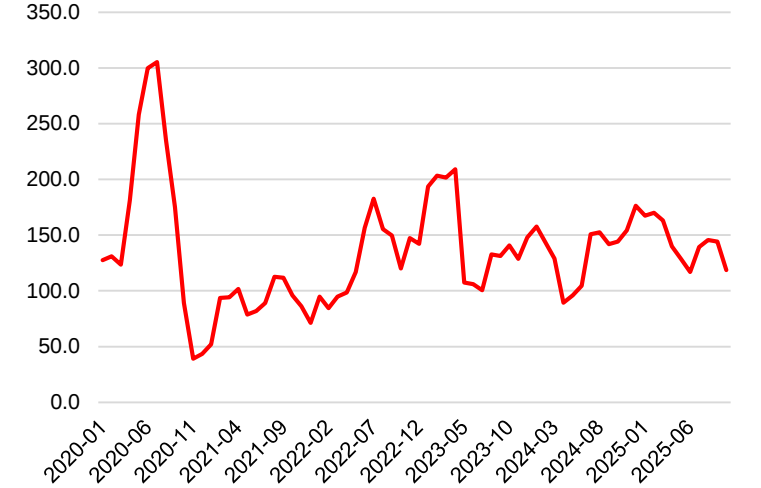
Merkezi Hükümet Borcu/GSYH



Merkezi Hükümet Borcu: Döviz- TL payı

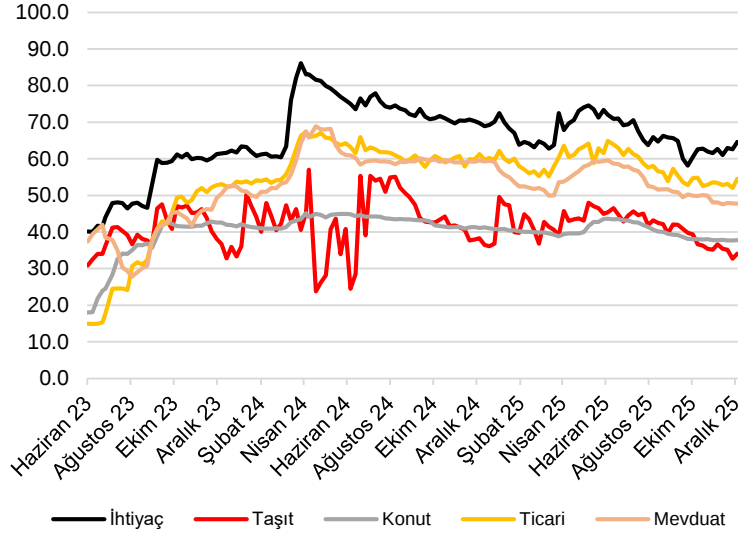


Yurt İçi Borç Çevirme Oranı (%)

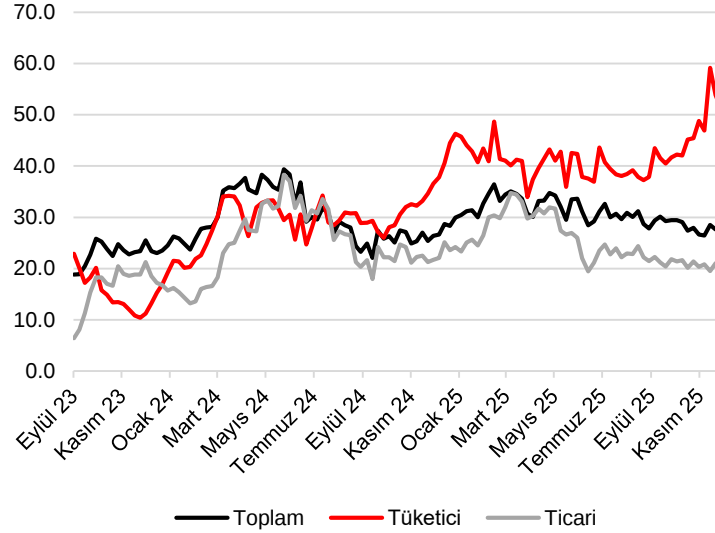


- Merkezi Yönetim Borcu/GSYH oranı, yüksek enflasyonist ortam, TL'nin değer kazanması ve nispeten düşük faiz oranı ortamı (özellikle 2022 ve 2023 yıllarında) desteklemesiyle 2021 yılının 4. çeyreği ile 2024 yılının 4. çeyreği arasında önemli ölçüde geriledi. Bu dönemde oran, borçluluk oranı %37,9'dan %21,4'e düştü (tarihsel ortalamalar %30 seviyesinde). Ancak son zamanlarda, yüksek bütçe açıkları ve TL borçlanma maliyetlerindeki artışın etkisiyle bu oran %22,7'ye yükseldi.
- Son dönemdeki bu artışa rağmen, Türkiye'nin kamu borcu oranı gelişmekte olan ülke ortalaması olan %74'ün oldukça altında kalarak ekonomiye değerli bir tampon sağlıyor. Ayrıca, 2021 sonunda %70'e yakın olan ve borç sürdürülebilirliği üzerinde önemli bir döviz kuru riski oluşturan toplam borç içindeki döviz cinsinden borçların payı, 2025 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla %53'e gerilemiştir. Bu, önceki yıllara kıyasla daha dengeli ve sürdürülebilir bir borç yapısı anlamına geliyor.

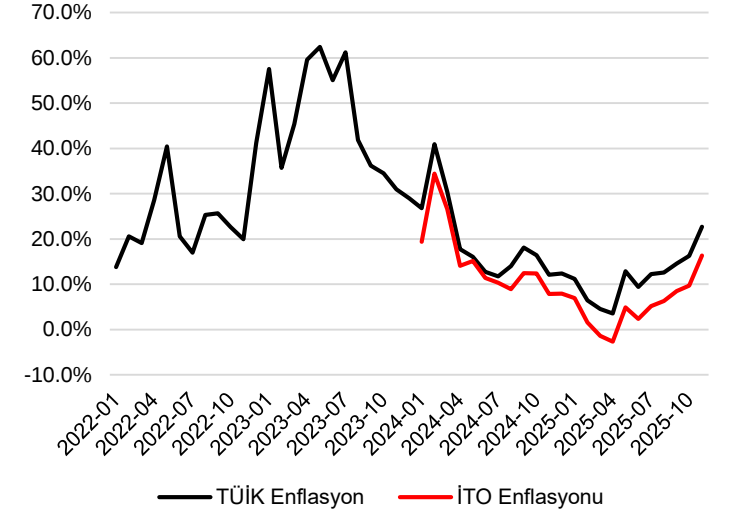
Kredi & Mevduat Faizleri (%)



Kredi Büyümesi (Kur etkisinden arındırılmış, yıllıklandırılmış 13 haftalık büyüme, %)

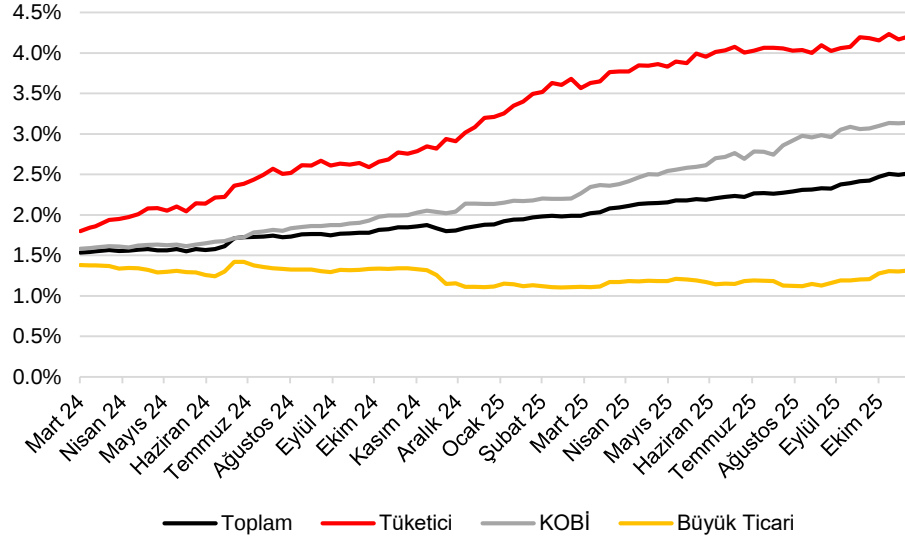


Reel Kredi Kartı Satışları Büyümesi (y/y, %)

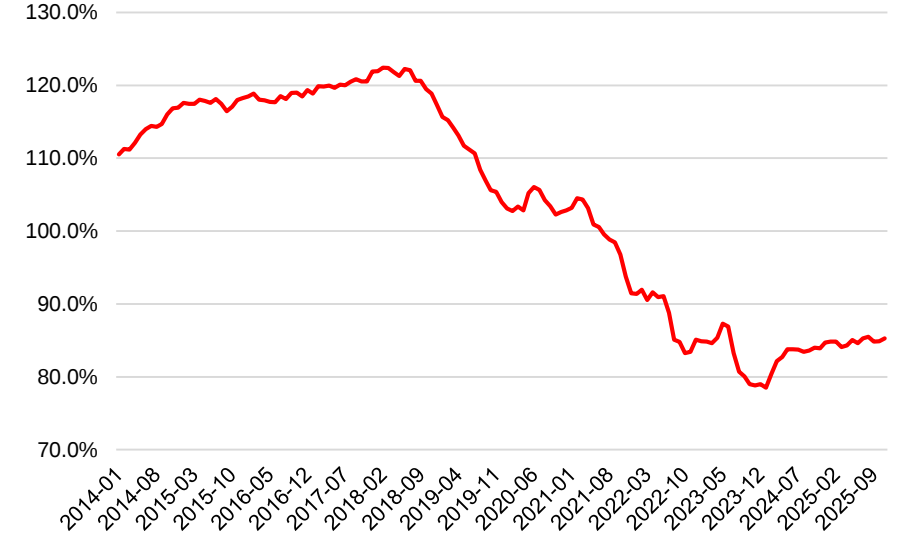


- Kredi piyasasında, borçlanma maliyetleri gerilemekle beraber yüksek seyrini koruyor. Aralık ortası itibarıyla ticari kredi faiz oranları %50, bireysel ve konut kredisi faiz oranları ise sırasıyla %60 ve %37 seviyesindedir. Bu oranlar, 12 aylık ileriye dönük enflasyon beklentimiz olan %23,9'un oldukça üzerindedir. Karşılaştırma için, reel sektör ve hanehalkının 12 aylık enflasyon beklentileri sırasıyla %35,7 ve %52,2'dir. Buna göre, reel faiz oranları önemli ölçüde pozitif olup, bu durumun borçlu şirketler üzerinde baskı yaratması beklenebilir.
- Yüksek borçlanma maliyetlerine rağmen, kredi faaliyeti güçlü seyrini sürdürüyor. Aralık ortası itibarıyla 13 haftalık yıllıklandırılmış kredi büyümesi %30 seviyesindeyken, ticari ve tüketici kredileri sırasıyla %26 ve %52 oranında büyümüştür. Türk Lirası'nın güçlü performansı, şirketleri döviz cinsinden borçlanmaya teşvik etmiş ve bu durum TCMB'yi müdahaleye sevk etmiştir. Son iki yılda, TCMB döviz kredilerinin aylık büyüme sınırını kademeli olarak %2'den %0,5'e düşürürken, Ocak 2025'te KOBİ'lere verilen TL ticari kredileri %2,0'dan %2,5'e artarak yükseltti, ancak kredi büyümesi ve kompozisyonunun enflasyonun düşüş eğilimine uygun olmasını sağlamak için diğer krediler için %2,0'dan %1,5'e düşürdü.

Bankacılık Sektörü TGA Oranı



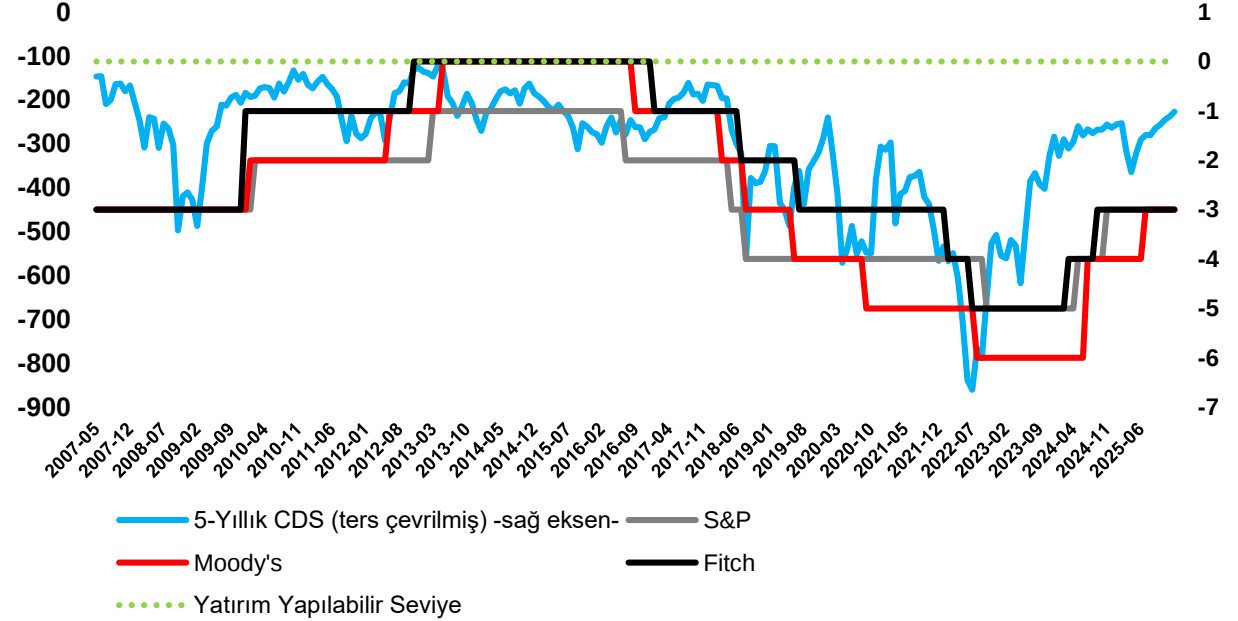
Kredi Mevduat Oranı



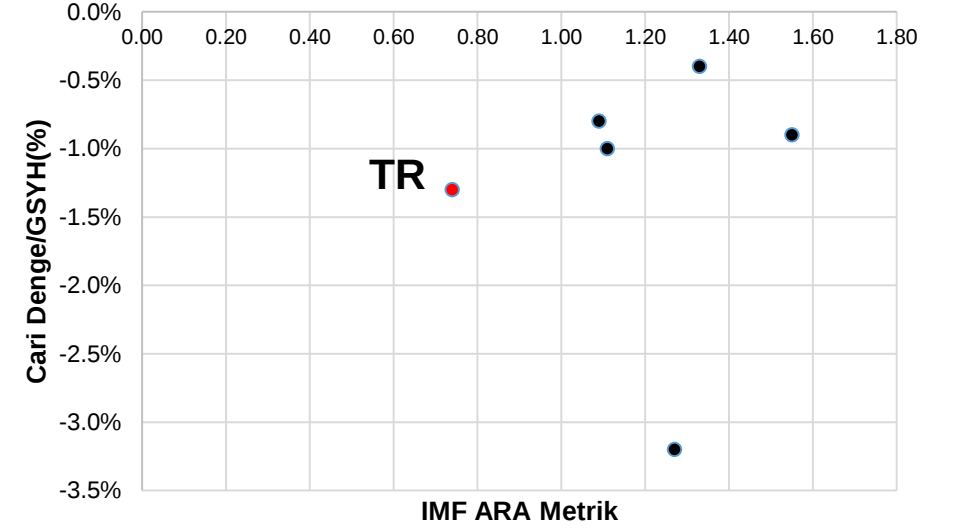
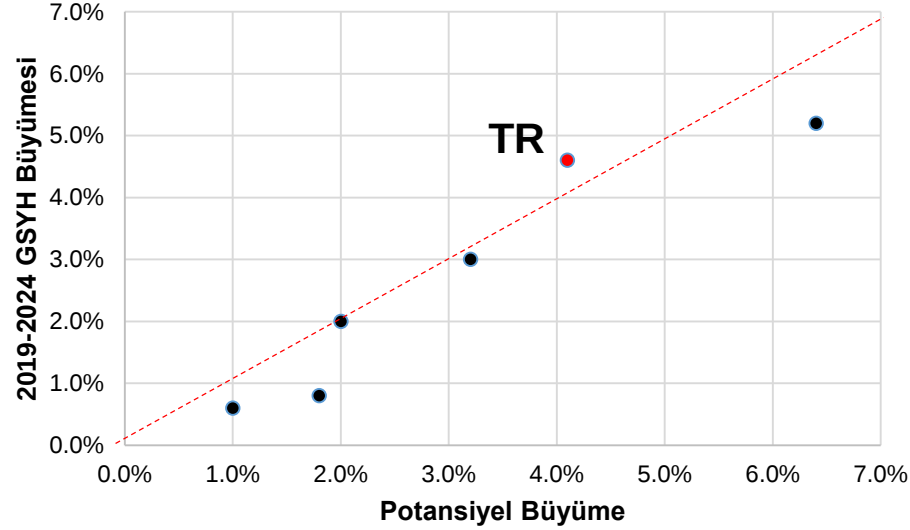
- Para politikasının sıkılaştırılmasına rağmen, düşük faiz dönemlerinde şirketlerin bilançolarındaki borç azaltma süreci sayesinde, TGA (tahsili geçmiş alacak) artışları oldukça sınırlı kalmıştır. Aralık 2025 itibarıyla, sistem genelindeki sorunlu kredi oranı %2,5 seviyesinde olup, bir başka sıkı para politikası dönemi olan 2019'da %5'in üzerinde olan orandan belirgin miktarda aşağıdadır. Yine de, belirli segmentlerde baskılar görülmektedir: Tüketici kredileri TGA oranı, yüksek borçlanma maliyetleri ve güçlü kredi genişlemesi altında %4'ü aşmıştır. Diğer taraftan, KOBİ TGA oranı %3'ü aşarken, büyük ticari TGA oranı parasal sıkılaşmanın tam manada başladığı Mart 2024'ten bu yana yatay bir seyir izlemiştir. Genel görünüm sıkı para politikasına rağmen görece yüksek ekonomik büyümenin şirketleri tam olarak zorlamadığını göstermektedir. Fakat ucuz işgücüne dayalı, düşük katma değerli şirketlerin geride kalan dönemde zorlandığı izlenmektedir.

S&P	Moody's	Fitch	Not
Durağan	Durağan	Durağan	
AAA	Aaa	AAA	Prime
AA+	Aa1	AA+	Yüksek Not
AA	Aa2	AA	
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	Üst Orta Not
A	A2	A	
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	Alt Orta Not
BBB	Baa2	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	
BB+	Ba1	BB+	Spekülatif
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	
B+	B1	B+	Çok Spekülatif
B	B2	B	
B-	B3	B-	
CCC+	Caa	CCC	Ciddi Risk
CCC	Caa2		Yüksek Risk
CCC-	Caa3		Batma Riski Yüksek
CC	Ca	CC	
C	C	C	
D		D	Batık

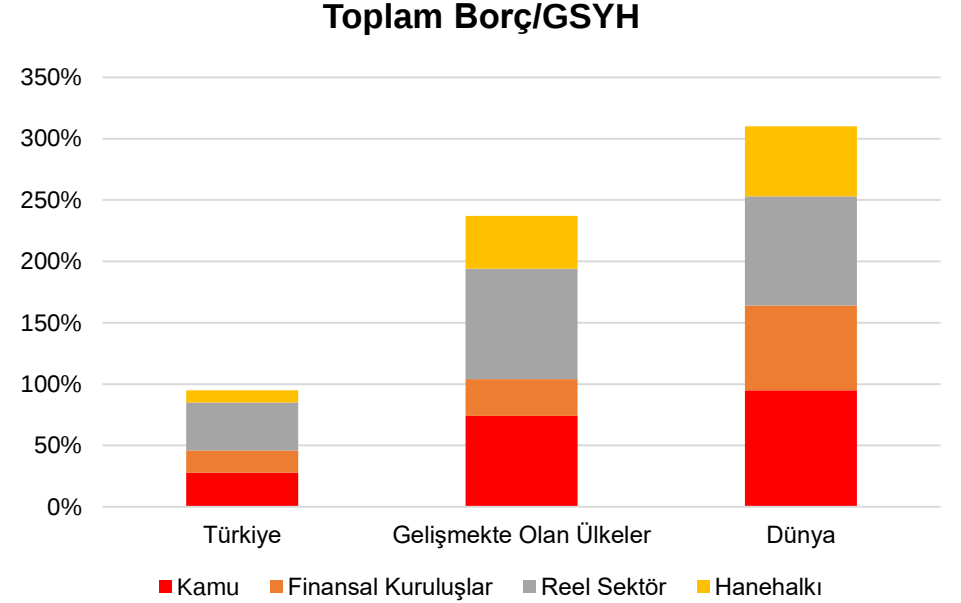
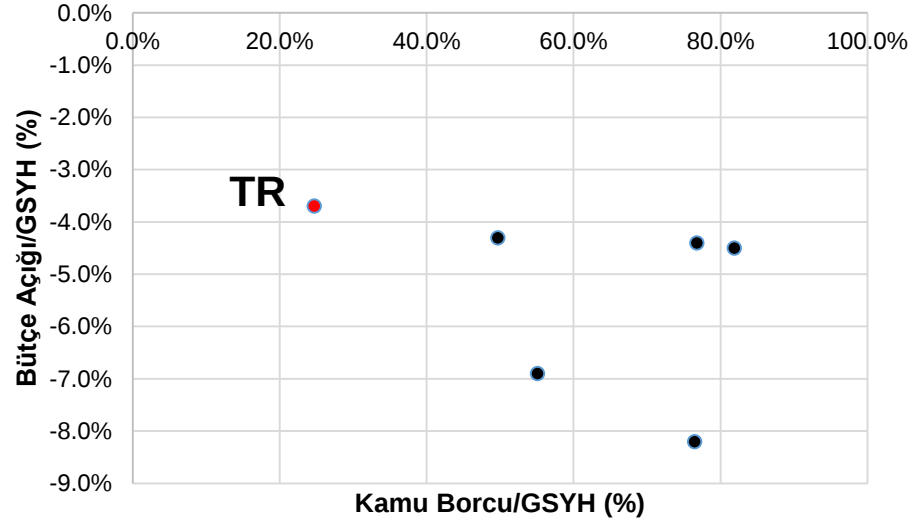
Türkiye 5 yıllık CDS ve Yatırım Yapılabilir Seviyeye Uzaklık



- Türkiye'nin 5 yıllık CDS spreadleri ile ülke notu arasındaki korelasyon, yıllar boyunca istikrarlı bir şekilde güçlü seyretmiştir. Ortodoks politikalar sayesinde, 5 yıllık CDS spreadleri son iki yılda önemli ölçüde azalmış, bu olumlu eğilim ülkenin notlarına da yansımıştır.
- 2026 yılında CDS seviyesinin gerilemeye devam etmesini, rezervlerdeki artışın sürmesini ve enflasyondaki iyileşmenin devam etmesini beklemekteyiz. Bu bağlamda yılın ilk yarısındaki değerlendirmelerde derecelendirme kuruluşlarının önce görünümü durağandan pozitif çevirmelerini, yılın ikinci yarısında ise not artırımını gerçekleştirebileceklerini öngörmekteyiz.



- Türkiye'yi kıyas ülkelerle (Polonya, Meksika, Güney Afrika, Hindistan ve Brezilya) karşılaştırdığımızda potansiyel büyümesinin görece yüksek olduğu görülmektedir. Bu yüksek seyre rağmen Türkiye geride kalan son 5 yılda potansiyel büyümenin üzerinde bir büyüme performansı sergilemiştir.
- Yüksek büyüme potansiyeline karşın Türkiye'nin uzun yıllardır süren cari açık problemi, büyümenin yüksek olduğu yıllarda kırılganlık yaratıyordu. Fakat son dönemde global bazda gerileyen enerji fiyatları ve azalan enerji bağımlılığı cari açığın daha yönetilebilir seviyeye gerilemesini sağladı. Yine de IMF ARA Metrik verilerine kıyasla Türkiye'nin döviz tamponları kıyas ülkelere göre düşük seviyededir.



- Son dönemde görece yükselen bütçe açıklarına karşın Türkiye'nin bütçe açığı benzer ülkelerin belirgin bir şekilde altındadır. Bununla beraber kamu borcunun da kıyas ülkelerin oldukça altında kaldığı görülmektedir.
- Benzer ülkelere kıyasla düşük olan toplam borçluluk oranı gelecek yıllarda büyüme alanında önemli bir potansiyel sunmaktadır. Enflasyonun düşüp, borçlanma faizlerinin gerilediği olası bir dönemde Türkiye'de reel sektör, hanehalkı ve kamunun borçlanarak büyüme sağlayabilmeleri mümkündür.

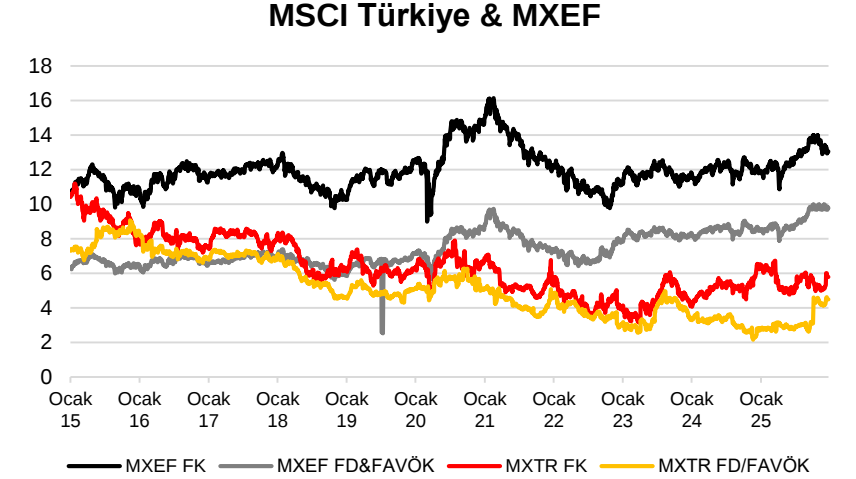
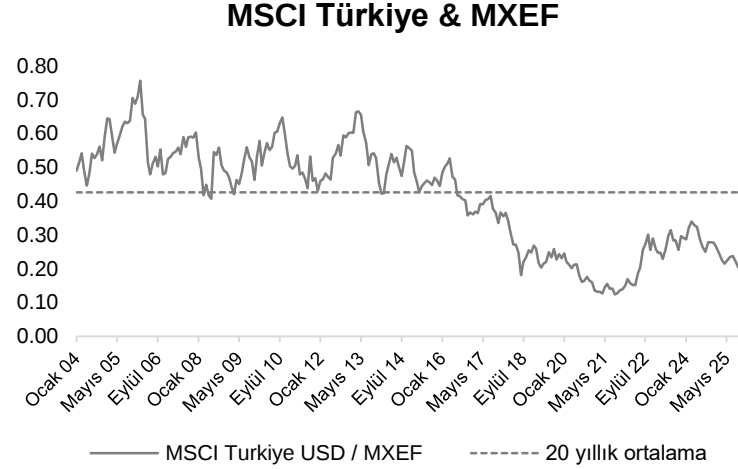
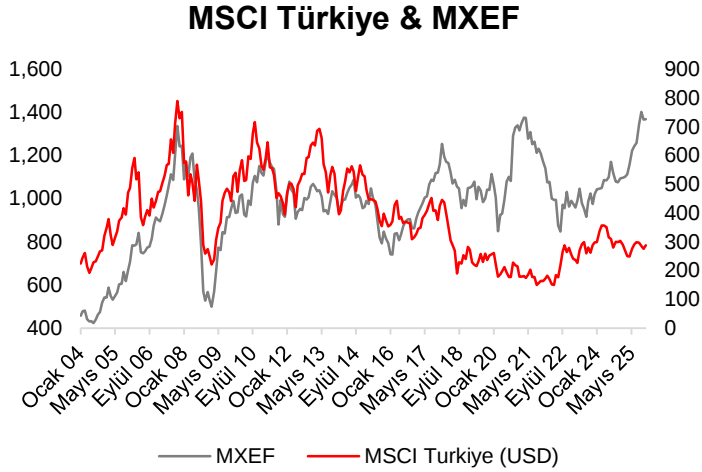
Orta Vadeli Beklentiler

	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T
MAKRO GÖRÜNÜM							
GSYH Büyümesi (%)	11.4	5.5	5.1	3.3	3.6	4.2	4.5
GSYH (milyar TL)	7,256	15,012	26,545	44,587	62,444	82,334	103,143
GSYH (milyar \$)	808	906	1,130	1,358	1,580	1,688	1,798
İşsizlik Oranı (%)	11.0	10.2	8.8	8.5	8.7	8.5	8.4
TÜFE (%)							
Ortalama	19.6	72.3	53.9	58.5	34.9	26.7	22.1
Dönem sonu	36.1	64.3	64.7	44.4	31.0	24.1	19.7
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (milyar TL) 1/	- 211	- 139	- 1,375	- 2,016	- 2,248	- 2,882	- 2,888
GSYH'ye oran olarak	-2.8	-0.9	-5.2	-4.9	-3.6	-3.5	-2.8
sak: Faiz Dışı Denge (GSYH'ye oran olarak)	-0.3	1.2	-2.7	-1.9	-0.2	0.0	0.4
Cari Denge (milyar \$)	-6.2	-46.3	-41.5	-10.4	-23.3	-36.6	-40.0
GSYH'ye oran olarak	-0.8	-5.1	-3.7	-0.8	-1.5	-2.2	-2.2
Dış Ticaret Dengesi (TUIK tanımı; milyar \$)	-46.2	-109.5	-106.2	-82.2	-90.3	-106.4	-122.9
GSYH'ye oran olarak	-5.7	-12.1	-9.4	-6.1	-5.7	-6.3	-6.8
Merkez Bankası Haftalık Repo Faizi (Dönem sonu; b)	14.00	9.00	42.5	47.5	38.0	29.0	23.5
FINANSAL GÖRÜNÜM							
Döviz Kuru							
US\$/TL (ort.)	8.919	16.590	24.025	32.792	39.567	48.743	58.308
US\$/TL (dönem sonu, Aralık)	13.341	18.715	29.473	35.380	43.038	53.368	62.215
% değişim (y/y)	79.7	40.3	57.5	20.0	21.6	24.0	16.6
EUR/TL (ort.)	10.504	17.409	25.953	35.490	44.746	54.485	62.853
EUR/TL (dönem sonu, Aralık)	15.100	17.390	32.744	36.675	49.494	58.704	65.948
% değişim (y/y)	65.5	15.2	88.3	12.0	35.0	18.6	12.3

Kaynak: TCMB, OYAK Yatırım, Maliye Bk, TUIK, t=tahmin

1/ Maliye tanımı.

2/ Yıllık beklenen: (1+nominal faiz)/(1+dönem sonu enflasyon)



2017 yılından bu yana, yabancı yatırımcıların piyasadan para çıkışı nedeniyle MSCI Türkiye Endeksi küresel piyasalardan negatif yönde sapma gösterdi. MSCI Türkiye Endeksi, 20 yıllık ortalamasına kıyasla yaklaşık %25 iskonto ile işlem görmektedir. MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi (MXEF) ile karşılaştırıldığında, MSCI Türkiye Endeksi 20 yıllık ortalama göre yaklaşık %47 indirimli işlem görmektedir, bu da cazip bir getiri potansiyeli olduğunu göstermektedir.

MSCI Türkiye Endeksi 5,78x F/K çarpanıyla işlem görürken, son 5 yıllık ortalama 5,02'dir. Son 5 yıllık ortalama F/K çarpanlarına bakıldığında, MSCI Türkiye Endeksi MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi'ne göre yaklaşık %59 iskontoyla işlem görürken, mevcut iskonto yaklaşık %56'dır.

Makroekonomik ortamın iyileşmesi, CDS'lerin düşmesi ve kredi derecelendirme kuruluşları tarafından olası olumlu not ve görünüm revizyonlarının MSCI Türkiye Endeksi'ne olan ilgiyi destekleyeceğini öngörüyoruz. Bu faktörlerin etkisiyle, tarihsel ortalamalara ve diğer endekslere kıyasla cazip seviyelerde işlem gören MSCI Türkiye Endeksi'nin 2026 yılında ön plana çıkabileceğini düşünüyoruz.

MSCI 2026 Endeks Gözden Geçirme Tarihleri

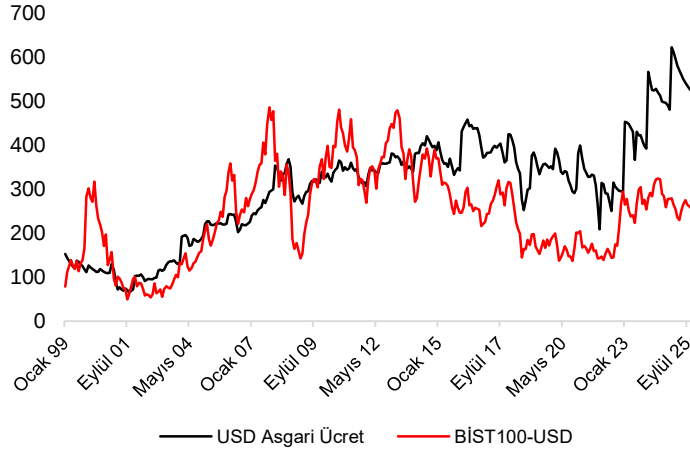
10-Şub

12-May

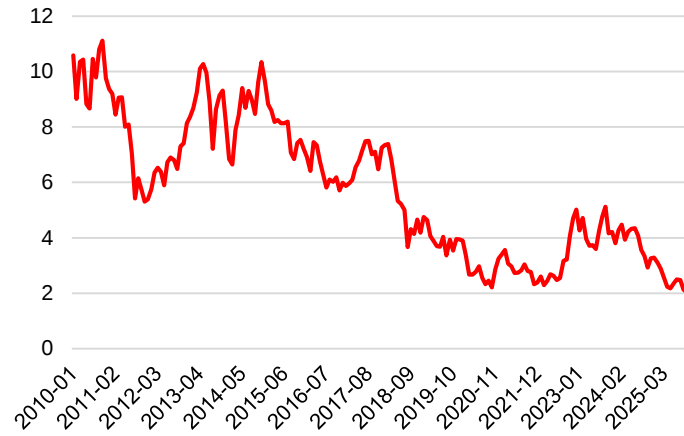
12-Ağu

11-Kas

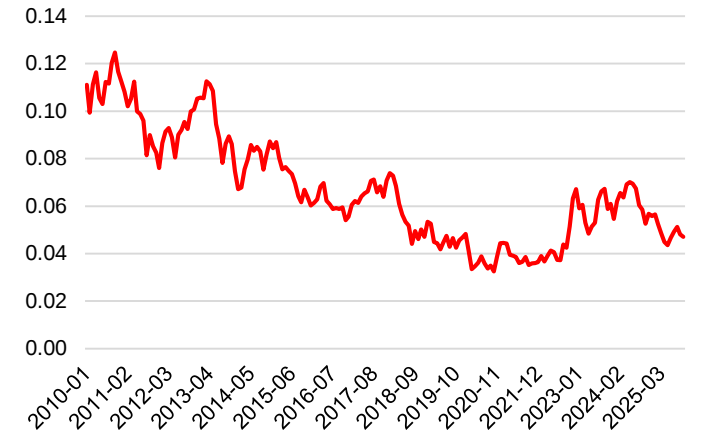
BİST 100/Asgari Ücret



BİST100-USD / XAUUSD



BİST100/M2 Parasal Büyüklük



2026 yılı asgari ücret artışı %27 olarak açıklanmasıyla, BIST100 / asgari ücret oranı, düşük karlılık (kısmen enflasyon muhasebesi nedeniyle), yüksek faiz oranları ve yavaşlayan ekonomik koşullar nedeniyle tarihsel düşük seviyelerde seyretmektedir.

BIST100/gram altın oranına bakıldığında, son 15 yılda ons altının BIST100'e göre gösterdiği güçlü performans dikkat çekmektedir. Jeopolitik riskler ve küresel merkez bankalarının 2026 yılında da faiz indirimlerine devam etmesi beklentisi, ons altın trendinin güçlenmesini destekleyebilir. BIST100'e ilişkin olumlu beklentilerimizle birlikte, BIST100-USD / ons altın oranının 2026 yılında tarihsel ortalamalarına yaklaşabileceğini öngörüyoruz.

Ayrıca, BIST-100 endeksinin M2'ye göre performansının analizi, endeksin 2024'ün ikinci yarısından bu yana önemli ölçüde gerilediğini göstermektedir. 2025'te M2'nin ılımlı büyümesine rağmen, endeksin zayıf performansı, endeksin göreceli cazibesine katkıda bulunmuştur.

Piyasa Görüşü: Nötr (Korunuyor)

Bazı temel risklere rağmen, makro görünümün iyileşmesiyle BIST daha cazip görünüyor... 2026'nın düşen enflasyon ve faiz oranları, görece istikrarlı döviz kurları ve ılımlı GSYH büyümesiyle geçeceği varsayımı altında, BIST'i 2025'e kıyasla daha cazip buluyoruz. "Zayıf dolar, güçlü euro" teması, özellikle ihracatçılar olmak üzere sanayi şirketleri için her koşulda olumludur. Bir diğer pozitif unsur ise düşük enerji fiyatlarıdır. Altın fiyatlarının yüksek seyretmesi de, hem Merkez Bankası rezervleri hem de servet etkisi yoluyla Türkiye'ye fayda sağlamaktadır. Altındaki değer artışı, bu yıl CBRT rezervleri üzerinde 40 milyar ABD doları tutarında pozitif etki yaratmıştır. Bununla birlikte, yabancı yatırımcıların Türk varlıklarına olan ilgisinin, Türkiye'nin makroekonomik politikasına ve bunun başarılı sonuçlarına olan güven arttıkça yükseleceğine inanıyoruz. 2026'da olası bir ülke kredi notu ve görünüm yükseltmeleri piyasa için önemli katalizörler olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca, ABD'nin Türk savunma sanayisine yönelik yaptırımlarını (CAATSA) kaldırılabilir olması piyasa için orta vadeli bir katalizör olarak sayılabilir. MSCI Türkiye, bir yıl ileriye dönük 6,28x F/K çarpanıyla işlem görmekte olup, 11,85x seviyesinde işlem gören MSCI Gelişen Piyasalar'a kıyasla %47 iskontoya işaret etmektedir.

BIST-100 için 12 aylık hedefimiz 15.407 olup %37 yukarı yönlü potansiyel taşımaktadır... Kapsamımızdaki şirketlere ilişkin tahmin ve hedef fiyatlarımızı, İNA modellerimizde kullandığımız makroekonomik varsayımlardaki değişiklikler doğrultusunda revize ettik. 2026 yılında kapsamımız için %38 net kar büyümesi öngörüyoruz; bu dönemde finansal şirketlerin %34, finansal olmayan şirketlerin ise %42 kar büyümesi kaydetmesini bekliyoruz. Risksiz faiz oranı varsayımımızı 1 puan düşürerek %23'e indirdik. Bu raporla birlikte **AKCNS, CCOLA, ISCTR, TABGD ve TOASO** için tavsiyemizi "Endekse Paralel Getiri"den "Endeks Üstü Getiri" seviyesine yükseltiyoruz. Öte yandan **SELEC** için tavsiyemizi "Endeks Üstü Getiri"den "Endekse Paralel Getiri" seviyesine indiriyoruz.

Bankacılık sektörü, cazip değerlendirme ve iyileşen büyüme beklentileri ile cazibesini koruyor... Özellikle büyük özel bankalar için uzun vadeli özkaynak karlılığının 2026 yılında tarihsel ortalamaların üzerinde kalacağını ve bunun da ileriye dönük daha iyi bir hisse senedi performansına dönüşeceğini öngörüyoruz. Öte yandan, iyileşen makro görüntü ve düşen faiz oranları, 2026 yılında bankalarda hem marjların hem de karların iyileşmesine yardımcı olacaktır. Kapsamımızdaki bankalar için, 2025'te kaydedilmesi muhtemel %44'lük büyümenin ardından 2026 yılında ortalama %45 yıllık kar artışı öngörüyoruz. Bankacılık kapsamımızın, 2026 tahmini 1,0x F/DD ve 4,1x F/K çarpanları temelinde, uzun vadede (2025–2030T) %30 özsermaye karlılığı sunabilecek güçlü bir konumda olduğuna inanıyoruz. Esnek marj yönetimleri ve güçlü sermaye yeterlilikleri sayesinde **AKBNK** ve **YKBNK**'yi tercih ediyoruz.

Büyük sermayeli, defansif ve katalizörü zengin isimlere daha fazla odaklanma zamanı... Model portföyümüz, yılbaşından bu yana BIST-100 endeksini %5,4 oranında geride bırakarak mutlak bazda %21,1 getiri sağlamıştır. Portföyün endekse göre göreceli performansı ise 16 Eylül 2025 kapanışıyla yaptığımız son yeniden dengelemeden bu yana yatay seyretmiş ve endeksin %0.7 gerisinde kalmıştır. Bu raporla birlikte, BIST'e yönelik olumlu duruşumuzu korumanın yanı sıra, kısa ve orta vadede güçlü katalizörlere sahip, defansif özellikleri bulunan ve pozitif reel faiz ortamında öne çıktığını düşündüğümüz büyük ölçekli hisselerle odaklanıyoruz. Yeterli katalizör bulunmaması nedeniyle **GWIND**'i portföyden çıkarırken, güçlü temelleri ve yüksek büyüme potansiyeli nedeniyle **KLKIM**'i portföye ekliyoruz. Güncel model portföyümüz **AKBNK, YKBNK, ISMEN, ANHYT, TOASO, MPARK, KCHOL, KLKIM, BIMAS ve PGSUS** hisselerinden oluşmaktadır.

BANKA: Uzun vadede, özellikle özel bankalarda, 2026 yılında özkaynak karlılıklarının (ROE) tarihsel ortalamaların üzerinde kalmasını bekliyoruz. Bu durumun, önümüzdeki dönemde daha güçlü hisse performansına dönüşmesi muhtemel görünüyor. İyileşen makroekonomik görünüm ve gerileyen faiz oranları, 2026 yılında bankaların hem marjlarını hem de karlılıklarını destekleyecektir. Yüksek kar büyüme momentumunun, 2026'da bankacılık hisselerinin yatırımcılar açısından cazibesini artıracığı kanaatindeyiz.

Kredi büyümesine yönelik sınırlamalara rağmen, bankacılık sektöründe TL kredi büyümesi 2025'te yıllık %33'e ulaşmış; bu oran kamu bankalarında %36, özel bankalarda ise %37 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu büyüme hem bireysel hem de ticari kredilerden kaynaklanmıştır. Faiz oranlarının 2026 boyunca düşürülmesi, normal koşullarda hem ticari hem de bireysel tarafta kredi kullandırımalarının hızlanmasına yol açmalıdır. Ancak, enflasyondaki gerilemeyle uyumlu şekilde 2026'nın ikinci yarısında olası bir gevşeme olsa da, kredi büyümesine yönelik kısıtlamaların 2026'da genel olarak devam edeceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede, 2026'da kredi büyümesinin ana sürükleyicilerinin bireysel ve KOBİ kredileri olacağını düşünüyoruz. Kapsamımızdaki bankalar için 2026'da TL kredilerde %29, FX kredilerde (USD bazında) %15 büyüme varsayıyoruz. Tüm bunlar dikkate alındığında, kurdan arındırılmış toplam kredi büyümesinin 2026'da %25'e ulaşmasını bekliyoruz.

Net faiz marjının (NIM), repo ve mevduat tarafında fonlama maliyetlerinin düşmesiyle birlikte spreadlerin genişlemesi sayesinde 2026'da toparlanmasını bekliyoruz. Kapsamımızdaki bankalar için 2026'da NIM'in yıllık bazda ortalama 1,5 puan artacağını öngörüyoruz (2025T için +1,4 puan). Enflasyondaki düşüşe bağlı olarak, 2026'da TÜFE'ye endeksli menkul kıymet gelirlerinin yıllık bazda daha düşük olacağını tahmin ediyoruz. Bankalar açısından önemli bir NPL (takipteki kredi) sorunu öngörmüyoruz. Bankalar, Covid-19 sonrası 2020'den 2025'e kadar olası NPL risklerine karşı yüksek tutarda karşılık ayırmıştır. Eylül 2025 itibarıyla, büyük özel bankalarda özel karşılıkların NPL'leri karşılama oranı %62, toplam karşılıkların karşılama oranı ise %114 seviyesindedir. NPL oranı %3,3 ile düşük bir seviyede bulunmaktadır. 2026'da daha yüksek kredi risk maliyeti (CoR) ile kendini gösterecek sınırlı bir aktif kalitesi bozulması bekliyoruz. Bu kapsamda, net toplam kredi risk maliyetinin 2026'da 220 baz puana (+30 bp yıllık) yükselmesini öngörüyoruz; bu durum karlılığı bir miktar baskılayacaktır. Bununla birlikte, bankaların 2026'daki olası aktif kalitesi risklerini karşılayacak ölçüde yeterince karşılık ayırmış olduğunu düşünüyoruz.

Kapsamımızdaki bankalar için, 2025'te %44'lük kar artışının ardından 2026'da ortalama %45 yıllık kar büyümesi öngörüyoruz. 2023–2026T dönemi için bileşik hisse başı kar yıllık büyüme oranımız (CAGR) %11 seviyesindedir. Özkaynak maliyeti (CoE) varsayımlarımız; %23,0 risksiz faiz oranı (önceki %24,0), %5,5 hisse senedi risk primi ve 1,0 beta içermekte olup, bu da %28,5 CoE'ye işaret etmektedir. Hedef fiyatlarımız, önümüzdeki 12 ay için kapsam evrenimizde ortalama %16 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. CoE'de her 100 baz puanlık düşüş, hedef fiyatlarımızı ortalama %9,5 oranında olumlu etkilemektedir. **Bu strateji notu ile ISCTR için tavsiyemizi “Endeks Üzeri Getiri”e yükseltirken, AKBNK, GARAN, YKBK ve ALBRK için “Endekse Paralel Getiri” tavsiyemizi koruyoruz.**

BEYAZ EŞYA: İç piyasada, yüksek faiz ortamından kaynaklanan düşük talep gözlemlenirken ihracat pazarlarındaki Çinli markaların rekabetçiliğinin yarattığı fiyatlama zorlukları ve hacim daralması sektör oyuncularını zorladı. Türkiye Beyaz Eşya Pazarı, altı ana ürün grubunda 10A25 döneminde hacimsel bazda yıllık %5 küçüldü. 2026 yılını, faiz indirimlerinin de etkisiyle özellikle 2Y25'te yurt içi talebin daha canlı geçeceği bir yıl olarak değerlendiriyoruz. İhracat tarafında ise, özellikle yerli üretim şirketlerinin ana ihracat pazarı olan Batı ve Doğu Avrupa'da makroekonomik koşullardan kaynaklı talebin yıllık bazda zayıf olduğu bir dönem oldu. Sektör ihracatına bakıldığında, 10A25'te ihracatın adetsel bazda yıllık yaklaşık %9 azaldığı görülüyor. Çinli firmaların lojistik açısından dezavantajlı olmalarına karşın zaman zaman Türkiye'deki üreticilere göre %30'lara varan oranlarda düşük fiyattan satış yapabildiğini ve bu durumun Avrupa pazarındaki kırılabilirlik da dikkate alındığında sektör açısından baskı oluşturmaya devam ettiği gözlemlenmişti. Yerli üreticiler tarafından, maliyet bazını düşürmek için Çin'in toplam tedariki içerisindeki payını arttıracaklarını tahmin ediyoruz. 2Y26 döneminde ana ihracat pazarlarında toparlanmanın başlayacağını düşünüyoruz. Ayrıca, Avrupa Merkez Bankası'nın faiz indirim sürecinin hem sektör hem de firmalar için kilit rol oynayacağı beklentisindeyiz. Hatırlatmak gerekirse, 2008 mali krizinden sonraki yıllara benzer şekilde, AB tüketicilerinin tercihlerinde alt-orta segment markalara yönelmeleri ihtimali, yerli sektör şirketlerinin konumlandığı alt-orta segment markalarını destekleyebileceğini düşünürken EUR/USD paritesinin seyri ihracat payı yüksek olan şirketlerin takip edeceği en önemli konulardan birisi olacaktır.

Beyaz eşya sektörünün ana maliyet kalemlerinden olan metal fiyatları zayıf küresel talep, atıl kapasiteler ve Çin'in artan ihracatı sebebiyle 2025 yılında bir miktar gerilemeyi sürdürdü. Diğer bir maliyet kalemi olan plastik fiyatlarında ise benzer zayıf talep, küresel büyümede yavaşlama ve zayıf seyreden petrol fiyatlarının da etkisiyle önemli ölçüde düşüş yaşandı. 2026 yılında hammadde fiyatlarında yıllık bazda yatay bir seyir beklentimiz var.

ARCLK'in, Whirlpool birleşmesinin satış gelirleri ve FAVÖK tarafında TL nominal büyümeye katkı yapacağını paylaşırken operasyonel karlılığı baskılayacağından 2025 yılı Strateji Raporumuzda bahsetmiştik. Şirket, yeni aldığı operasyonlara istinaden verimliliği arttırmak adına işgücü optimizasyonu ve karlı olmayan fabrikalarındaki üretimi durdurma kararı almıştı. Buna istinaden 9A25 sonu itibarıyla, ofis pozisyonlarında hedeflenen sadeleşmenin yaklaşık %90'ını tamamlandı. 2024 yılında İngiltere'de yer alan fabrika, 2025 yılı içerisinde de Polonya'da yer alan 3 fabrikada üretime son verildi. 2025 yıl sonunda İtalya'da yer alan 1 fabrika üretime son verecek ve 2026 yılında da 5 fabrika için verimliliği arttıracak aksiyonları alınacak. 2026 yılında EUR bazında yıllık bazda tek haneli düşük ciro büyümesi beklerken operasyonel karlılığın yıllık hafif iyileşeceğini tahmin ediyoruz. Özellikle, finansman giderleri kaynaklı faiz ve kur farkı giderlerindeki seyrin karlılık açısından takip edilmesi gereken en önemli kalemler olarak değerlendiriyoruz.

CAM: Cam sektörü, diğer sektörlerde olduğu gibi piyasa dalgalanmaları, ticaret gerilimleri ve enerji krizlerinden etkilendi. 8A25 döneminde, cam ithalatı yıllık miktar bazında %22 artarken; değer bazında %6 azaldı. Türkiye'nin cam ihracatı ise aynı dönemde geçen yıl aynı döneme göre miktar bazında %22; değer bazında %3 azalış kaydetti. 2025 yılı, **SISE** için büyük yatırımların tamamlandığı ve bu yatırımların gelir yaratır hale geldiği bir yıl oldu. Her ne kadar 9A25 finansal sonuçlarında satış gelirleri tarafında daralma görülse de operasyonel karlılığın iyileşme gösterdiği bir dönem oldu. Mimari ve Endüstriyel Cam segmentlerinde yıllık gelir büyümesi yaşansa da Güneydoğu Asya'daki yoğun rekabet, Avrupa genelindeki zayıf talep nedeniyle oluşan arz bolluğu ve rekabetçi fiyatlandırma etkisinden kaynaklı kimyasallar segmentinde oldukça zayıf sonuçlar elde edildi. Avrupa Merkez Bankası'nın faiz indirim döngüsü, inşaat & otomotiv sektöründeki muhtemel bir canlanma ve hane halkının evlerde kullandığı ürünlerdeki yenileme ihtiyacı, 2Y26'dan itibaren talep tarafında bir toparlanma görmemizi sağlayabilir. Cam sektörünün, küresel talebin yarattığı sinerjiye yakın bir performans gösterdiğini hatırlatmakta fayda olduğunu hatırlatalım.

ENERJİ – ELEKTRİK ÜRETİM: 2025 yılında piyasa takas fiyatındaki TL bazlı artışın enflasyonun altında kalması elektrik üreticilerinin finansallarındaki reel büyüme potansiyelini sınırladı. 22 aralık itibarıyla 2025 yılı ortalama PTF 66,3 USD/MWh seviyesindedir (2024:68,1). 2026 yılında ortalama PTF'in 67 USD/MWh seviyesinde olacağını öngörüyoruz. Dolar bazlı YEKDEM tarifi devam eden santraller için de TL'deki reel değerlenme benzer bir etki ile finansallardaki reel büyümeyi sınırladı. 2025 yılında kapsamımızdaki enerji şirketlerinden PTF duyarlılığı düşük AKSEN, Talimercan Santrali'nin devreye girmesinin de etkisiyle güçlü performans sergiledi. 2026 yılında da 2025 yılında olduğu gibi TL'deki değer kaybının enflasyonun hafif altında kalmasını bekliyoruz. PTF'nin de dolar bazında yatay kalmasıyla TL bazında enflasyonun altında bir artış kaydetmesini bekliyoruz. Dolayısıyla 2026 yılında da benzer bir senaryo görebiliriz.

Araştırma kapsamımızdaki şirketlerden **AKSEN** için 2026 yılının 11 projesinin devreye alınacağı hızlı ve yoğun bir yıl olması hedefleniyor. 2026 yılında FAVÖK'ün dolar bazında 2025 tahminlerimize göre yıllık %33,6'lık artış ile 396 m dolar, FAVÖK marjının 450 bps artışla %33,0'e yükselmesini bekliyoruz. AKSEN'in büyüme hikayesini beğensek de 2025 ikinci yarısındaki çok güçlü rölatif performansı sonrası sınırlanan getiri potansiyeli sonrası hisse senedi için endekse paralel getiri tavsiyemiz bulunuyor.

GWIND de gerçekleşecek kurulu güç artışı ile 2026 yılında öne çıkabilir. Şirket 2026 ve 27 yıllarında Alapınar RES (15,6 MW), Avrupa GES yatırımları (200 MW) ve Şah RES kapasite artışı (6,8 MW) katkısıyla 2027 sonunda 576,8 MW kurulu güce ulaşmayı hedefliyor (2025: 354,2 MW). Şirketin 2025 yılını ise son çeyrekteki zayıf rüzgar nedeniyle beklentilerimizin altında bir üretim ile tamamlamasını bekliyoruz.

GAYRİMENKUL: TÜİK, kasım ayında konut satışlarının 141.100 adet ile yıllık bazda %7,8 gerilediğini açıkladı. Böylece daralma üst üste ikinci aya taşınmış oldu. Buna paralel olarak, 12 aylık kümülatif konut satışları kasım ayında bir önceki aydaki 1,659 milyon adetten 1,647 milyon adede geriledi. Bununla birlikte, mevcut satış rakamları hala 10 yıllık ortalamanın %17,3 üzerinde seyretmektedir. Depremden etkilenen bölgelerde TOKİ tarafından inşa edilen konutların bu verilere dahil edilmediğini belirtmekte fayda var. Aynı dönemde Kahramanmaraş ve Hatay'da konut satışları yıllık bazda sırasıyla %1,7 ve %14,1 oranında daralma kaydetti. Tür bazında bakıldığında, birinci el konut satışları %5,4 azalırken, ikinci el satışlar %8,9 yıllık düşüş göstererek son dönemdeki eğilimi tersine çevirdi.

Yüksek borçlanma maliyetlerine rağmen, konut kredilerine olan talep kademeli olarak toparlanmaya devam etmekte olup kredi büyümesi yıllık %33,6 seviyesinde gerçekleşmiş, ipotekli satışların toplam satışlar içindeki payı ise hafif artışla %15,2'ye yükselmiştir. Öte yandan, yabancılara yapılan konut satışları da yıllık bazda %9,7 azalarak 2.106 adede gerilemiş ve toplam konut satışları içindeki payı kasım ayında %1,4 olarak gerçekleşmiştir. Detayda, Rus vatandaşlarına 310, Ukraynalılara 159 ve Almanlara 172 konut satışı yapılmıştır. Yüksek kira artışları nedeniyle kira çarpanının belirgin şekilde gerilemesi (yıllık kira enflasyonu: %63,6) ve artan altın fiyatları ile yüksek faiz oranlarının servet etkisi yoluyla satışları desteklemesi sayesinde, önümüzdeki dönemde konut satışlarındaki momentumun görece güçlü kalmasını bekliyoruz. Güncel konut verilerini yansıttığında, konut alımlarına yönelik belirli bir iştah olduğunu görüyoruz. Olası faiz indirimlerinin de önümüzdeki dönemde ipotekli satışları desteklemesi beklenmektedir. Demografi ve değişen yaşam tarzlarına bağlı doğal bir konut talebi bulursa da, yüksek fiyat seviyeleri bu talebin yeterince karşılanmasına engel olmaktadır. GYO'lar arasında, konut satışının yanı sıra AVM ve otel işletmeciliği yapan şirketleri tercih ediyoruz. Bu nedenle, toplam gelirleri içinde kira ve otel yönetimi gelirlerinin payı yüksek olan şirketleri beğeniyoruz. Bu açıdan **TRGYO** daha avantajlı bir konumda bulunmaktadır. Torunlar GYO, coğrafi dağılım ve varlık türü açısından iyi çeşitlendirilmiş bir gayrimenkul portföyüne sahiptir. **PSGYO** ise prime lokasyonlardaki prestijli konut projeleriyle öne çıkmakta olup, net borç pozisyonunda olası bir iyileşmeye bağlı olarak daha yüksek bir yukarı yönlü potansiyel taşımaktadır.

HOLDİNGLER: 2025 yılı genel anlamda takibimizdeki holdinglerin tarihsel ortalamalarının üzerinde NAD iskontosu ile işlem gördüğü bir yıl oldu. Bunda düşük risk iştahı ve düşük yabancı ilgisi gibi faktörler etkili oldu. Cari NAD hesaplamalarımıza göre (23 Aralık kapanışlar itibarıyla) Koç Holding %39, Sabancı Holding %56 ve Doğan Holding %55 NAD iskontosu ile işlem görmektedir. 2026 yılında daha yüksek risk iştahı, daha yüksek yabancı ilgisi, devam etmesini beklediğimiz dezenflasyon ve faiz indirim süreci ile holdinglerin fırsat sunduğunu düşünüyoruz.

Tarihsel ortalamaların üzerinde NAD iskontosu ve faiz indirim sürecine hazır çeşitlendirilmiş dengeli portföyü ile **KCHOL**'ü, yüksek NAD iskontosu ile işlem gören ve büyük ağırlığı finans ve enerjiden oluşan güçlü portföyü ile **SAHOL**'ü, güçlü net nakit pozisyonu ve yüksek NAD iskontosu **DOHOL**'ü beğenmeyi sürdürüyoruz.

GIDA: Türkiye'nin önde gelen hızlı servis restoran işletmecisi TAB Gıda (Burger King, Popeyes, Arby's, Sbarro ve Subway'in ana franchise sahibi ve iki yerel QSR markası olan Usta Dönerci ve Usta Pideci'nin sahibi), endeksin yıllık bazda %32 üzerinde getiri sağladı. Makroekonomik açıdan zorlu bir yılda, şirket sağlam operasyonel performansı ve rakibinin pazardan çekilmesinin ardından ortaya çıkan fırsatları zamanında yakalama becerisiyle öne çıktı. 9A25'te fiş sayısı yıllık bazda %18 arttı. IAS 29 öncesi bazda, ortalama fiş büyüklüğü, gelirler, FAVÖK ve net kar sırasıyla %28, %53, %49 ve %47 arttı. Tedarik verimliliği, maliyet enflasyonunun nispeten sınırlı kalmasına yardımcı olurken, marka portföyünün ekonomi, çekirdek ve premium segmentlerini kapsayan yapısı, değişen piyasa koşullarında esnekliği ve dayanıklılığı desteklemeyi sürdürüyor. Türkiye'nin genç nüfusu, tüketicilerin cüzdanlarındaki baskı ve tempolu şehir hayatı göz önüne alındığında, şirketin büyüme faktörlerine ilişkin olumlu görüşümüzü koruyoruz. Güçlü bir 2025 yılının ardından, 2026 yılında fiş sayısının orta tek haneli bir oranda büyümesini ve ortalama fiş büyüklüğünün genel olarak TÜFE ile paralel olarak artmasını tahmin ediyoruz. Hedef fiyat revizyonu ile TABGD için tavsiyemizi **Endekse Paralel Getiri'den Endeks Üzeri Getiri'ye** yükselttik.

HAVACILIK: 2025, yakıt hariç birim giderler üzerindeki olumsuz enflasyonist etkiler, reel TL değerlenmesi ve rekabetin artışıyla zayıf talep ortamının bilet fiyatlarını baskılamasıyla karşı karşıya kalan Türk Havacılık Sektörü için zorlu yıl oldu. Doğu Avrupa'daki savaş ortamı ve Orta Doğu'daki gerginlik, bölgesel ve küresel yolcu talebi dinamiklerini olumsuz etkiledi. Nitekim, Haziran ayında İran ile İsrail arasında tırmanan gerginlik, pandemi sonrası seyahat kararlarının yakın zamanlı alınmaya başlaması nedeniyle, sezonun en önemli ayları öncesinde Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi talebinde zayıflık yarattı. Uçak üreticilerinin uçak teslimatlarındaki gecikmeler (ayrıca motor sorunları) küresel anlamda sektör ve Türkiye'de THY (ve tamamına sahip olduğu Ajet) için sorun olmaya devam etti. Olumlu tarafta ise, düşen jet yakıtı fiyatları, hava yolu şirketlerinin CASK'larını bir ölçüde rahatlattı. Jeopolitik faktörlerin yanı sıra, TL'nin reel değer kazanması (2025 yılında TL'nin EUR karşısındaki yıllık ortalama değer kaybı %26 olarak tahmin edilirken, ortalama TÜFE tahmini %35 ve 2025 yılı asgari ücret artışı %30 idi) Türkiye'yi rakiplerine göre cazibesini zayıflattı. Turizm sektöründe geç yapılan fiyat indirimleri ve ortalamanın üzerinde seyreden sıcaklıklar, son aylarda sınırlı da olsa bir toparlanma sağlamıştır. 2025 yılının ilk 11 ayında Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısı yıllık bazda yatay seyrederak 50 milyon olarak gerçekleşmiştir.

2025 yılının ilk 11 ayında, THY'nin ana hub'ı İstanbul Havalimanı, yıllık bazda %4 artışla 77,5 milyon (61,1 milyon dış hat) yolcu ağırladı (iç hat +%1/ dış hat +%5 artış) yolcu ağırlarken, Pegasus'un ana hub'ı Sabiha Gökçen Havalimanı (SAW) ise yıllık bazda %17 artışla (iç hat +%8/ dış hat +%24 artış) 44,2 milyon (24,8 milyon dış hat) yolcuya servis verdi. Karlılıkta sınırlı paya sahip olmasına rağmen, hükümetin yüksek sezon öncesinde iç hat bilet fiyatlarına uyguladığı enflasyon ayarlamasının, iç hat operasyonlarının hava yolu şirketlerinin finansal sonuçlarına kattığı değeri desteklediği de bir gerçektir. SAW'ı ana hub olarak kullanan düşük maliyetli hava yolu şirketleri, yani Pegasus ve Ajet , kapasitelerini agresif bir şekilde artırdı (9M25 AKK: PGSUS 50 milyar +%16 yıllık bazda/ Ajet 21 milyar +%13 yıllık bazda). Zayıf talep ortamında promosyonlar ve bilet fiyatlarında baskı arttı. İstanbul Havalimanı'nı ana hub olarak kullanan THY için, 9M25 AKK toplamı yıllık bazda %7 artışla 203 milyar oldu ve hem yolcu hem de kargo verim baskısı ve uçak teslimatlarındaki gecikmeler ve motorla ilgili uçuş durdurmaları (Ajet'i de etkiledi) nedeniyle genişleme sorunları ile karşı karşıya kalmış ve sık sık uçak kiralamaya yönelerek kapasite sorununu çözmek durumunda kalmıştır.

HAVACILIK: 2026 yılında Türkiye ile ilgili sektör dinamikleri açısından, %27'lik asgari ücret artışı, 2026 yılında beklenen müzakereler sonucunda THY'nin sendikası ile yapacağı sözleşmenin şartları (rekabet için fiyat belirleyici) ve reel TL'nin dinamikleri önem arz etmektedir. Küresel anlamda barış görüşmeleri (Orta Doğu, Ukrayna), küresel talep, Trump 2.0 dönemi ve jet yakıtı gelişmeleri odak noktasında olacaktır. Gelir ve maliyet yapısının para birimleri bazındaki kırılımının etkisiyle, zayıf TL ve reel TL değer kaybı, havayolu şirketinin marjları için olumludur. Bu bağlamda, reel TL değer artışının 2025'ten daha düşük olmasını ve kısmi bir rahatlatma sağlamasını bekliyoruz. Yolcu talebinin ılımlı olması beklenmektedir. Birim başına gelirler hafif baskı altında kalabilir. Ukrayna ve/veya Orta Doğu'da (sezonsal olarak önemli aylar öncesinde) somut bir çözüm bulunmadıkça, 2026'nın turizm açısından güçlü bir yıl olması için dikkat çekici bir neden görmüyoruz. Türkiye'nin başlıca rakipleri Mısır, Tunus ve Fas olarak gösterilmektedir.

Yakıt fiyatlarından korunma açısından, THY ve Pegasus'un 2026 hedge oranları sırasıyla %23 ve %57 olup, seviyeleri 65 USD/varil ve 65-71 USD/varildir. Yakıt verimliliği açısından filo yaşı da önemlidir ve Pegasus'un 9M25 sonu ortalama filo yaşı 4,9 yıl iken, THY'nin filo yaşı 10,2 yıldır. 9A25 sonu filosunda Pegasus'un 130, THY'nin 506 (Ajet 121) uçağı vardır. THY, 2026 yılında teslim almayı planladığı genç nesil uçaklarla özellikle Ajet'in filo yaşını düşürüp maliyet etkinliğini iyileştirmeyi amaçlamaktadır.

THYAO'nun 11A25 yıllık AKK büyümesi %7 oldu ve 85,3 milyon yolcuya hizmet verdi (iç hat +%4, dış hat +%11), doluluk oranı ise yıllık bazda 90 baz puan artışla %83,2 oldu. Kargo hacmi yıllık bazda %8 arttı. Şirketin 9A25 sonuçlarına göre, ABD doları cinsinden birim başına getiri baskı altında kaldı (RASK yıllık bazda %2 düştü). 9A25'te yakıt hariç birim maliyet yıllık bazda %8 artarken, yakıt CASK yıllık bazda %13 düştü ve CASK %1 arttı. THY'nin Mart ayı başında sonuçlarını açıklaması ve 2026 yılına ilişkin beklentilerini paylaşması bekleniyor. 3Ç25 sonuçları telekonferansında şirket, bütçe üzerinde çalışıldığını belirterek kapasite (AKK) artışının yaklaşık %9 olabileceğinden bahsetti (TK %7, Ajet daha yüksek bir oran). Filo ve sendika anlaşması konusunda belirsizlik devam etse de şirket kendi hesaplamasına göre olan FAVKÖK marjının %22-24 seviyesinde kalmasını olası görmektedir (2025 yılına ilişkin beklentilere benzer marj ve şirketin FAVKÖK'ü net diğer gelirleri, özkaynak payı ile konsolide edilen iştiraklerin kar/zarar paylarını ve devlet teşviklerinden elde edilen gelirleri içermektedir). Ayrıca, yurt içi ve küresel enflasyon görünümünün iyileşmesi nedeniyle, yakıt dışı maliyet baskısının şirketin kârlılığı üzerinde daha az olumsuz etki yaratacağı da eklenmiştir. 2026 yılında THY, filosuna 80 uçak eklemeyi ve filosundan 30 uçak çıkarmayı planlamaktadır.

Görüşümüze göre, yolcu tarafında birim gelirler baskı altında kalmaya devam edebilir, ancak kargo gelirlerinde yıllık bazda düşük tek haneli büyüme görebiliriz. THY'nin filo büyüme planları sorunsuz bir şekilde ilerlerse, Ajet kapasitesini agresif bir şekilde artırabilir. PGSUS ile rekabetin rasyonel kalması iki hava yolu için de durgun talep ortamında operasyonel karlılık açısından gereklidir. Sektörde sabit kalması beklenen yakıt CASK'ın aşağı yönlü risk taşıdığına inanıyoruz. Enflasyon ve maliyet kontrolleri odak noktası olacaktır. Enflasyonun üzerinde sendikali personel giderleri ve ikramiyeler, reel TL'nin değer kazandığı ortamda operasyonel marjlar için belirleyici unsurlardandır. Pratt Whitney'den alınan tazminat (motor sorunları nedeniyle yerdeki uçaklarla ilgili) net gelir üzerindeki yüksek gider etkisini dengelemeye devam edecektir. Operasyonel performansın yanı sıra, 2033 stratejisinin muhtemelen 2026 yılının ilk çeyreğinde revizyonu (son yıllarda yaşanan gecikmelerin ardından gerekli filo büyüklüğü revizyonları) ve Air Europa'daki azınlık hisselerinin satın alınmasının tamamlanması (ilk duyuru Ağustos 2025'te yapılmış olup, gerekli izin ve onayların alınmasına bağlı olarak yaklaşık 6 ila 12 ay içinde tamamlanması beklenmektedir) hisse senedi için önemli katalizörlerdir.

HAVACILIK:

PGSUS'un 11A25 AKK büyümesi yıllık bazda %17 oldu ve şirket %15 artışla 39,6 milyon yolcuya hizmet verdi (iç hat +%10,0, dış hat +%18,0) ve doluluk oranı yıllık bazda 20 baz puan düşüşle %87,7 oldu. Pegasus'un 2025 yılında yüksek kapasite artışı, zayıf talep ortamına denk geldi (jeopolitik sorunlar, operasyon bölgesindeki makroekonomik sorunlar, TL'nin reel değer kazanması) ve bu da promosyonları, dolayısıyla daha düşük bilet fiyatlarını ve bireysel harcamaları (yan gelirler) beraberce getirdi. 9A25'te Pegasus'un EUR RASK'ı yıllık bazda %6 düştü. CASK, yakıt hariç CASK'ın yıllık bazda %6 artmasına rağmen, yakıt CASK'ının %15 düşmesi sayesinde yatay seyretti.

Düşük maliyetli hava yolu şirketinin Mart ayında sonuçlarını açıklaması ve 2026 yılına ilişkin beklentilerini paylaşması beklenmektedir. Kapasite (AKK) artışının %6-9 aralığında olması muhtemeldir. Birim başına gelirin limitli de olsa baskı altında kalabileceği ve yakıt CASK'ın hafifçe düşmesini tahmin ediyoruz. Enflasyon, döviz kuru ve ücret artışlarına bağlı olarak, yakıt hariç CASK orta ila yüksek tek haneli rakamlarda artış gösterebilir. Türk hükümetinin iç hat bilet fiyatları için tavan fiyat ayarlaması ve zamanlaması kararı, iç hat operasyonlarının karlılığı açısından önem arz etmektedir ve bu 2025 yılında olumlu bir etki yaratmıştır. 2026 yılı tahminlerimizde, daha agresif büyümesi planlanan Ajet'in her iki havayolu şirketine de zarar verecek yıkıcı bir rekabet yaratmayacağı varsayımı mevcuttur. 2026 yılında, Sabiha Gökçen Havalimanı'ndaki kısmen yenilenmiş eski terminal, kapasite sorunlarına geçici bir çözüm olarak kullanılacaktır. Ancak son yıllarda yolcuların havalimanı ve hizmet kalitesine ilişkin şikayetleri artmakta olduğundan, somut genişletme planları mümkün olan en kısa sürede yapılmalıdır. Operasyonel karlılığın yanı sıra, Smartwings anlaşmasının tamamlanması (onaylara bağlı olarak 6 ila 8 ay içinde sonuçlanması bekleniyor) da hisse senedi için önemli bir katalizör görevi görebilir.

Havaalanı işletmecisi **TAVHL** cephesinde, şirketin 2025 yılında yurt dışı operasyonlarındaki yıllık yolcu büyümesi yurt içindeki artıştan kuvvetli seyretmiştir. 11A25'te, TAV'ın işlettiği havaalanları yıllık bazda %6 artışla 106,3 milyon yolcuya hizmet verdi (Türkiye'de işletilen havaalanları yıllık bazda %5, yurt dışında işletilenler %9 artış). 2025 yılının ilk 9 ayında, TAV'ın konsolide geliri ve FAVÖK'ü Euro bazında yıllık sırasıyla %13 ve %14 artarken, net kar yıllık bazda %59 azaldı. Hatırlatmak gerekirse, gelir artışı Antalya'daki yeni BTA catering operasyonları, Ankara'daki yeni imtiyaz, fiyat artışları, benzer SPP büyümesi, Almatı'daki yeni ticari alanlar, OS'deki büyüme ve Katar'daki yeni TAV Tech projesi sayesinde güçlüydü. Net karın düşüşü, daha yüksek amortisman ve itfa payları, finansal giderler ve bazı iştiraklerde TL'nin güçlü etkisi ve bazı iştiraklerde enflasyon muhasebesi nedeniyle gerçekleşti.

TAV, 17 Şubat'ta mali yıl sonuçlarını ve 2026 beklentilerini açıklayacaktır. 2026'nın gücü, kur hareketleriyle enflasyonun durumuna ve Türkiye'ye olan turizm talebine, başlıca EBITDA kaynakları olan Almatı (şirketin sahip olduğu) ve Gürcistan'ın (imtiyaz süresi 2027'de sona eriyor) performansına bağlı olacaktır. Ukrayna ile ilgili barışın sağlanması durumunda TAV'ın faaliyetleri üzerinde karışık bir etkisi olabileceğini düşünüyoruz, çünkü Rusya ve Ukrayna'dan gelen yolcu sayısındaki artış Türk turizm ve havacılık sektörü için olumlu olacak (havaalanlarına gelen yolcu sayısında artış ve charter uçuşlarının yer hizmetleri şirketlerine olumlu etkisi), ancak son yıllarda Rusya-Ukrayna savaşından kargo uçaklarının artışından fayda sağlayan Almatı'nın büyümesini sınırlayabilir.

Jeopolitik haber akışı, turizm, TL değer artışını etkileyebilecek haber akışlarının yanı sıra, TAV'ın Tiflis Uluslararası Havalimanı'nın kapasitesini yıllık 10 milyona çıkarma ve işletme imtiyazının sona erme tarihini en az 2031'e kadar uzatma teklifine ilişkin Gürcistan Hükümeti'nin nihai kararı (önümüzdeki aylarda kesinleşmesi bekleniyor) ve yeni ihale (başlıca Mısır'daki Şarm El Şeyh ve Hurgada Havalimanları) ile ilgili haberler de TAV için önemli katalizörler olabilir. Operatörün 2025 net karından temettü ödemesi bekleniyor. Son 12 ayda PGSUS, THYAO ve TAVHL, BIST100'ü sırasıyla %19, %17 ve %10 oranında gerisinde performans kaydetti. Şu anda genel olarak özellikle güçlü TL sebebiyle havacılık sektörünün 2026 katalizörlerini güçlü bulmuyoruz. Ukrayna ve Orta Doğu'da kalıcı barış, olağanüstü katalizörler olacaktır. Sektördeki en çok tercih ettiğimiz hisse Pegasus'tur.

İÇECEK: Orta Doğu'daki jeopolitik gelişmeler (CCOLA'nın faaliyet gösterdiği bölgedeki Müslüman nüfusun bazı ürünleri boykot etmesi) ve bazı ülkelerde (Türkiye, Pakistan) satın alma gücünün zayıflaması Coca Cola İçecek için 2025 yılını çalkantılı kıldı. 2025 yılının ilk dokuz ayında, Türkiye'deki satış hacmi (geçen senenin güçlü su bazının da etkisiyle) yıllık bazda yatay seyretti, yurt dışı satış hacmi ise %14 arttı ve konsolide satış hacmi yaklaşık %9 büyüdü. Türkiye ve Pakistan'da talep zayıf seyrederken, BDT ülkeleri oldukça güçlü bir performans gösterdi. Yıllık operasyonel karlılık açısından, Türkiye operasyonlarının marjları baskı altındayken, yurt dışı operasyonların marjları iyileşti ve konsolide marjlara katkı sağladı. Son 12 ayda CCOLA'nın getirisi, BIST100'ün %11 gerisinde kalmıştır. CCOLA, 2026 yılı beklentilerini, büyük olasılıkla Mart ayında açıklayacağı mali sonuçlarıyla birlikte açıklayacaktır. 2026 için, özellikle Türkiye ve Pakistan gibi önde gelen pazarlarda satın alınabilirlik sorunlarının devam edeceği görüşündeyiz. Gazze'de somut, insani bir barış ortamı sağlanmadıkça boykotlar da devam edebilir. Türkiye'de özellikle boykotlar sonrası güçlenen yerel markaların mevcut pazar payının yaklaşık %15 olduğu tahmin ediliyor ve özellikle indirimli satış mağazalarında raflarında bulunma oranları artıyor. 2026'nın olumlu tarafında ise, hammadde fiyat görünümünün marjlarda baskı yaratıcı olmaması sayılabilir. Türkiye operasyonlarında hacimlerin yatay seyredeceğini öngörüyoruz. İndirimler devam edebilir. Yurt dışı operasyonlarında ise, yüksek hacim bazına rağmen, büyüme ve marj genişlemesi konusunda nispeten iyimseriz. Bu durum, konsolide marjları desteklemelidir. Şu anda kısa vadeli katalizörlerin güçlü olmadığını düşünsek de, uzun vadeli hedef fiyat revizyonumuzla **CCOLA** için tavsiyemizi **Endekse Paralel Getiri'den Endeks Üzeri Getiri'ye** yükselttik. Gazze'de kalıcı barışın sağlanması halinde, hisse senedinin en çok fayda sağlayacaklar arasında olması muhtemeldir.

Bira sektöründe ise, 2025 yılı AEFES'in Rusya'daki ortak girişimine geçici olarak dışardan bir yönetim atanmasıyla başladı ve Eylül ayında şirketin ticari unvanı ve logosunun değiştirildiği açıklandı. 2025 yılının başında Anadolu Efes, Rusya operasyonlarını tamamen konsolide etmeyi bıraktı ve bilançoda uzun vadeli finansal varlıklar olarak sınıflandırıldı. Rusya'daki ortak girişimdeki USD cinsinden nakit nedeniyle Anadolu Efes'in bira grubunun net borç/ FAVÖK rakamı arttı. Anadolu Efes'in Rusya hariç 9 aylık bira hacmi yıllık bazda yatay seyretti. Türkiye'deki bira satış hacmi ise yıllık bazda %2 azaldı. Karşılaştırılabilir bazda, hem bira hem de alkolsüz içecek faaliyet marjları 9 aylık dönemde baskı altında kaldı. Son 12 ayda AEFES'in getirisi, BIST100'ün %42 gerisinde kalmıştır. Rusya'daki faaliyetlerin şu anki durumu ve geleceğine ilişkin soru işaretleri devam ettiğinden, hisse için tavsiyemiz bulunmamaktadır.

AEFES son dönemde yeni iş alanlarına açılmak ve coğrafi olarak genişlemek için stratejik önceliklerin önemini sık sık vurgulamaktadır. William Grant & Sons ile ortaklık kurulmuştur. Bu, biraya odaklanmaktan vazgeçip gerekli bir vizyon değişikliği olarak kabul edilebilir. Hacim açısından, Türkiye'de bazı yüksek alkollü içkilerin 2 yıllık YBBO'ı şu şekildedir: Cin %51,1 / Viski %30,0 / Votka %15,2 ve Rakı %9,8. Anadolu Efes'in alkollü içecek hedefleri arasında Türkiye'nin en büyük üç alkollü içecek şirketi arasına girmek ve alkollü içecek ittifaklarını diğer faaliyet gösterdiği ülkelere yaymak yer almaktadır. Ürün portföyünde Glenfiddich, Monkey Shoulder, Hendrick's bulunmaktadır. Ayrıca, şirket bu sene Taris Üzüm anlaşmasını da duyurdu ve bu satın alma ile Anadolu Efes'in Türkiye operasyonlarındaki portföyü, Tarış Üzüm'ün portföyündeki rakı markası "Mercan"ın eklenmesiyle genişleyecektir.

AEFES güçlü dağıtım ağı ve uygulamalar aracılığıyla müşteri tercihlerini ve seçeneklerini iyileştirmeyi amaçlamaktadır (TCELL ve MGROS ile ücretli veritabanları üzerinden işbirliği). Grup şirketi olan Migros'un Türkiye'nin önde gelen gıda perakendecisi olması (9 aylık dönem sonu: Türkiye'de 3.730 mağaza ve toplam 2.064 bin m² satış alanı) ve alkollü içecek satışı da yapması (BIMAS, SOKM ve A101 gibi indirimli perakendecilerde alkol satışı yoktur) dağıtım ağı açısından önem arz etmektedir.

OTOMOTİV: 2024 yılında otomotiv satışlarında rekor seviyeye ulaşılmasının ardından 2025 yılında pazarda yıllık bazda güçlü baz etkisi sebebiyle daralma beklentisi vardı. 11A25 döneminde ise toplam pazar yıllık bazda %10 artışla tarihin en yüksek seviyesi olan 1,12 milyon adet seviyesinde gerçekleşti. Aynı dönemde, binek araçların toplam pazardaki payı %79 iken 2025 yılında bu oran %80'e yükseldi. Her ne kadar otomotiv şirketlerinin finansallarında; enflasyon muhasebesi, düşük kapasite kullanım oranı, güçlü TL ve fiyatlandırma zorlukları dolayısıyla aynı etkiyi göremesek de pazar satış adedi açısından 2025 yılının rekor seviyede tamamlanacağı kaçınılmaz bir gerçek gibi duruyor. Faiz indirimi döngüsüne girilmesi sebebiyle, talebin 2026 yılında da yüksek olacağını ve sektörün yılı 1,3 – 1,4 milyon adet seviyesinde tamamlayacağı düşüncesindeyiz. Bu düşüncemizin temelinde yeni model lansmanları, artan üretim hacmi, elektrikli ve hibrit araca yönelik ilginin artması ve düşen kredi faiz oranları otomotiv talebini destekleyecektir.

Türkiye otomotiv sektörüne hızlı giriş yapan BYD ve Chery markaları otomobil pazarındaki pazar payını %7 seviyesinde korumayı başardı. Manisa'da fabrika kurma taahhüdüyle Türkiye'ye gümrük vergisiz araç getiren 2026 yıl sonunda yıllık 150 bin araç üretim kapasitesiyle faaliyete geçmesi planlanan BYD Fabrikası inşaatında halen bir gelişme bulunmuyor. Benzer şekilde, Chery'nin Samsun'da kurulması planlanan fabrika yatırımına istinaden de bir aksiyon alınmadı. 2026 yılında, bu gelişmelerin otomotiv sektörü için yakından takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Otomotiv şirketlerinin ana ihracat pazarı olan Avrupa'da ise 10A25'te yeni otomobil tescilleri yıllık %1,4 ile hafif oranda artarak 8,9mn adede ulaştı. Özellikle İspanya pazarında bu dönemde araç kayıtlarında yıllık %15'lik bir artış olduğu gözlemlendi. Almanya pazarı yıllık %0,5 büyürken, Fransa %5,4, İtalya %2,6 ve Belçika pazarı %9,0 daraldı. Birleşik Krallık'ta ise yıllık bazda %3,9'luk bir artış oldu. Avrupa ve İngiltere Merkez Bankalarının faiz oranlarını indirmesi ve Avrupa Komisyonu, başta Almanya ve İtalya olmak üzere Avrupa otomotiv endüstrisinden gelen yoğun baskı sonrası, 2035'ten itibaren içten yanmalı (fosil yakıtlı) araç satışlarını fiilen yasaklamayı öngören kararını geri çevirmesiyle otomotiv sektöründeki talebin hareketlenebileceği düşüncesindeyiz.

TOASO açısından zorlu ve belirsizliklerle geçen bir yıl olmasına rağmen Stellantis'in yerel dağıtım operasyonlarının devir alma başvurusu Rekabet Kurulu tarafından olumlu sonuçlandı. Buna istinaden, 9A25 sonu şirketin toplam hafif araç pazar payı %26,4 seviyesinde gerçekleşti. Egea / Tipo Sözleşmesinin Haziran 2026 tarihine uzatılması, her ne kadar 2026 yılına etkisi sınırlı olsa da ihracat hacimlerini artıracak K0 modeli ve 2027 yılından itibaren K9 hafif ticari araç modelinin çoklu enerji platformunda Stellantis markaları için üretime başlanmasıyla hacimsel satışlarda güçlü büyüme ile hikayesi olduğunu düşünüyoruz. Yüksek ihracat payı, güçlü nakit akışı, döviz bazlı gelir yapısı, geniş ürün miksi ile elektrikli hafif ticari araç segmentinde öncü olması ve toparlanmasını beklediğimiz Avrupa Hafif Ticari Araç ve Kamyon Pazarı dolayısıyla **FROTO**'yu beğenmeyi sürdürüyoruz. Avrupa Birliği'nin, Almanya ve İtalya gibi ülkeler ile otomotiv sektöründen gelen baskılarla daha önce 2035 yılı olarak belirlenmiş içten yanmalı motora sahip yeni otomobil satış yasağını hafifletme ihtimalini şirket için pozitif olarak değerlendirebiliriz. 2025 yılında araç bulunabilirliğinin artması ve zayıflayan fiyatlandırma sebebiyle DOAS'ın marjlarında yıllık bazda daralma olduğu gözlemlendi. 2026 yılında araç satış adetlerinde yıllık bazda önemli bir değişiklik beklemesken, Çinli otomobil markalarının piyasadaki ağırlığını ve rekabeti arttırması sebebiyle pazar payında ve karlılık tarafının baskılayabilir diye düşünüyoruz. 2026 yılı pazar payının (Skoda dahil) 2025 yılına benzer %15-16 seviyesinde tamamlanmasını bekliyoruz. Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen ve karlılığa destek sağlayan TüvTürk ihalesi Şubat 2025'te tamamlandı. Araç muayene istasyonlarında 2027'den itibaren geçerli olacak imtiyaz sözleşmeleri için açılan ihaleyi birinci ve ikinci bölgeler için en yüksek teklifi toplam 1 milyar 720 milyon USD ile MOI Ortak Girişim Grubu'nun kazandığını hatırlatalım.

2025 yılında krediye erişimde yaşanan ciddi daralma, yüksek faiz oranları, küresel ölçekte artan araç ve üretim maliyetlerine rağmen otomotiv sektöründe rekorların kırıldığı bir yılı geride bıraktık. 2026 yılında faiz oranlarının ve kredi koşullarının daha dengeli bir yapıya kavuşmasını beklerken, finansmana erişimin kolaylaşmasının sıfır araç pazarında daha sağlıklı ve sürdürülebilir yıl geçireceğimizi düşünüyoruz.

PERAKENDE: 2025 yılı, asgari ücretin %30 artırılmasıyla başladı ve enflasyonist baskılar nedeniyle tüketicilerin bütçeleri baskı altında kaldı. Turizm sektörünün zayıflığı da talep tarafı için özellikle sezonsal mağazalar tarafında zayıf performansı beraberinde getirdi. Sektördeki rekabet daha da şiddetlense de perakendeciler karlılığa daha fazla odaklandı. Bu durum, bazı perakendecilerde mağaza açılışlarının başlangıçta öngörülenden daha yavaş gerçekleşmesine neden oldu. Çeyreklik baz etkileri yılı domine etti ve bazı perakendecilerin (Migros, Mavi gibi) 2025 gelir beklentilerini aşağı yönlü revize etmesi ve enflasyonla ilgili haberler perakendeciler için katalizör görevi gördü. Sektör yetkilileri, yüksek indirimlere rağmen tüketicilerin gıda, eğitim ve kira dışındaki harcamalarını giderek azalttığını belirtiyor. Son 12 ayda MAVİ, MGROS ve BİMAS'ın getirileri BIST100'ün sırasıyla %12, %7 ve %6 oranında gerisinde kaldı.

2026 yılı için asgari ücret artışı %27 olarak belirlendi. Bu artış, hem gelir artışı (satın alma gücündeki baskı üzerindeki etkisi) hem de personel giderleri üzerindeki etkisi açısından önemlidir. İndirimli marketleri genelde ücret artışlarını asgari ücret artışına göre yapsa da Migros'un durumunda 2026'da yapılacak sendika müzakereleri ve sonuçları belirleyici olacaktır. Önceki toplu sözleşmenin şartlarında belirtildiği gibi, Migros 2025 ücretleri için %44'lük (2024 sonu TÜFE oranı) bir ücret artışı yapmıştı. Ürün miksi yönetimi, maliyet tasarrufları, kampanyalar, Rekabet Kurulu denetimleri ve genişleme hızı (2026'da yıllık bazda daha düşük ve daha düşük yatırım harcamaları olması muhtemel) yılı şekillendirecek gibi görünüyor.

Gıda perakendecileri MGROS ve BİMAS için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemiz bulunmaktadır. BİMAS, daha savunmacı yapısı ve ölçeği nedeniyle sektördeki tercihimizdir. 4Ç25'te, enflasyon muhasebesi uygulanan finansallarda, ertelenmiş vergi giderinin tersine çevrilmesi beklenmektedir.

Moda perakendecisi MAVİ'nin performansı, tüketici güveni, turizm, mevsimsel sıcaklıkların ortalama sapması (örnek: son yıllarda artan yaz sezonu ürünleri raflara çıkınca soğuk seyreden hava, sonbahar kış sezonunda yüksek sıcaklıklar), pazar payı durumu ve trafiğe büyük ölçüde bağlıdır. 2025 yılı, yurt içindeki sert rekabet, rakiplerin agresif indirim kampanyaları, güçlü TL ve Avrupa'daki zayıf talep nedeniyle zor bir yıl oldu. 2026 yılında talep dinamiklerinde majör bir değişiklik beklemiyoruz. 3Ç25 sonuç telekonferansında öne çıkan noktalar arasında 2026 yılında mağaza açılışlarının hız kazanacağına dair beklentiden bahsedildi, ancak mali yıl sonuçlarına ilişkin rehberlik önemli olacaktır. Mavi, 2025 yılında Genel Müdürlüğün taşıdığı ve bu, şirketin yatırım harcamalarını 560 milyon TL artırdı. 9M25'te toplam sermaye harcamaları 1,8 milyar TL oldu. ABD'deki mağaza açılışlarına ilişkin gelişmeler ve orta vadeli planın açıklanması, hisse senedi için mühim katalizörlerdendir. Yukarı yönlü potansiyel nedeniyle hisse senedi için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi korusak da kısa vadeli katalizörlerini güçlü bulmuyoruz.

PETROL & GAZ: 2025'in özellikle ikinci yarısından itibaren jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle **TUPRS** ürün majlarında ciddi iyileşmeler kaydedildi. İran – İsrail gerilimi, İspanya ve Portekiz'de yaşanan elektrik kesintilerinin ve rafineri bakımlarının etkisiyle küresel stokların beş yıllık ortalamaların altında seyretmesi gibi nedenler ikinci çeyrekte ürün marjlarını destekledi. 3Ç25'te orta distilat ürün marjları yüksek talep ve düşük stok seviyelerinin etkisiyle güçlü performans gösterdi. 3Ç25'te motorin marjı düşük stok seviyeleri ve artan talebin etkisiyle 25 \$/v oldu (3Ç24:15,7 \$/v). Jet yakıtı marjı da 3Ç25'te yüksek talep etkisiyle yıllık bazda önemli bir artış göstererek 20,1 \$/v oldu (3Ç24: 13,5\$/v). Benzin marjları da yüksek talep ve rafineri duruşlarının etkisiyle 18,8 \$/v'a yükseldi (3Ç24: 14,1\$/v). Kompleks rafinerilerin artan talebine karşı düşük arz seviyeleri nedeniyle Yüksek Kükürtlü Fuel Oil marjları güçlü seyrini koruyarak -7.7 \$/v oldu (3Ç24: -12,5 \$/v). 3.çeyrek sonuçlarıyla beraber şirket tarafından net rafineri marjı beklentisi 6-6,5\$/v olarak revize edildi (önceki:5-6 \$/v) (1Ç25:4,1 2Ç25: 5,3 3Ç25: 9,7). Ürün marjları 4. çeyrekte de güçlü performansını sürdürdü. Bunda Avrupa'daki düşük stok seviyeleri ve Ukrayna'nın Rusya'ya dron saldırılarının yarattığı arz kısıtı da etkili oldu. Özellikle kasım ayında orta distilat ürünleri ve benzinde %100'ü aşan yıldan yıla artışlar gerçekleşti. Güçlü talep ve elverişli ürün marjları finansalları destekledi. Türkiye akaryakıt talebi yılın ilk dokuz ayında geçen yıla göre motorin %3,2, jet yakıtı %13,5 ve benzin %17,2 artışıyla yükseldi. 2026 yılında ürün marjlarının normalleşmesini ancak güçlü kalmayı sürdürmesini bekliyoruz.

SAĞLIK: Sağlık turizmini sadece sağlık ihtiyaçlarının karşılanmasına olanak sağlayan bir sektör olarak düşünmemek gerekiyor. Türkiye'de ekonomik büyümeye de önemli ölçüde katkı sağlayan sektörlerin başında geliyor. Sağlık sektöründe yapılan reformların desteği ve medikal turizmin ilerlemesiyle son yıllarda Türkiye sektör açısından oldukça önemli bir merkez haline geldi. Türkiye, yaşlı nüfusun ve refah seviyesinin artmakta olduğu hızlı büyüyen bir pazar olarak diğer OECD ülkelerine göre daha hızlı gelişme potansiyeline sahiptir. Ayrıca, destekleyici devlet politikaları özel hastane gruplarının genişlemesine temel oluşturuyor. Sağlık sektöründe önemli bir pazar payına sahip olan **MPARK**'ın yurt dışı dahil olmak üzere toplamda 37 adet hastanesi bulunuyor. Şirket, yeni dönem stratejisi doğrultusunda yurt içine ağırlık vererek gelecek 5 yılda 10 hastane açmayı planlıyor. 2025 yılı içerisinde 4 hastane satın alınmış olup 2026 yılında grup bünyesine katılması planlanan 2 adet hastane var. Aralık 2025'te Sağlık Uygulamaları Tebliği'ne gelen %30'luk artış, son dönemde yoğun ilginin olduğu tamamlayıcı sağlık sigortaları ve özel sağlık sigortalı sayısındaki yükseliş, ve olası Türk Tabipler Birliği katsayısına yapılacak artış şirketi pozitif etkilemeye devam edecektir. Özellikle, Medikalpark'ın 1Y26'da çok güçlü sonuçlar açıklamasını bekliyoruz. Orta vadede şirketin büyük şehirlerde açmayı/satın almayı planladığı yeni hastanelerle birlikte portföyünde hizmet veren hastane sayısının artacağını öngörüyoruz. Bununla birlikte, orta-uzun vadede, tamamlayıcı sağlık sigortası hizmetlerinde büyümek için bir alan olduğunu ve bizim görüşümüze göre özel hastanelerin marjlarını koruyabileceğini düşünüyoruz. Başarılı geçen 2025 yılının ardından, 2026 yılında da reel anlamda gelir büyümesinin olduğu ve operasyonel karlılığın 2025 yılı seviyesine benzer güçlü bir yıl geçireceğini tahmin ediyoruz. Temmuz 2026'da doktorların bordolara dahil edilmesi konusunda şirketin şimdiden başarılı maliyet azaltıcı önlemleri aldığını ve piyasada her ne kadar olumsuz düşünülse de şirketin bu maliyet yükünün altından başarıyla kalkacağını tahmin ediyoruz. Şirket ortaklık yapısının sadeleşmesiyle, hisse üzerindeki baskının kalktığını ve 2027 yılından itibaren de temettü dağıtan şirketler arasına gireceğini düşünüyoruz. Hem sektör için hem de sağlıklı bilanço yapısına sahip, organik/ inorganik satış gelirlerini arttırabilen ve düşük borçluluk yapısına sahip olan Medikalpark için olumlu görüşümüzü sürdürüyoruz. İlaç pazarında, 9A25 döneminde 477,1 milyar TL tutarında, yaklaşık 2,16 milyar kutu ilaç satılmış ve bu veriler çerçevesinde **SELEC**'in pazar payı TL bazında %37,41, kutu bazında ise %37,63 olmuştur. Aralık 2025'te ilaç fiyatlarında kullanılan Dönemsel Euro Değerine yaklaşık %17 zam yapıldığını ve Şubat 2026'da bir zam daha geleceğini hatırlatalım. Düşen enflasyon oranı ile enflasyon muhasebesi kaynaklı net parasal kaybın azalacağını düşünüyoruz. Son dönemde gelen olumlu haberlerin ardından son 1 yılda hissenin relatif %17 endeksin gerisinde performans gösterdiği düşünüldüğünde kısa vadede olumlu bir tepki görebiliriz.

SAVUNMA SANAYİİ: NATO'nun en büyük 2. ordusuna sahip olan Türkiye'nin yerli savunma sanayisini güçlendirmeye yönelik atılan adımları 2025 yılında da devam etti. 2025 yılında, savunma ve güvenlik sektörü için rekor bir artışla 1,6 trilyon TL ödenek tahsis edileceği açıklanmıştı. 2026 yılı bütçe maratonunda ise 2026 yılı savunma ve güvenlik sektörü için bütçeden ayrılan tutarın 2,15 trilyon TL olarak belirlendiği paylaşıldı. NATO üyesi ülkelerin, savunma harcamalarını 2035 yılına kadar ülke GSYİH oranının %5'e çıkarılması konusunda anlaşmasıyla Türk savunma şirketleri açısından potansiyel sipariş olasılığı artacaktır. **ASELS**, 9A25 sonunda yaklaşık 1,45 milyar USD tutarında yurt dışından yeni iş almayı başardı. 2026 yılında, savunma sanayisine ayrılan bütçenin artmasıyla sipariş tutarlarının büyümesini ve devlet teşvikiyle desteklenerek yerlilik oranının artacağı görüşündeyiz. ASELS ve **OTKAR**, her yılın son çeyreğinde mevsimselliğin de etkisiyle birlikte genellikle güçlü finansallar açıklıyorlar. Bu geleneğin 2025 yılının son çeyreğinde de devam etmesini bekliyoruz. Aselsan, 9A25'te 5,7mlrUSD tutarında yeni ihaleler kazanarak, sahip olduğu iş miktarını güçlendirdi ve Eylül 2025 sonu itibarıyla toplamda 17,9mlrUSD tutarında bakiye sipariş büyüklüğüne ulaştı. 2025 yılında; Hava savunma Sistemleri, Kara Araçları Faydalı Yükleri, Elektronik Harp Sistemleri başta olmak üzere yüksek tutarlı büyük projelere ait ihale sözleşmeleri imzaladı. İhracat tarafında alınacak yeni siparişler karlılığa pozitif destek sağlayacaktır. Aselsan'ın sahip olduğu bakiye sipariş tutarı, Türkiye'nin bulunduğu jeopolitik konumu, mevcut operasyonlarındaki bilgi birikimi ve potansiyel yeni iş alanlarını düşündüğümüzde, Aselsan'ın uzun vadede ciddi bir büyüme potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz. Otokar, dünyaca tanınan COBRA II 4x4 taktik tekerlekli zırhlı muharebe aracı, sınıfının en yüksek koruma seviyesi ve en yüksek atış gücü ile Türkiye'nin dünya kara sistemlerindeki yerini yeni bir noktaya taşıyacak. Hatırlatmak gerekirse, şirket Romanya Savunma Bakanlığı ile imzalanan iharecat sözleşmesinde 1,059 adetlik 4x4 taktik tekerlekli hafif zırhlı araç projesini 857 milyon EUR bedelle kazandığını duyurmuştu. Sözleşmede araçların ilk 278 adedi Türkiye'de, geri kalanı Romanya'da yerel olarak üretilecek. Teslimatların 4Q25'te başlatılması ve 5 yıl içinde partiler halinde tamamlandığı da belirtilmişti. Eylül 2025 OSD ihracat verilerinde 2025 yılının en yüksek zırhlı satış adedi görüldü. 9A25 sonundaki bakiye sipariş tutarı ise 857 milyon EUR seviyesinde olduğunu belirtelim. 4Q25'te ve 2026 yılında, yurt içi Tunland satışları ve ihracat tarafındaki teslimatların gerçekleşmesiyle ciro ve FAVÖK'te güçlü büyümeler bekliyoruz. Ayrıca, artan FAVÖK ile birlikte Net borç / FAVÖK rasyosunda iyileşme sağlayacaktır.

SİGORTA VE EMEKLİLİK: Hayat ve emeklilik sektörü açısından bakıldığında, önümüzdeki iki yıl boyunca artan emeklilik katkıları ve hayat sigortası primleri öncülüğünde hem hayat hem de emeklilik iş kollarının karlılığı desteklemesini bekliyoruz. Türkiye’de hayat sigortasının önemli bir büyüme potansiyeline sahip olduğuna inanıyoruz; zira Eylül 2025 itibarıyla penetrasyon GSYH’nin yalnızca %0,45’i seviyesindedir. 2026 yılında Türkiye’de kredi büyümesinde bir miktar hızlanma ve buna bağlı olarak kredi bağlantılı hayat poliçesi satışlarında artış bekliyoruz. Bunun da **AGESA** ve **ANHYT**’nin kar büyüme momentumunu destekleyeceğini düşünüyoruz.

Artan kamuoyu farkındalığı ve otomatik katılım sistemi sayesinde 2026 yılında emeklilik katkı paylarının artmasını bekliyoruz. Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi’nin (İkinci Basamak – Pillar II) 2026’nın ikinci çeyreğinde devreye alınabileceğini öngörüyoruz; bu sistemde işveren katkısı zorunlu olacaktır. Bu durumun sistemden çıkışları azaltacağını ve buna bağlı olarak fon büyüklüğü artışını hızlandıracağını düşünüyoruz. Genel olarak, artan katılımcı sayısı ve çok kanallı dağıtım ağı sayesinde AGESA ve ANHYT’nin emeklilik varlıklarının 2026’da güçlü şekilde büyümesini bekliyoruz.

%30 devlet katkısı, kısmi çekişlere izin verilmesi ve özel emeklilik fonlarının bankalar tarafından kredi teminatı olarak kabul edilmesi, önümüzdeki dönemde varlık büyümesini destekleyen unsurlar arasında yer almaktadır. 18 yaş altı katılımcılara yönelik sistem beş yıldır aktif olup, katılımcı sayısı artmaya devam etmektedir. TÜİK verilerine göre Türkiye’de 18 yaş altı nüfus 23 milyon kişi seviyesindeyken, özel emeklilik sisteminin toplam nüfusa penetrasyonu 9A25 itibarıyla düşük bir seviye olan %6,8’de kalmıştır.

Hayat dışı sigorta sektörü tarafında ise, yüksek TL mevduat faizleri sayesinde yatırım portföylerinden elde edilen getirilerin artması yoluyla **ANSGR** ve **TURSG**’nin olumlu etkilenmesini bekliyoruz. 2026 yılında olası faiz indirimlerine rağmen, mevduat ve para piyasası fonlarının sigorta şirketleri için cazip bir yatırım aracı olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede, 9A25 itibarıyla yaklaşık 75 milyar TL büyüklüğünde yatırım portföyüne sahip olan Anadolu Sigorta ve Türkiye Sigorta, hem yüksek faiz oranlarından hem de 2026’da tahvillerden gelebilecek potansiyel yatırım kazançlarından fayda sağlayacaktır.

2026 yılında sigortacılık teknik sonuçlarının ana sürükleyicisinin motor branşı olacağını öngörüyoruz. Kasko tarafının, daha yüksek poliçe satışları, vadesi gelen poliçelerin yüksek fiyatlardan yenilenmesi ve hasar frekansında olası düşüş sayesinde 2026’da hayat dışı şirketlerin teknik kar marjına daha fazla katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Zorunlu trafik sigortası tarafında ise, 2026 boyunca aylık azami fiyat artışı %0,66 ile sınırlı olacaktır. Daha yüksek fiyatların, orta vadede marjlar üzerindeki olumsuz baskıların bir kısmını telafi etmesini bekliyoruz. Buna ek olarak, son üç yılda Türkiye’de yaşanan doğal afetler nedeniyle yabancı reasürans şirketlerinin yüksek tazminat ödemeleriyle karşılaşması, ticari branşlarda poliçe fiyatlarının yüksek seviyelerde kalmasına yol açmaktadır. Sonuç olarak, bileşik rasyoların 2025’te %100’e yakın seviyelerde kalmasını ve sigorta şirketlerinin karlılığını desteklemeye devam etmesini bekliyoruz.

TELEKOMÜNİKASYON: Enflasyonist ortamın, telekom sektörünü diğer sektörlerden ayırtıracağını 2025 yılı Strateji Raporumuzda değinmiştik. 2025 yılında telekom sektöründeki şirketlerin satış gelirlerinde reel güçlü büyüme gözlemlendi. Mevcut abone paketlerinin fiyat güncellenmesindeki yükseliş trendinin devam edeceğini düşünüyoruz. Geniş bant penetrasyonu da büyük olasılıkla artış trendini koruyacaktır. Operasyonel trend değişimlerine ek olarak, 2025 yılında çapraz satışlarda, mobil kullanıcı başına gelirlerde (ARPU) daha yüksek mobil cihaz/veri kullanımı desteğinin ve artan geniş bant abone tabanının olumlu etkilerini gördük. Faturalı abonelerdeki güçlü ARPU gelirleri dolayısıyla bu segmentteki abone kazanımları 2026 yılında takip edilmesi gereken bir veri olacaktır. Bu eğilimin önümüzdeki yıllarda da karlılık rakamlarını artırabilecek şekilde devam etmesini bekliyoruz. 2025 yılında, telekom sektörünü yakından ilgilendiren imtiyaz sözleşmesi ve 5G ihalesi tamamlandı. 5G hizmetlerinin kullanım başlangıç tarihi 1 Nisan 2026 olarak belirlenirken toplam maliyeti **TTKOM** için yaklaşık 1,1 milyar USD + KDV olmuştur. Tutar, Ocak 2026, Aralık 2026 ve Mayıs 2027'de üç eşit taksitte ödenecektir. Ayrıca imtiyaz kapsamı çerçevesinde, şirket 2026 – 2035 yıllarında toplam 2,5 milyar USD + KDV (yaklaşık KDV dahil 3 milyar USD) bedeli ödeyecek olup, 2050 yılına kadar da toplamda 17 milyar USD yatırım taahhüdünde bulunmuştur. Güçlü FAVÖK yaratımının desteğiyle Net borç / FAVÖK çarpanında önemli bir değişim beklemiyoruz. **TCELL**'in 2026 yılında net abone kazanımı ve başarılı fiyatlandırma sayesinde satış gelirlerinin reel düşük tek haneli büyümesini bekliyoruz. Ayrıca, ARPU'daki reel büyüme ve marjları pozitif etkileyeceğini düşündüğümüz yenilenebilir enerji yatırımları sayesinde operasyonel karlılıklarını koruyabileceği düşüncesindeyiz.

TRAKTÖR VE TARIMSAL EKİPMANLAR: Türkiye'de Traktör üretimi 11A25'te yıllık %41 azalışa 40,4 bin adet seviyesinde tamamlandı. Öte yandan, yurt dışı satış hacmi ise yıllık bazda %13 azalarak 14,0 bin adet oldu. **TTRAK**'ın, 11A24 döneminde adetsel bazda üretimi yıllık %40, toplam traktör satışları da benzer yıllık %40 düşüş gösterdi. İş makinesi ve biçerdöver satışlarında da 9 aylık verilerde yıllık hafif bir artış yaşandı. Şirket pazar payının 2026 yılında 2025 yılına benzer bir şekilde %40-45 seviyelerinde korunacağı düşüncesindeyiz. 2026 yılında tarımsal destek programlarının desteği devam etse de reel faiz verilen ortam, yağış azlığı sonucu kurak geçen dönem sebebiyle rekoltenin düşmesi, tarımsal girdi maliyetlerindeki yüksek seyir gibi etkenler göz önüne alındığında pazarda yıllık bazda yatay bir seyir öngörüyoruz.

Ziraat Bankası'nın sübvansiyon sonrası faiz oranı Eylül 2025 sonu itibarıyla %21,9 seviyesinde olduğunu hatırlatalım. 2024 yıl sonu itibarıyla yurt içi satışların %3'ü TürkTraktör Finans kanalıyla yapılırken bu oran 9A25 sonu itibarıyla %18 seviyesine yükseldi. Ek olarak, 2024 yılında kredi finansmanı tarafında Diğer Kanallar %28'lik bir paya sahipken 9A25 itibarıyla %63 seviyesindedir. Ziraat Bankası'nın piyasa faizlerine kıyasla sunduğu cazip faiz oranına rağmen Diğer Kanalların ve TürkTraktör Finansman'nın yüksek paya sahip olması bankanın kredi verme kriterlerini sıkılaştırdığı anlamına geliyor. Kredi faiz oranlarının 2026 yılında düşeceği beklentisinde olsak da reel faiz ortamın özellikle 1Y26'da yurt içi satışlar üzerinde baskı oluşturmaya devam edeceği düşüncesindeyiz.

Hisse Kodu	Şirket	Son Kapanış (TL)*	Hedef Fiyat (TL)	Yükseliş potansiyeli (TL)*	Piyasa Değeri (USDmn)*	3A Ort. İşlem Hacmi (USDmn)
AKBNK	Akbank	71.95	76.70	7%	8,755	176.3
YKBNK	Yapı Kredi Bankası	36.74	39.10	6%	7,262	153.5
ISMEN	İş Menkul	40.18	71.40	78%	1,410	5.9
ANHYT	Anadolu Hayat	104.70	146.60	40%	1,054	2.5
TOASO	Tofaş	242.00	363.00	50%	2,831	29.6
MPARK	Medicalpark	366.50	565.40	54%	1,638	5.9
KCHOL	Koç Holding	168.40	272.60	62%	9,993	119.9
KLKIM	Kalekim	33.48	52.44	57%	360	1.7
BIMAS	BİM	535.50	885.00	65%	7,519	79.0
PGSUS	Pegasus	207.00	342.00	65%	2,422	94.1

Kaynak: OYAK YATIRIM tahminleri, 23 Aralık 2025 kapanışlı veritabanı

Mevcut Portföy	Portföydeki Ağırlık	Çıkarılanlar	Eklenenler	Önceki Portföy	Portföydeki Ağırlık	BİST'e göre Performans*	Eklendiğinden bu yana relatif
AKBNK	10%	GWIND	KLKIM	AKBNK	10%	7.0%	7.0%
YKBNK	10%			YKBNK	10%	6.9%	44.3%
ISMEN	10%			ISMEN	10%	-12.7%	-7.1%
ANHYT	10%			ANHYT	10%	19.3%	19.3%
TOASO	10%			TOASO	10%	-10.6%	-10.6%
MPARK	10%			MPARK	10%	-1.7%	-1.7%
KCHOL	10%			KCHOL	10%	-7.9%	-7.9%
KLKIM	10%			GWIND	10%	1.7%	1.7%
BIMAS	10%			BIMAS	10%	2.7%	30.2%
PGSUS	10%			PGSUS	10%	-11.8%	-11.8%

Kaynak: OYAK YATIRIM, *16/09/2025- 23/12/2025

Portföyün Relatif Performansı

OYAK YATIRIM

Hisse Performans	Abs Getiri*	Relatif*	Eklendiğinden Bu yana relatif
AKBNK	8.0%	7.0%	7.0%
YKBNK	7.9%	6.9%	44.3%
ISMEN	-11.8%	-12.7%	-7.1%
ANHYT	20.5%	19.3%	19.3%
TOASO	-9.8%	-10.6%	-10.6%
MPARK	-0.7%	-1.7%	-1.7%
KCHOL	-7.1%	-7.9%	-7.9%
GWIND	2.7%	1.7%	1.7%
BIMAS	3.7%	2.7%	30.2%
PGSUS	-11.0%	-11.8%	-11.8%
PORTFÖY	0.2%	-0.7%	
BİST 100	1.0%		

* 16 Eylül- 23 Aralık 2025

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Yılbaşından	16/09/2025'ten beri
BİST-100	17.5%	-20.5%	51.8%	-13.3%	26.4%	-17.6%	10.7%	47.6%	-21.0%	25.4%	29.1%	25.8%	196.6%	35.6%	31.6%	14.8%	1.0%
Portföy	19.1%	-55.5%	96.2%	-0.3%	39.8%	-2.4%	13.8%	88.0%	-18.9%	49.5%	35.7%	35.2%	258.1%	47.0%	73.4%	21.1%	0.2%
Relatif Getiri	1.4%	-44.0%	29.3%	15.0%	10.6%	18.5%	2.8%	27.4%	2.5%	19.3%	5.2%	7.5%	20.8%	8.4%	31.8%	5.4%	-0.7%

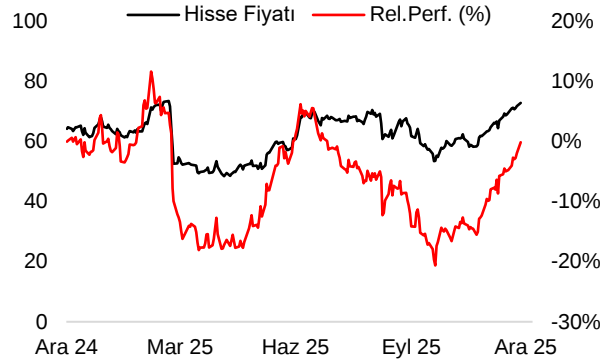
Kaynak: OYAK Yatırım

* 19 Ocak 2010 tarihinden itibaren

Hisse Önerileri*

** tablolar 23 Aralık 2025 kapanışıyla hazırlanmıştır*

AKBNK		Endekse Paralel Getiri			
Fiyat (TL)					71.95
Hedef Fiyat (TL)					76.70
Yükseliş Potansiyeli					7%
Piyasa Değeri (\$mn)					8,755
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)					176.3
<i>TL mn</i>	2023	2024	2025T	2026T	
Net Kar	66,479	42,366	59,219	91,515	
% büyüme	10.8	-36.3	39.8	54.5	
Özsermaye Karlılığı	36%	19%	22%	28%	
F/K (x)	5.6	8.8	6.3	4.1	
F/DD (x)	1.8	1.6	1.3	1.0	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Yüksek döviz likiditesi ve güçlü vadesiz mevduat tabanı, Akbank'a aktif-pasif yönetimi tarafında benzerlerine kıyasla önemli bir avantaj sağlamaktadır. Türkiye genelindeki yaygın şube ağı sayesinde Akbank, rakiplerine göre daha kolay ve düşük maliyetli uzun vadeli mevduata erişebilmektedir. Akbank'ın kaldıraç seviyesi ılımlı olup, TL kredi/mevduat oranı 9A25 itibarıyla %91 gibi düşük bir seviyededir; bu da ilave büyüme alanı olduğuna işaret etmektedir. Ayrıca Akbank, takipteki krediler (NPL) için yüksek karşılık oranına sahiptir; toplam karşılıklar NPL portföyünün %112'sini karşılamakta olup, bu durum aktif kalitesindeki bozulmaların karlılık üzerindeki etkisini azaltmaktadır.

Akbank'ın, iştiraklerden gelen güçlü katkılar, etkin aktif-pasif yönetimi ve iyi yönetilen aktif kalitesi sayesinde 2026 yılında yüksek kar büyüme momentumu ile benzerlerine kıyasla daha iyi performans göstermesini bekliyoruz.

Katalistler

Ocak 2026'ya ait aylık bankacılık verileri hisse için önemli bir katalizör konumundadır.

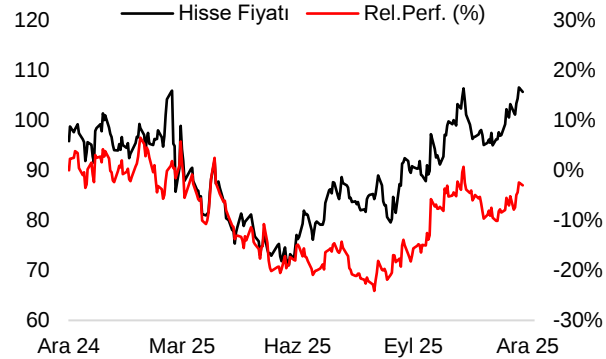
Riskler

Beklentilerin altında kalan GSYH büyümesi, fonlama maliyetlerinde ani artış ve hızlanan kur değer kaybı, değerlememiz açısından aşağı yönlü riskler oluşturmaktadır.

Değerleme

Akbank, 2026 tahminlerimize göre 1,0x F/DD ve 4,1x F/K çarpanlarıyla cazip seviyelerde işlem görmektedir; 2026T özkaynak karlılığı (ROE) ise %28 olarak öngörülmektedir. Hissenin en az 1,6x F/DD çarpanını hak ettiğini düşünüyoruz.

ANHYT		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)					104.70
Hedef Fiyat (TL)					146.60
Yükseliş Potansiyeli					40%
Piyasa Değeri (\$mn)					1,054
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)					2.5
TL mn	2023	2024	2025T	2026T	
Net Kar	2,778	4,070	5,040	6,192	
% büyüme	105.0	46.5	23.8	22.9	
Özsermaye Karlılığı	57%	51%	45%	43%	
F/K (x)	16.2	11.1	8.9	7.3	
F/DD (x)	7.2	4.7	3.6	2.8	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

ANHYT'nin net karının 2026 yılında yıllık %23 artışla 6,2 milyar TL'ye ulaşmasını, 2025 yılında ise %24 yıllık büyüme kaydetmesini bekliyoruz. Artan emeklilik katkıları ve hayat sigortası primleri ile birlikte genişleyen yatırım portföyünün etkisiyle, önümüzdeki iki yıl boyunca hem hayat hem de emeklilik iş kollarının karlılığı destekleyeceğini öngörüyoruz. 2025–26T döneminde hayat sigortası primlerinin ortalama %57, emeklilik varlık büyüklüğünün (AUM) ise %46 oranında artmasını bekliyoruz. Sonuç olarak, ANHYT'nin 2025–26T döneminde ortalama özkaynak karlılığının dikkat çekici bir seviye olan %45'e ulaşmasını öngörüyoruz; bu oran önümüzdeki iki yıl için beklenen enflasyonun üzerindedir. Kısmi çekişlere izin verilmesi ve özel emeklilik fonlarının bankalar tarafından kredi teminatı olarak kabul edilmesi gibi düzenlemelerin, önümüzdeki dönemde varlık büyümesini desteklemesi beklenmektedir. 18 yaş altı katılımcılara yönelik sistem üç yıldır aktif olup, katılımcı sayısı artmaya devam etmektedir.

Katalistler

Kredi büyümesine yönelik sınırlamaların kaldırılması, hayat sigortası poliçe satışlarını hızlandırarak karlılığı artırabilir. 2026 yılında Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi'nin devreye alınması ise emeklilik varlık büyüklüğünü ve karlılığı destekleyebilir.

Riskler

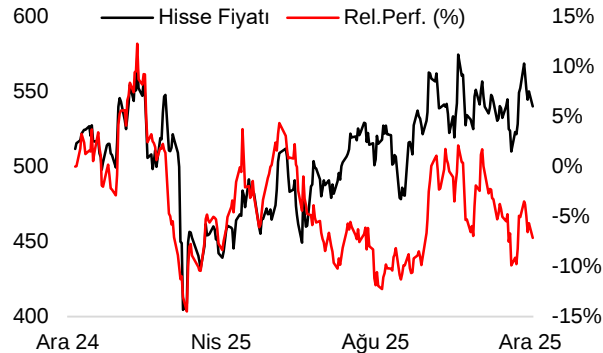
Beklentilerin altında kalan GSYH büyümesi, fonlama maliyetlerinde ani artış ve hızlanan kur değer kaybı, değerlememiz açısından aşağı yönlü riskler oluşturmaktadır.

Değerleme

ANHYT, %31'lik bileşik 3 yıllık hisse başına kar büyüme oranı ve %43 seviyesindeki 2026T özkaynak karlılığına karşılık, 2026 tahminlerimize göre 7,3x F/K ve 2,8x F/DD gibi cazip çarpanlardan işlem görmektedir. 2025–26T dönemi için %52 temettü dağıtım oranı varsayıyor olup, bunun ortalama %7,5 temettü verimine işaret ettiğini düşünüyoruz.

BIMAS	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	535.50			
Hedef Fiyat (TL)	885.00			
Yükseliş Potansiyeli	65%			
Piyasa Değeri (\$mn)	7,519			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	79			
Net Borç (TLmn)	29,821			
FD (TLmn)	351,121			
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	267,036	459,722	650,597	877,649
% büyüme	81%	72%	42%	35%
VAFÖK	20,985	34,541	51,518	70,096
% marj	7.9	7.5	7.9	8.0
Net Kar	12,283	19,567	26,284	36,709
% marj	4.6	4.3	4.0	4.2
Özsermaye Karlılığı	43%	52%	51%	52%
F/K (x)	26.2	16.4	12.2	8.8
FD/VAFÖK (x)	16.7	10.2	6.8	5.0
PD/DD (x)	10.2	7.4	5.5	4.0

enflasyon muhasebesiz tahminler



Hisseyi neden beğeniyoruz?

BİM'in, defansif yapısı ve Türkiye genelinde yaygın BIM mağazaları aracılığıyla düşük ve orta gelirli tüketicilere, tamamen kendisine ait File mağazaları aracılığıyla ise orta ve yüksek gelirli tüketicilere olan nispi yakınlığı ve ücret artışının genellikle asgari ücretle uyumlu olması sayesinde piyasanın üzerinde getiri sağlayabileceği görüşündeyiz. Enflasyon, 2024 Kasım sonu itibarıyla %47 olan seviyeye kıyasla nispi bir iyileşme kaydetmiş olsa da, 2025 Kasım sonu itibarıyla %31 gibi yüksek bir seviyede seyrettiğinden, tüketici bütçeleri baskı altında kalmaya devam etmektedir.

2026 yılı için belirlenen %27'lik asgari ücret artışı, personel giderleri açısından olduğu kadar gelirler açısından da önemli olacaktır. Ortalama enflasyon beklentilerine paralel olduğundan marjlarda major baskı beklemiyoruz fakat gelir etkileri açısından rekabet daha da çetin hale gelebilir. Türkiye'de gerçek yaşam maliyeti (kira, ulaşım, eğitim) yüksek ve sektörel rekabet şiddetli olduğundan, tüketiciler zorlanmaktadır. TAS29 öncesi 3Ç25 gelir dağılımına format ve coğrafya bazında bakıldığında, BIM Türkiye, File, BIM Fas ve BIM Mısır sırasıyla %85, %10, %5 ve %1 paylara sahiptir. BIM Türkiye'nin PL (Private Label: özel markalı ürün) payı, 3Ç24'teki %58'den %54'e geriledi. Markalı pay %32'den %36'ya çıktı. Spot ve münhasır segmentlerin payları %9 ve %1 olarak kaldı. Türkiye'de BIM'in PL payı, BIM'in PL oranının daha yüksek olduğu temel kategorilerde nispeten daha düşük enflasyonun seyreltme etkisi nedeniyle azaldı. Ayrıca, SKU (toplam ürün sayısı) sayısı da önceki 900'den 1.000'e yükseldi. Yeni SKU'lar çoğunlukla markalı ürünlerdir ve bu da özel markalı ürünlerin payını azaltmaktadır. Şirketin uzun vadeli özel markalı ürün stratejisinde bir değişiklik yoktur.

BİM'in Mart ayında yıllık finansallarını açıklaması ve 2026 beklentilerini paylaşması olasıdır. 2026'da TAS29 öncesi yıllık gelir artışının %35 ve EBITDA marjının %8,0 olmasını tahmin ediyoruz.

Katalistler

Çeyrek sonuçları, trafik ve sepet büyüklüğü gelişmeleri, hisse geri alım programı, temettü beklentileri

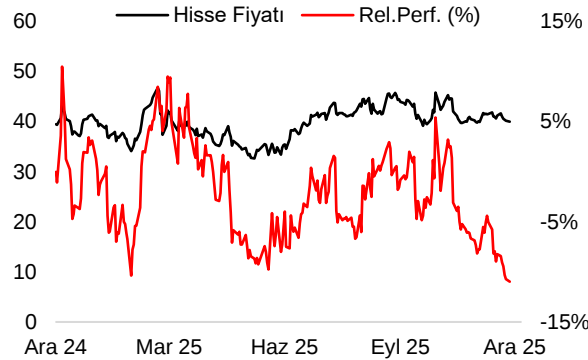
Riskler

Yıkıcı rekabet, tüketici talebinde ciddi bozulma, doğal afetler, Rekabet Kurulu soruşturmaları, kararları

Değerleme

BİM için hisse başına revize 885TL hedef fiyatla tavsiyemiz Endeks Üzeri Getiri'dir. Hisse, 2026T enflasyon muhasebesiz tahminlerimizle 8.8x F/K ve 5.0x FD/FAVÖK çarpanlarında işlem görmektedir.

ISMEN		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		40.18			
Hedef Fiyat (TL)		71.40			
Yükseliş Potansiyeli		78%			
Piyasa Değeri (\$mn)		1,410			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		5.9			
TL mn	2023	2024	2025T	2026T	
Net Kar	7,998	5,506	7,752	10,398	
% büyüme	75.3	-31.2	40.8	34.1	
Özsermaye Karlılığı	46%	20%	24%	31%	
F/K (x)	7.5	10.9	7.8	5.8	
F/DD (x)	2.6	1.8	2.0	1.7	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Ekonomide yeniden dengelenme süreci ve makroekonomik göstergelerdeki iyileşme ile birlikte, yabancı yatırımcıların geri dönüşünden hem hisse senedi hem de türev piyasalardaki işlem hacimlerinde olası artış yoluyla, benzerleri arasında en fazla ISMEN'in fayda sağlayacağını düşünüyoruz. ISMEN'in karlı yedi farklı finansal iştiraki bulunmakta olup, bu durum gelir tabanını çeşitlendirmektedir. Önümüzdeki iki yıl boyunca gelirlerin ortalama %19 oranında artmasını öngörüyoruz. Karlılığın ana sürükleyicilerinin komisyon dışı gelirler, yani faiz, alım-satım ve finansal yatırımlar olmaya devam etmesini bekliyoruz. 2025–26T döneminde ISMEN'in alım-satım, faiz ve komisyon gelirlerinin sırasıyla ortalama %13, %16 ve %20 oranında büyüyeceğini tahmin ediyoruz. Buna ek olarak, etkin maliyet kontrolü sayesinde 2025–26T döneminde gider/gelir oranının %25 seviyesinde kalmasını öngörüyoruz.

ISMEN'in enflasyondan arındırılmış net karının 2025 yılında yıllık %41 artışla 7,8 milyar TL'ye, 2026 yılında ise %34 yıllık artışla 10,4 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Şirketin gerçek potansiyelinin, enflasyon muhasebesi nedeniyle bugüne kadar yeterince yansıtılmadığı yönünde yüksek bir kanaate sahibiz.

Katalistler

2026 yılı içinde kredi büyümesine yönelik sınırlamaların kaldırılması ve TCMB'nin faiz indirimlerine devam etmesi, karlılığı destekleyici unsurlar olacaktır.

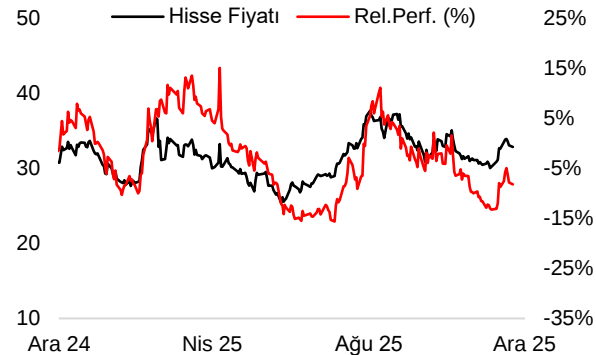
Riskler

Beklentilerin altında kalan GSYH büyümesi, fonlama maliyetlerinde ani artış ve hızlanan kur değer kaybı, değerlememiz açısından aşağı yönlü riskler oluşturmaktadır.

Değerleme

ISMEN, 2026 tahminlerimize göre 1,7x F/DD ve 5,8x F/K çarpanlarıyla cazip seviyelerde işlem görmektedir; 2026T özkaynak karlılığı %31 olarak öngörülmektedir. Hissenin en az 2,6x F/DD çarpanını hak ettiğini düşünüyoruz.

KLKIM	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	33.48			
Hedef Fiyat (TL)	52.44			
Yükseliş Potansiyeli	57%			
Piyasa Değeri (\$mn)	360			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	2			
Net Borç (TLmn)	-1,863			
FD (TLmn)	13,880			
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	6,740	7,492	10,426	14,074
% büyüme	60%	11%	39%	35%
FAFÖK	1,467	1,721	2,262	3,026
% marj	21.8	23.0	21.7	21.5
Net Kar	621	929	1,015	1,548
% marj	9.2	12.4	9.7	11.0
Özsermaye Karlılığı	22%	21%	17%	21%
F/K (x)	24.8	16.6	15.2	9.9
FD/FAFÖK (x)	9.5	8.1	6.1	4.6
PD/DD (x)	4.4	2.8	2.4	1.9



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Kalekim'i Türkiye pazarındaki güçlü pozisyonu, uluslararası satış hacimlerindeki büyüme potansiyeli, Kuzey Irak pazarındaki konumu, yurt içinde kentsel dönüşüm ve sosyal konut projeleri gibi sektörü destekleyici unsurlar, Suriye ve Ukrayna'da gelecekte oluşabilecek potansiyel fırsatları değerlendirebilme kapasitesi ve güçlü net nakit pozisyonu ile beğeniyoruz.

2026 yılında yurt içi pazarda inşaat sektöründe beklediğimiz iyileşme ile orta – tek hane hacim büyümesi ve uluslararası satışlarda Ağustos ayında üretimden satışların başladığı Irak Duhok'taki fabrika ve Fas'ta Lyksor Maroc'un da katkılarıyla çift haneli hacim büyümesi bekliyoruz. Türkiye'deki hacim büyümesinde faiz indirim süreci ve hızlanan kentsel dönüşümün ana itici güçler olmasını bekliyoruz. Modelimize ve beklentilerimize dahil etmediğimiz Suriye pazarı ise önümüzdeki yıllarda ekstra yukarı yönlü potansiyel olarak öne çıkmaktadır. Şirketin tesislerinin konumu ve kapasiteleri burada ortaya çıkacak fırsatları değerlendirmek için oldukça elverişli bir pozisyonudur.

Şirketin 2025 yılını Türkiye ve uluslararası hacim büyüme beklentilerine ulaşacağını ve yılı %6,1 reel net satışlar büyümesiyle tamamlayacağını öngörüyoruz. Şirket güçlü net nakit pozisyonunu da sürdürmektedir (9A25: TL1,8 mlr). 2026'da 2025 tahminlerimize göre net satışlarda %35 FAFÖK'te %33,7 nominal artış bekliyoruz. 2026 yılında güçlü finansal performans, disiplinli net işletme sermayesi yönetimi ve güçlü net nakit pozisyonunun etkisinin hisse fiyatına da yansımaları bekliyoruz.

Katalistler

Güçlü marka bilinirliği ve pazar konumu, Irak'ta yerel üretimden satışların başlaması, Fas pazarına girilmesi, Suriye pazarında ortaya çıkabilecek fırsatlar, güçlü net nakit pozisyonu

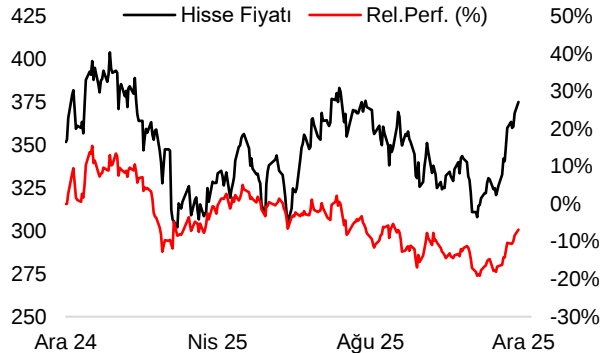
Riskler

Türkiye ve uluslararası pazarlarda beklentimizin altında inşaat aktivitesi ve hacim büyümesi, faiz indirim sürecinin beklediğimiz hızda gerçekleşmemesi

Değerleme

KLKIM için hedef fiyatımızı hisse başına 52,44 TL'ye revize ederken (önceki: 47,40 TL) "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi sürdürüyoruz. 2026T'ye göre hisse 9,9x F/K ve 4,6x FD/FAFÖK ile işlem görmektedir.

MPARK	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	366.50			
Hedef Fiyat (TL)	565.40			
Yükseliş Potansiyeli	54%			
Piyasa Değeri (\$mn)	1,638			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	6			
Net Borç (TLmn)	12,212			
FD (TLmn)	83,785			
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	32,412	39,690	54,513	70,598
% büyüme	71%	22%	37%	30%
VAFÖK	8,350	10,203	14,718	19,061
% marj	25.8	25.7	27.0	27.0
Net Kar	6,540	5,210	6,024	7,770
% marj	20.2	13.1	11.1	11.0
Özsermaye Karlılığı	46%	22%	19%	20%
F/K (x)	10.7	13.4	11.6	9.0
FD/VAFÖK (x)	10.0	8.2	5.7	4.4
PD/DD (x)	3.8	2.5	2.0	1.7



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Yaşlanan nüfusa istinaden artan hasta sayısı, özel sağlık sigortaları segmentindeki sürdürülebilir büyüme, SUT fiyatlarına gelen zam dolayısıyla satış gelirlerini pozitif etkilemesi, verimlilik odaklı büyüme yaklaşımı ve başarılı maliyet uygulamaları sayesinde operasyonel karlılığın güçlü seyretmesi, makul sayılabilecek borçluluk oranı, uzun süredir hisse üzerindeki ortak satışı baskısının kalkması sebebiyle Medikalpark'ı beğeniyoruz.

Şirketin güçlü geçen 9A25 döneminin ardından 4Ç25'te de çeyrekssel bazda benzer başarılı sonuçlar açıklayacağını tahmin ediyoruz. Yönetim, operasyonel verimliliği artırmaya yönelik çalışmalarıyla maliyet yapısını daha da güçlendirirken, uzun vadede kârlılığı destekleyen sağlam bir operasyonel model oluşturdu. Medikalpark, yeni dönem stratejisi doğrultusunda yurt içine ağırlık vererek gelecek 5 yılda 10 hastane açmayı planlıyor. 2025 yılı içerisinde 4 hastane satın alınmış olup 2026 yılında grup bünyesine katılması planlanan 2 adet hastane var. Aralık 2025'te Sağlık Uygulamaları Tebliği'ne gelen %30'luk artış, son dönemde yoğun ilginin olduğu tamamlayıcı sağlık sigortaları ve özel sağlık sigortalı sayısındaki yükseliş, ve olası Türk Tabipler Birliği katsayısına yapılacak artış şirketi pozitif etkilemeye devam edecektir. Özellikle, Medikalpark'ın 1Y26'da çok güçlü sonuçlar açıklamasını bekliyoruz. Orta vadede şirketin büyük şehirlerde açmayı/satın almayı planladığı yeni hastanelerle birlikte portföyünde hizmet veren hastane sayısının artacağını öngörüyoruz. Bununla birlikte, orta-uzun vadede, tamamlayıcı sağlık sigortası hizmetlerinde büyümek için bir alan olduğunu ve bizim görüşümüze göre özel hastanelerin marjlarını koruyabileceğini düşünüyoruz. Başarılı geçen 2025 yılının ardından, 2026 yılında da reel anlamda gelir büyümesinin olduğu ve operasyonel karlılığın 2025 yılı seviyesine benzer güçlü bir yıl geçireceğini tahmin ediyoruz. 2025 yılında yatırım harcamalarının hızlandığı ve 2026 yılında Yatırım Harcamaları/ Net satışlar oranının gerileyeceği bir döneme girecek. Böylece, iyileşen nakit akışı ve azalan yatırım harcaması 2027 yılı için temettü dağıtımının önünü açacaktır.

Katalistler

Türk Tabipler Birliği katsayılarında yapılacak olan artışlar, hastane devir alımları, potansiyel yönetim danışmanlığı verilen üniversite hastaneleri, ayaktan hasta sayısındaki artış ve yabancı sağlık turizmindeki olası büyüme

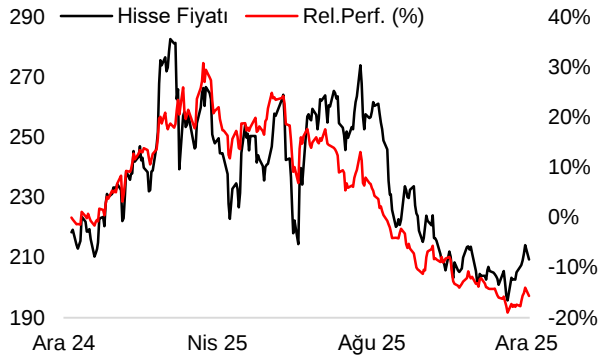
Riskler

Güçlü 2025 yıl bazı ve TTB katsayısında olası düşük artış

Değerleme

MPARK için hedef fiyatımızı hisse başına 565,40 TL'ye revize ederken (önceki: 555,00 TL) "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi sürdürüyoruz. 2026T'ye göre hisse 9,0x F/K ve 4,4x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir.

PGSUS	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	207.00			
Hedef Fiyat (TL)	342.00			
Yükseliş Potansiyeli	65%			
Piyasa Değeri (\$mn)	2,422			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	94			
Net Borç (TLmn)	150,861			
FD (TLmn)	254,361			
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	70,532	111,823	153,153	200,856
% büyüme	65%	59%	37%	31%
VAFÖK	21,626	31,765	38,753	48,803
% marj	30.7	28.4	25.3	24.3
Net Kar	20,908	13,285	13,588	15,064
% marj	29.6	11.9	8.9	7.5
Özsermaye Karlılığı	58%	21%	14%	11%
F/K (x)	5.0	7.8	7.6	6.9
FD/VAFÖK (x)	11.8	8.0	6.6	5.2
PD/DD (x)	1.9	1.4	0.9	0.7



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Pegasus'un 2025 yılında yüksek kapasite artışı (11A25: %17 yıllık artış) nispeten zayıf talep ortamına denk geldi (jeopolitik sorunlar, operasyon bölgesindeki makroekonomik sorunlar, TL'nin reel değer kazanması) ve bu da promosyonları, dolayısıyla daha düşük bilet fiyatlarını ve bireysel harcamaları (yan gelirler) beraberinde getirdi ve hisse ciddi ölçüde piyasanın gerisinde kaldı. Düşük maliyetli hava yolu şirketinin Mart ayında sonuçlarını açıklaması ve 2026 yılına ilişkin beklentilerini paylaşması beklenmektedir. Kapasite (AKK) artışının %6-9 aralığında olması muhtemeldir. Birim başına gelirin limitli de olsa baskı altında kalabileceği ve yakıt CASK'ın hafifçe düşmesini tahmin ediyoruz. Enflasyon, döviz kuru ve ücret artışlarına bağlı olarak, yakıt hariç CASK orta ila yüksek tek haneli rakamlarda artış gösterebilir. 2026'da reel TL değerlenmesinin önceki yıllara göre azalması hisseyi destekleyebilir.

Hükümetin iç hat bilet fiyatları için tavan fiyat ayarlaması ve bunun zamanlaması (sezon alandan önce gelmesi) kararı, iç hat operasyonlarının karlılığı açısından önem arz etmektedir ve bu 2025 yılında olumlu bir etki yaratmıştı. 2026 yılı tahminlerimizde, daha agresif büyümesi planlanan ve yine SAW'u ana hub olarak kullanan THY'nin tamamına sahip olduğu Ajet'in her iki havayolu şirketine de zarar verecek yıkıcı bir rekabet yaratmayacağı varsayımı mevcuttur. 2026 yılında, Sabiha Gökçen Havalimanı'ndaki kısmen yenilenmiş eski terminal binası, kapasite sorunlarına geçici bir çözüm olarak kullanıma açıklacaktır.

Operasyonel karlılığın yanı sıra, Smartwings anlaşmasının tamamlanması (onaylara bağlı olarak 6 ila 8 ay içinde sonuçlanması bekleniyor) da hisse senedi için önemli bir katalizör görevi görebilir. Smartwings ve Çek Hava Yolları markaları ile faaliyet gösteren Smartwings, Çekya'nın en büyük, Orta ve Doğu Avrupa'nın en önde gelen havayolu gruplarından biridir. Smartwings'in Çekya, Slovakya, Polonya ve Macaristan'da 4 adet AOC'si bulunmaktadır. Operasyonel detaylar ve onay gelecekte önemli katalistler olacak olsa da haber Pegasus'un büyüme hikayesi ve operasyonlarının odağının Türkiye olması sebebiyle operasyonel alan riskini azaltma ihtimali açısından pozitifdir.

Katalistler

Zayıf TL, genç filo, güçlü talep, bilet fiyatları ve yan gelirlerde toparlanma, Smartwings anlaşmasının tamamlanması, Ukrayna ve Orta Doğu'da barış

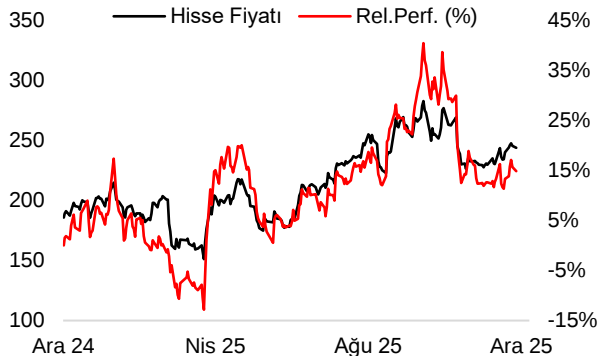
Riskler

Yıkıcı rekabet, jeopolitik sorunlar, ana hub Sabiha Gökçen Havalimanı'nın yolcu memnuniyetini zedeleyen durumu

Değerleme

Pegasus için hisse başına 342TL hedef fiyatla tavsiyemiz Endeks Üzeri Getiri'dir. Hisse, 2026T 6.9x F/K ve 5.2x FD/FAVÖK çarpanlarında işlem görmektedir.

TOASO		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)					242.00
Hedef Fiyat (TL)					363.00
Yükseliş Potansiyeli					50%
Piyasa Değeri (\$mn)					2,831
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)					30
Net Borç (TLmn)					19,547
FD (TLmn)					140,547
TL mn	2023	2024	2025T	2026T	
Net Satışlar	184,229	120,267	301,422	472,792	
% büyüme	49%	-35%	151%	57%	
VAFÖK	28,383	9,280	8,921	21,087	
% marj	15.4	7.7	3.0	4.5	
Net Kar	21,777	5,221	5,758	13,616	
% marj	11.8	4.3	1.9	2.9	
Özsermaye Karlılığı	55%	9%	9%	19%	
F/K (x)	5.6	23.2	21.0	8.9	
FD/VAFÖK (x)	5.0	15.1	15.8	6.7	
PD/DD (x)	2.3	2.0	1.9	1.5	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Stellantis birleşmesiyle yurt içi pazar payındaki güçlü konumu, yeni model üretimleriyle artacak olan kapasite kullanım oranı ve ihracat satışlarındaki artış beklentisi sebebiyle TOASO'yu beğenmeyi sürdürüyoruz.

Birleşmenin desteğiyle 9A25 sonu şirketin toplam hafif araç pazar payı %26,4 seviyesinde gerçekleşti. Egea / Tipo Sözleşmesinin Haziran 2026 tarihine uzatılması, her ne kadar 2026 yılına etkisi sınırlı olsa da ihracat hacimlerini artıracak K0 modeli ve 2027 yılından itibaren K9 hafif ticari araç modelinin çoklu enerji platformunda Stellantis markaları için üretime başlanmasıyla hacimsel satışlarda güçlü büyüme ile hikayesi olduğunu düşünüyoruz. Uzun vadeli üretim hedeflerimizde şirket beklentisine paralel olarak 2028 yılında 320 bin adet seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz. K0 modelinin toplam üretim kapasitesi 150 bin adet olup 2032 yılına kadar yaklaşık 1 milyon adet üretim beklentisi var. Modelin yaklaşık 230 bin adedi yalnızca Kuzey Amerika'ya satılması hedefleniyor. Diğer bir yeni model olan K9 için aynı üretim kapasitesine sahip olup toplam üretim hedefi 660 bin adet seviyesindedir. Segmentindeki tek yerli üretim model olarak %80 iç piyasaya odaklanılarak operasyonel karlılığa yüksek katkı sağlayacaktır. En kötünün geride kaldığı ve belirsizliklerin netleştiği bir ortamda olduğunu düşündüğümüz Tofaş'ın uzun vadeli yatırım için uygun seviyelerde olduğunu düşünüyoruz.

Katalistler

Egea / Tipo model üretiminden boşalacak binek araç segmentinin yerini dolduracak yeni bir model üretimi sözleşmesi, yurt içi pazarın güçlü kalacağı beklentisi

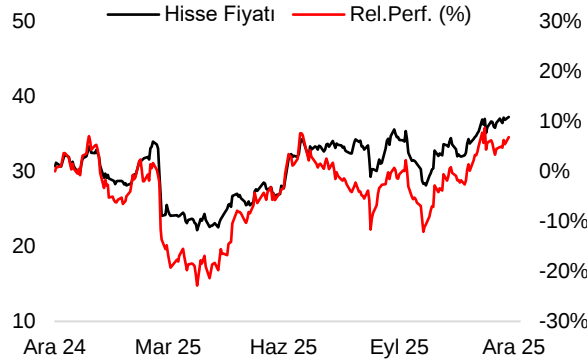
Riskler

Talebi olumsuz etkileyecek makroekonomik gelişmeler, Çinli otomobil markalarının ticari segmentinde ağırlığını agresif bir şekilde arttırması, yeni model geçişlerinde ortaya çıkacak olası üretim problemleri, güçlü TL ve sıkı maliye politikası sebebiyle karlılığı baskılaması

Değerleme

TOASO için hedef fiyatımız 363,00 TL/hisse ve önerimiz ise "Endeks Üzeri Getiri" şeklindedir. Hisse, 2026 tahminlerimize göre 8,9x F/K ve 6,7x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

YKBNK	Endekse Paralel Getiri			
Fiyat (TL)	36.74			
Hedef Fiyat (TL)	39.10			
Yükseliş Potansiyeli	6%			
Piyasa Değeri (\$mn)	7,262			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	153.5			
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Net Kar	68,009	29,017	50,773	84,510
% büyüme	28.9	-57.3	75.0	66.4
Özsermaye Karlılığı	45%	16%	23%	29%
F/K (x)	4.6	10.7	6.1	3.7
F/DD (x)	1.7	1.6	1.3	0.9



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Yapı Kredi'nin karlılığının, kredi getirilerindeki artışa karşılık iyi yönetilen mevduat maliyetleri sayesinde genişleyen marjlar ve TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerden gelebilecek potansiyel kazançlarla desteklenmesini bekliyoruz. Yapı Kredi, yüksek getirili TL ticari kredilerde büyümeye ve genel ihtiyaç ile kredi kartı kredileri gibi yüksek getirili segmentlerde pazar payı kazanmaya devam etmektedir. 9A25 itibarıyla, toplam mevduatlar içinde vadesiz mevduatın payı %47 ile (benzerlerinde %39) sektör ortalamasının üzerinde olup, benzerleri arasında en yüksek seviyededir. Yapı Kredi'nin, 2025T'de %75 yıllık büyümenin ardından, 2026T'de benzerleri arasında en yüksek oran olan %66 yıllık kar artışı kaydetmesini bekliyoruz. Yapı Kredi için uzun vadeli (2025–2030T) özkaynak karlılığı varsayımımız %32 seviyesindedir.

Katalistler

Ocak 2026'ya ait aylık bankacılık verileri hisse için önemli bir katalizör konumundadır.

Riskler

Beklentilerin altında kalan GSYH büyümesi, fonlama maliyetlerinde ani artış ve hızlanan kur değer kaybı, değerlememiz açısından aşağı yönlü riskler oluşturmaktadır.

Değerleme

Yapı Kredi, 2026 tahminlerimize göre 0,9x F/DD ve 3,7x F/K çarpanlarıyla işlem görmekte olup, 2026T özkaynak karlılığı %29 olarak öngörülmektedir. Hissenin en az 1,8x F/DD çarpanını hak ettiğini düşünüyoruz.

Hedef Fiyat ve Öneri Revizyonları

BIST-100 için 12 aylık hedefimiz 15.407 olup %37 yukarı yönlü potansiyel taşımaktadır... Kapsamımızdaki şirketlere ilişkin tahmin ve hedef fiyatlarımızı, İNA modellerimizde kullandığımız makroekonomik varsayımlardaki değişiklikler doğrultusunda revize ettik. 2026 yılında kapsamımız için %38 net kar büyümesi öngörüyoruz; bu dönemde finansal şirketlerin %34, finansal olmayan şirketlerin ise %42 kar büyümesi kaydetmesini bekliyoruz. Risksiz faiz oranı varsayımımızı 1 puan düşürerek %23'e indirdik. **Bu raporla birlikte AKCNS, CCOLA, ISCTR, TABGD ve TOASO için tavsiyemizi “Endekse Paralel Getiri”den “Endeks Üstü Getiri” seviyesine yükseltiyoruz. Öte yandan SELEC için tavsiyemizi “Endeks Üstü Getiri”den “Endekse Paralel Getiri” seviyesine indiriyoruz.**

Hisse	Kapanış	Tavsiye		Hedef Fiyat (TL)		Getiri P.	Satışlar ('25T)	FAVÖK ('25T)	Net Kar ('25T)	Satışlar ('26T)	FAVÖK ('26T)	Net Kar ('26T)	FD/FAVÖK ('25T)	F/K ('25T)	FD/FAVÖK ('26T)	F/K ('26T)
	(TL)	Eski	Yeni	Eski	Yeni	%										
AGESA	223.00	EÜ	EÜ	302.40	320.50	44%			5,133			6,595		7.8		6.1
AKBNK	71.95	EP	EP	70.05	76.70	7%			59,219			91,515		6.3		4.1
ALBRK	8.07	EP	EP	9.85	10.80	34%			12,205			6,458		1.7		3.1
ANHYT	104.70	EÜ	EÜ	138.30	146.60	40%			5,040			6,192		8.9		7.3
ANSGR	23.76	EÜ	EÜ	36.63	38.80	63%			11,922			16,446		4.0		2.9
GARAN	142.30	EP	EP	143.00	156.60	10%			115,630			138,398		5.2		4.3
ISCTR	13.89	EP	EÜ	18.16	19.90	43%			62,188			85,469		5.6		4.1
ISMEN	40.18	EÜ	EÜ	67.38	71.40	78%			7,752			10,398		7.8		5.8
YKBNK	36.74	EP	EP	35.72	39.10	6%			50,773			84,510		6.1		3.7
TURSG	12.60	EÜ	EP	13.75	14.60	16%			19,240			22,836		6.5		5.5
AKCNS	156.50	EP	EÜ	222.80	231.70	48%	25,070	4,992	2,346	32,466	6,465	3,038	6.1	12.8	4.7	9.9
AKSEN	62.60	EP	EP	75.40	75.40	20%	37,268	11,130	3,018	55,571	19,895	4,890	11.1	25.4	6.2	15.7
ARCLK	104.40	EP	EP	160.00	148.00	42%	514,959	30,898	-7,943	653,998	39,894	3,270	7.3	n.m.	5.7	21.6
ASELS	221.70	EP	EP	188.50	212.00	-4%	179,404	44,441	28,995	267,312	68,966	47,876	23.3	34.9	15.0	21.1
ASTOR	112.90	EÜ	EÜ	276.90	276.90	145%	40,770	12,555	6,975	53,775	16,425	10,710	8.5	16.2	6.5	10.5
BIMAS*	535.50	EÜ	EÜ	815.00	885.00	65%	650,597	51,518	26,284	877,649	70,096	36,709	6.8	12.2	5.0	8.8
CCOLA*	59.90	EP	EÜ	70.00	91.00	52%	177,284	31,463	12,582	230,315	42,311	18,036	6.1	13.3	4.5	9.3
CIMSA	45.90	EÜ	EÜ	68.00	70.70	54%	34,384	6,736	6,456	44,527	8,723	8,361	11.0	6.7	8.5	5.2

Kaynak: OYAK YATIRIM, Veri Tabanı, 23/12/2025 Kapanış, * Enflasyon muhasebesi hariç

Hedef Fiyat ve Öneri Revizyonları

Hisse	Kapanış	Tavsiye	Hedef Fiyat (TL)		Getiri P.	Satışlar ('25T)	FAVÖK ('25T)	Net Kar ('25T)	Satışlar ('26T)	FAVÖK ('26T)	Net Kar ('26T)	FD/FAVÖK ('25T)	F/K ('25T)	FD/FAVÖK ('26T)	F/K ('26T)
	(TL)	Eski	Yeni	Eski	Yeni	%									
DOAS	183.60	EP	EP	260.53	260.53	42%	262,431	17,187	7,873	341,160	22,987	16,717	3.8	5.1	2.4
DOHOL	18.54	EÜ	EÜ	23.50	25.96	40%	n.m	n.m	n.m	0	0	0	n.m.	n.m.	n.m.
EUREN	7.20	EÜ	EÜ	14.72	15.10	110%	7,228	1,750	1,444	13,155	3,156	2,334	9.3	10.5	6.5
FROTO	94.45	EÜ	EÜ	140.00	140.00	48%	852,436	55,408	33,712	1,065,545	79,916	58,072	7.7	9.8	5.7
GLRMK	177.50	EÜ	EÜ	326.40	326.40	84%	58,985	7,708	7,520	66,505	8,601	8,554	7.5	7.6	6.7
GWIND	24.06	EÜ	EÜ	41.94	39.12	63%	2,779	1,976	879	3,886	2,872	1,313	7.1	14.8	9.9
HTTBT	42.10	EÜ	EÜ	68.64	68.64	63%	1,787	774	471	2,807	1,228	788	16.0	26.8	16.0
INDES	7.02	EÜ	EÜ	12.06	12.40	77%	74,242	2,702	492	99,499	3,404	586	2.0	10.7	9.0
IZENR	10.94	EÜ	EÜ	15.93	16.60	52%	9,013	1,747	515	11,266	2,358	763	15.7	51.9	35.0
KCHOL	168.40	EÜ	EÜ	268.30	272.60	62%	n.m	n.m	n.m	0	0	0	n.m.	n.m.	n.m.
KLKIM	33.48	EÜ	EÜ	47.40	52.44	57%	10,426	2,262	1,015	14,074	3,026	1,548	6.1	15.2	9.9
MAVI*	40.94	EÜ	EÜ	54.00	60.00	47%	41,777	9,139	4,274	52,205	10,678	5,058	3.3	7.6	6.4
MGROS*	523.50	EÜ	EÜ	814.00	842.00	61%	373,338	34,615	7,211	515,493	49,176	12,519	2.7	13.1	7.6
MPARK	366.50	EÜ	EÜ	555.00	565.40	54%	54,513	14,718	6,024	70,598	19,061	7,770	5.7	11.6	9.0
OTKAR	481.00	EP	EP	614.00	614.00	28%	55,484	2,219	-283	68,523	5,824	987	36.7	n.m.	58.5
PATEK	27.86	EÜ	EÜ	50.59	51.90	86%	3,756	1,071	607	5,634	1,457	871	13.8	27.5	19.2
PGSUS	207.00	EÜ	EÜ	374.00	342.00	65%	153,153	38,753	13,588	200,856	48,803	15,064	6.6	7.6	6.9
PSGYO	2.48	EÜ	EÜ	5.52	5.70	130%	784	77	1,474	3,606	1,380	1,940	320.4	9.0	6.8
SAHOL	82.75	EÜ	EÜ	137.60	142.20	72%	n.m	n.m	n.m	0	0	0	n.m.	n.m.	n.m.
SELEC	70.20	EÜ	EP	98.20	96.00	37%	167,637	3,894	-664	208,709	6,679	1,044	9.0	n.m.	41.8
SISE	38.30	EP	EP	49.00	49.00	28%	218,375	20,729	7,350	229,293	27,515	9,653	12.4	16.0	12.2
TABGD*	227.50	EP	EÜ	244.70	320.00	41%	40,867	8,419	5,517	55,097	11,185	7,163	6.8	10.8	8.3
TAVHL	296.25	EÜ	EÜ	360.00	460.00	55%	83,094	25,759	2,909	108,916	34,526	4,901	7.3	37.0	22.0
TCELL	98.70	EÜ	EÜ	140.00	145.00	47%	235,565	99,892	20,455	307,176	121,949	27,646	2.6	10.6	7.9
THYAO	270.50	EÜ	EÜ	454.00	425.00	57%	943,891	152,607	96,248	1,230,986	182,997	110,789	5.0	3.9	3.4
TOASO	242.00	EP	EÜ	363.00	363.00	50%	301,422	8,921	5,758	472,792	21,087	13,616	15.8	21.0	8.9
TRGYO	73.30	EP	EP	88.25	91.80	25%	15,732	9,649	11,368	20,232	12,680	14,611	5.8	6.4	5.0
TTKOM	56.60	EÜ	EÜ	84.00	84.00	48%	233,923	94,739	22,706	308,778	123,511	27,790	2.7	8.7	7.1
TTRAK	518.00	EP	EP	680.00	670.00	29%	52,647	5,953	1,211	67,125	8,391	2,349	10.5	42.8	22.1
TUPRS	185.20	EP	EP	260.30	252.90	37%	808,966	58,246	29,123	893,412	65,219	35,405	4.9	12.3	10.1

Kaynak: OYAK YATIRIM, Veri Tabanı, 23/12/2025 Kapanış, * Enflasyon muhasebesi hariç

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir. Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %40 üzerinde olan hisselerle ENDEKS ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %25'inden az olan hisselerle ENDEKS ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +40%/-%25'lik bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirebilir.

Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.