

Petrol yüksek bir banda oturabilir, enerji ağırlığımızı artırıyoruz – Vista Energy (VIST):

Petrol fiyatlarında İran'daki savaşın etkisi ile yaşanan sert yükselişler, önümüzdeki dönemde fiyatlarda risk priminin ve kullanıcılar tarafında stoklama eğiliminin artacağını, tedarik zincirindeki darboğazın yarattığı üretim kayıplarının geri dönmesinin zaman alacağını, bir ateşkes yapılsa dahi mevsimselliğin ve artan talebin de etkisi ile petrol fiyatlarının daha yüksek bir banda(\$70-\$80) oturacağını düşündürüyor. Bu paralelde bir enerji hissesini portföyde bulundurmak istiyoruz. Arjantin'de hükümet değişikliği ve liberal politikaların yardımıyla yaşanan üretimi artışlarını düşünerek, ülkede faaliyet gösteren en büyük bağımsız üretici olan Vista Energy'yi portföye alıyoruz. Şirket petrol üretimini %66 artışla 115 Mboe/gün seviyesine çıkarırken, son iki senede üretimini 2 kat, kanıtlanmış rezervlerini 1,6 kat artırdı. Başabaş maliyetlerin \$45 altında olması, kuyu yatırımlarının hızlı geri dönüşü ile yüksek verimlilik, artan üretim ile hızlanan büyüme ve cazip değerlemeler, bizi hisseye çeken bazı unsurlar

Sağlıkta yüksek ağırlıkta kalıyoruz – Eli Lilly(LLY), United Health (UNH):

Trump hükümetinin sağlık politikalarının ilaç ve sigorta şirketlerinin karlarında bir düşüşe neden olacağı görüşleri bu sektörlerde sert düşüşlere neden olurken, biz değer yatırımcıları için ABD'nin en büyük sigorta şirketlerinden bir tanesi olan UNH'de bir alım fırsatı ortaya çıktığını ve şirketin konservatif bir şekilde sürdürülebilir kazanç gücü üzerinden hesapladığımız içsel değerine göre makul seviyelerde işlem gördüğünü düşünüyoruz.

Zayıflama ilaçlarının sağlık alanındaki en önemli hikayelerden bir tanesi olması dolayısıyla, bu alanda rekabet avantajının yüksek olduğuna inandığımız Eli Lilly'i portföye dahil ediyoruz. Şirket pahalı değerlemelerle işlem görse de, organik büyüme yaratmakta zorlanan ilaç şirketleri içerisinde regresyon analizi yaptığımızda, büyüme ve kar çarpanları arasında güçlü bir ilişki olduğunu görüyoruz ve Eli Lilly'nin sektörün çok üzerinde büyümesi ile primli çarpanları fazlasıyla hak ettiğini düşünüyoruz.

Finansallarda daha defansif bir duruşa geçiyoruz – Visa (V):

Enflasyon ve büyüyen bütçe açıklarının uzun vadeli tahvil faizlerinde yükselişi tetikleme riski ve bu gelişmenin özel kredi piyasalarında bir dislokasyona neden olabileceğini göz önüne alarak finansallar tarafındaki seçimimizi daha defansif bir şekilde kullanıyoruz. Son iki senede %126 getiri sağlayan Citibank'ı çıkararak son dönemde oldukça cazip seviyelere gerilemiş olan Visa'yı portföye ekliyoruz. Visa için regülasyon ve rekabet riskleri devam etse de, hissenin S&P 500'e göre geçmişe kıyasla görece %20 civarında iskontolu işlem görmesiyle bir yatırım fırsatının ortaya çıktığını düşünüyoruz. Yüksek marjlar, düşük capex ihtiyacı, tekrar eden sürdürülebilir gelirler, sektörün etrafındaki yüksek giriş bariyerleri ve tüketicilerin ödeme tercihlerinin dijitalle doğru kaymasının yarattığı seküler büyüme şirketin arkasında bir süre daha esecek önemli rüzgarlar.

Ucuzlamış yazılım hisselerini portföye ekliyoruz – Autodesk (DESK), Spotify(SPOT):

2026 senesinde teknoloji sektöründeki en önemli gelişmelerden bir tanesi yapay zekanın etkinleştirici yanından çok ikame edici yanının ön plana gelmesi ve buna paralel olarak da yazılım şirketlerinde yaşanan satışlardı. Anthropic'in yapay zeka uygulamaları ve ajanlarını, farklı konularda kararlar verebilen ve problem çözen asistanlara dönüştürmesi, yazılım şirketlerini yok olma riski ile karşı karşıya bırakırken, yatırımcılar bu şirketlerin bir terminal değerinin olup olmadığını sorguladılar. Belirsizliğin yoğun olduğu bir ortamda yatırımcılar sektör hisselerinde kayıtsız şekilde satışa giderek sonrasında soru sormayı tercih ederlerken, yazılım hisseleri henüz senenin başında bir ayı piyasasına girdiler. Biz tarihsel olarak öngörülebilir, sağlıklı bir büyüme patikasına ve tekrar eden gelirlere sahip olan ve bu nedenle yüksek çarpanlarla işlem gören sektörün oldukça ucuz değerlemelere gerilemesini seçici olmak kaydı ile fırsat olarak değerlendiriyoruz ve iş planlarında koruma duvarları yüksek olan Autodesk ve Spotify'ı portföyümüze alıyoruz.

Ucuzlamış döngüselerde fırsat görüyoruz – Amer Sports (AS):

Geçtiğimiz sene Trump hükümetinin iç politikada yarattığı belirsizlik, sene başındaki resesyon kaygılarının etkisi ve işgücü piyasasında hissedilen zayıflama ile tüketicilerin daha defansif bir duruşa geçmesi, giyim perakendecileri,

restoran, seyahat gibi sektörlerde faaliyet gösteren hisselerin zayıf performans göstermesine yol açtı. Biz sektörde daralan değerlendirme çarpanlarını göz önüne alarak, hala güçlü büyüme yaratabilen ve ABD harici piyasalarda hızla genişleyen bazı zincirlerde fırsatlar görüyoruz. Her ne kadar resesyon risklerinin tekrar canlanması döngüsel hisselerde risk oluştursa da, biz perakendede seküler büyüme alanlarına odaklanan ve Çin’de sağlıklı büyüme ivmesi yakalayan Amer Sports’u portföyümüze alıyoruz.

ABD dışında AI yatırımı arayan yatırımcılar için Asya cazip seçenek – Alibaba (BABA)

ABD hisselerinde bir miktar kar alarak rotasyon yapmak isteyen, ancak büyüme odaklı hisselerden ve yapay zeka gibi önemli trendlerin yaratabileceği seküler büyümeden vazgeçmek istemeyen yatırımcılar için, Asya bölgesi iyi bir alternatif. Biz Alibaba’nın Çin’deki dijital ekonominin genişlemesinden en çok fayda gören şirketlerden bir tanesi olacağını düşündüğümüz için dev yatırımlarını kara çevirme konusunda şirkete kredi veriyoruz önümüzdeki dönemde bulut bilişim gelirlerinin net kara artan katkısı, e-ticarette yapay zekanın gelir büyümesine ve kar marjlarına etkisi, hızlı ticaretteki büyüme ile şirketin önümüzdeki üç sene ortalama çift hane satış ve kar büyümesi yaratacağını ve Çin’e yönelik rotasyondan en çok fayda görecek hisselerden bir tanesi olacağını öngörüyoruz.

Spekülatif seçimimiz yapay zeka altyapısı tarafında – Astera Labs (ALAB):

Geçtiğimiz sene bitcoin madenciliği tesislerini veri merkezine dönüştüren şirketleri öne çıkarmış ve portföye aldığımız Riot Platforms’dan, 2025’de %24, sene başından bu yana ise %17 getiri almıştık. Bu sene donanım şirketlerine gelen satışlarla beraber, veri merkezlerinde yüksek performanslı bilgi işlem kapasitesini sağlamak için kritik ekipmanları sağlayan ve yapay zeka süper döngüsünden fayda gören bazı şirketler dikkatimizi çekiyor. Veri merkezlerinin sinir sisteminin önemi bir parçası olan ve çok sayıda CPU, GPU ve diğer hızlandırıcıların arasındaki bağlantıları koruyan, iyileştiren, veri transferinde darboğazları gideren donanımları üreten Astera Labs, çok güçlü bir büyüme ivmesi yakalamış durumda. Şirketin niş bir alanda büyük rakiplerin yanında kendisine önemli bir alan açabilmesi, marjlarını yüksek seviyelerde koruyabilmesi, Nvidia ve Amazon gibi devlerle işbirlikleri ile bu şirketlerin onayını almış olması ve ürün portföyünü genişleterek kendisine bir ekosistem yaratma adımları, bizim hisseyi cazip bir büyüme hikayesi olarak değerlendirerek portföye almamızın bazı nedenleri.

Model Portföy Dağılımı:

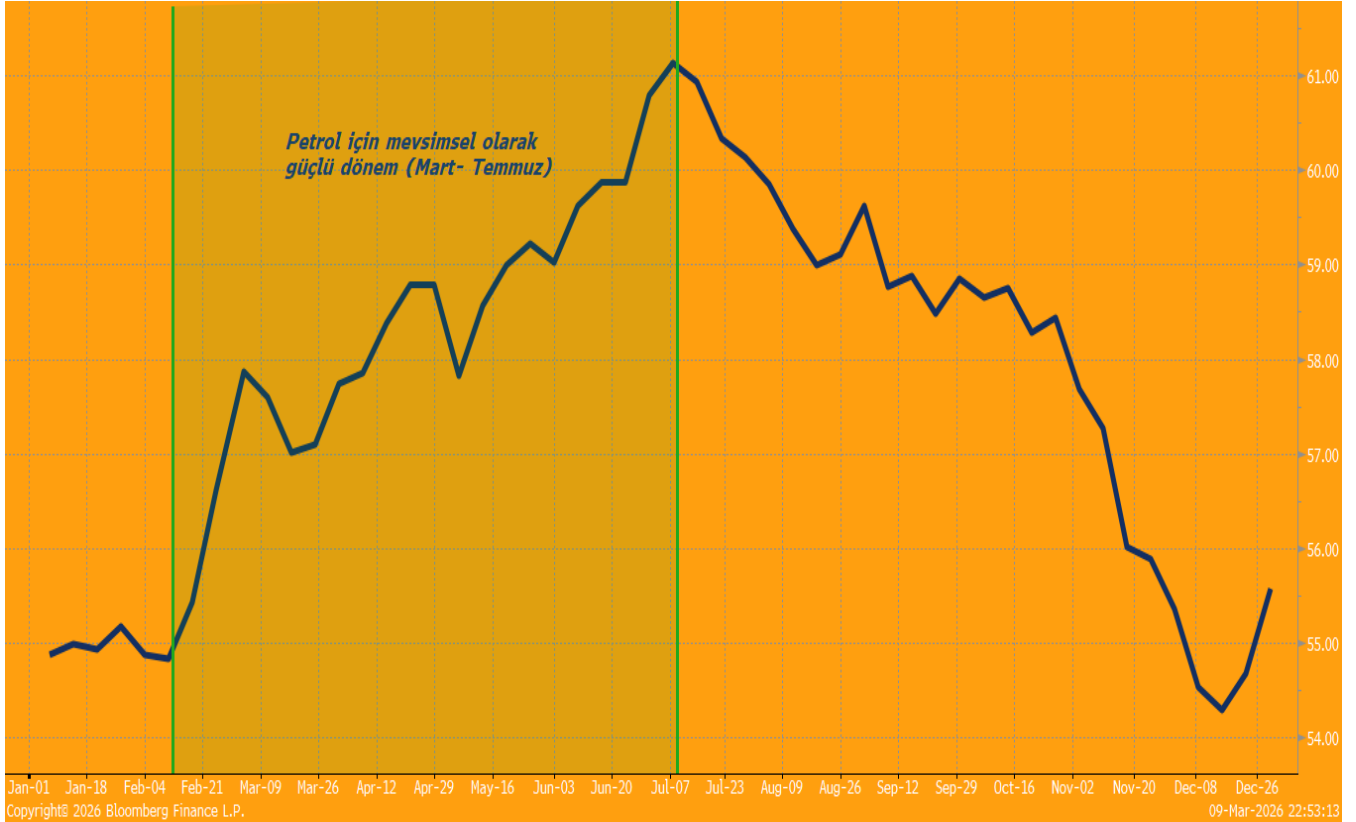
Hisse Grubu	Sembol	Şirket	Ağırlık	4C ileri F/K	FD/FAVÖK	Satış Büyüme beklentisi (4c ileri)	Net Kar Marjı (s12a)	Temettü verimi (s12a)	Portföye girişi sonrasında 2026 performansı %
Defansif ve Sabit Getirili Hisseler	UNH	UnitedHealth Group Inc	5,00%	15,97	12,89	-1,57%	2,69%	3,10%	0,00%
	LLY	Eli Lilly & Co	6,00%	28,95	34,67	25,87%	31,67%	0,62%	0,00%
	TEVA	Teva Pharmaceutical Indus	4,00%	11,39	-	-3,76%	8,17%	-	-2,37%
	PM	Philip Morris International	5,00%	19,81	17,81	7,41%	27,92%	3,38%	4,01%
	NEE	NextEra Energy Inc	6,00%	23,17	19,45	15,39%	24,93%	2,53%	14,93%
	CEG	Constellation Energy Corp	6,00%	25,30	20,14	11,13%	9,08%	0,53%	-14,77%
	KO	Coca-Cola Co/The	5,00%	24,02	24,14	2,75%	27,34%	2,63%	11,04%
Döngüsel Hisseler	AS	Amer Sports Inc	4,00%	28,11	18,91	17,09%	6,51%	-	0,00%
	BA	Boeing Co/The	5,00%	790,04	29,76	8,78%	2,50%	-	-1,39%
	V	Visa Inc	7,00%	23,32	23,43	10,45%	50,23%	0,82%	0,00%
	UBER	Uber Technologies Inc	5,00%	22,16	24,31	11,93%	19,33%	-	-8,25%
Emtia Hisseleri	FCX	Freeport-McMoRan Inc	4,00%	20,84	12,24	10,92%	8,50%	0,98%	21,47%
	B	Barrick Mining Corp	4,00%	11,88	7,95	30,24%	29,45%	1,86%	5,20%
	VIST	Vista Energy SAB de CV	5,00%	10,91	-	21,23%	29,06%	-	0,00%
Büyüme Odaklı Hisseler	GOOGL	Alphabet Inc	6,00%	25,00	23,90	0,59%	32,81%	0,27%	-1,31%
	AMZN	Amazon.com Inc	5,00%	22,65	14,58	12,38%	10,83%	-	-7,87%
	ADSK	Autodesk Inc	5,00%	20,27	28,89	13,07%	15,60%	-	0,00%
	SPOT	Spotify Technology SA	5,00%	34,86	36,59	13,71%	12,87%	-	0,00%
GOÜ Hisseleri	BABA	Alibaba Group Holding Ltd	4,00%	18,53	11,87	7,45%	12,19%	1,47%	0,00%
Spekülatif Hisseler	ALAB	Astera Labs Inc	4,00%	51,51	107,83	57,48%	25,70%	-	0,00%

Petrolde risk primi ve mevsimsellik etkisi fiyatları yukarıda tutabilir...

Amerikan Ham Petrolü 2025 senesinde %20'ye yakın düşüşle en zayıf performans gösteren emtia arasında idi. Bu düşüşün arkasındaki en önemli nedenler; OPEC+ konsorsiyumundan gelen ısrarlı üretim artışları, ABD'de günlük 13,5 milyon varil üzerine çıkarak rekor kıran petrol üretimi, ABD'nin tarife tehditlerinin ekonomik büyüme ve global ticaret aktivitesini baskılaması gibi faktörler vardı. Bu faktörlerin etkisiyle arz fazlası fiyatları baskımlarken EIA rakamlarına göre geçtiğimiz sene global envanter 477 milyon varil veya günde ortalama 1.3 mb/d arttı.

Çin envanter artışında başı çekerken, ülkedeki 111mb stok artışı ve dönem dönem yaşanan jeopolitik gerilim de Brent ve WTI benchmark'larının son 5 senenin en düşük seviyelerine gerilemesine engel olamadı. 2026 senesinde bu dinamiklerin bir miktar toparlanması, OPEC tarafında artışların yavaşlaması, ABD ekonomisindeki güçlü seyir ve toparlanan global talep petrolü yukarıya çekerken İran savaşı tedarik zincirinin kırılması ve Arap yarımadasındaki üreticilerin stok sıkıntısı ile üretim kesmeleri, fiyatlarda parabolik yükselişlere neden oldu.

Savaş sonrasında da petrol fiyatları daha yukarıda bir banda oturabilir... Hürmüz Boğazının efektif olarak kapalı kalması ile lojistik anlamda oluşan darboğaz ile global arzdan 4-5 milyon varile yakın bir arzın eksilme potansiyeli (bu gelişmelere göre 7-10 milyon varil arasına da çıkabilir), kısa vadede stratejik rezervlerden salınım ve yüksek envanter nedeniyle katlanılabilir olsa da, savaşın ne zaman sonlanabileceğine dair belirsizlikler ve iki taraf arasındaki büyük anlaşmazlık yatırımcıları ve kullanıcıları paniğe sürüklüyor. Bu gerilimin yarattığı risk primi ve kriz sonlansa da artacak olan stoklama eğilimi ve mevsimsel olarak güçlenecek talep, bize bir ateşkes durumunda dahi petrol fiyatlarının daha yüksek bir banda(\$70-\$80) oturabileceğini düşündürüyor.



Vista Energy SAB de CV (VIST):

Yatay sondaj ve hidrolik kırma teknolojilerindeki gelişimle beraber kaya gazı ve petrolü üretimindeki artış, ABD'nin global bazda en büyük üretici olmasına neden olurken, konvansiyonel olmayan yollara petrol üretimi Arjantin'de de ciddi üretim artışına yol açabilir. Vaca Muerta olarak bilinen 35,000 kilometrekarelik bölge şeyl petrolü üretimi konusunda en büyük dördüncü rezervlere(16 milyar varil) sahip olduğu düşünülüyor.

Ülkede siyasi gelişmelerin de üretime etkisi var ve Javier Milei'in seçilmesi sonrasında üretimde günlük 150,000 varil civarında bir artış var. Maliyet anlamında ABD'de Permian ve Eagle Ford gibi bölgelerde petrolün üretim maliyetleri \$45-\$55 bandında seyrederken, Vaca Muerta'da bunun \$40-\$45 civarında olduğu tahmin ediliyor ki, hükümetin petrol şirketi olan YPF'in CEO'su Horacio Marín de petrol fiyatlarının \$40-\$45 bandına düştüğü senaryoda da karlı bir şekilde üretim yapabileceklerine değinmişti.

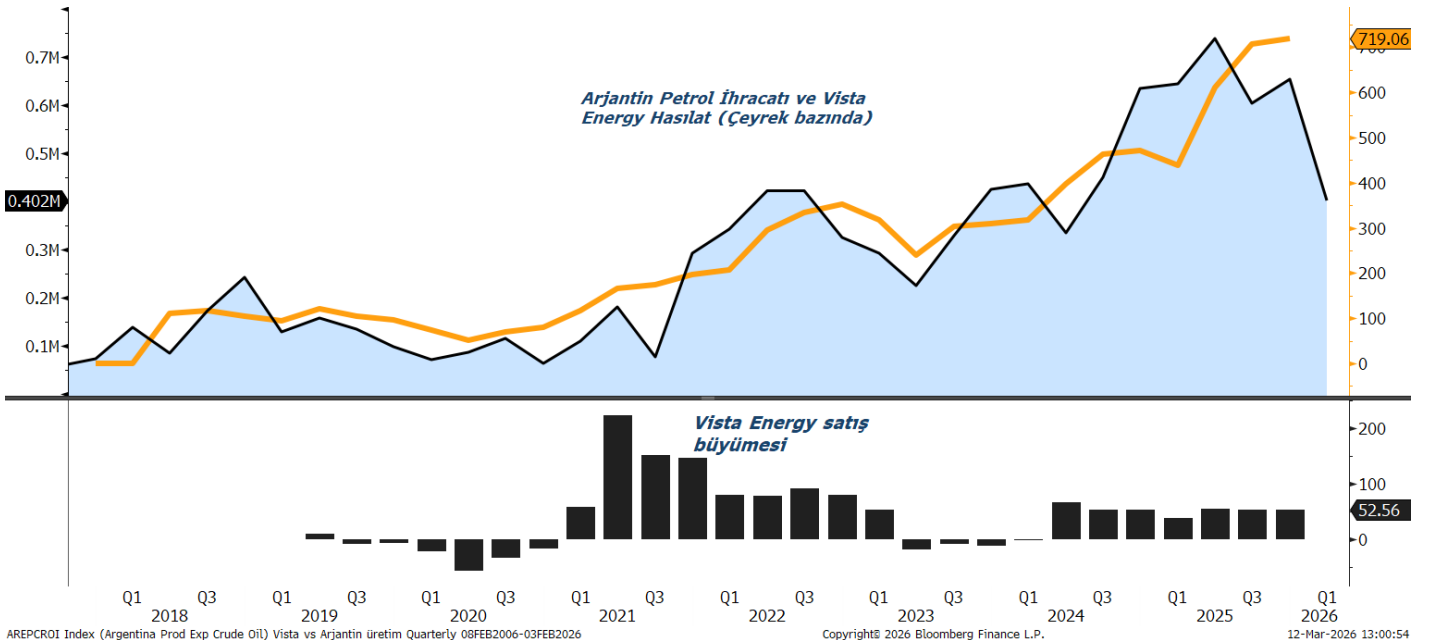
Arjantin'deki üretim ve ihracatta payı artıyor... Ülkede faaliyet gösteren ve devlet kontrolünde olmayan en büyük bağımsız petrol şirketi olan Vista Energy, Milei'in iktidara gelmesi sonrasında hızla ülkedeki petrol sahalarında ayak izini artırdı. Arjantin'deki operasyonlarını devretmek isteyen Petronas ve Equinor gibi devlerin paylarını nakit ve hisse karşılığında devralan Vista, ülkedeki petrol üretimindeki payını %13, petrol ihracatı payını ise %62 seviyelerine çıkardı ve son 2 senede 500 üzerinde yeni kuyu açarak 1,653 adet toplam kuyu sayısına ve 588 MMboe rezervlere ulaştı. Meksika bazlı bir şirket olan ve hisse senedi ABD piyasalarında işlem gören Vista'nın artan petrol üretimi, cazip maliyetleri, büyüme potansiyeli ve makul değerlemeleri bizim petrolde artış beklediğimiz bir dönemde ilgimizi çeken dinamikler.

Büyüme ve yatırımlar hızlanıyor... Vista, Vaca Muerta operasyonlarına önümüzdeki iki sene \$4.5 milyar yatırım yaparak, üretimini 2028'de %60 artışla günlük 180,000 varile çıkarmayı, 2028 senesinde \$2,8 milyar FAVÖK ve önümüzdeki iki sene toplam \$1,5 milyar serbest nakit akımı yaratmayı hedefliyor. Şirketin projeksiyonları optimist görünse de, biz politik bir dislokasyon veya petrol fiyatlarında öngörmediğimiz sert bir düşüş olmadığı sürece ulaşılabilir olduğunu düşünüyoruz

Ortalama maliyetler(<\$45) ABD'deki şeyl üreticilerinin altında... Şirket 2025 sonu itibariyle petrol üretimi %66 artışla 115 Mboe/gün seviyesine çıkarırken, böylelikle son iki senede üretimini yaklaşık 2 kat, kanıtlanmış rezervlerini de 1,6 kat artırdı. Şirket mevcut kuyuları ile yaklaşık 10 senelik bir üretim sahip olurken, başabaş maliyetlerinin \$45 altında olduğuna değiniyor. Bu bize göre makul bir seviye ve özellikle uç senaryolarda OPEC'in konvansiyonel olmayan(şeyl gibi) kuyulardan üretim yapan non-OPEC üreticileri ile dönem dönem girdiği pazar payı savaşları sırasında fiyatları \$50 ve altına çekebildiği senaryolarda da şirketin karlı olarak üretim yapabiliyor olması kuyruk riskleri azaltan bir dinamik.

Verimli Operasyonlar... Şeyl kuyularının daha az yatırım gerektiren, yatırım dönüşü daha çabuk olan ve üreticilere daha esneklik sağlayan yatırımlar olduğunu biliyoruz. Vista verdiği rakamlarda operasyonlarındaki verimlilik hakkında da bir fikir veriyor ve yeni bir kuyunun 120 gün içerisinde üretime hazır hale geldiğini ve CAPEX geri ödemesinin yaklaşık 2 sene olduğunu belirtiyor. Bu da gerek Vaca Muerta bölgesi, gerekse de Permian bölgesindeki ortalama verimliliğin oldukça üzerinde seviyeler.

Hızlı büyüme, makul değerlemeler... Dolayısıyla biz ABD'deki bağımsız üreticilere ve global entegre devlere bir alternatif olarak Arjantin'de üretim yapan Vista enerjiiyi gerek büyüme profili gerekse de değerlendirme çarpanları anlamında cazip bir yatırım seçeneği olarak değerlendiriyoruz (2026 sonu kar beklentilerine göre 12x ileri F/K, 4,5x FD/FAVÖK oranları, %50 üzerinde satış ve net kar büyüme beklentisi), hissenin önümüzdeki dönemde geçtiğimiz seneye göre daha yüksek seviyelerde kalmasını beklediğimiz petrol fiyatlarından olumlu etkileneceğini düşünüyoruz.



Sağlık tarafında sigorta şirketlerinde fırsatlar ortaya çıkmış durumda...

UnitedHealth Group (UNH):

2025'de UNH, DJ Sanayi endeksinin kaybettireni oldu... ABD'deki en büyük sigorta şirketi olan UnitedHealth Group, sektördeki yapısal ve politik sıkıntılar ve şirket spesifik çalkantılar nedeniyle kötü bir dönem geçirdi ve hisse senedi %35 düşüşle geçtiğimiz sene Dow Jones Sanayi endeksinin en zayıf performans gösteren üyesi oldu.

- ✖ Politik tarafta Trump'ın seçilmesi ile yeni hükümetin sağlık sektöründeki yüksek maliyetleri sınırlamak için ilaç ve sigorta şirketlerine yönelik düzenlemelere gideceği, bunun kar marjlarını baskılayacağı beklentisi ve sektöre yönelik olumsuz tavrı ile bilinen bir sağlık bakanının atanması(Robert Kennedy) önemli faktörlerdi.
- ✖ Sektör içerisinde ise maliyetlerin artması, genel anlamda sigorta şirketlerinin karlarında düşüşe ve özellikle kamu sigorta programlarının karlılık anlamında cazibesinin kaybolması sektör hisselerini baskıladı.
- ✖ Şirket özelinde ise; Aralık 2024'te şirketin CEO'su Brian Thompson'ın Manhattan'da bir şirket etkinliğine giderken öldürülmesi, bunun yol açtığı kaos ve kamu sigorta programlarında fiyatlama ve faturalama tarafında yasa dışı işlemler yapıldığına yönelik Adalet Bakanlığının soruşturması gibi gelişmeler, hisse üzerinde baskı yarattı.

Medicare Advantage programı için oranlar yükseltilebilir... Son olarak 2027 senesi için Medicare Advantage programı için 2027 senesi artışının %0,09 olarak belirlenmesi, yani %4-6 arasında bir artış beklentisine rağmen sabit tutulması, sigorta şirketlerinde sert satışlara neden oldu. Sigorta şirketleri kamu sigorta planlarındaki aylık ücret artışları için bu oranı baz aldıkları için ve bu oranın enflasyonun da oldukça altında olması dolayısıyla bu planlardan kar etmeleri oldukça güç olacaktır. Ancak bu artış oranının Nisan ayında kesin olarak açıklandığı ve yukarıya revize edilebileceği unutulmamalı. Dolayısıyla Trump hükümeti biraz da popülist bir yaklaşımla sigorta şirketlerini çok zorlayacak sert bir adım atmış olabilir ve sonrasında bunun bir miktar geri alındığını görebiliriz ki bu Trump'ın politik arenadaki pazarlık stiline oldukça benziyor.

Bu olumsuz dinamikler şirketin finansallarına da yansdı, 2025 senesinde çift haneli satış büyümesine rağmen, kar marjlarında sert daralmalar gördük ve şirketin faaliyet karı geçtiğimiz sene %41 geriledi. Bu seneye yönelik beklentiler de çok iç açıcı değil ve net kar rakamında geçtiğimiz senenin düşük bazı dolayısıyla sınırlı bir büyüme göreceksak da, satışlarda yatay veya hafif ekside bir seyir görebiliriz. Şirketin Medicare Advantage programında 10 milyon üyesi olması dolayısıyla burada marjlarında daha da daralması net kara olumsuz yansıyacaktır.

Politik gelişmelerin hisse üzerinde önemli etkisi var... UNH işverenler, bireyler, Medicare ve Medicaid gibi kamu sigortası üyeleri için sağlık sigortası ve hizmetleri sunarken, Optum kolu ile bakım hizmetleri, finansman, PBM (ilaçların temin edilmesi ve dağıtımı), veri analizi ve danışmanlık gibi farklı alanlarda da faaliyet gösteriyor. Şirketin çeşitlendirilmiş gelir kaynakları olsa da, politik rüzgarlar finansal performansını ciddi şekilde etkiliyor.

Olumsuz dinamikler hissede fiyatlanmış olabilir... Ancak biz olumsuz dinamiklerin büyük ölçüde fiyatlanmış olduğunu ve ABD'nin en büyük sigorta şirketinin kısa vadede karşısından esen rüzgarlara dayanabileceğini düşünüyoruz. Şirket bu sene karşılaştığı sıkıntıları göz önüne alarak üye sayısı anlamında küçülmeye gitmesi, maliyetlere odaklanması, planlarında karlılığı ön plana alması ve yapay zekayı etkin şekilde kullanarak (2026 için yapay zeka yardımıyla \$1 milyar civarında giderlerde düşüş hedefleniyor) kar marjındaki düşüşü tersine çevirme çabası bize bu dönemi atlama konusunda olumlu sinyaller veriyor.

Uzun vadeli yatırımcılar ABD'deki en büyük sigorta şirketini ucuz değerlemelerle alıyorlar... Uzun vadede şirketin sektördeki ayak izi, ABD'de sağlık sektöründeki önemli pozisyonu ve hissede yaşanan sert geri çekilme ile tarihsel olarak çok cazip değerlendirme çarpanlarına gerilemiş olması bize cazip geliyor ve politik gelişmelerin düşünülen kadar kötü olmaması (Medicare programındaki artışın yukarı çekilmesi), medikal maliyet artışlarının şirketin beklentileri etrafında (%10) kalması durumunda şirketin bu sene toparlanma sürecine gireceğini ve 2027 senesine yönelik daha optimist beklentileri hisselerin önümüzdeki aylarda yansıtmaya başlayacağını düşünüyoruz.

Değer yatırımcıları için cazip seviyeler... Şirketin iş planının olgunlaşmış ve finansallarının kısa vadeli politik etkiler haricinde daha tahmin edilebilir olduğu düşüldüğünde, konservatif tahminlerle hisse başına kazanç gücü değerini (Greenwald yöntemi) hesaplamak istediğimizde, hissenin hesapladığımız içsel değere göre önemli bir güvenlik marjı barındırmasa da, makul bir değerle işlem gördüğünü düşünüyoruz ve hisseyi beğendiğimiz hisseler listesine alıyoruz.

UnitedHealth Group Inc (UNH US)

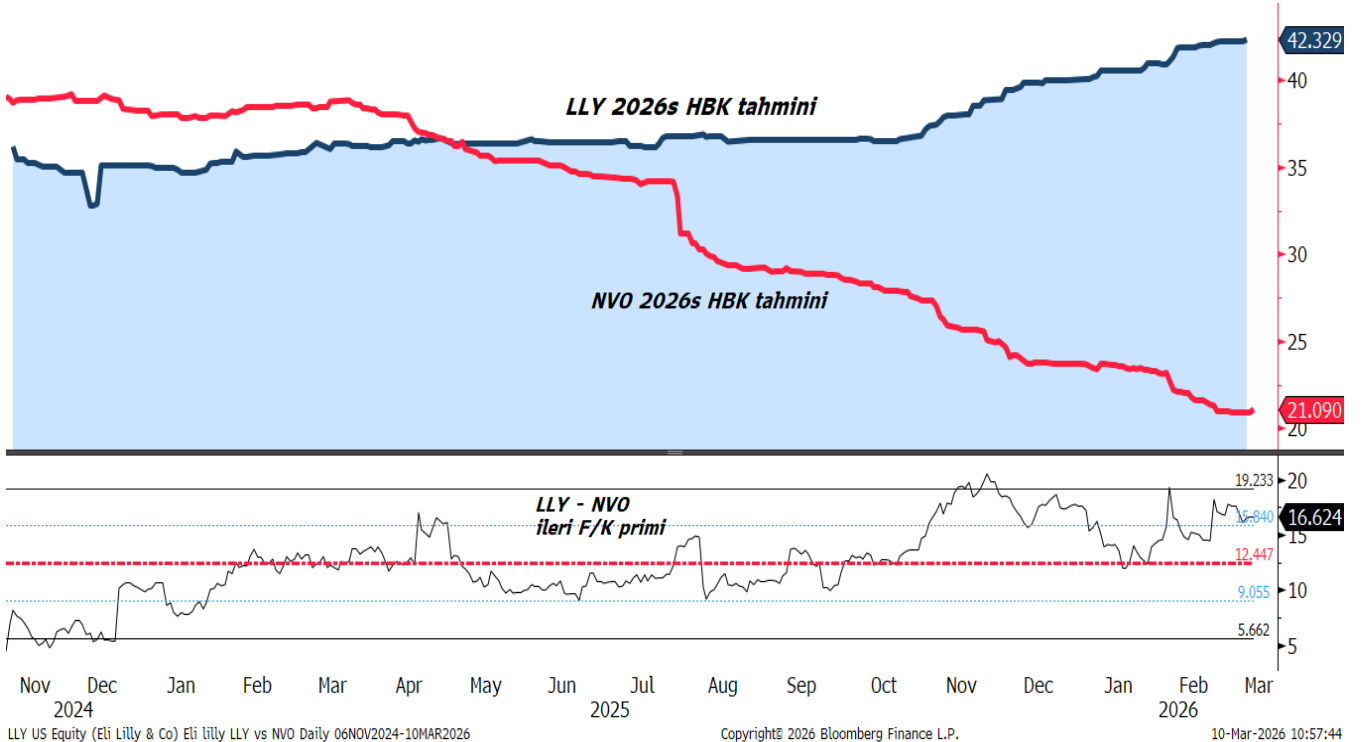
Kazanç Gücü Değeri Hesabı (EPV)	
Ortalama Satış (6 sene)	348.061,17
Ortalama Faaliyet kar marjı (6 sene)	7,9%
Sürdürülebilir Faaliyet karı	27.496,54
Ortalama Büyüme SG&A Harcamaları	4.945,82
Sürdürülebilir Düzeltilmiş Faaliyet Karı	32.442,36
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı (NOPAT)	24.882,45
Fazla Amortisman	324,44
Bakım Sermaye Harcamaları (Maintenance CAPEX)	2.122,71
Büyüme Sermaye Harcamaları (Growth CAPEX)	846,29
Sürdürülebilir Düzeltilmiş Kazanç	23.084,18
AOSM	6,68%
Sürdürülebilir kazançtan içsel değer	313.694,00
Nakit ve benzerleri	28.121,00
Azinlık payları	7.588,00
Toplam Borç	83.004,00
Piyasa Değeri	251.223,00
Dolaşımdaki hisse sayısı	907,68
Hisse Başı Kazanç Gücü Değeri (EPV)	276,78
Hisse Fiyatı	285,25
Güvenlik Marjı	3,06%

Kaynak Bloomberg

*hisse başı rakamlar harici değerler milyon USD

Zayıflama ilaçlarında portföyde değişime gidiyoruz ve Eli Lilly'i (LLY) dahil ediyoruz...

Zayıflama ilaçları ön plana çıkarmaya devam ettiğimiz bir alan, bu sene tercihimizi Eli Lilly'den yana kullanıyoruz... Zayıflama ilaçları teknolojide yapay zeka temasının yarattığı rüzgarı sağlık sektöründe estiren, özellikle büyümekte zorlanan dev farma şirketlerine karşın bu alanda faaliyet gösteren ilaç şirketlerinin son senelerde hızlı büyüme yaratarak sektörde ayrıştıklarını görmüştük. Bu ilaçların kalp, böbrek, karaciğer hastalıkları gibi bir çok hastalıkları önleyebileceğine yönelik çalışmalar, global bazda büyük bir hasta popülasyonuna ve dolayısıyla adreslenebilir bir markete hitap etmeleri ve hap formunda geliştirilen ilaçlarla bu popülasyona ulaşımın kolaylaşacak ve daha ekonomik hale gelecek olması, zayıflama ilaçları üreten şirketlerin büyüme anlamında bu sene de sektörde olumlu yönde ayrışacaklarını düşündürüyor.



Eli Lilly'nin rekabet avantajına rağmen Novo Nordisk'in ucuz değerlemeleri bizi yanılttı... Biz geçtiğimiz sene aşağıdaki raporlarla Eli Lilly ve Novo Nordisk'i detaylı olarak incelemiş ve her ne kadar Eli Lilly'i daha avantajlı bulsak da, değerlemeleri göz önüne aldığımızda çok daha iskontolu işlem gören Novo Nordisk'i portföyümüzde tutmaya devam etmiştik. Ancak raporda Novo Nordisk'e yönelik değindiğimiz bir çok risk faktörü fiyatlamalara yansdı ve şirketin tek ürün bağımlılığı, ABD piyasasındaki replika ürün problemi, yönetim değişikliği, tarifeler ve Cagrisema hayal kırıklığı gibi riskler hissede fiyatlandı. Bu süreçte şirketlerin hisse başına kar beklentilerine baktığımızda da yukarıdaki grafikte görüldüğü gibi Eli Lilly tarafında beklentiler güçlenirken, Novo Nordisk'te sürekli olarak kar beklentileri aşağıya çekildi ve bu da hisse performansının zayıf kalmasına yol açtı.

Zayıflama ilaçları ve Eli Lilly Co.

Eli Lilly Co. update

Novo her ne kadar hap formundaki yeni terapiyi piyasaya ulaştırma konusunda Eli Lilly'den önce davranmış olsa ve Him&Hers gibi bir platformla anlaşarak ABD'de dağıtım ve replika ürünler sıkıntısını çözme yönünde adımlar atmış olsa da, biz bu noktada yukarıda linklerini verdiğimiz raporlarda belirttiğimiz faktörler ışığında, Eli Lilly'nin rekabet üstünlüğünün daha güçlü olması, çeşitlendirilmiş gelirleri, daha üstün ürün profili, hap formundaki terapisinin bu sene içerisinde onaylanacak olması ve şirketin değerlemelerinin makul seviyelere gerilemesini göz önüne alarak, portföye Eli Lilly'i dahil ediyoruz.

Büyüme profili pahalı değerlemeleri fazlasıyla kompanse ediyor... Farma sektöründe Eli Lilly'i benzerleri ile kıyasladığımızda, şirketin benzer şirketler ortalamasına göre primli işlem gördüğünü takip ediyoruz ancak şirketin satış ve kar büyümesi profilinin benzerlerinin çok üzerinde olduğu unutulmamalı (satış büyümesi ortalamanın yaklaşık 5, HBK büyümesi yaklaşık 3,5 katı). Bir çok dev ilaç şirketinin tek haneli büyüebildiği ve inorganik büyüme olanaklarını aradığı bir ortamda Eli Lilly kendisine büyüme alanları açmak ve pipeline'ını güçlendirmek anlamında ciddi bir fark yaratıyor. Nitekim sektör şirketleri arasında **kar büyümesi ile F/K oranı arasındaki ilişkiyi anlamak için bir regresyon analizi yaptığımızda, kar ve satış büyümesi ve kar çarpanları arasında güçlü bir ilişkinin olduğunu ve Eli Lilly'nin de primli çarpanları fazlasıyla hak ettiğini düşünüyoruz.**

Sirket Ismi	Piyasa Degeri (USD)	Fiyat Degisim (12A)	Ileri F/KAZANC 12A	CIRO BUYUMESI T12A	NET KAR BUYUMESI T12A
Benzer Şirketler Ortalama	\$321.895,66	8,22%	16,02x	8,44%	18,03%
ELI LILLY & CO	\$943.921,30	19,95%	28,93x	44,70%	70,31%
ABBVIE INC	\$403.283,46	5,13%	15,67x	8,57%	21,05%
MERCK & CO. INC.	\$288.849,56	21,94%	22,85x	1,31%	13,47%
BRISTOL-MYERS SQUIBB	\$121.597,84	-5,45%	9,53x	-0,22%	37,71%
NOVARTIS AG-REG	\$328.388,28	26,69%	17,41x	9,57%	14,26%
ASTRAZENECA PLC	\$301.244,94	22,30%	18,88x	8,63%	5,25%
NOVO NORDISK A/S-B	\$172.704,00	-52,91%	11,95x	6,43%	1,43%
GSK PLC	\$112.706,97	32,60%	11,56x	4,11%	11,20%
SANOFI	\$107.576,72	-29,03%	9,00x	12,09%	14,48%
PFIZER INC	\$154.524,32	1,67%	9,18x	-1,65%	20,55%
ROCHE HOLDING AG-GEN	\$343.897,91	11,30%	16,27x	1,69%	-15,84%
JOHNSON & JOHNSON	\$584.052,58	44,47%	20,97x	6,05%	22,50%

LLY vs ortalama: iskonto/prim

19,37%

329,63%

189,93%

Kaynak: Bloomberg

Regression Statistics	
Multiple R	0,64
R Square	0,42
Adjusted R Squ	0,36
Standard Error	4,97
Observations	12

Finansallarda daha defansif bir duruşa geçiyoruz...

Finansal sektörde uzun zamandır model portföyümüzde **Citibank'ı tutuyorduk ve bu süreçte şirket %126 toplam getiri ile S&P 500 Finansallar Endeksinden yaklaşık 3 kat güçlü performans gösterdi** ve portföyümüzün relatif güçlü getirisine yardım etti.

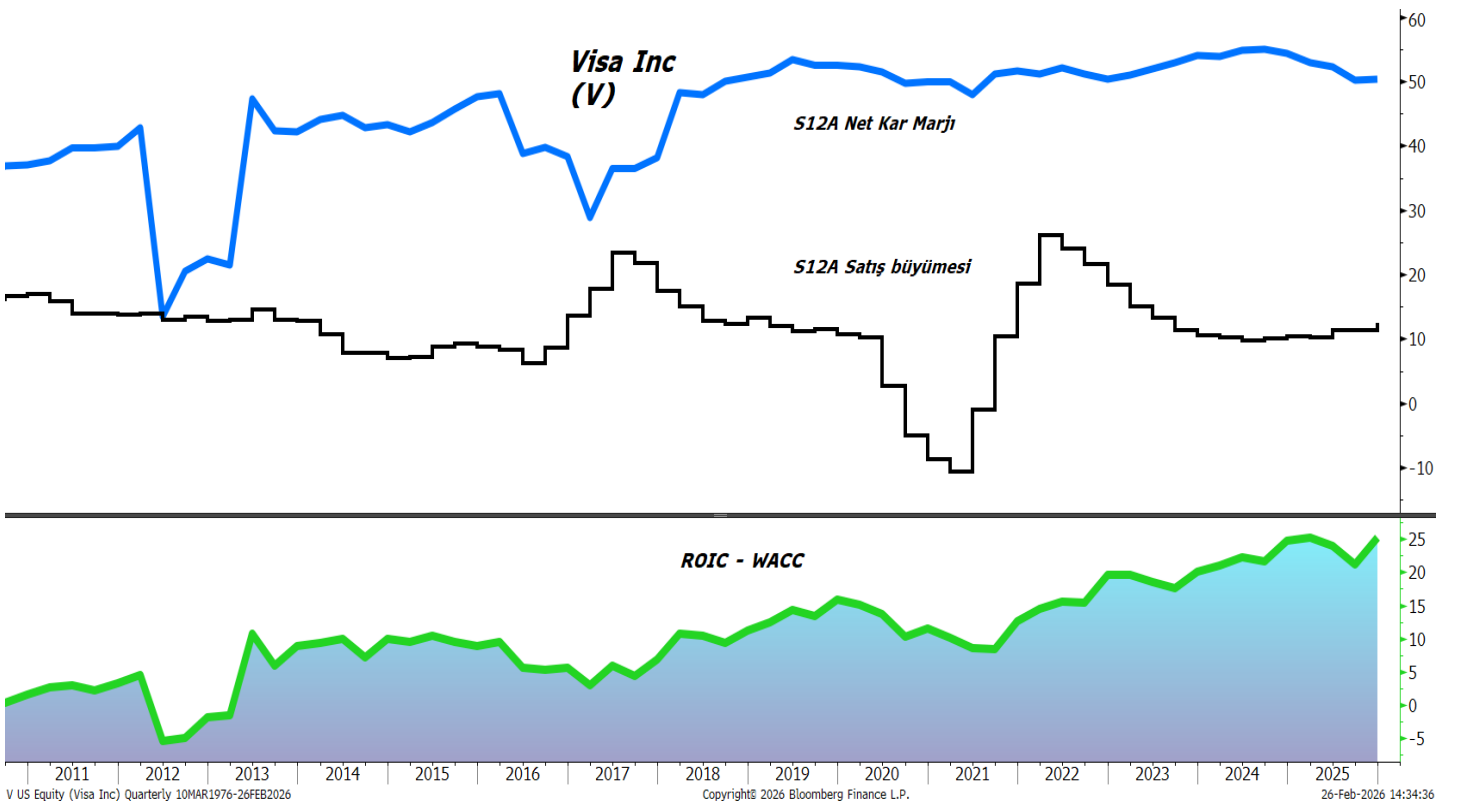
Burada son senelerde oldukça hantallaşan ve zayıf özsermaye getirisi ve karlılığı ile ABD'deki büyük bankaların arkasında kalmış olan Citibank, benzerlerine göre de oldukça ucuz değerlendirme çarpanları ile işlem görüyordu. Ancak yeni CEO Jane Fraser'ın başlattığı dönüşüm ve yeniden yapılandırma çabasının meyve vermeye başlaması bizi hisseyi portföyümüze eklemeye itmişti. Nitekim Fraser'ın eforu ile beraber Citibank biraz daha küçülerek verimli olmayan iş kolları ve bölgelerden çıktı, ana rekabet alanına odaklandı ve daha karlı ve kontrol edilebilir bir operasyona dönüştü. Özellikle sermaye piyasaları tarafında karlılığı güçlendirmesi ile beraber hissedeki iskontonun da azaldığını gördük.

Enflasyon, bütçe açıkları, faizlerdeki yükseliş ve özel kredi piyasalarındaki riskler bizi defansif olmaya itiyor... Biz bu noktada önümüzdeki dönemde enflasyon risklerinin ve büyüyen bütçe açıklarının etkisi ile uzun vadeli tahvil faizlerindeki olası bir yükselişin özel kredi piyasalarında ciddi dislokasyonlara yol açabileceğini ve bu risklerin bankaları etkileme potansiyelini de göz önüne alarak finansal sektörde daha defansif bir duruşa geçmenin doğru olacağını düşünüyoruz.

Visa Inc. (V):

Döngüsel bir alanda defansif karakterli bir hisse... Visa, döngüsel bir sektör olan finansallar içerisinde yer alsın ve tüketim harcamalarına paralel büyümesi dolayısıyla ekonomik döngüye hassas bir şirket olsa da, finansallar içerisinde az sayıda şirketin faaliyet gösterdiği, giriş bariyerlerinin oldukça yüksek olduğu daha korunmalı bir alanda yer alıyor ve sektörde daha defansif karakteri ile ön plana çıkıyor.

Yüksek giriş bariyeri ve kar marjı, öngörülebilir kar patikası pahalı değerlemelere yol açıyordu... Rekabetin sınırlı olmasının yardımı ile net kar marjını oldukça yüksek seviyelerde sürdürülebilir olarak tutmayı başaran Visa'nın(+%50), ürettiği nakit akışı ve yarattığı hisse başına kar patikasının öngörülebilir olması ve sektöre giriş bariyerlerinin oldukça yüksek olması, geçmişte sürekli olarak endekslere göre primli çarpanlarla işlem görmesine yol açmıştı. Ancak son dönemde artan rekabet ve regülasyon kaygıları ve yapay zekanın sektörde yaratabileceği yıkıcı dönüşüm olasılığı, hissede sert satışlara ve kar çarpanlarında daralmaya yol açtı.



V US Equity (Visa Inc) Quarterly 10MAR1976-26FEB2026

Copyright© 2026 Bloomberg Finance L.P.

26-Feb-2026 14:34:36

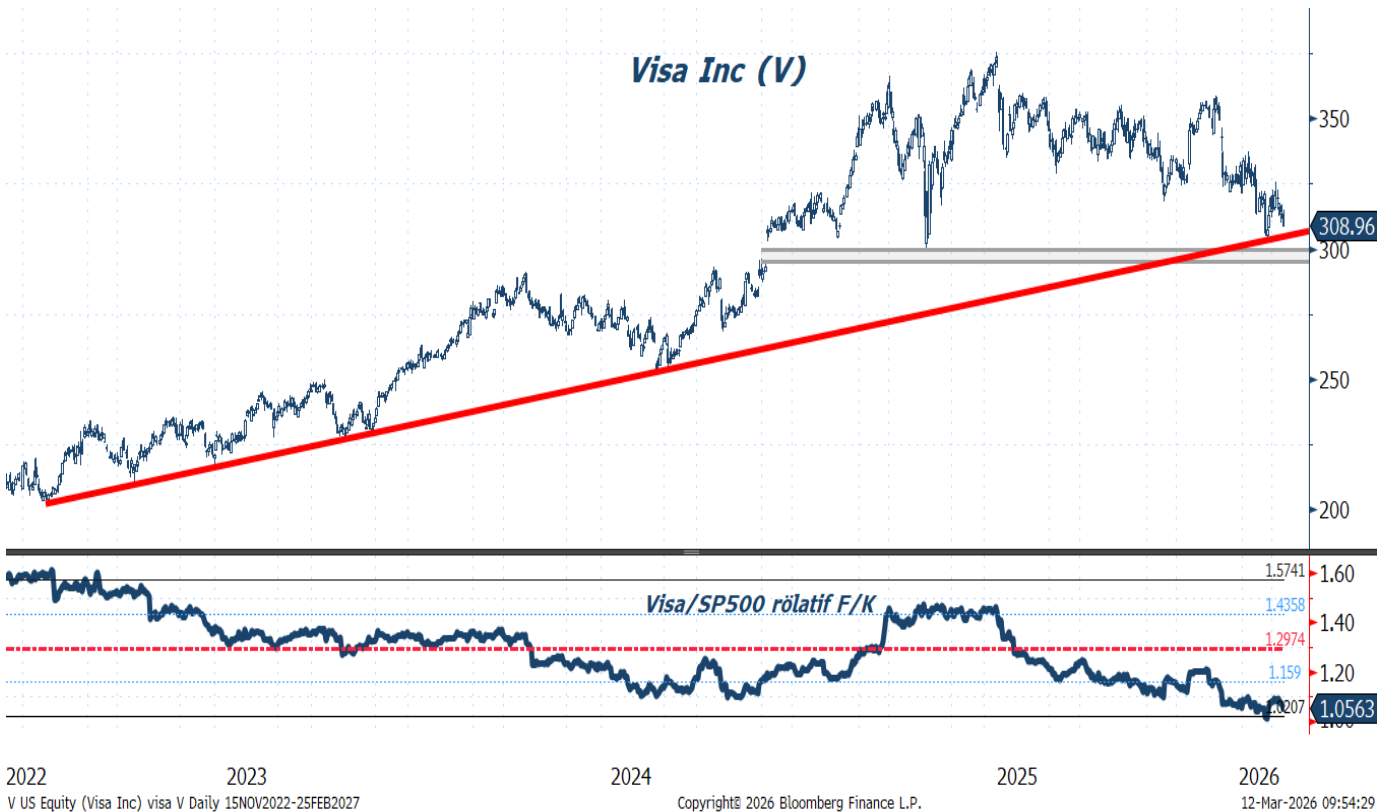
Fintech'lerden gelen rekabet... Rekabet tarafında yeni nesil dijital platformlar ve fintech şirketleri(Square, Sofi, Paypal, vs) giderek tüketim harcamalarından daha fazla pay almak ve özellikle ufak-orta ölçekli işletmelere daha düşük maliyetlerle ödeme sistemleri hizmeti sunmak için yarışırken, Venmo gibi yeni alternatif para transferi(peer to peer) sistemleri de yaygınlaşıyor. Aynı zamanda kriptopara piyasalarının ve özellikle stabil coinlerin gelişerek yaygınlaşması da Visa ve Mastercard'ın korunaklı alanları için bir tehlike ve harcamalar ve transferler için çok daha ucuz alternatif platformların ortaya çıkmasını sağlıyor.

Regülasyon riskinin yarattığı kara bulutlar uzun zamandır devam ediyor ... Regülasyon tarafında ise sık sık Visa ve Mastercard ile çalışan şirketlerden, tüketici gruplarından ve hükümetler tarafından yüksek maliyetler konusunda tepkiler alıyor ve daha sıkı regülasyon kaygısı artıyor. Nitekim Ocak ayı içerisinde Trump'ın bir sene kredi kartlarına %10 faiz sınırı getirilebileceğine yönelik açıklamaları sonrasında hissede sert düşüşler yaşanmıştı. Trump hükümetinin finansal deregülasyona yönelik verdiği sözler ve atmak istediği adımlar da bu iki şirketin koruma duvarlarını aşındırabilir.

2024 senesinde her iki şirketin CEO'ları marketin %80'ini kontrol ederek bir duopoly oluşturdukları gerekçesi ile Kongre'de ifade vermek üzere çağırılmışlar ve küçük ölçekli işletmeler üzerinde yüksek ücretleri ile ciddi bir yük oldukları ve enflasyonun yüksek kalmasında katkıları olduğu gibi konularda sert bir şekilde eleştirilmişlerdi. 2024 senesinin başında da şirketler dev bir antitröst davasının sonucunda \$30 milyarlık bir ödeme anlaşmasını kabul etmek durumunda kalmışlardı.

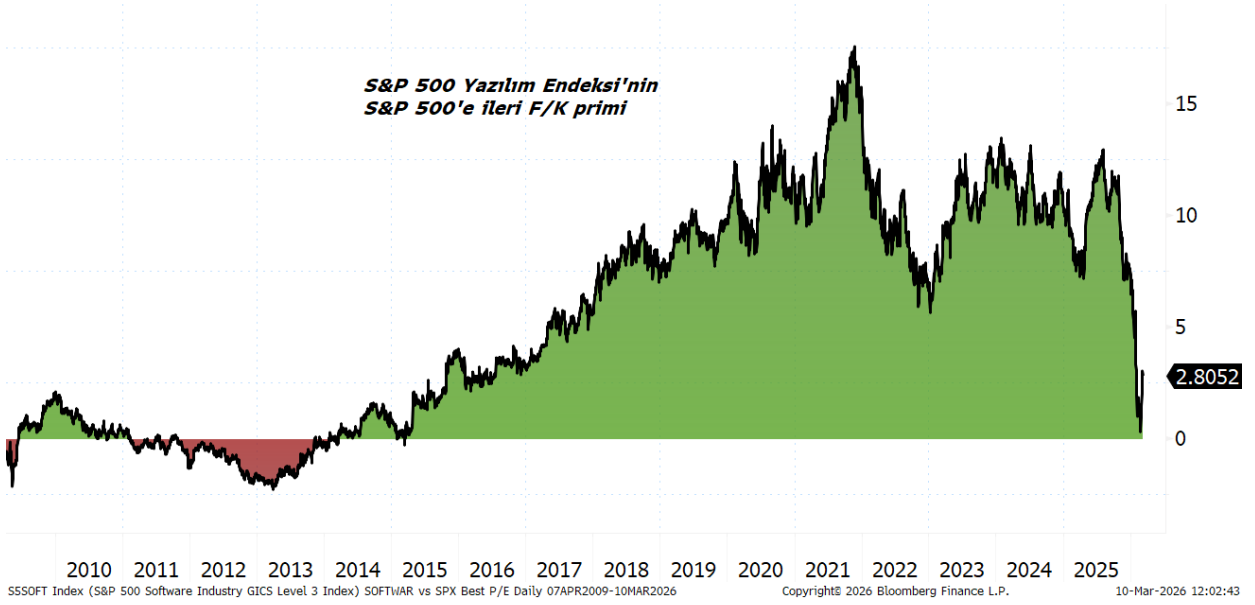
Yapay zeka korkusuyla yapılan satışlar aşırıya kaçtı... Regülasyon ve rekabet Visa için uzun zamandır devam eden tehditler ancak net net baktığımızda; **yüksek marjlar, düşük capex ihtiyacı, tekrar eden sürdürülebilir gelirler, sektörün etrafındaki yüksek giriş bariyerleri ve tüketicilerin ödeme tercihlerinin dijitalle doğru kaymasının yarattığı seküler büyüme bize göre şirketin arkasında bir süre daha esecek önemli rüzgarlar.**

ABD ekonomisinin son dönemde sağlıklı bir hızla büyümeye devam etmesi ve Trump hükümetinin vergi indirimleri gibi genişlemeci maliye politikalarının tüketim harcamalarının güçlü kalmaya devam etmesi, önümüzdeki dönemde şirketin finansallarına olumlu yansıtacak bir dinamik. Dolayısıyla biz yukarıda bahsettiğimiz regülasyon ve rekabet risklerine rağmen, hissenin S&P 500 endeksine göre geçmişteki değerlemelere kıyasla görece %20 civarında iskontolu işlem görmesiyle beraber Visa'nın geldiği seviyelerin cazip bir yatırım fırsatı doğurduğunu düşünüyoruz ve hisseyi beğendiğimiz hisseler arasına alıyoruz.



Yazılım hisselerinde fırsatlar görüyoruz...

Claude büyük dil modelini geliştiren Anthropic'in, bu altyapı ile kullanım alanını genişleterek yapay zeka uygulamaları ve ajanlarını, farklı konularda kararlar verebilen ve problem çözen asistanlara dönüştürmesi, yatırımcılarda yazılım şirketlerinin yok olma riski ile karşı karşıya kaldıklarını düşündürdü. Yatırımcılar bu şirketlerin geleceğini ve bir terminal değerinin var olup olmadığını hesaplamakta zorlandıkları için, belirsizliğin çok yoğun olduğu bir ortamda, bütün hisseleri satarak sonrasında soru sormayı tercih ettiler. Dolayısıyla 2026 yazılım hisseleri için çok kötü başladı ve bir çoğu ayı piyasasına giren bu hisseler arasında biz ciddi fırsatlar görüyoruz.



Yazılım hisselerinde gördüğümüz fırsatlara aşağıdaki linkteki raporda detaylı olarak değindik:

[“Yazılım hisselerinde fırsatlar”](#)

Biz şu özelliklere sahip yazılım şirketlerinin iş planlarının yapay zeka tehdidine korunmalı kalacağını düşünüyoruz:

- ✓ Spesifik konulara odaklanan (mühendislik, mimarlık, sağlık vs) ve **iş akışlarında dikey entegrasyonu sağlayan, şirketlerin operasyonlarına derin bir şekilde penetre etmiş** yazılımlar
- ✓ Sadece bilgi toplamının ötesinde bu **bilgiyi katma değerli hizmete dönüştürebilen**, kritik öneme sahip alanlarda kullanılan yazılımlar
- ✓ Kullanıcıya direk ulaşan yazılımlarda marka değeri ve **müşteri memnuniyeti yüksek olan, ağ etkilerini efektif kullanan** ve büyük bir kullanıcı kitlesi ve ölçek etkisine sahip olan yazılımlar
- ✓ Koltuk başı gelir modeli yerine **kullanıma bağlı bir gelir modeline sahip olan** ve kullanıcı sayısının azalmasından sınırlı etkilenecek yazılım şirketleri
- ✓ Genele açık olmayan ve katma değer yaratabilen toplanmış bir veri deposuna sahip olan yazılım şirketleri

Spotify Technology SA (SPOT):

Derin içerik havuzu, global anlamda geniş ayak izi ve kullanıcı sayısı şirkete korunma alanı yaratıyor...

Her ne kadar son dönemde yapay zeka odaklı içerikler ve yeni ortaya çıkan niş platformlar bir tehdit olarak algılansa da, biz Spotify'ın derin içerik havuzunun, Sony, Universal, Warner gibi devlerle olan anlaşmalarının ve platformun son çeyrekte 750 milyon üzerindeki global kullanıcısı ile geniş ayak izinin sektörde önemli bir bariyer ve koruma alanı oluşturduğunu düşünüyoruz. Gelecekte yapay zeka kaynaklı içeriklerin daha çok tercih edilmesi ve bu tarafta popüler olacak yeni bir platform Spotify için bir risk oluştursa da, burada şirketin de yapay zeka konusunda yatırımlarını sürdürdüğünü ve yarattığı çok ciddi nakit akımı ile rakiplerinden çok daha büyük finansal kaynaklara sahip olduğu unutulmamalı.

Güçlü nakit akımını ve bilançosunu Şirketin son çeyrek bilançosuna baktığımızda, bu koruma alanının güçlü olduğuna dair inancımız kuvvetleniyor: Biz Spotify'ın brüt marjındaki açılmayı, sağlıklı ciro ve kar büyümesini, üyelik ücreti artışlarının (Şubat ayında ABD'de üyelik ücreti \$1 arttı) finansallara ve marjlara olumlu yansımaları ve güçlü

nakit akımı ile hisse geri alımlarını devam ettirmesinin hisseyi önümüzdeki dönemde destekleyeceğini düşünüyoruz. Son dönemde hissede yaşanan düşüş ile gerileyen değerleme çarpanlarının (35x 2026s ileri F/K), önümüzdeki 3 sene hisse başı net karını %20 üzerinde büyütebilecek bir şirket için makul seviyelere geldiğini düşünüyoruz. Şirketin güçlü nakit pozisyonu, önümüzdeki dönemde yatırımları ve R&D harcamalarını artırarak koruma kalkanını güçlendirme imkanı sağlıyor. Bunlara ek olarak yazılım tarafında yapılan sert satışların koruma duvarları diğer platformlara göre daha yüksek olması ve yapay zekanın yıkıcı etkisinden daha sınırlı etkileneceğini düşündüğümüz için hissede geri çekilmeyi cazip bir alım fırsatı olarak değerlendiriyoruz.

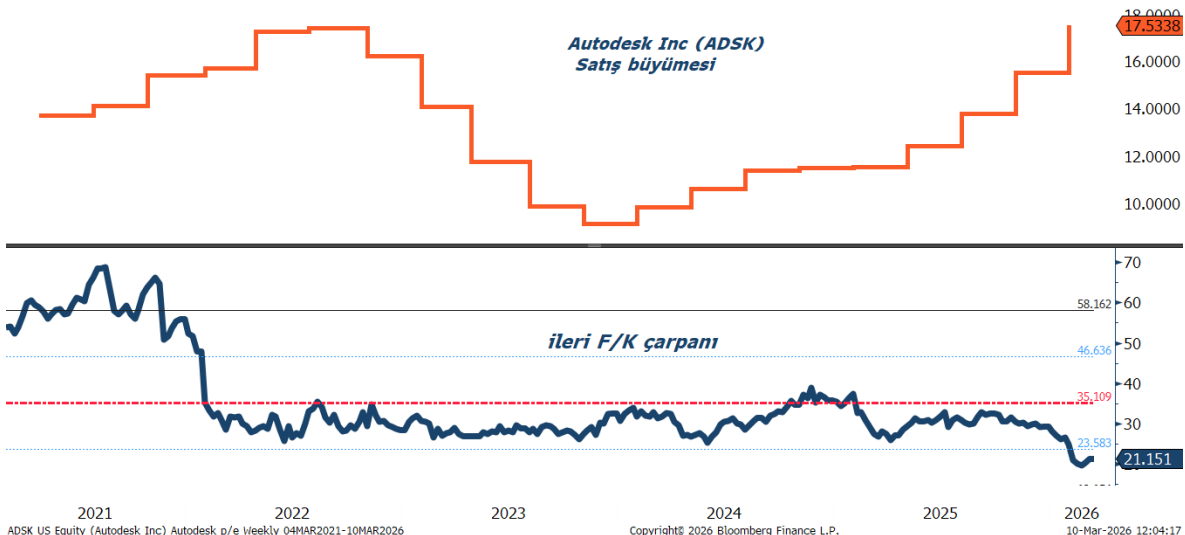
Autodesk Inc. (ADSK):

Endüstriyel kullanım amaçlı yazılım konusunda en çok kullanılan programları şemsiyesi altında barındıran Autodesk, iş akışlarında dikey entegrasyonu sağlayan yazılım şirketlerine iyi bir örnek olarak verilebilir.

Kullanıcıların başka yazılıma geçişini zorlaştırarak yapışkanlığı, rekabet gücünü artıran dinamikler...

Spesifik alanlarda artık bir endüstri standardı haline gelmiş olması, fiziksel varlıkların tasarlanması, üretilmesi ve işletmesine katkıda bulunması, uzmanlık gerektiren bir konuda geniş bir eğitilmiş kullanıcı kitlesinin olması ve başka bir alternatifte geçme masraflarının yüksek olması, regülasyonlar, sektör içi en iyi uygulamalar gibi konulardaki uzmanlık ve tasarımda birikmiş dev veri haznesi, Flex gibi uygulamalarla giderek kullanıcı bazlı fiyatlandırmadan, kullanım bazlı paketlere doğru geçilmesi, şirketin sınırlı çerçevede olsa da on seneden fazla süredir yapay zekaya yatırım yapması, yazılımlarının oldukça kritik ve hassas hesaplamalarda kullanılması, müşterilerle uzun dönem kontratlar bazında anlaşmaların yapılması.

Autodesk'in finansallarının güçlü, mevcut değerlemelerin makul olduğunu düşünüyoruz... Büyüme ivmesinin sağlıklı seviyelerde ve öngörülebilir olması (Son 5 sene %13 satış, %20 HBK YBBO), çok düşük sermaye harcaması ihtiyacı (Satışların %1'inden düşük), stabil seyreden çok yüksek brüt kar marjı (%90 üzeri), oldukça sağlıklı serbest nakit yaratma kabiliyeti (S12A FD'ye nakit akışı verimi: %4,8), yüksek seviyelerdeki yatırılmış sermaye getirisi (son 5 sene ortalama: %26), artan veri merkezi ve altyapı projelerinin gelir büyümesine olumlu yansımaları, satışlar sonrasında makul seviyelere gerilemiş olan değerlemeler (20x 2027 mali yıl sonu düz. F/K) güçlü finansallara işaret ediyor. Son 8 çeyrekte satış beklentilerini ortalama %1,54 aşan şirketin 2027 mali yılı için yaptığı tahminin orta noktası bu ortalamaya göre yukarıya çektiğimizde \$8,26 milyarlık bir satış tahminine, \$1,73 milyar net kar ve \$8,2 HBK (yapılandırma masraflarına göre düzeltilmiş ancak hisse bazlı maaş giderlerini içeren) tahminine ulaşıyoruz. Son dönemdeki panik satışları sonrasında yatırımcıların tekrar akli selim düşünerek sektörde kazanan ve kaybedenleri ayırmaya başlaması ile beraber Autodesk'in ileri F/K çarpanının tekrar 37x seviyelerine doğru açılabilirliğini göz önüne aldığımızda mali yıl sonu için \$303 gibi bir hedef buluyoruz ki bunun hisse bazlı maaş ödemelerinin dahil edilmesiyle daha konservatif bir kar beklentisi olduğu unutulmamalı. Mevcut hisse fiyatı ve beklentileri baz alarak, İNA değerleme yöntemi ile Autodesk'de önümüzdeki 5 sene ne kadarlık bir büyümenin fiyatlandığına kabaca bakarsak, (WACC: %10,66, Terminal büyüme:%4, Ortalama 5s vergi sonrası kar marjı:%19) hissede önümüzdeki 5 sene yaklaşık %18 gibi bir bileşik satış büyümesi fiyatlandığını bunun da son derece makul ve ulaşılabilir olduğunu düşünüyoruz



Ucuzlamış döngüselerde fırsat görüyoruz...

İsteğe dayalı tüketim tarafında son dönemde tüketicilerin yüksek faizler, gümrük vergileri ile artan mal fiyatları, zayıflayan istihdam piyasası, kırırdanmaya başlayan enflasyon gibi faktörler dolayısıyla bir miktar defansif bir duruşa geçtiklerini ve tüketim harcamalarında daha dikkatli davrandıklarını görüyoruz. Giyim, restoran, seyahat ve eğlence sektörlerindeki bir çok şirket bilanço sezonunda harcamalardaki zayıflamaya dikkat çekerken, biz son dönemde popülerliği artan ve büyüme ivmesini daha sürdürülebilir hale getirebilecek, ABD'de ayak izlerini genişleten zincirleri yakından takip ediyoruz ve son aylarda bu hisselerde yaşanan düşüşlerin de fırsatlar ortaya çıkarabileceğini düşünüyoruz.

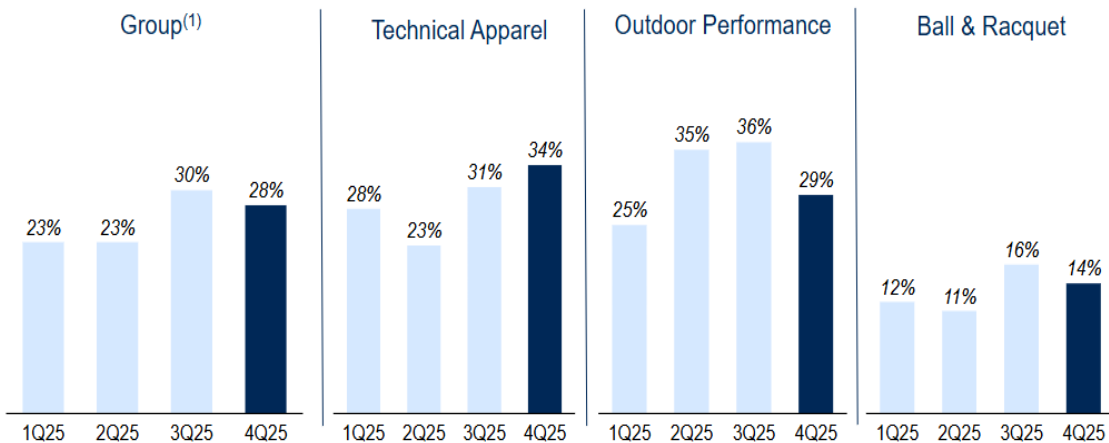
Amer Sports Inc.

Son dönemde tüketici tarafındaki zayıflamadan daha sınırlı etkilenen bir şirket olan Amer Sports Inc, isteğe dayalı tüketim tarafında dikkatimizi çekiyor. Outdoor odaklı farklı spor dallarında hızla büyüyen ve kendilerine niş alanlar yaratabilen Salomon, Wilson, Atomic, Arc'teryx, Peak Performance gibi premium, lider spor markalarını bünyesinde barındıran şirket, geçtiğimiz sene halka arz edildi. Şirketin merkezi Finlandiya'da yer alırken, 2018 senesinde Çin'de en büyük spor malzemesi satan şirketlerden bir tanesi olan Anta Sports ve Tencent'in de içerisinde olduğu bir konsorsiyum tarafından, €4,6 milyar değerleme ile satın alındı. Her ne kadar Amer Sports bağımsız bir şirket olarak faaliyetlerini sürdürmeye devam etse de, Anta Sports %42 pay ile en büyük hissedar konumunda ve şirkete Çin piyasasına giriş, R&D ve üretim kaynakları konusunda önemli stratejik destek sağlıyor.

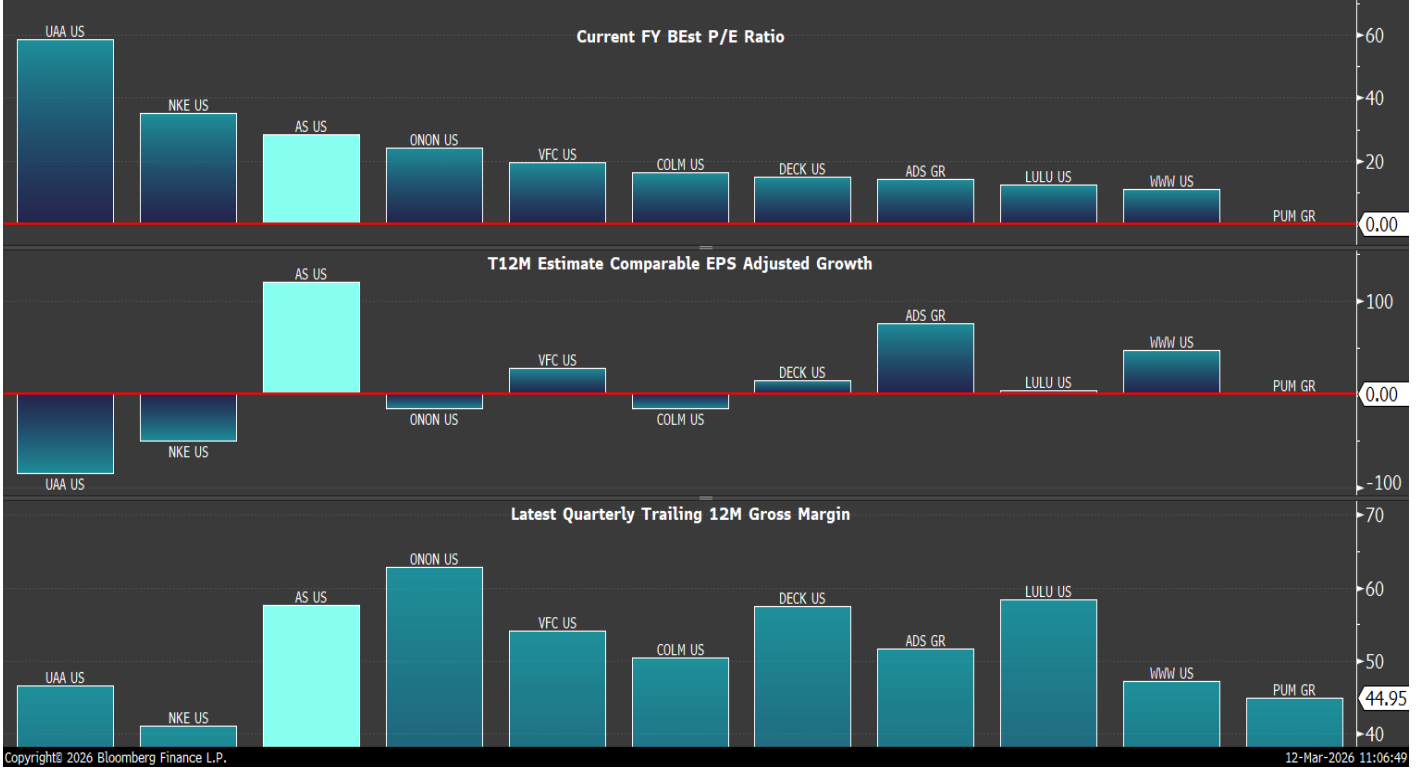
Salomon, Wilson, Atomic, Arc'teryx, Peak Performance gibi markalar önemli seküler trendlerin ortasında... Özellikle sahip olduğu markaların genellikle niş alanlarda giderek daha dominant hale gelen ve bazı önemli trendlerin önünde yer alan markalar olmaları ve outdoor, raket sporları ve teknik kıyafetler gibi seküler büyüyen ve tüketiciler tarafından giderek daha fazla tercih edilen alanlarda yer almaları dolayısıyla toplam adreslenebilir marketin de sağlıklı bir şekilde büyümesi, sürdürülebilirlik açısından da olumlu.

Güçlü finansallar... Şirketin operasyonel performansındaki iyiye gidişin finansallarına da yansıdığını görüyoruz. 2025 senesinde şirket satışlarını %27, hisse başına düzeltişmiş karını %142, operasyonel nakit akışını %72 büyütürken, brüt kar marjını yaklaşık 200bp açtı. 2026 projeksiyonlarına baktığımızda büyüme yavaşlamaya başlasa da, şirket ölçek ekonomisinin etkisini giderek daha fazla görerek kar marjlarını açmaya devam edecek ve %17 satış büyümesi, %13,2 operasyonel kar marjı ve HBK \$1,12 tahmini ile yaklaşık %17 kar büyümesi öngörülüyor. Son sekiz çeyreğin hepsinde şirketin satış ve kar rakamları beklentilerin üzerinde gerçekleşirken, biz bu tahminlerin de konservatif olduğunu düşünüyoruz.

Çin'deki %40 üzerindeki büyüme heyecan verici... Biz şirketin gelecek potansiyeline yönelik özellikle Çin'de ivmelenen büyüme patikası ve yüksek performanslı teknik giyim tarafındaki yaratılan büyüme ve açılan kar marjlarını cesaret verici buluyoruz. Anta Sports'un stratejik desteğiyle Amer Sports Çin'de %40 üzerindeki güçlü büyüme ivmesi (2Q:+42%, 3Q:+%47, 4Q:%42) yakaladı. Teknik giyim tarafında da Arc'teryx son dört senede satışlarını %33 YBBO ile büyütürken, operasyonel kar marjını da yaklaşık 600bp açtı. 2026 senesi için de beklentiler bu alanda güçlü büyüme ivmesinin(%22) devam etmesi ve marjların da açılması yönünde.



Önümüzdeki dönemde büyümenin %20'li seviyelerde devam etmesi ve brüt marjın korunarak ölçek ekonomisinin etkisi ile net marjın açılması ve çift haneli seviyelere ulaşması, bize göre ulaşılabilir bir hedef. Değerlemeler tarafında biz 2026 sonu kar beklentilerine göre 28x ileri F/K çarpanını pahalı bulmuyoruz ve satış büyümesinin net kara giderek daha büyük etkisi ile şirketin hızla değerlemelerin içerisinde büyüyeceğini düşünüyoruz.



Gelişmekte olan ülkelerde büyüme odaklı hisselerde fırsatlar..

ABD hisselerinde bir miktar kar alarak rotasyon yapmak isteyen, ancak büyüme odaklı hisselerden ve yapay zeka gibi önemli trendlerin yaratabileceği seküler büyümeden vazgeçmek istemeyen yatırımcılar için, Asya bölgesi iyi bir alternatif. Son senelerde yatırımcıların gözdesi olan, faaliyet gösterdikleri alanları domine eden, düşük yatırım ihtiyacı ile çok yüksek sermaye getirileri sağlayan, korunmalı iş planları ve rekabet avantajları ile yüksek marjlarla güçlü büyüme ivmesi yakalayabilen Harika Yedili'de bu sene gördüğümüz çok zayıf performans (BBG Harika Yedili Endeksi:-%5,6) da yatırımcıları alternatif aramaya itiyor. Biz bu rotasyonu yapmak isteyen büyüme odaklı yatırımcılar için Çin'de Alibaba'yı, Güneydoğu Asya'da Sea Ltd'yi cazip tercihler olarak görüyoruz.

Alibaba Group Holding Ltd ADR (BABA)

Alibaba'nın yapay zeka altyapısı ve dil modelleri, robotik, hızlı ticaret için lojistik altyapısı gibi alanlara yaptığı yatırımlarla CAPEX'i son iki senede üç katına çıkarken, serbest nakit akışı ve kar marjlarının baskılandı ve bu yatırımların büyümeye sınırlı yansıması yatırımcıları hisseden uzak tuttu. Ancak biz Alibaba'nın Çin'deki dijital ekonominin genişlemesinden en çok fayda gören şirketlerden bir tanesi olacağını düşündüğümüz için dev yatırımlarını kara çevirme konusunda şirkete kredi veriyoruz ve bir miktar daha sabırlı olunabileceğini düşünüyoruz. Önümüzdeki dönemde bulut bilişim gelirlerinin net kara artan katkısı, e-ticarette yapay zekanın gelir büyümesine ve kar marjlarına etkisi, hızlı ticaretteki büyüme ile şirketin önümüzdeki üç sene ortalama çift hane satış büyümesi ve %20 üzerinde kar büyümesi yaratacağını ve Çin'e yönelik rotasyondan en çok fayda görecektir hisselerden bir tanesi olacağını öngörüyoruz.

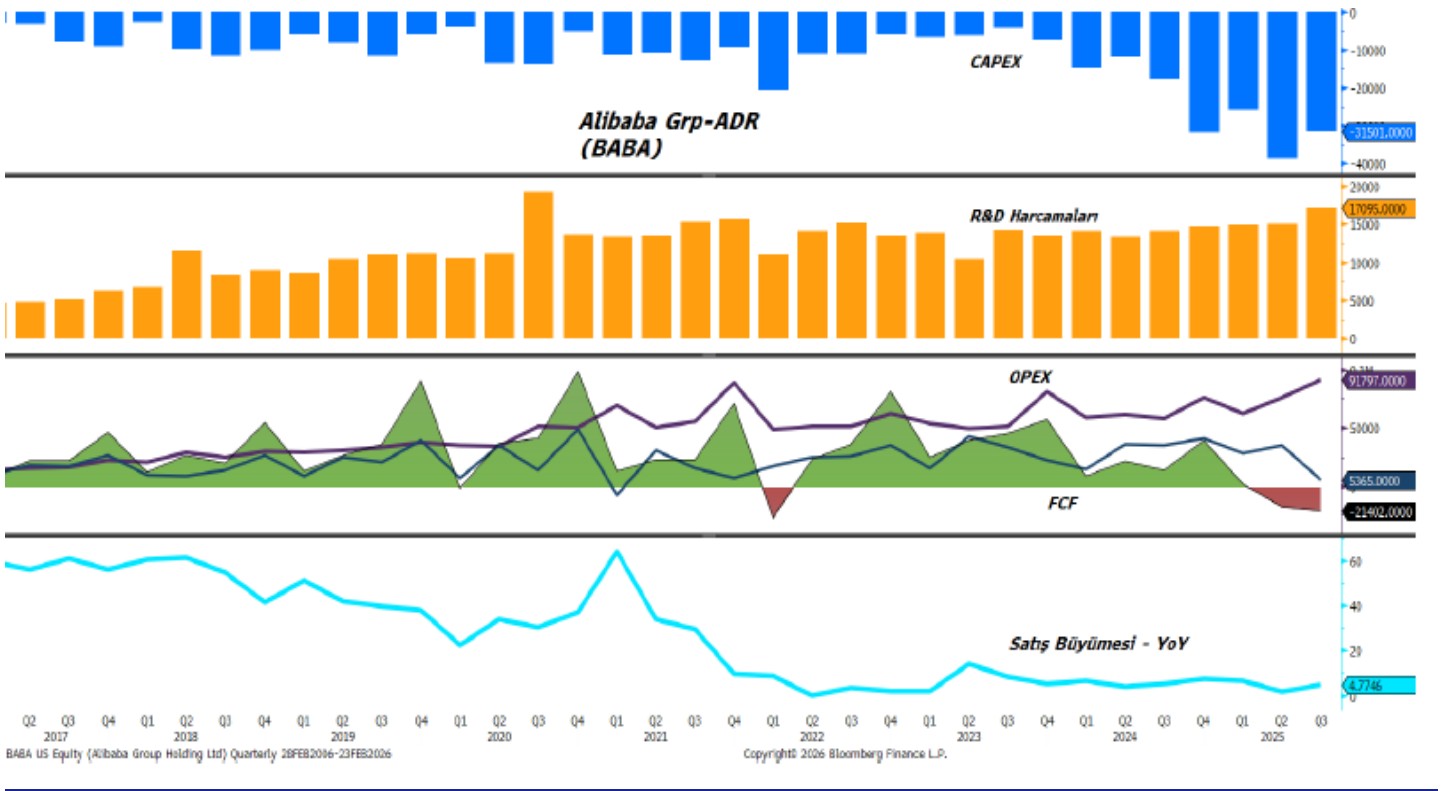
Yaratılan entegre yapay zeka ekosisteminin büyümeye katkısı yeterince hissede fiyatlanmıyor... Her ne kadar gelirlerdeki payı küçük olsa da, geçtiğimiz çeyrekte şirketin FVÖK rakamının yaklaşık %40'ı bulut bilişimden geldi. Dolayısıyla bu alanın çok hızlı büyümesi, net kara büyük katkısı ve yapay zeka yatırımlarını en net olarak gösterebildiği iş kolu olması dolayısıyla bulut bilişim alanı Alibaba'nın önümüzdeki senelerde en önemli hikayesi olmaya devam edecek ve 2026 senesinde burada %30 üzerinde bir büyüme göreceğimizi düşünüyoruz.

Alibaba bu alanda giderek ayak izini ve pazar payını artırırken, rekabet avantajını güçlendirmek için yapay zeka çiplerinden, büyük dil modellerine ve altyapı çözümlerine kadar kendi entegre yapay zeka ekosistemini yarattığını ve bir “full-stack” geliştirici olarak şirketlerin bilişim ihtiyaçlarına çözüm bulan bir hizmet sağlayıcısı haline geldiğini görüyoruz. Aynı zamanda son olarak Cloud Model Studio altında Qwen haricinde üç farklı dil modeli arasında geçiş yapma olanağına da tek bir üyelikle imkan vererek kullanıcılara esneklik sağlıyor.

Hızlı ticaret düşük marjlara ve rekabete rağmen stratejik bir öncelik... E-ticaretin tamamlayıcısı bir alan olan ve özellikle büyük şehirlerde mikro dağıtım merkezleri ve yerel lojistik ağlarının kurulması ile yemek ve market alışverişleri gibi alanlarda kullanıcılara hızlı teslimat hizmeti verilen q-commerce alanı pandemi ile beraber hızla büyümüştü. Alibaba’nın bu alana yaptığı yatırımlar net karı baskılarken, hızlı büyümeye rağmen getirisi sınırlı kalmıştı. Bu alana Alibaba’nın bakış açısının daha stratejik olduğu ve sadece ayrı bir kar merkezi olarak değil, diğer e-ticaret platformlarına sinerji anlamında da tamamlayıcı olarak gördüğünü belirtelim. Nitekim hızlı ticaret, Taobao uygulamasında günlük kullanıcı sayısını %20 artırırken, son aylarda Freshippo ve Tmall Supermarket gibi platformlarda satışların %30 artmasına katkıda bulundu.

Pahalı değerlemeler yatırımların geri dönüşünün alınması ile normalleşecektir... Alibaba’nın değerlemelerine baktığımızda, özellikle son 12 aylık karın baskılandığı dönemdeki rakamları incelediğimizde şirketin tarihsel olarak pahalı seviyelerde olduğunu görüyoruz. Ancak burada unutulmaması gereken önemli konu, şirketin büyük bir yatırım döneminden çıkıyor olması ve dolayısıyla net kar ve serbest nakit akımının ciddi şekilde baskılanmış olması. Önümüzdeki seneye baktığımızda net kar büyümesindeki ivmelenme ile kar çarpanlarının daha makul seviyelere gerilemesi beklenirken, yatırımların devamı nakit akışını baskılamaya devam edecek. Biz şirketin bulut bilişim gelirlerindeki ivmelenme ile 31 Mart 2027’de biten mali senesinde hisse başına düzeltilmiş karını %70 büyütürken \$10’a ulaştıracağına ve hissenin bu süreçte \$200 seviyesine doğru tırmanabileceğini ve şirketin ileri F/K çarpanını 5 sene ortalamanın %25 üzerinde tutabileceğini düşünüyoruz. Bunun arkasında yapay zeka yatırımları ile yaratılan rekabet avantajının cloud ve e-ticaret platformlarına yansımaları ve GOÜ ve Çin varlıklarına olan ilginin yüksek kalması ile kar çarpanlarının da yüksek kalacağı beklentimiz var. Aşağıdaki linkte verilen raporda daha detaylı açıklamaları bulabilirsiniz:

“Alibaba ve Sea Ltd: Asya’da yapay zekayı büyümeye yansıtmak iki şirket”



Spekülatif hisse seçimimiz yapay zeka altyapısına yönelik olmaya devam ediyor...

Geçtiğimiz sene yapay zeka yatırımlarından en çok fayda görmesini beklediğimiz şirketler arasına, Bitcoin madenciliği için kurdukları tesisleri veri merkezine dönüştüren işletmeleri almış ve burada Riot Platforms'da ciddi bir potansiyel görmüştük. Nitekim şirket geçtiğimiz sene %24, bu sene ise sene başından bu yana %17 yükselerek oldukça güçlü performans gösterdi.

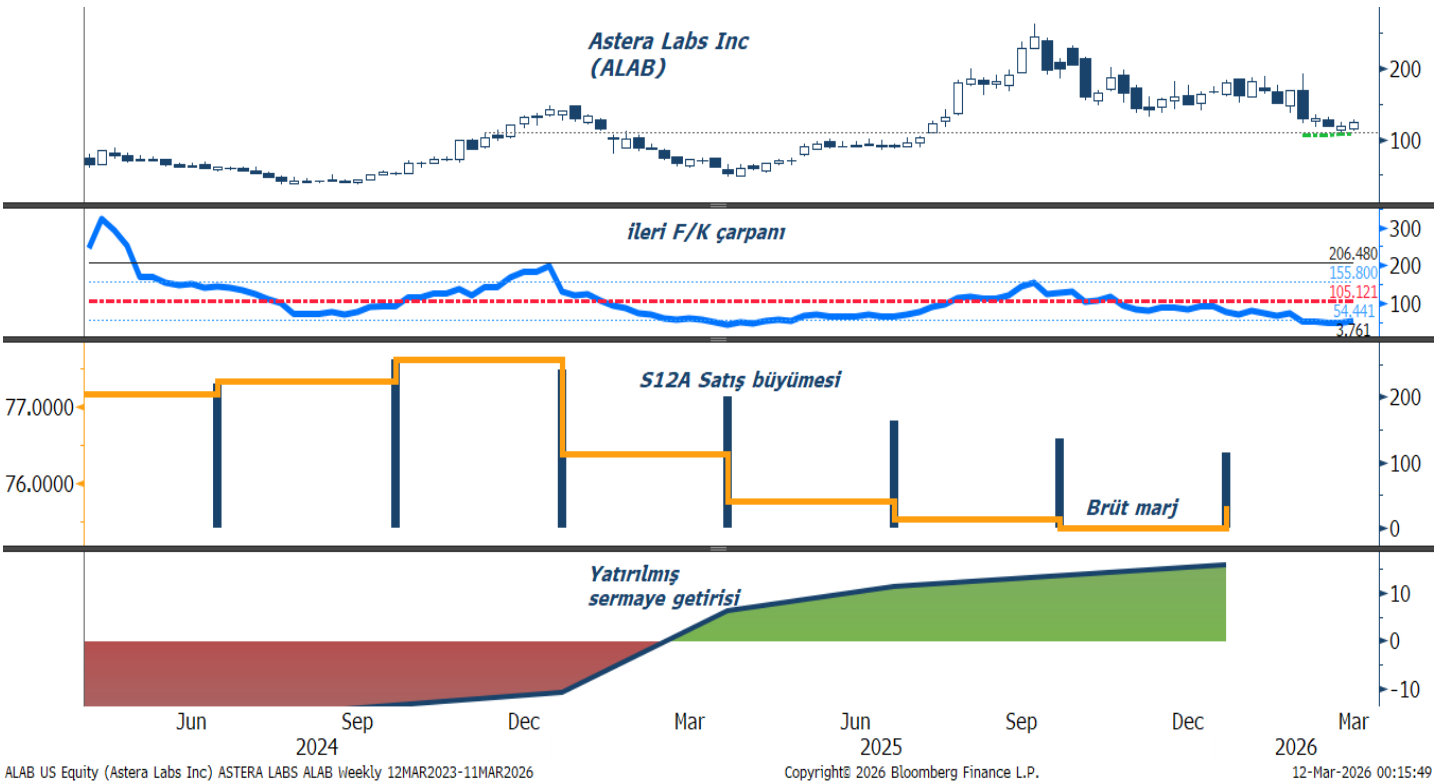
Bu sene özellikle son dönemde donanım şirketlerine gelen satışlarla beraber, veri merkezlerinde yüksek performanslı bilgi işlem kapasitesini sağlamak için kritik ekipmanları sağlayan ve devam etmekte olan yapay zeka süper döngüsünde önemli bir oyuncu haline gelen bazı şirketler dikkatimizi çekiyor, bu şirketlerden bir tanesi de 2017 senesinde kurulmuş ve 2024 senesinde halka açılmış olan Astera Labs.

Astera Labs Inc. (ALAB):

Veri merkezlerinin sinir sisteminin önemi bir parçası... Astera Labs'i aslında bir akıllı bağlantı platformu olarak tanımlayabiliriz ve veri merkezlerindeki yüksek kapasiteli işlemlerin gerçekleşmesinde çok sayıda CPU, GPU ve diğer hızlandırıcıların arasındaki bağlantıları koruyan ve iyileştiren, veri transferi sırasında oluşabilen darboğazları gideren donanımları üretiyor. Yapay zeka modellerin yürütülmesinde dev veri kümelerinin işlenmesinde hız ve güvenilirliğin ve bellek tarafındaki sıkışıklıkların çözülmesinin kritik önemde olması dolayısıyla şirketin ürünlerine ciddi bir ilgi var.

Veri sinyallerini güçlendiren ve iletişimini sağlayan Aries DSP Retimers şirketin ana gelir kaynağı olan ürün iken (toplam satışlarıdaki payı:%83), son dönemde ağ yapısı kuran Scorpio switch'leri ve yüksek hızlı ethernet bağlantısı sağlayan Taurus modülleri hızlı büyüyen bazı ürünler. Şirket aynı zamanda giderek bir ekipman sağlayıcıdan bir platform haline dönüşme yolunda adımlar atarken, Cosmos yazılım paketi ile de donanımlarının entegre ve sorunsuz çalışmasını sağlıyor. Dolayısıyla Astera Labs aslında veri trafiğinin yönetilmesi konusunda oldukça kritik bir görevi yerine getiren bir donanım şirketi.

Güçlü büyüme profili cazip... Astera satışlarını 2025 senesinde %115, son çeyrekte %92 büyütürken, güçlü büyüme ivmesini devam ettiriyor. Şirket geçtiğimiz sene itibariyle net kara geçerken, hisse başına net karını son çeyrekte %80 büyüttü ve 2026 sonu itibariyle kar rakamını ikiye katlaması bekleniyor. Bu sırada brüt marjını da %70 üzerinde tutan şirket, şimdilik fiyatlamaya gücünü koruyabiliyor.



Nvidia işbirliği çok faydalı ancak riskleri de beraberinde getiriyor... Astera Nvidia ile stratejik ortaklığı çerçevesinde Nvidia'nın yeni nesil platformlarının önemli bir parçası iken, şirketin kendi ürünü olan NVLink'in gelişimine katkıda bulunuyor. Her ne kadar bu işbirliği Astera için önemli bir gelir kaynağı olsa ve şirketin platformlarına entegre edilmesi olumlu bir dinamik olsa da, burada Nvidia'nın kendi donanımını yeterince geliştirdiğinde giderek Astera'nın ürünlerini daha az kullanma riski var. Astera'da bu riski azaltmak için daha özelleştirilmiş ürünlere sahip olan ASIC çip üreticileri için ürünler geliştiriyor ve Amazon ile olan işbirliği buna iyi bir örnek.

Riskler... Astera'yı spekülatif bir seçim olarak değerlendirmemizin arkasında aşağıdaki önemli riskler yatıyor:

- ✖ Daha büyük finansal kaynaklara sahip dev rakipler: Broadcom, Marvell ve Nvidia
- ✖ Az sayıda müşteriye bağımlılık: Amazon ve Nvidia şirketin gelirlerinin %37'sini oluşturuyor.
- ✖ Marjların rekabet dolayısıyla aşınma riski: Brüt marjını %70 üzerinde koruması oldukça zor
- ✖ Yüksek değerlemeler: 2026 sonu kar beklentilerine göre 51 ileri F/K ve 50 FD/FAVÖK oldukça şişkin

Bu noktada Astera her ne kadar oldukça pahalı çarpanlarla işlem görse de, önemli bir seküler büyüme alanı haline gelen ve gelecekte bilişim kapasitesine yönelik ihtiyacın güçlü kalmasından fayda görecektir olan veri merkezi yatırımlarının kritik bir parçası. Şirketin niş bir alanda büyük rakiplerin yanında kendisine önemli bir alan açabilmesi, marjlarını yüksek seviyelerde koruyabilmesi, Nvidia gibi yenilikçi bir devin onayını almış olması ve Amazon ile yaptığı \$6,5 milyarlık ürün alımına bağlı hisse opsiyonu, ürün portföyünü genişleterek kendisine bir ekosistem yaratma adımları, önümüzdeki dönemde de yerini koruyabileceğini gösteriyor. Bizim her ne kadar şirketi beğenmemizde önemli bir etken olmasa da, önümüzdeki dönemde bir M&A hedefi olabileceği de unutulmaması gerekiyor.

ÇEKİNCE:

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