

ATAŞ CAPITAL

NO. 01 · 2026 · İLK YARI · HAZİRAN 2026

Ataş Capital Yatırım Ortaklarına

2026 Yılı İlk Yarı Mektubu

Performans

31 Mayıs 2026 İtibarıyla Yıllıklandırılmış Net Getiriler 1 yıldan kısa dönemler yıllıklandırılmamıştır · Başlangıç: 1 Ocak 2024

	Ataş Capital	MSCI ACWI	Fark
Yılbaşından bugüne	+19,5%	+12,2%	+7,3%
1 Yıl	+17,8%	+30,3%	-12,5%
3 Yıl	—	—	—
5 Yıl	—	—	—
Kuruluştan beri (yıllık)	+32,1%	+21,8%	+10,3%

Takvim Yılı Net Getirileri

	Ataş Capital	MSCI ACWI	Fark
2024	+24,3%	+17,5%	+6,8%
2025	+31,8%	+22,3%	+9,5%
2026 YTD	+19,5%	+12,2%	+7,3%
Kuruluştan Beri Birikimli	+95,8%	+61,2%	+34,6%

Getiriler zamana göre ağırlıklı hesaplanır, tüm işlem maliyetleri düşülmüş nettir ve 1 Ocak 2024 kuruluşundan bu yana bileşik portföyü yansıtır. Karşılaştırma ölçütü MSCI ACWI Endeksi'dir (net toplam getiri, USD bazında). Rakamlar denetlenmemiştir. Bireysel sonuçlar katkı zamanlamasına göre değişebilir. Geçmiş performans gelecekteki sonuçların göstergesi değildir; tüm yatırımlar, anaparanın kısmen veya tamamen kaybı dahil risk içerir.

Endeks yalnızca bağlam için sunuluyor; Ataş Capital mutlak getiri odaklı çalıştığından bu karşılaştırmayı performansın birincil ölçütü saymıyoruz. Kuruluştan bu yana bileşik rakamlar güzel görünüyor. On iki aylık tabloda ise MSCI ACWI'nın 12,5 puan önünde olduğunu da görüyorsunuz. Bu farkın gerekçesini şimdi ayırtırmakla vakit kaybetmeyeceğim. Ataş Capital iki buçuk yaşında; bizi beş yılda değerlendirin.

Harika Bir İŖi Bulmak Yetmez

Charlie Munger'ın öğütleri arasında Ŗu cümle var: "Harika bir Ŗirketi makul bir fiyata almak, vasat bir Ŗirketi ucuz fiyata almaktan her zaman daha iyidir."

Söylemesi kolay, uygulaması zor. Bir iŖletmeyi gerçekten anladığınızda — yöneticisiyle, ekosistemiyle, büyüme yolunun içinde — fiyatı konuşmayı ötelemek için sayısız bahane üretilir. Bu dönem bana o dersi canlı olarak yaşattı.

Biotrend Enerji'yi (BIOEN) araŖtırmaya başladığımızda önümüzde Ŗunlar vardı: Türkiye'de biyokütle ve atıktan enerji alanında on yılı aşkın birikime sahip, Türkiye'nin ilk karbon kredisi satışını gerçekleŖtiren bir Ŗirket. Bu sektörde en kıymetli ve geçerli karbon kredisi her yıl atıktan enerji üretiminden geliyor; BIOEN bu kredinin sahibi. Öğrenmeye ve gelişmeye açık Ŗirket sahipleri ve yöneticileri, güçlü bir holdingin desteği. Bunların yanında iki somut büyüme kaldıracı:

İlki, İzmir Aliağa'da kurulacak yaklaşık 300 milyon dolarlık plastik ileri dönüşüm tesisi. Birleşik Krallık merkezli Freepoint Eco-Systems ile kurulan yüzde elli-yüzde elli ortaklıkla hayata geçirilecek bu tesis, yılda 60.000 ton plastik atığı petrokimya sektörünün nafta ikamesi olarak kullandığı piroliz yağına dönüŖtürecektir. ÇED Olumlu Kararı alınmış, 9,2 milyar TL proje bazlı devlet teşviki ve 120.000 metrekare arazi tahsisi tamamlanmış durumda.

İkincisi, 16 Nisan 2026'da KAP'a bildirilen birleşme görüşmeleri. Kantur-Akdaş İnŖaat bünyesindeki ITC, Türkiye atıktan enerji pazar payının yüzde 39'unu elinde tutuyor; 14 tesis, 11 il. Bu sektörde yılların biriktirdiği derin bilgi

birikimine sahip Ali Kantur'un yönetimsel ve sermaye kullanımı açısından performansa çok katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Birleşme gerçekleşirse şirketin likiditesi artacak, küresel ölçekte yatırım yapabilir hale gelecek ve kurumsal yatırımcı ilgisi çekecektir. Biyokütle alanına ve karbon kredisine olan ilgi her geçen yıl artıyor.

Tüm bunlar güçlü argmanlardı. Haklıydık. Ve acele ettik.

şirkete ilk yatırımlarımızda harika bir şirketi ucuz bir fiyata alamadığımı bildirmek istiyorum. Bu bize bir miktar zaman kaybettirecektir. Neyse ki performans tablosunda yıllık değerlerin eksi ya da artı görünmesini çok önemsediğim bir durum değil; çünkü sermaye tahsisinde daha çok ne zaman olacağına değil, ne olacağına odaklanıyorum. Sizlerin de performans konusunda en az beş yıllık pencereden bakmamasını öneririm.

Portföy: Neden Bu İşletmeler

Bu dönemde önemli bir alım satım işlemi gerekleştirmedik. Dört pozisyonumuz sabit kaldı. Portföy dağılımı: HLGYO yüzde 41,6; OSTİM yüzde 36; VKGYO yüzde 13,2; BIOEN yüzde 9,2.

İstanbul Finans Merkezi: Tekrarı Zor Konum

Nadiren baktığım sektörlerden biri olan gayrimenkul yatırım ortaklığı tarafında, İstanbul Finans Merkezi'nde büyük pay sahibi olarak ortaya çıkan iki şirketin değerlemesini yaptığımda çok uygun fiyatlardan satıldığını gördüm: Halkbank bünyesindeki HLGYO (portföyümüzdeki en büyük pozisyon, yüzde 41,6) ve Vakıfbank bünyesindeki VKGYO (üçüncü büyük pozisyon, yüzde 13,2).

İstanbul Finans Merkezi bizim için sıradan bir bina inşaatı değildi. Piyasa onu sektörel bir faaliyet gibi fiyatlıyordu; biz farklı düşündük. Türkiye'de çok önemli bir yere sahip olacağını ve o bölgenin kendine ait kanunlarının geçerli olacağını gördük. Bu da pek çok tanınan finans şirketinin yer alacağı, kira getirisi ve müşteri problemi yaşanmayacak bir yer anlamına geliyordu. O dönemde finansal piyasalarda şirketlere sağlanan koşullar yeterli değildi; devlet bu merkeze yatırımcı çekmek için yüzde yüz gelir vergisi muafiyeti ve tüm işlemlerin tek ofisten yürütülmesi gibi yasal kolaylıklar sağladı. GYO şirketlerine yüzde elli temettü zorunluluğu getirildi; bedelsiz sermaye artırımları ise temettüden sayılmıyor. Bununla birlikte her iki şirketin temettü verimi de kayda değer ölçüde yükseldi.

Aynı anda iki GYO pozisyonu taşımak sektör konsantrasyonu yaratır. Bu riski görüyoruz. Ama tekrarı zor olan IFM konumu ve rekabet avantajı şirket değerlendirme kriterlerimizi karşıladığı sürece — ya da bu avantajı bozacak herhangi bir gelişme yaşanana kadar — bu pozisyonları elimizde tutmayı sürdüreceğiz.

OSTİM: Pist Uzun

Warren Buffett "Önünde uzun bir pist olan işletmeler arıyoruz" der. Bu söz OSTİM için çok kafiyeli oturuyor.

OSTİM (portföyümüzdeki ikinci büyük pozisyon, yüzde 36), Ankara Ostim Organize Sanayi Bölgesi'ne dayanan endüstriyel bir yatırım ortaklığı. Taşınmazları ve buna bağlı bilanço getirileri sebebiyle çoğunlukla bir GYO şirketi gibi değerlendiriliyor. Biz şirkete farklı bir yerden bakıyoruz.

İlgimizi çeken unsur, yıllar içinde oluşturulmuş ve birbirini besleyen bütünleşik ekosistem. Bu ekosistemin merkezinde üretim yer alırken, çevresinde eğitim, teknoloji geliştirme, girişimcilik, finansman ve sosyal yaşam unsurları bulunuyor. OSTİM Teknik Üniversitesi sanayinin ihtiyaç duyduğu insan kaynağını yetiştiriyor; teknopark ve girişimcilik yapıları yeni fikirlerin ürüne ve ticari değere dönüşmesini destekliyor. Bölge içindeki yaşam alanları, eğitim kurumları ve sosyal olanaklar, çalışanların ve ailelerinin uzun vadede ekosisteme bağlı kalmasını sağlıyor.

Bir sanayi bölgesi kurmak mümkündür; ama üretimi, eğitimi, teknolojiyi ve sosyal yaşamı aynı çatı altında toplayan bir organizmayı inşa etmek çok daha zordur. OSTİM'in yıllar içinde oluşturduğu ağ etkisinin ve kurumsal birikimin kolayca kopyalanabileceğini düşünmüyorum.

Ekosistemin bir diğer avantajı bilgi akışı. Sanayi faaliyetlerinin merkezinde bulunmak; hangi sektörlerin büyüdüğünü, hangi teknolojilerin yaygınlaştığını ve hangi şirketlerin rekabet avantajı geliştirdiğini erken aşamada gözlemlenebilir. Bu durum yeni yatırım fırsatlarının tespitinde ve iştiraklerle kurulabilecek stratejik ortaklıklarda anlamlı bir avantaj yaratıyor.

Biz yatırım yaparken gördüğümüz bu avantaj zaman içinde kendini kanıtladı. Özbekistan devletinin talebi üzerine 100 hektarlık bir alana aynı ekosistem kuruldu; başında OSTİM yönetimi ile ortak yönetiliyor. Bu, iştiraklerinin farklı pazarlarda büyüyeceğine ve vergi avantajları elde edeceğine dair somut bir gösterge. Başka ülkelerden de benzer talepler geleceğini düşünüyoruz.

Son dönemde dikkat çekici bir gelişme daha gözlemledik: OSTİM iştirakleri ile aynı sektördeki firmaların ihracat rakamlarını karşılaştırdığımızda, OSTİM güvencesini taşıyan ürünlerin kg başına piyasa fiyatının 3 katına tedarik edilebildiğini görüyoruz. Ürünlere duyulan güven ve sağlamlık somut ve ölçülebilir bir prim yaratıyor. Uzun süre bu konuda yapılan çalışmalar şimdilerde meyvelerini vermeye başlamış durumda.

Sanayi işlerinde ihtiyaç duyulan nitelikli personel ve derin sektörel bilgi, OSTİM iştiraklerinde geçilmesi güç bir hendek oluşturmaya uzun süre devam edecektir.

Yönetim kurulu başkanı Orhan Aydın, aynı zamanda Ankara OSTİM Sanayi Bölgesi başkanlığını yürütüyor. Sanayi geçmişi olan bir iş insanı. Bulunduğu konum itibarıyla bilgi alma avantajını da göz önünde bulundurduğumuzda, önümüzdeki dönemde şirkete karlılık üretecek yeni iştirakler ekleyeceğini düşünüyoruz; ondan daha iyi seçim yapabilecek birini görmüyoruz. Bununla birlikte birden fazla görevi belirli bir yoğunluk oluşturduğundan, bu beklentilerin ne kadar hızlı gerçekleşeceğini bilmiyoruz.

Şirkete ilk yatırımlarımızda piyasa değeri 250 milyon TL civarındaydı. Yatırım sonrasında 2,5 milyar TL'ye kadar çıktı; şimdilerde 1,5 milyar TL civarında.

Uzun bir piste sahip olduğumuz için çok mutluyuz.

BIOEN hakkındaki değerlendirmemizi dönemin ana fikri bölümünde yaptık.

Hatalar ve Dersler

BIOEN yatırımında girişi acele ettim. Bunu analiz hatası değil, uygulama hatası olarak görüyorum: tez doğrudu, fiyat disiplini hataydı. "Harika bir işi bulmak yetmez, ona adil bir bedel ödemek de gerekir" dersini başkasının deneyiminden öğrenmeliydim; bu dönem beni kendisi buldu.

OSTİM için de dürüst olmak gerekir: son dönemde değerlemesindeki toparlanmanın ne kadarı özgün ekosistem tezimizden, ne kadarı genel piyasa seyriyle ilgili olduğunu net ayırtıramıyoruz. Bunu bilmiyoruz — ve bu dürüstlük, kazananları doğru gerekçeyle kazanmış olmak için takip etmenin gereğidir.

Burada kendinize de aynı soruyu sormanızı öneririm: bir yatırım kazandığında, kazancın gerçekten öngördüğünüz gerekçeyle mi geldiğini kontrol edin. Haklı çıkmak ile doğru gerekçeyle haklı çıkmak farklı şeylerdir. BIOEN'in uzun vadede doğru çıkması, girişteki fiyat disiplinsizliğini geriye dönük olarak onaylamaz.

Geleceğe Bakış: Riskler

Türkiye'de dolar kurunun baskılanması, özellikle sanayi tarafındaki şirketlerin kârlılıklarında ciddi sorun yaratıyor. Portföyümüzdeki OSTİM iştiraklerinin ihracat gelirleri bu riski taşıyor. Ne zaman ve nasıl bir değişim yaşanacağını bilmiyoruz; tahmin de etmiyoruz. İşletmelerin bu ortamda nasıl davrandığını yakından izliyoruz.

Bu dönem önemli bir işlem yapmadık. Bunu eksiklik olarak değil, doğal bir durum olarak aktarıyorum: portföyde tutmak istemediğimiz bir pozisyon yok.

Ortaklara

Benim tüm param ortaklığın içindedir. Başlangıçtan bu yana yıllık performansımız artı işaretiyle gözüксе de tam tersi de yaşanabilirdi. Seçimlerimizin sonuçlarını yıllık performans raporlarında görmeyi beklemiyoruz; gerçekten uzun vadeli yatırımlar yapıyoruz. Piyasa rallilerinde geride kalabiliriz. Uzun dönemde ise sonuçlarımızın bizi çok memnun edeceğini düşünüyoruz.

Yatırımcılarımızın paralarıyla faiz getirisi elde etmeyi ve makul, sürdürülebilir, düzenli bir geliri hedeflemiyoruz. Alfa değerler aradığımızı, bunun zaman alabileceğini, risk içerdiğini ve bulduğumuzu düşündüğümüzde piyasanın onu fark etmesi için gerekli zamanı tanıması gerektiğini bilmesini istiyoruz.

Bulduğumuzu düşündüğümüzde ise oradan ayrılma konusunda çok isteksiz oluyoruz. Bu, rekabet avantajımızı ortaya çıkaran en önemli özelliğimizdir.

Yılda iki kez bizden mektup bekleyebilirsiniz. Neyin neden yaptığımızı anlatmak için yeterli olacaktır. Günlük, haftalık ve aylık raporlar sunmamız iş yapış şeklimizle bağdaşmaz.

Bize duyduğunuz güven ve yol arkadaşlığınız için teşekkür ederiz.

Saygılarımla,

Aşkın Ataş