

STRATEJİ RAPORU
ve
MODEL PORTFÖY ÖNERİLERİ
Ocak 2026

İÇİNDEKİLER

2026 Yılında Neler Bekliyoruz?	1
Küresel Piyasalar	1
Türkiye Ekonomisi	2
2025 Özet Görünümü	2
Küresel Piyasalar	2
Türkiye Ekonomisi	3
Küresel Ekonomik Görünüm	4
Majör Merkez Bankaları Politikaları	4
ABD Ekonomisi	5
Fed Politikaları	7
Dolar Endeksi	8
Emtia Piyasaları	9
Avrupa'da Ekonomik Görünüm	11
Asya Ekonomileri	13
Türkiye Ekonomisi	15
Makroekonomik Tahminler	21
2026 Yılına İlişkin Önemli Tarihler	22
Model Portföy	23
AKBNK	27
AYGAZ	28
BIMAS	29
CCOLA	30
CIMSA	31
EKGYO	32
FROTO	33
GARAN	34
KLKIM	35
KCHOL	36
TCELL	37
THYAO	38

2026 Yılında Neler Bekliyoruz?

Küresel Piyasalar

2026 yılında ABD ekonomisinin ana gündemi, Fed'in "temkinli gevşeme" çizgisi ile tarife ve jeopolitik belirsizliklerin aynı anda fiyatlanması olacak. Fed Başkanı Jerome Powell'ın başkanlık süresi 15 Mayıs 2026'da sona erecektir. Bu nedenle 2026'nın ilk yarısında Fed iletişimi, hem veri akışı hem de liderlik değişimi beklentileri nedeniyle daha hassas izlenecek. Powell döneminde 2026 FOMC takviminde 27-28 Ocak, 17-18 Mart, 28-29 Nisan toplantıları öne çıkıyor. Faiz patikası tarafında belirgin bir "beklenti ayrışması" bulunuyor: 2025 sonu projeksiyon setinde Fed yetkililerinin 2026 için medyan beklentisi bir adet 25 baz puan indirim yönünde korunurken, piyasa cephesinde 2026'da iki adet 25 baz puan indirim beklentisi daha güçlü. CME FedWatch verisini referans alan piyasa okumaları, indirimlerin zamanlamasında özellikle Haziran ve Aralık toplantılarını öne çıkarıyor. Bizim beklentilerimiz de 2026 yılında Fed'in iki defa 25 baz puanlık faiz indirimine gitmesi yönünde.

2026 Kasım ara seçimleri, büyüme/şirket kârlılığı beklentilerinden ziyade "politika belirsizliği primi" üzerinden piyasaları etkileyebilir. Seçimlere yaklaşıldıkça tarife söylemleri, bütçe/harcama tartışmaları ve regülasyon başlıkları sertleşebileceğinden; enflasyon beklentileri, tahvil arzı algısı ve sektör bazlı ayrışmalar (özellikle küresel tedarik zinciri hassasiyeti yüksek alanlarda) öne çıkabilir.

ABD borsaları, 2026 yılında piyasa beklentisi S&P 500 için ağırlıkla 7500-8000 bandına işaret ediyor. Bu beklentinin ana dayanakları; Fed'de gevşeme beklentisi, kâr büyümesi ve Yapay Zeka/veri merkezi kaynaklı sermaye harcamaları olurken; ana risk başlıkları yüksek değerlemeler, "Yapay Zeka balonu" tartışmasının yeniden güçlenmesi ve jeopolitik gerginliklerin volatilitiyi artırması. Nasdaq tarafında Yapay zeka ve yarı iletken teması destekleyici olsa da değerlendirme hassasiyeti daha yüksek; Dow Jones tarafında ise daha dengeli sektör kompozisyonu nedeniyle performansın **"makroya duyarlı ama daha defansif"** kalması beklenebilir.

2026 yılında emtia piyasalarının seyri, küresel para politikasındaki gevşeme temposu, jeopolitik gelişmeler, Dolar endeksinin yönü ve enerji-sanayi metalleri tarafındaki arz-talep dengesi tarafından belirlenecektir. Fed'in 2026 için sınırlı faiz indirimi öngörüsü ile Wall Street'in daha agresif gevşeme beklentisi arasındaki ayrışma, emtialar açısından dalgalı ancak fırsatların öne çıktığı bir fiyatlama ortamı yaratabilir. Dolar endeksinde kalıcı bir zayıflama yaşanması halinde emtia fiyatları genel olarak destek bulabilecek olsa da, jeopolitik riskler ve enerji piyasasına yönelik arz şokları fiyatlamalarda belirleyici olmaya devam edecektir.

Değerli metaller cephesinde, altın 2026 yılında da jeopolitik riskler, merkez bankalarının rezerv alımlarını devam ettirmesi ve küresel belirsizlik ortamının etkisiyle güçlü seyrini koruyabilir. Çin Merkez Bankası başta olmak üzere gelişmekte olan ülke merkez bankalarının altın alımlarını sürdürmesi, ons altın için aşağı yönlü hareketleri sınırlayan temel unsur olmaya devam edebilir. Ancak Fed'in beklenenden daha temkinli bir duruş sergilemesi ve doların güçlü kalması senaryosunda altının yukarı yönlü hareketlerinin daha sınırlı ve dalgalı bir yapı sergilemesine neden olabilir. Gümüş tarafında ise yapay zeka, yenilenebilir enerji ve elektrifikasyon yatırımlarının sürmesiyle endüstriyel talep ön planda kalmaya devam edecek; bu durum gümüşü 2026 yılında da değerli metaller içinde görece daha volatil bir emtia konumunda tutabilir.

Enerji piyasalarında, 2026 yılında petrol fiyatları büyük ölçüde jeopolitik gelişmeler ve OPEC+ politikaları tarafından şekillenecektir. Venezuela, Ortadoğu ve Rusya kaynaklı risklerin enerji arzına yönelik belirsizliği artırması, petrol fiyatlarında dönemsel sert hareketlere zemin hazırlayabilir. Buna karşın küresel büyümenin ılımlı seyretmesi ve alternatif enerji yatırımlarının artması, petrol fiyatlarının kalıcı ve aşırı yükselişler göstermesini sınırlayan faktörler olarak öne çıkmaktadır.

Türkiye Ekonomisi

2026 yılında önceki yıl olduğu gibi Türkiye ekonomisinde dezenflasyon sürecinin etkileri izlenmeye devam edilecek. Enflasyon oranının %31'nin altına gerilemesi ile reel faizin pozitif olduğu süreçte, Merkez Bankası'nın (TCMB) 2026 yılında faiz indirimlerine devam etmesini beklemekteyiz. Dezenflasyon sürecinde para politikası kadar, kamu maliyesi de kritik bir etken. 2026-2028 yıllarına dair bir yol haritası sunan Orta Vadeli Program'a (OVP) göre 2026 yılsonu enflasyon hedefi %16'da bulunmaktadır. 2027 için ise hedeflenen rakam %9 olarak paylaşıldı. Özetle, 2026 yılında Türkiye ekonomisi için dezenflasyon sürecindeki kararlılık ve istikrarlı büyüme stratejilerinin belirleyici olmasını öngörmekteyiz. Küresel tarafta Jeopolitik riskler, yurtiçinde ise siyasi gelişmeler de bu süreç üzerinde etkili olabilir.

Türkiye ekonomisinin 2025 yılını %3,7 büyüme oranı ile tamamlamasını beklemekteyiz. 2026 yılında ise finansman koşullarındaki gevşeme ve öncü göstergelerdeki iyileşmenin etkisi ile büyümenin %4,2 olarak gerçekleşmesini öngörmekteyiz. Küreselde ve yurtiçinde devam etmesi beklenen parasal gevşeme politikaları ve son beş yıllık ortalamasının altında seyreden petrol fiyatları da büyüme görünümüne destek vermektedir.

2026 yılında büyüme beklentilerinde artışın, Borsa İstanbul'u olumlu etkilemesini beklemekteyiz. Son iki yıldır sıkı para politikaları ve maliye tedbirlerinin etkisiyle yurt içi talepteki yavaşlama ve ekonomik faaliyetlerdeki soğumanın, dezenflasyon sürecini desteklemiştir. Bu süreçte baskılanan şirket karları ve ekonomik büyümenin güçlenmesini öngörmekteyiz.

Borsa İstanbul'da 2026 yılında pozitif seyir beklemekteyiz. 2026 yılında dezenflasyon süreci ve kademeli faiz indirimlerinin etkisi ile birlikte BIST'in pozitif yönde hareket etmesini beklemekteyiz. Ek olarak olası not artırımları ve yabancı para girişi borsaya olumlu etki edebilecek etkenler olabilir. **2026 yılında BIST-100 endeksinin 20000 seviyesini hedefleyebileceğini tahmin etmekteyiz.**

2025 Özet Görünümü

Küresel Piyasalar

2025 yılında ticaret savaşları, artan jeopolitik riskler ve yapay zeka şirketlerinin ön plana çıkması fiyatlamalar üzerinde belirleyici oldu. Küresel majör merkez bankaları cephesinde 2025 yılında ana tema, parasal sıkılaşma döngüsünün ardından faiz indirimlerinin başlaması oldu. ABD Merkez Bankası (Fed) faiz indirim sürecine girerek, 2025 yılında 75 baz puan faiz indirimine gitti ve politika faizini %3,75 seviyesine çekti. Avrupa Merkez Bankası (ECB), geçtiğimiz yıl 100 baz puan faiz indirimine giderek politika faizini %2,15 seviyesine çekti. İngiltere Merkez Bankası olan Bank of England (BoE) 2025 yılında 100 baz puan indirime giderek faiz oranlarını %3,75'e çekti.

2025 Yılı emtia piyasalarında özellikle değerli metaller açısından sert fiyat hareketlerine sahne oldu. Gümüş, artan endüstriyel talep, yapay zeka ve yenilenebilir enerji yatırımlarının etkisiyle yıl içinde %100'ün üzerinde değer kazanarak emtia piyasalarında en dikkat çekici performansı sergiledi. Altın tarafında ise jeopolitik riskler, küresel belirsizlik ortamı ve merkez bankalarının rezerv çeşitlendirme eğilimi fiyatları destekledi. Özellikle Çin Merkez Bankası'nın sürdürdüğü altın alımları, ONS altının yüksek seviyelerde kalmasını ve dönemsel olarak yeni zirvelerin test edilmesini sağladı. Enerji tarafında ise Brent Petrol yıl içinde 80 USD üzerine kadar çıktıktan sonra yılın son çeyreğinde zayıflayan büyüme görünümü ile negatif yönde hareket ederek 2021 yılından bu yana görülen en düşük seviye olan 58,1'e geriledi ve yılı %13,8 değer kaybı ile 60,88 USD seviyesinde tamamladı.

Küresel hisse senedi piyasalarında yapay zeka yatırımlarının hız kazanması, bu alandaki şirketlerin yılın büyük bölümünde endekslerin üzerinde getiri sağlamasına neden olurken, özellikle yarı iletken ve veri merkezi odaklı teknoloji hisseleri ön plana çıktı. Ancak yılın son çeyreğinde Wall Street CEO'larından gelen temkinli açıklamalar ile Oracle ve Broadcom'un üçüncü çeyreğe ilişkin finansal sonuçlarının beklentilerin altında kalması, sektöre yönelik "balon" endişelerini artırarak sektör hisselerinde satış baskısına yol açtı ve yıl içindeki güçlü kazançların bir kısmı geri verildi. Aynı dönemde ABD'de Donald Trump'ın Çin'e yönelik yeni tarife tehditleri ve ticaret savaşlarının yeniden gündeme gelmesi, özellikle teknoloji ve küresel tedarik zincirine duyarlı hisselerde volatilitiyi artırarak risk iştahını sınırladı. Buna karşın Avrupa hisse piyasaları, zayıf büyüme görünümü ve politik belirsizliklere rağmen, ABD borsalarına kıyasla daha güçlü bir performans sergiledi.

ABD'de artan bütçe açıkları ve federal hükümetin 43 gün kapalı kalması, uzun vadeli tahvil faizleri ve dolar endeksi üzerinde baskı yarattı. Avrupa Merkez Bankası (ECB), zayıf büyüme görünümü karşısında faiz indirimlerini sürdürerek ekonomik aktiviteyi desteklemeyi amaçladı. Japonya'da ise yeni hükümetle birlikte para ve maliye politikalarına ilişkin beklentiler değişirken, yen varlıklarında oynaklık arttı. Genel olarak merkez bankalarının gevşeme adımları piyasalara destek sağlasa da, politika belirsizliği fiyatlamaları kırılgan tuttu.

Kripto varlık piyasası 2025 yılında yüksek volatilitenin öne çıktığı bir seyir izledi. Bitcoin, yıl boyunca güçlü yükselişler ile sert düzeltmelerin iç içe geçtiği bir performans sergileyerek küresel risk iştahındaki değişimlere duyarlı bir görünüm ortaya koydu ve yıl içinde en yüksek 125 bin USD'yi test etti. Yılın son çeyreğinde gelen satışların etkisiyle 80 bin USD'ye kadar gerileyen Bitcoin, 2025 yılında %6 değer kaybetti.

Türkiye Ekonomisi

2025 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası toplam 950 baz puanlık faiz indirimi gerçekleştirmiştir. Aralık ayındaki yılın son Para Politikası Kurulu toplantısında politika faizi 150 baz puan indirilerek %38 seviyesine çekilmiş ve yıl bu düzeyde tamamlanmıştır. 22 Ocak'ta yapılan yılın ilk toplantısında ise TCMB politika faizini 100 baz puanlık indirimle %37 seviyesine düşürmüştür. Son toplantıya ilişkin TCMB karar metninde, enflasyonun ana eğilimindeki gerilemenin sürdüğü ancak dezenflasyon süreci açısından risklerin tamamen ortadan kalkmadığı vurgulandı. Talep koşullarının dezenflasyonu destekleyici etkisinin zayıflamakla birlikte devam ettiği, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarında ise kademeli bir iyileşme görülse de temkinli duruşun korunmasının gerekli olduğu ifade edildi. Enflasyon görünümünde hedeflerden belirgin bir sapma olması halinde ilave sıkılaştırma adımlarının atılabileceğini yineledi. Ocak ayında yapılan 100 baz puanlık indirimin ardından **TCMB'nin 2026 yılında toplam 700 baz puanlık indirim daha yaparak, politika faizini %30 seviyesine çekmesini beklemekteyiz.**

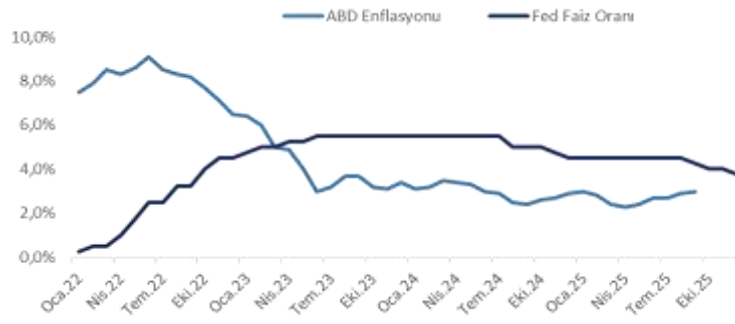
2025 yılına 259 puandan başlayan Türkiye risk primi CDS (5 yıllık) 205 baz puana kadar gerileyerek Mayıs 2018'den bu yana en düşük seviyesine indi. Yurt dışı yerleşikler 2025 yılında hisse senetlerinde 2.267,67 milyon USD net alım gerçekleştirdi. Aynı dönemde DİBS tarafında 2.865,39 milyon USD net satış, ÖST tarafında ise 392,32 milyon USD net alım kaydedildi. 2025 yılında toplam portföy girişleri 5.525,38 milyon USD olurken, 2024 yılında yurt dışı yerleşikler toplam portföyde 13.724,71 milyon USD net alım yapmıştı.

BİST 100 endeksi 2025 yılına 9858 puandan başlamış, Ağustos ayında 11605 puanın görülmesinin ardından düşüş trendine girmiştir. 2025 yılını endeks 11261 puanında kapatarak TL bazında %14,23 oranında değer kazanmıştır. Aynı dönemde hisse senedi yatırımcı sayısı 2024 sonuna kıyasla yaklaşık 410 bin azalmıştır. Yılın son aylarında yabancı yatırımcıların sınırlı giriş sinyalleri ve yeniden başlayan halka arzlar endekslerde kısmi hareketlilik yaratırken, 2025 yılında dolar bazlı BİST 100 endeksi %6,03 gerilemiştir. Bazı hisse ve alt endekslerde güçlü performanslar görülse de bu getiriler genele yayılmamıştır. **2026 için ise politika faiz indirimlerinin devamı ve yabancı sermaye girişine ilişkin olumlu beklentiler Borsa İstanbul'a olumlu zemin hazırlamaktadır.**

KÜRESEL EKONOMİK GÖRÜNÜM

Majör Merkez Bankaları politikaları

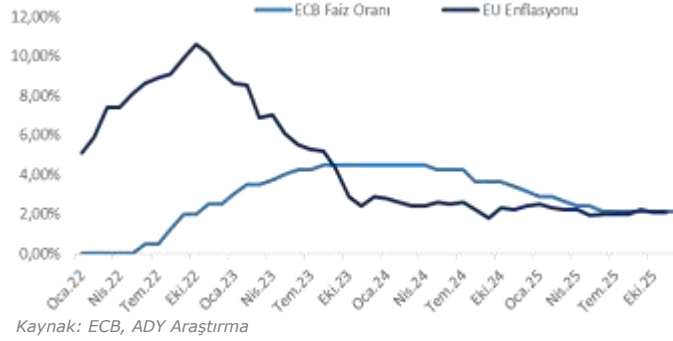
2025 yılında küresel merkez bankaları para politikalarını enflasyonla mücadele, büyüme görünümü, istihdam ve finansal istikrar arasındaki dengeyi gözeterek yürütmüştür. ABD Merkez Bankası (Fed), yılın ilk yarısında politika faizini yüksek seviyelerde sabit tutarak temkinli duruşunu korumuş, ikinci yarıda ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve işgücü piyasasında soğuma sinyalleri doğrultusunda kademeli faiz indirimleriyle kontrollü bir gevşeme sürecine girmiştir.



Kaynak: Federal Reserve, ADY Araştırma

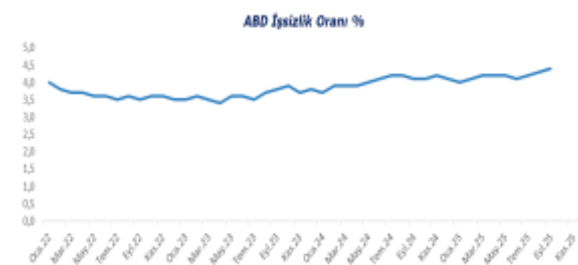
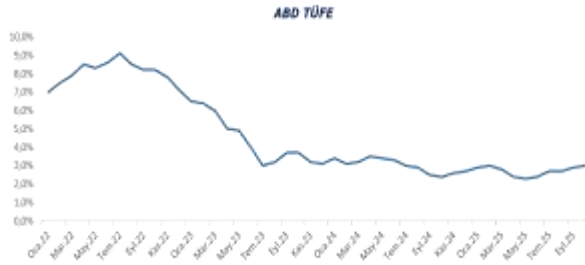
Avrupa Merkez Bankası (ECB), enflasyondaki düşüşün kalıcılığına bağlı olarak yılın ilk aylarında bekle-gör yaklaşımını benimsemiş, ekonomik büyümenin zayıf seyriyle birlikte 2025 yılı içinde adımlı ve temkinli faiz indirimleri gerçekleştirerek para politikasını daha destekleyici hale getirmiştir. İngiltere Merkez Bankası (BoE), hizmet enflasyonu ve ücret baskıları nedeniyle yılın ilk bölümünde sıkı duruşunu korumuş, yılın ilerleyen dönemlerinde ise enflasyondaki gerilemenin netleşmesiyle sınırlı ve ihtiyatlı gevşeme adımları atmıştır. Japonya Merkez Bankası (BoJ), uzun yıllar süren gevşek para politikasından çıkış sürecini 2025'te kademeli ve piyasa dostu bir normalleşme anlayışıyla sürdürülerek, ani sıkılaştırmadan kaçınmıştır. Çin Merkez Bankası (PBOC) ise zayıf iç talep ve düşük enflasyon ortamında para politikasını gevşek ve hedefli destekleyici bir çerçevede uygulamış; zorunlu karşılık indirimleri, sınırlı

faiz düşüşleri ve seçici kredi destekleriyle parasal genişlemeyi desteklerken finansal riskleri kontrol altında tutmayı amaçlamıştır. Genel olarak 2025 yılı, küresel merkez bankaları açısından agresif sıkılaştırmadan ziyade, farklı hız ve ölçekte ilerleyen kontrollü bir normalleşme ve gevşeme sürecinin öne çıktığı bir dönem olmuştur.



ABD Ekonomisi

2025 yılında ABD ekonomisi, yüksek faizlerin etkileri, ticaret politikası belirsizliği (tarifeler/ticaret savaşları), tarihin en uzun federal hükümet kapanması ve yapay zekâ yatırım döngüsü gibi çok sayıda temanın aynı anda fiyatlandığı bir görünüm sundu. Büyüme tarafında 2025 3. çeyrekte büyüme yıllık bazda %4,3 ile güçlü bir performans gösterdi. Enflasyon cephesinde ise Fed'in %2 hedefinin üzerinde kalan "yapışkan" bir görünüm sürdü. PCE enflasyonu Kasım 2025'te yıllık %2,8 seviyesinde izlenirken, Çekirdek TÜFE Aralık 2025'te yıllık %2,6 oranında gerçekleşti. Bu çerçevede Fed, 2025'in son toplantısında faizi 25 baz puan indirerek %3,50-%3,75 aralığına çekti; projeksiyonlarda 2026 için "tek indirim" medyan beklentisi korunurken, 2019 yılından beri en yüksek karşı oyun kullanıldığı toplantıda kurul içi ayrışmanın belirginleştiği bir iletişim seti oluştu.



Ticaret politikaları 2025 yılında doğrudan "risk primi" üreten bir kanal oldu. Trump yönetiminin Çin'e yönelik tarife söylemini sertleştirmesi, tedarik zinciri hassasiyeti yüksek sektörlerde oynaklığı arttırdı. ABD'de Politik belirsizliği artıran bir diğer unsur ise 1 Ekim-12 Kasım 2025 arasında 43 gün süren federal hükümet kapanması oldu; bu süreç hem ekonomik aktiviteye yönelik algıyı zayıflattı hem de veri akışında gecikmeler yaratarak Fed iletişimini daha "temkinli ve veri-bağımlı" hale getirdi. Öte yandan 2025 yılında yapay zekâ teması belirleyici rol oynadı. Veri merkezleri, çip/altyapı ve yazılım tarafındaki sermaye harcamaları piyasada uzun süre "ana hikâye" olurken, yılın son çeyreğinde Oracle ve Broadcom kaynaklı beklenti altı performans ve Wall Street tarafından gelen yorumları, Yapay zeka fiyatlamalarında seçiciliği artırıp "balon" tartışmalarını yeniden canlandırarak teknoloji hisselerinde dönemsel kâr realizasyonlarına yol açtı.

2026 yılı ABD ekonomisi görünümü, Fed'in temkinli gevşeme seyrine devam etmesi, jeopolitik gelişmelerin enerji piyasalarına yansması ve ara seçimlerin politik belirsizlik yaratması atmosferinde şekilleniyor. Fed'in Aralık 2025 projeksiyonlarında 2026 için medyan tek 25 baz puanlık faiz indirimi beklentisi korunurken, piyasa tarafı iki adet 25 baz puan indirim ihtimalini güçlü bir ihtimal olarak fiyatlıyor. Bu ayrışma Dolar Endeksi ve uzun vadeli faizler üzerinde potansiyel dalgalanma yaratıyor. Fed'in bilanço programında kısa vadeli Hazine bonosu alımlarına başlaması, likiditeyi destekleyici bir unsur olarak ön plana çıkarken, tarifelerin mal enflasyonu üzerindeki etkisi ve işgücü piyasasındaki yumuşamanın Fed'i veri odaklı bir politika izlemeye zorladığı izleniyor.

ABD'nin Venezuela'daki müdahalesi, enerji piyasasındaki arz riskini azaltırken ve "petro-dolar" kanalı üzerinden dolar talebini artırarak Dolar Endeksi'ne destek sağlayabilir; enerji fiyatlarındaki oynaklık ise hem tüketici fiyatlamalarını hem de Fed'e ilişkin beklentileri etkilemeye devam edecek. Fed'in Aralık 2025 yılında yayınladığı Projeksiyonlarda 2026 yılı için %2,3 büyüme öngördü. Piyasa beklentisi ise %2,5-%2,7 seviyesinde bulunuyor.

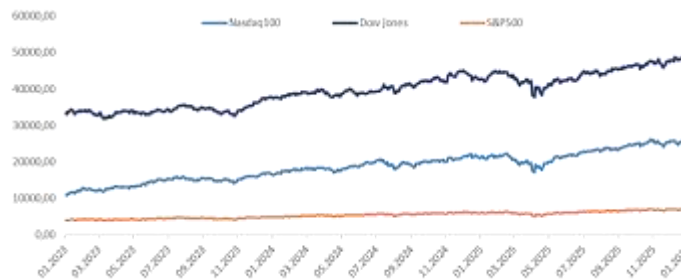
ABD 10 yıllık – 2 yıllık Tahvil Getirileri



Kaynak: FED, ADY Araştırma

2026 ABD hisse piyasalarında ise projeksiyonlar genel olarak pozitif bir görünüm sunmaktadır. 2026 yılında Fed'in faiz indirimleri, sağlam kurumsal kâr büyümesi ve yapay zekâ odaklı teknoloji yatırımlarının katkısı öne çıkmaktadır. Nasdaq tarafında teknoloji ve büyüme odaklı hisselerle yönelik yatırımcı ilgisi 2026'da da korunmakla birlikte, yüksek değerlemeler ve "Yapay Zeka balonu" tartışmaları dalgalanmayı artıran risk faktörleri arasında yer alıyor. Dow Jones Industrial açısından ise enerji, finans ve döngüsel sektörlere yönelik beklentilerle daha dengeli bir seyir öngörülüyor. 2026 yılında S&P 500 tarafında ise beklentiler ağırlıklı 7.100–8.000 bandına işaret etmektedir.

S&P 500 - Dow Jones - Nasdaq



Kaynak: Matriks

Fed Politikaları

Fed, politika faizini yılın son toplantısı olan 10 Aralık 2025'te 25 baz puan indirerek faiz aralığını %3,50–3,75 seviyesine çekti ve yıl genelinde toplam 75 baz puanlık indirim gerçekleştirilmiş oldu. Kararla birlikte yayımlanan projeksiyonlarda, 2026 yılı için tek faiz indirimi beklentisinin korunması dikkat çekerken, karar metninde yer alan ifade değişikliği, Fed'in para politikasının yönüne ilişkin belirsizliğin arttığına işaret etti. Ayrıca 2019'dan bu yana ilk kez üç karşı oyun gelmesi, para politikası duruşuna ilişkin kurul içindeki görüş ayrılıklarının artmaya başladığını gösterdi;. Ekonomik projeksiyonlar incelendiğinde, çekirdek PCE beklentisinin 2025 için %3,1'den %3,0'a, 2026 için %2,6'dan %2,5'e indirilmesi enflasyon cephesinde sınırlı bir iyileşmeye işaret ederken, büyüme beklentilerinin 2025 için %1,7'ye, 2026 için %2,3'e yükseltilmesi ekonomik aktivite de direncini koruduğuna işaret etti. Ocak ayında Fed Başkanı Jerome Powell'a yönelik hukuki süreç, Fed'in bağımsızlığına ilişkin endişeleri güçlendiren önemli bir gelişme olarak piyasaların gündeminde yer aldı. ABD Adalet Bakanlığı'nın Fed'in Washington'daki merkez binası yenileme projesiyle ilgili olarak Powell ve Fed'e grand jury celbi tebliğ ettiği ve cezai iddianame tehdidinin bulunduğu açıklandı; Powell bunun siyasi baskı ve para politikasına müdahale olarak nitelendirerek güçlü şekilde reddetti. Bu durum, Fed'in tarafsız veri odaklı karar alma mekanizmasının siyasetin hedefi haline gelme riskini gündeme getirdi.

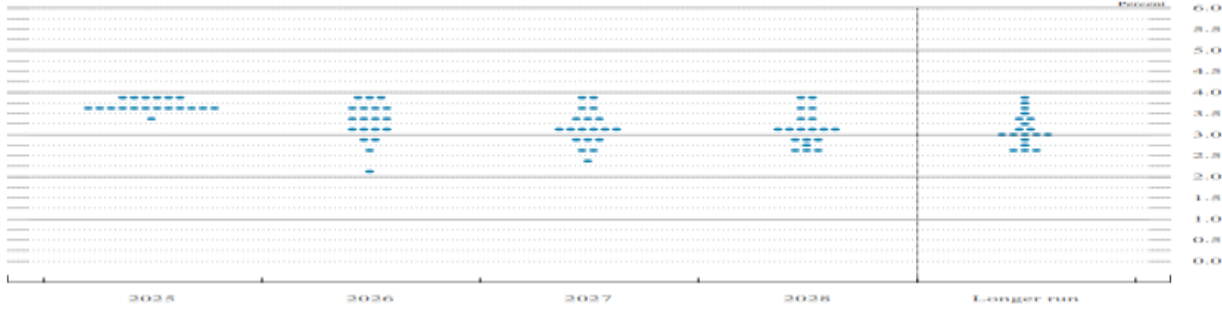
Fed Üyelerinin Ekonomik Projeksiyonları

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8	1.6-1.8	2.1-2.5	1.9-2.3	1.8-2.1	1.8-2.0	1.5-2.0	2.0-2.6	1.8-2.6	1.7-2.6	1.7-2.5
September projection	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.3-2.0	1.5-2.6	1.7-2.7	1.6-2.6	1.7-2.5
Unemployment rate	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2	4.5-4.6	4.3-4.4	4.2-4.3	4.0-4.3	4.0-4.3	4.4-4.6	4.2-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
September projection	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.0-4.3	4.2-4.6	4.0-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
PCE inflation	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0	2.8-2.9	2.3-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.7	2.0-2.3	2.0	2.0
September projection	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0	2.5-3.2	2.2-2.8	2.0-2.4	2.0	2.0
Core PCE inflation	3.0	2.5	2.1	2.0		2.9-3.0	2.4-2.6	2.0-2.2	2.0		2.7-3.1	2.2-2.7	2.0-2.5	2.0	
September projection	3.1	2.6	2.1	2.0		3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2.0		2.7-3.4	2.2-2.9	2.0-2.4	2.0-2.2	
Memo Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-3.9	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	3.4-3.9	2.1-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9
September projection	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	2.9-4.4	2.6-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9

İşsizlik beklentilerinin %4,4–4,5 bandında korunması ise Fed'in "yumuşayan ancak istikrarını koruyan" bir işgücü piyasası öngördüğünü gösterdi. Bununla birlikte Fed, finansal sistemde zayıflayan rezerv seviyelerini desteklemek amacıyla Aralık ayından itibaren aylık 40 milyar dolarlık Hazine tahvili alım programına başlayacağını açıkladı ve bilanço küçültme sürecini 1 Aralık 2025 tarihinde durdurdu. Bu adım, likidite yönetiminin 2026 para politikasında kritik bir araç olarak kullanılacağını ortaya koydu. Powell toplantı sonrasında yaptığı açıklamalarda, ekonomide büyümenin dayanıklılığını koruduğunu ancak istihdam piyasasında belirgin bir yumuşama görüldüğünü, tarife kaynaklı mal enflasyonunun 2026'nın ilk çeyreğinde zirve yapabileceğini ve sonrasında dezenflasyon sürecinin yeniden güç kazanmasının beklendiğini ifade etti. Jerome Powell'ın görev süresi 15 Mayıs 2026'da sona erecek. Powell'ın başkanlığında Fed 26 Ocak, 18 Mart ve 29 Nisan'da üç kez faiz toplantısı gerçekleştirecek. Jerome Powell sonrasında Fed başkanlığı için en güçlü aday önce ABD Başkanı Donald Trump'ın ekonomi danışmanı Kevin Hassett olarak öne çıkmıştı. Fed başkanlığı için en güçlü aday olarak görülen Kevin Hassett'in Beyaz Saray Ulusal Ekonomi Konseyi direktörlüğü görevinden ayrılmasının, yönetim için bir kayıp olacağını dile getiren Başkan Trump, Hassett'e "Gerçeği bilmek istiyorsan, aslında seni olduğun yerde tutmak istiyorum" dedi. Böylece Adaylık konusunda BlackRock'tan Rick Rieder ismini giderek daha fazla öne çıkmaya başladı Rick Rieder'in Faiz konusunda "daha hızlı" indirim taraftarı olduğu biliniyor.

Rieder Ocak ayında yaptığı açıklamada faiz oranlarının %3 seviyesine indirilmesi gerektiğini belirtmişti. Rieder'ın başkanlığında faiz indirimleri projeksiyonlarda öngörüldüğü gibi bir veya piyasanın ve bizim öngörümüz olan iki indirimden fazla olabilir. Öte yandan bir diğer güçlü aday olan Fed Guvernörü Christopher Waller ise piyasalar tarafından daha "dengeli" bir isim olarak biliniyor.

FOMC Katılımcılarının Para Politikalarına İlişkin Değerlendirmeleri



Dolar Endeksi (DXY)

Dolar Endeksi (DXY), ABD dolarının euro (%57,6), Japon Yeni (%13,6), İngiliz Sterlini (%11,9), Kanada Doları (%9,1), İsveç Kronu (%4,2) ve İsviçre Frangı (%3,6) karşısındaki değerini ölçmektedir. Sepet içerisinde en yüksek ağırlığa sahip olan Euro, endeksin yönü üzerinde belirleyici bir rol oynamakta olup, DXY'deki hareketlerin önemli bir kısmı EURUSD paritesindeki fiyatlamalardan kaynaklanmaktadır. 2025 yılı boyunca EURUSD paritesi küresel para politikaları ve büyüme beklentilerindeki değişimlerin etkisiyle 1,02–1,19 aralığında dalgalı bir seyir izlemiştir. Aynı dönemde İngiliz sterlini, İngiltere Merkez Bankası'nın para politikası duruşu ve makroekonomik veriler doğrultusunda 1,21–1,38 bandında hareket ederek yılı bu aralıkta tamamlamıştır. Diğer taraftan Kanada Doları, İsveç kronu ve İsviçre Frangındaki görece sınırlı hareketlere rağmen, söz konusu para birimleri endeksin genel yönü üzerinde tamamlayıcı bir etki yaratmış ve dolar endeksinin yıl içindeki dalgalı görünümünü desteklemiştir.

2025 yılında Dolar Endeksi (DXY), yılın ilk aylarında güçlü bir seyir izledikten sonra yılın geri kalanında belirgin bir zayıflama trendine girmiştir. Paylaşılan günlük kapanış verilerine göre endeks, ocak ayında 109,81 seviyesine ulaşarak yılın zirvesini görmüş; ilk çeyrek boyunca 103–109 bandında yüksek seyrini korumuştur. Nisan ayı sonrasında Fed'in faiz indirimlerine yönelik beklentilerin güçlenmesiyle birlikte DXY'de aşağı yönlü bir kırılma yaşanmış ve endeks yaz aylarında 96–99 aralığına gerilemiştir. Eylül ve Aralık aylarında gerçekleşen Fed faiz indirimleri sonrasında dolar endeksi 100 seviyesinin altında kalıcı hale gelmiş; yılı 98,05 seviyesinde tamamlamıştır. Böylece 2025 genelinde DXY, yaklaşık 109,8–96,2 aralığında dalgalanmış; yılın ilk yarısında güçlü, ikinci yarısında ise belirgin şekilde zayıflayan bir fiyatlamaya sergilemiştir. 2026 yılında Fed Projeksiyonları 25 baz puanlık tek bir indirim öngörürken, Wall Street analistlerinin 2026 yılında Fed'den beklentisi 25 baz puan iki faiz indirimi yönünde.

Dolar Endeksi 2026 yılına ilişkin görünümü, küresel para politikası döngüsünün olgunlaşmasıyla birlikte doların yüksek değerli seyrinin kademeli olarak sorgulanmaya başlandığı, ancak jeopolitik risklerin aşağı yönlü hareketleri sınırladığı bir çerçeveye işaret etmektedir. ABD'de enflasyonun hedefe yakınsamaya devam etmesiyle FED'in faiz indirimlerine alan açabileceği beklentisi, doların faiz avantajını zaman içinde azaltabilir. Buna karşın, Venezuela'da devam eden siyasi belirsizlikler ve enerji arzına ilişkin riskler,

küresel petrol piyasasında oynaklığı artırarak doların emtia ticareti ve rezerv para olma özelliğini destekleyebilir. Öte yandan Grönland (Greenland) merkezli olarak Arktik bölgedeki jeostratejik rekabetin artması ve nadir toprak elementleri üzerinden şekillenen büyük güç mücadelesi, küresel risk algısını yüksek tutarak güvenli liman talebini arttırabilir.



Bu bağlamda 2026 yılında dolar endeksinin yönü, para politikasındaki görece gevşeme eğilimi ile jeopolitik risk primi arasındaki denge tarafından belirlenirken, doların küresel portföylerdeki stratejik ağırlığını koruyan ancak daha dalgalı bir seyir izleyen bir görünüm sergilemesi beklenmektedir.

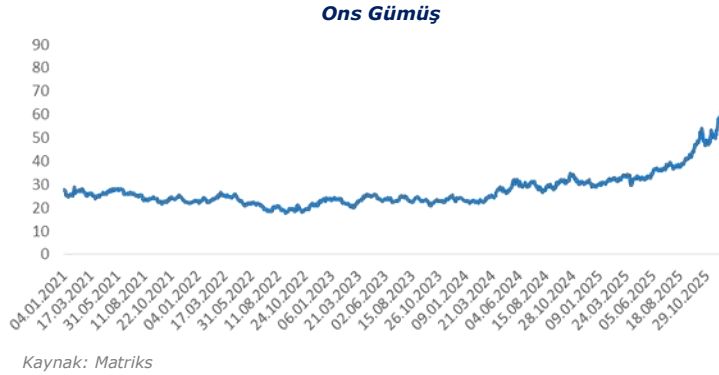
Emtia Piyasaları

Ons altın, 2024 Ekim’de gördüğü 2790 USD seviyesinin ardından 2025 boyunca güçlü yükseliş trendini sürdürdü; yıl içinde Fed’in faiz indirimleri, dolar endeksindeki zayıflama, jeopolitik riskler ve merkez bankası alımlarıyla birlikte fiyatlar 4500 USD’nin de üzerine çıkarak yeni tarihi zirveler kaydetti. Fed ve diğer majör merkez bankalarının 2025’te kademeli faiz indirimlerine yönelmesi, düşük reel faiz ortamını güçlendirerek altına yönelik “güvenli liman” ve enflasyondan korunma amaçlı talebi artırdı. Çin Merkez Bankası (PBOC), Mayıs 2024’te 18 ay süren alım serisine ara verdikten sonra Kasım 2024 itibarıyla yeniden altın alımlarına başladı ve 2025 boyunca üst üste aylarca rezervlerine altın eklemeyi sürdürerek resmi sektör talebinin ana sürükleyicilerinden biri oldu. Yıl sonuna gelindiğinde, Ons Altın 2025 yılında %64,4 değer kazanmış oldu.

2026 ocak ayına güçlü başlayan ONS Altın 5000 dolar üzerinde yeni tarihi rekor seviyelere ulaştı. Fed’in faiz indirimlerine devam etmesi, yeni Fed yönetimi, jeopolitik belirsizlikler, ticaret savaşları ve Çin Merkez Bankası başta olmak üzere devam eden alımların etkisi ile **2026 yılında ONS altının 5700-5800 dolar bandını test etmesini öngörmekteyiz.**



Gümüş, artan endüstriyel talep, yapay zeka ve yenilenebilir enerji yatırımlarının etkisiyle yıl içinde %100'ün üzerinde değer kazanarak emtia piyasalarında en dikkat çekici performansı sergiledi. 2025, gümüş için hem sınırlı arz hem de genişleyen talep kaynaklı bir ralli yılı olarak kayıtlara geçti. Özellikle endüstriyel kullanım alanlarının genişlemesi ve makroekonomik belirsizliklerin güvenli varlık talebini artırması, ONS gümüşü klasik bir değerli metalden öte, sanayi ve yatırım bileşenlerinin birleştiği bir araç haline getirdi. 2025 yılında XAGUSD %145,9 değer kazancı ile yılı tamamladı. **2026 yılına güçlü yükseliş ivmesi ile başlayan gümüşün 150-160 dolar bandını hedeflemesini beklemekteyiz.**



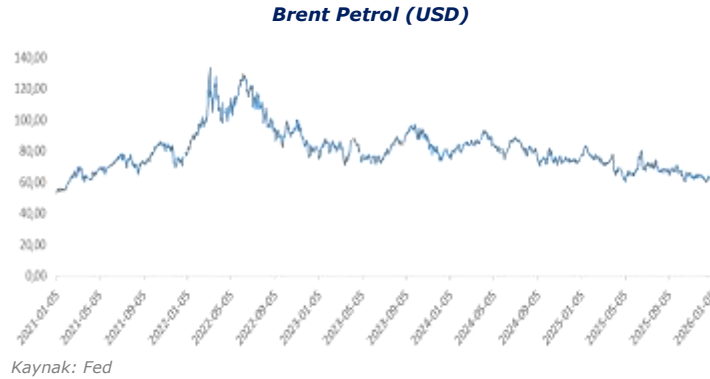
Bakır, 2025 yılında yapay zekâ, elektrikli araçlar, veri merkezleri ve enerji altyapı yatırımlarının hız kazanmasıyla güçlü bir talep artışı yaşarken, küresel arz tarafında yaşanan aksamalar ve jeopolitik belirsizliklerin etkisiyle yaklaşık %41 değer 2009'dan bu yana en iyi performansını kaydetti.

30 Temmuz 2025'te Trump yönetiminin yarı mamul bakır ürünlerine %50 gümrük vergisi getiren kararı imzalaması ve bu verginin 1 Ağustos 2025 itibarıyla yürürlüğe girmesi, ABD iç piyasasında arz sıkışıklığı ve maliyet artışı beklentilerini tetikleyerek bakır fiyatlarında agresif alımlara ve sert yükselişlere yol açtı.

2026 yılında beklentilerimiz, elektrifikasyon ve altyapı yatırımlarının sürmesi nedeniyle bakır talebinin yapısal olarak güçlü kalacağına, buna karşın Çin ekonomisinde beklenenden zayıf toparlanma ve ticaret savaşlarının yeniden sertleşmesi aşağı yönlü risk oluşturduğunu belirtelim. ABD'nin yerli üretimi teşvik eden politikaları ve küresel enerji dönüşümü yatırımları 2026 boyunca en güçlü katalizörler olarak öne çıkmaktadır.

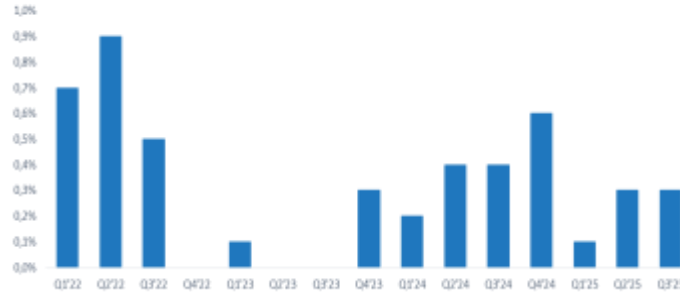


Brent petrolde 2025 yılı, jeopolitik risk primi ile zayıf talep endişelerinin sürekli yer değiştirdiği oldukça dalgalı bir görünüm sundu. Yılın başında Brent fiyatları 70 USD üzerinde seyrederken, dönem dönem Ortadoğu'da tırmanan İsrail-İran gerilimi ve Hürmüz Boğazı çevresindeki arz riskleriyle birlikte kontratların 80 USD seviyesine yaklaşabildiği dönemler görüldü; buna karşın küresel büyüme görünümüne ilişkin aşağı yönlü revizyonlar ve ticaret gerilimleri talep tarafında baskı yarattı. OPEC+'ın 2025 boyunca kademeli üretim artışına gitmesi ve OECD stoklarının beklenenden yüksek seyretmesi, özellikle yaz aylarından itibaren petrol fiyatlarında aşağı yönlü bir düzeltmeyi tetikledi; yıl sonuna gelindiğinde Brent, 58 USD bandında, son dört yılın en düşük seviyelerine yakın işlem gördü. ABD Enerji Enformasyon İdaresi (EIA), 2026'da zayıf talep ve artan arz nedeniyle fiyatların bir miktar aşağı sarkabileceğine dikkat çekiyor. EIA Projeksiyonları 2026 yılında Brent Petrolün ortalama varil başına 55,08 USD olacağını öngörüyor. Yılın başında ABD'nin Venezuela'ya müdahalesi Brent Petrol üzerinde etki gösterebilecek bir jeopolitik unsur olarak öne çıkıyor. Venezuela petrolünün küresel (özellikle ABD) piyasalara daha rahat akması beklentisi, zaten 2026 için konuşulan görece rahat küresel arz görünümü ile birleştiğinde Brent üzerindeki yukarı yönlü baskıyı törpülemekte ve fiyatları dengeleyici yönlü bir çerçevede tutmaktadır. Bu nedenle mevcut senaryoda 2026 boyunca ABD-Venezuela hattının Brent'e etkisi, orta vadeli arz rahatlamasının yukarı yönlü hareketleri baskıladığı bir fiyatlama yapısına işaret etmektedir. ABD Enerji Bakanı Chris Wright, Venezuela'da siyasi değişim sağlamak amacıyla ülkenin petrol satışlarını tamamen kontrol altına alacaklarını ve ham petrolü süresiz olarak dünya pazarlarına sunacaklarını duyurdu.



Avrupa'da Ekonomik Görünüm

Euro Bölgesi ve Avrupa Birliği ekonomileri 2025 yılında, resesyon riskinden uzak fakat potansiyelin altında büyüme performansı göstermiştir. Euro Bölgesi'nde GSYH büyümesi ECB projeksiyonlarında %1,4 olarak tahmin edilirken, Avrupa komisyonu tarafından %1,3 olarak tahmin edilmektedir. Eurostat veri tabanında yayımlanan çeyreklik ulusal hesaplar kapsamında yer alan (y/y) GSYH büyüme oranlarına göre, Euro bölgesi ekonomisi 2025 yılının birinci çeyreğinde %1,6 ikinci çeyreğinde %1,6 ve üçüncü çeyreğinde ise %1,4 oranında büyüme kaydetmiştir. Büyüme ağırlıklı olarak özel tüketim ve hizmetler sektörü kaynaklı olmuştur. Yüksek faiz oranlarının gecikmeli etkileri, zayıf küresel ticaret görünümü ve sanayi üretimindeki durgunluk, özellikle yatırım harcamaları ve imalat sanayi üzerinde baskı yaratmıştır.

Euro Bölgesi GSYH - Çeyreklik Reel büyüme Oranları

Kaynak: Eurostat, ADY Araştırma

Bölgedeki enflasyon rakamları incelendiğinde, enerji fiyatlarındaki normalleşme ve baz etkilerinin katkısıyla HICP enflasyonu yıl sonunda yaklaşık %2,1 seviyesine gerileyerek ECB'nin %2'lik hedefine yaklaşmıştır. Buna karşın hizmet fiyatları ve ücret artışları çekirdek enflasyonun görece katı seyretmesine neden olmuştur. Bu görünüm altında ECB, 2025 yılı boyunca para politikasında temkinli duruşunu koruyarak Haziran ayında 25 baz puanlık faiz indirimi gerçekleştirdikten sonra yılın geri kalanında politika faizlerini sabit tutmuştur. Yıl boyunca Euro Bölgesi PMI göstergeleri, bölge ekonomisinin zayıf ancak kademeli bir toparlanma arayışı içinde olduğunu ortaya koymuştur. Yıl boyunca Euro Bölgesi PMI verileri, ekonominin zayıf ancak kademeli bir şekilde toparlanma eğiliminde olduğunu göstermiştir. İmalat PMI yılın ilk yarısında 50 eşik seviyesinin altında kalarak daralma bölgesinde seyrederken, hizmet PMI iç talep ve turizm desteğiyle daha dirençli bir görünüm sergileyerek yılın ikinci yarısında 50 eşik seviyesi üzerinde hareket etmiştir. ECB'nin daha dengeli para politikası sınırlı bir toparlanmayı desteklese de, PMI verileri düşük büyüme ve kırılgan denge görünümünün sürdüğüne işaret etmiştir.

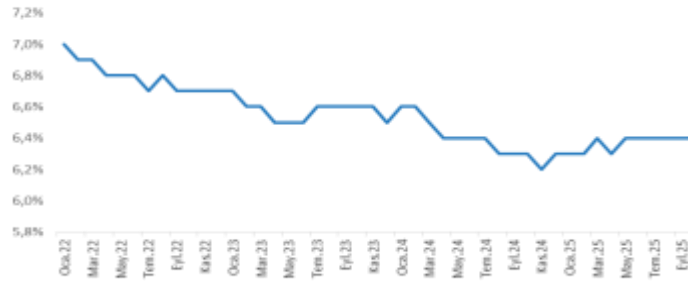
Euro Bölgesi Enflasyonu

Kaynak: Eurostat, ADY Araştırma

2025 yılında Euro Bölgesi ekonomisi jeopolitik riskler ve küresel ticaretteki belirsizlikler nedeniyle potansiyelinin altında büyürken, bu görünüm Almanya üzerinde daha da belirgin olmuştur. Rusya – Ukrayna savaşının devamı savunma harcamalarını arttırarak Rheinmetall gibi savunma sanayi şirketlerini desteklemiştir. Ancak yüksek enerji maliyetleri ve zayıf küresel talep Almanya'nın sanayi üretimi ve ihracat performansını baskılamıştır. Öte yandan Donald Trump'ın korumacı tarife söylemleri özellikle otomotiv ve makine sektörlerinde dış talep beklentilerini zayıflatarak yatırımların ertelenmesine neden olmuştur.

2025 yılı boyunca Euro Bölgesi işgücü piyasası, ekonomik büyümenin potansiyelin altında kalmasına rağmen dirençli ve istikrarlı bir görünüm sergilemiştir. Eurostat tarafından yayımlanan mevsimsellikten arındırılmış işsizlik verilerine göre, Euro Bölgesi işsizlik oranı yıl genelinde %6,3-6,4 bandında seyrederek tarihsel ortalamaların (6,5%) altında kalmıştır. Hizmetler sektörü öncülüğünde devam eden istihdam artışı, firmaların nitelikli işgücünü koruma eğilimi ve demografik kısıtlar, ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya rağmen işgücü piyasasında belirgin bir bozulmayı engellemiştir. Buna karşılık, imalat sektöründeki zayıf seyir ve yatırım harcamalarındaki sınırlı toparlanma, işsizlik oranında daha belirgin bir gerilemenin önünde engel oluşturmuştur. Bu doğrultuda 2025 yılı, Euro Bölgesi'nde işgücü piyasasının büyümeden daha güçlü bir performans sergilediği, ancak görünümün orta vadede ekonomik ivmeye duyarlılığını koruduğu bir dönem olarak öne çıkmıştır.

Euro Bölgesi İşsizlik Oranı



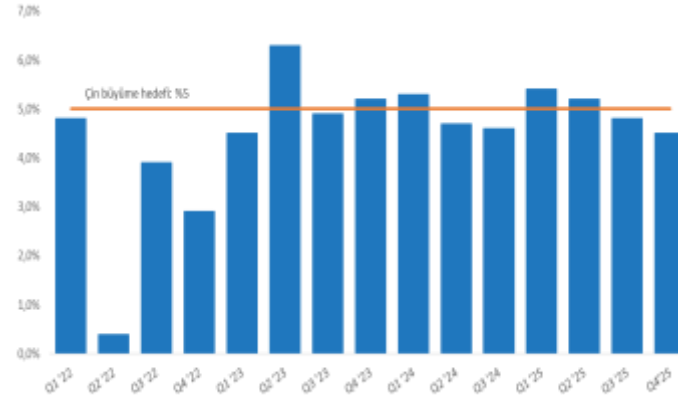
Kaynak: Eurostat, ADY Araştırma

ECB projeksiyonlarına göre 2026 yılı beklentileri enflasyonun %2 civarında (%1,8-2,0) dengelendiği, büyümenin ılımlı ancak pozitif (%1-1,3) seyrettiği ve işsizlik oranının %6-6,5 seviyesinde yatay-hafif gerileyen bir görünüm sunduğu bir yıla işaret etmektedir. Uluslararası kurumların tahminlerine bakıldığında bu çerçevenin teyit edildiği ve güçlü sıçramadan ziyade istikrarlı toparlanma beklentisinin öne çıktığı görülmektedir. Rusya-Ukrayna savaşının 2026'da sona ermesi veya belirgin bir şekilde yumuşaması senaryosu, enerji fiyatları ve üretim maliyetleri üzerinden enflasyonu aşağı çekerek büyümeyi destekleyici, risk primlerini azaltıcı ve yatırım iştahını arttırıcı etki yaratabilme potansiyelini güçlendirebilir. Bu doğrultuda STOXX Europe 50 ve STOXX Europe 600 endekslerinde beklenti, kazanç büyümesinin yeniden ivmelenmesiyle pozitif ancak sınırlı yükseliş potansiyelinin korunması yönündedir.

Asya Ekonomileri

2025 yılına ilişkin olarak açıklanan büyüme verileri, Asya ekonomilerinde ekonomik faaliyetin 2024 yılına kıyasla daha temkinli bir seyir izlediğini, ancak bölge genelinde belirgin bir sert daralma sinyali vermediğini göstermektedir. Çin'de Ulusal İstatistik Bürosu tarafından yayımlanan verilere göre Çin ekonomisi 2025 yılında çeyrekler itibariyle yıllık bazda sırasıyla %5,4, %5,2, %4,8 ve %4,5 oranında büyüme kaydetmiştir. Böylece Çin ekonomisi yıllık %5 oranında gerçekleşerek yıllık büyüme hedefi yakalanmıştır. Çin ekonomisinin 2025'teki büyümesinde ihracat ve dış ticaret performansı belirleyici olurken, iç talep özellikle tüketim ve yatırımlar görece olarak zayıf seyretilmiştir; bu durum büyümenin sürdürülebilirliği açısından dikkat çekici faktör olmuştur.

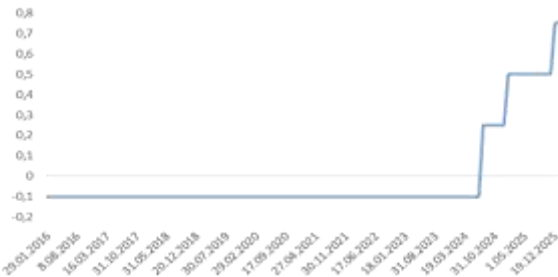
Çin GSYH – Yıllık



Kaynak: NBS of China, ADY Araştırma

Japonya, uzun yıllardır süren negatif faiz politikasının ardından 2024-2025 döneminde para politikasında normalleşme sürecine girmiş ve politika faizini kademeli olarak arttırmıştır. 2026 yılında Japonya Merkez Bankası'nın enflasyonda kalıcılık ve ücret artışlarını gözeterek ihtiyatlı bir sıkılaştırma çizgisini koruması, faiz oranlarının %1'e doğru sınırlı bir yükseliş göstermesi beklenmektedir. Japonya'da açıklanan Q1-Q3 verileri, ekonomik aktivitenin yıllıklandırılmış bazda %0,7 civarında gerçekleştiğini ortaya koymuş; yüksek girdi maliyetleri ve zayıf iç talep büyümeyi baskımlarken, net ihracat kaleminin sınırlı da olsa dengeleyici rol oynadığı izlenmiştir. Hindistan, %7,0 civarında büyüme kaydederek bölge genelinde olumlu ayrılmış; güçlü iç talep dinamikleri, kamu altyapı harcamaları ve hizmetler sektöründeki canlılık büyümenin ana belirleyicileri olmuştur. Mevcut gerçekleştirmeler Asya'da gelişmiş ekonomilerde büyümenin sınırlı kaldığı, buna karşın gelişmekte olan ekonomilerin bölgesel büyümeye ana katkısı sağlamayı sürdürdüğü bir görünümü teyit etmektedir. Genel çerçevede 2026 projeksiyonları, Asya ekonomilerinin küresel sıkılaştırma döngüsünün etkilerine rağmen küresel büyümeye en yüksek katkıyı sağlayan bölge konumunu koruyacağına işaret etmektedir.

Japonya Faiz Oranı



Kaynak: BoJ, ADY Araştırma

Japonya Enflasyonu



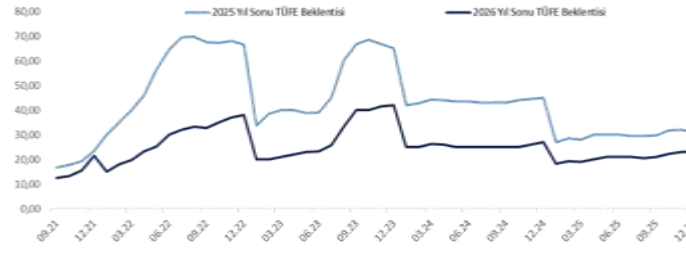
Kaynak: BoJ, ADY Araştırma

TÜRKİYE EKONOMİSİ

Enflasyon

2024 yılı sonunda %44,38 olarak gerçekleşen yıllık enflasyon, 2025 yılında %30,89'a gerilemiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2025 yılı dördüncü Enflasyon Raporu'nda 2026 yıl sonunda enflasyonun %13-%19 aralığında gerçekleşeceği öngörüldürken, enflasyonun 2027 yılı sonunda tek haneli seviyelere gerileyerek orta vadede %5 hedefi etrafında istikrar kazanması beklenmektedir. Raporda 2026 ve 2027 yılları için belirlenen ara hedefler sırasıyla %16 ve %9 olarak korunurken, 2026 yılına ilişkin projeksiyonlarda gıda ve ithalat fiyatı varsayımlarındaki artışa rağmen, iç talepte beklenen yavaşlama ve enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin bu etkileri dengeleyeceği öngörüldürken, para politikasında önceki döneme kıyasla daha sıkı bir patikanın izleneceği ifade edilmiştir. Eylül ayında güncellenen OVP'de ise 2026 yılı beklentisi %16'ya yükseltilmiş; 2027 ve 2028 yılları için sırasıyla %9 ve %8 hedefleri açıklanmıştır. Üretici fiyat endeksi Ocak-Nisan döneminde düşüş kaydederken, Mayıs-Aralık döneminde %23,13 seviyesinden %27,67'e yükselmiş; yıl içindeki en yüksek seviye Aralık ayında, en düşük seviye ise Nisan ayında %22,50 olarak gerçekleşmiştir.

TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi



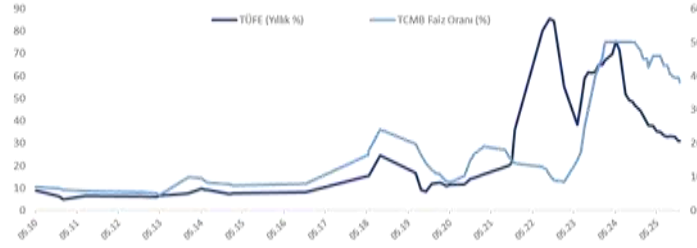
Kaynak: TCMB, ADY Araştırma

Faiz Politikası

Politika faizi 2025 yılına %47,5 seviyesinden başlamış, yılın son toplantısında 12 Aralık'ta %38 olarak belirlenmiştir. Para Politikası Kurulu, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını %39,5'ten %38'e indirirken, karar metninde fiyat istikrarı sağlanana kadar sıkı para politikası duruşunun sürdürüleceği vurgulanmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, politika faizine ilişkin adımların enflasyon gelişmeleri, ana eğilim ve beklentiler dikkate alınarak ara hedeflerle uyumlu biçimde belirleneceğini ifade etmiştir.

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK) metninde, Türk lirası mevduatın teşvik edilmesi ve yurtdışı borçlanmanın uzun vadeli yapıda sürdürülmesi yaklaşımının 2026 yılında da devam edeceği belirtilirken, Kur Korumalı Mevduat uygulamasının sona erdirilmesiyle TL mevduatının toplam mevduat içindeki payının %61'e yükseldiği kaydedilmiştir. 2026 yılının ilk Para Politikası Kurulu toplantısında TCMB, politika faizini beklentilerin altında kalan 100 baz puanlık indirimle %37 seviyesine çekmiş; karar metninde enflasyonun ana eğilimindeki gerilemeye dikkat çekilirken, fiyat istikrarı sağlanana kadar sıkı para politikası duruşunun korunacağı vurgulanmıştır. 2026 yılında Para Politikası Kurulu 8 toplantı ve 4 Enflasyon Raporu yayımlayacaktır.

TCMB Faiz Oranı – TÜFE



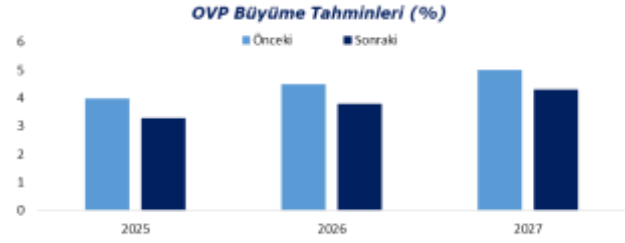
Kaynak: TCMB, TÜİK, ADY Araştırma

Büyüme

Türkiye ekonomisi 2025 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %3,7 büyüme kaydetmiştir. 3Ç25’de mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH ise bir önceki çeyreğe göre %1,1 artmıştır. İmalat sanayi tarafında, Türkiye İmalat PMI Ekim ayında 46,5 iken Kasım 2025’te 48 ve Aralık ayında 48,90 seviyesinde yılı kapatmıştır. Endeks 50 eşik değerinin altında kalmakla birlikte yılı en yüksek seviyeden kapatarak faaliyet koşullarındaki bozulmanın en hafif seyrinde olduğuna işaret etmiştir. Üretimdeki daralma hız keserken, yeni siparişlerdeki zayıflık firmaların üretim hacimlerini sınırlamaya devam ettiğini göstermiştir.



Kaynak: TÜİK, ADY Araştırma

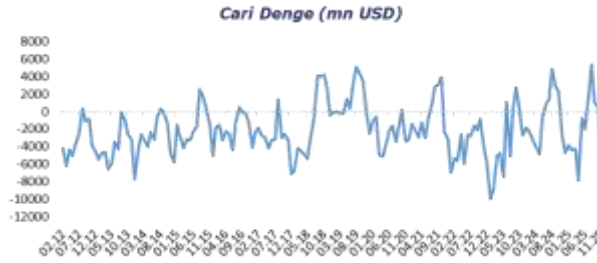


Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, ADY Araştırma

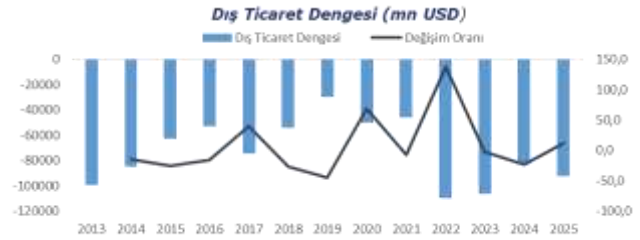
Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı ile Hazine ve Maliye Bakanlığı’nca ortaklaşa hazırlanan Orta Vadeli Program’da (OVP) 2025 yılı büyüme tahmini önceki programda %4,0 iken %3,3’e revize edilmiş, 2026 yılı için büyüme beklentisi ise %4,5 seviyesinden %3,8’e düşürülmüştür. 2027 yılı büyüme tahmini ise %5,0 seviyesinden %4,3 olarak düzeltilmiştir. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü OECD, Türkiye için 2025 yılı büyüme tahminini %3,2, 2026 yılı tahminini %2,9 olarak açıklarken, Uluslararası Para Fonu IMF 2025 yılı büyüme beklentisini %3,3’ten %3,7’ye, 2026 yılı tahminini ise %3,0’tan %3,5’e yükseltmiştir. Fitch Ratings, Türkiye ekonomisine ilişkin değerlendirmesinde 2025 yılı büyüme tahminini %3,5’ten %3,8’e yükseltirken, 2026 yılında %3,5 ve 2027 için %4,2 oranında büyüme beklemektedir.

Cari Denge – Dış Ticaret Dengesi

2024 yılı genelinde cari işlemler açığı 10,20 milyar USD seviyesinde gerçekleşirken, 2025 yılı Temmuz ayında sekiz ay aranın ardından ilk kez cari fazla verilmiştir. Ekim ayında 487 milyon USD fazla kaydedilmesiyle birlikte cari denge dört ay üst üste fazla vermiştir. Bu olumlu görünümünden sonra ise son açıklanan verilerde dört aylık cari fazladan sonra Kasım ayında 3,9 milyar USD cari açık kaydedilmiştir. 2025 Ocak-Kasım döneminde ise toplamda 18,5 milyar USD lik cari açık verilmiştir. Son Orta Vadeli Program'da cari işlemler açığının 2025 yılı için 22,6 milyar USD, 2026 yılı için 22,3 milyar USD ve 2027 yılı için 20,5 milyar USD olarak gerçekleşmesi öngörülmüşken, cari açığın GSYH'ye oranının 2025 yılında %-1,4 ve 2026 yılında %-1,3 ve 2027 yılında %-1,2 seviyesinde olması beklenmektedir.



Kaynak: TCMB, ADY Araştırma

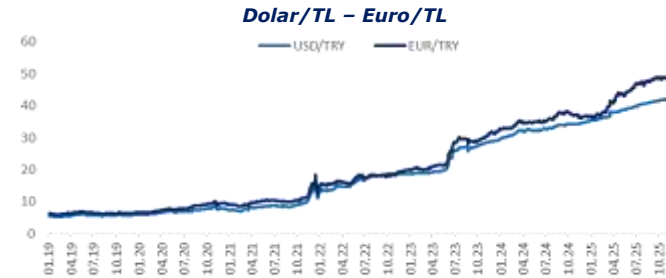


Kaynak: TCMB, ADY Araştırma

Dış ticaret açığı 2024 yılında 82,23 milyar USD olarak gerçekleşmiş, 2025 yılında ise bir önceki yıla göre %12 artarak 92,09 milyar USD seviyesine yükselmiştir. 2025 yılında ihracat önceki yıla göre %4,5 artışla 261,7 milyar USD'den 273,4 milyar USD'ye yükselmiştir, ithalat ise önceki yıla göre %6,3 artışla 344 milyar USD'den 365,5 milyar USD'ye yükselmiştir, ihracatın ithalatı karşılama oranı 1,3 puan gerileyerek %74,8 olmuştur. OVP'de dış ticaret açığı 2026 yılı için 96 milyar USD olarak tahmin edilirken, 2027 yılı için ise 99 milyar USD öngörülmüş, Ekim ayı itibarıyla yıllıklandırılmış dış ticaret açığı ise 90,74 milyar USD seviyesinde gerçekleşmiştir.

Döviz Kurları

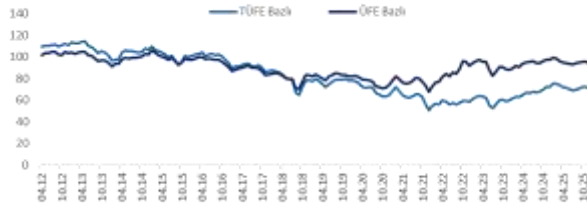
2025 yılını 42,9557 seviyesinden tamamlayan Dolar/TL kuru, yılın son işlem gününde 43 seviyesini görürken, yıl genelindeki yükseliş %21,43 olarak gerçekleşmiştir. Euro/TL ise 2025 yılı boyunca %37,84 artış kaydederek yılı 50,5535 seviyesinden kapatmıştır.



Kaynak: Matriks, ADY Araştırma

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kasım ayı Piyasa Katılımcıları Anketi'nde cari yıl sonu Dolar/TL beklentisi 43,42 TL iken, Aralık ayında 43,06 TL'ye gerilemiştir. Buna karşılık, 12 ay sonrası döviz kuru beklentisi Kasım ayında 50,62 TL iken Aralık ayında 51,08 TL'ye yükselmiştir. TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru Ocak ayında 75,25 seviyesine ulaşarak Mart 2020'den bu yana en yüksek değerini kaydetmiştir. **Dolar/TL'nin 2026 yılını 53 TL'den tamamlanmasını beklemekteyiz.**

Reel Efektif Döviz Kuru



Kaynak: TCMB, ADY Araştırma

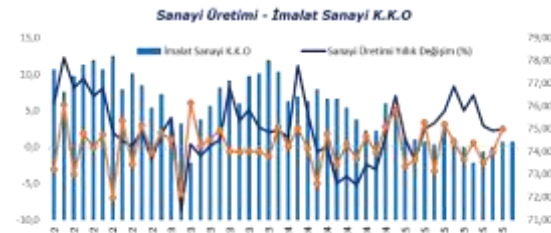
Döviz Kuru (Dolar/TL) Beklentileri



Kaynak: TCMB, ADY Araştırma

Sanayi Üretimi

Sıkı para politikasının ve yüksek finansman maliyetlerinin etkisi sanayi göstergelerinde izlenmeye devam etmiştir. Sanayi üretimi son açıklanan verilerde 2025 yılı Kasım ayında yıllık bazda %2,4 artış kaydederken, 2024 yılı Kasım ayında sanayi üretimi %1,7 artış göstermişti. Alt sektörler incelendiğinde ise, 2025 yılı Kasım ayında madencilik ve taş ocakçılığı sektörü endeksi bir önceki aya göre %4,8 azaldı, imalat sanayi sektörü endeksi %3,1 arttı ve elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü endeksi %0,5 azaldı. İmalat sanayi Kapasite Kullanım Oranı ise Aralık ayında bir önceki ayla aynı oranda %74,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. İstanbul Sanayi Odası tarafından hazırlanan İmalat PMI eşik değer olan 50'nin altında kalmaya devam etmekle birlikte, Ekim ayında üst üste ikinci kez artarak Kasım ayındaki 48,0 seviyesinden 48,9'a yükselmiş ve faaliyet koşullarındaki bozulmanın son 12 ayın en sınırlı düzeyinde gerçekleştiğine işaret etmiştir. Bazı firmalar müşteri talebinde kısmi iyileşme bildirse de, yeni siparişlerdeki yavaşlama Mart 2024'ten bu yana en düşük seviyede kaydedilmiş; hem iç talep hem de ihracat siparişlerindeki zayıf seyrin sürdüğü gözlenmiştir.



Kaynak: TÜİK, ADY Araştırma



Kaynak: TÜİK, ADY Araştırma

Türkiye Not Görünümü

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, son dönemde uygulanan makroekonomik politikalar ve finansal göstergelerdeki iyileşmeye paralel olarak Türkiye'ye yönelik değerlendirmelerinde daha olumlu bir çerçeveye çizmektedir. Moody's, Temmuz 2024'te Türkiye'nin kredi notunu iki kademe artırarak B3'ten B1'e, Temmuz 2025'te ise Ba3 seviyesine yükseltmiş ve not görünümünü durağana çevirmiştir. Fitch Ratings, Türkiye'nin kredi notunu B+'dan BB-'ye yükseltmiş ve görünümü durağan olarak teyit ederken, kısa vadede yeni bir artıştan ziyade mevcut notun korunmasını ana senaryo olarak öne çıkarmıştır. S&P Global Ratings ise 2025 yılında Türkiye'nin kredi notunu BB- seviyesine yükseltmiş, 2026 yılında da değerlendirmelerini sürdürmeye devam edeceğini belirtmiştir. Mevcut durumda üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu nezdinde Türkiye'nin kredi notu yatırım yapılabilir seviyenin yaklaşık üç kademe altında bulunmakla birlikte; artan Merkez Bankası rezervleri sinyalleri, gerileyen 5 yıllık CDS primleri ve finansal göstergelerdeki iyileşmeler olası bir not artışı için daha elverişli bir zemine işaret etmektedir. 2026 yılındaki ilk değerlendirmeler 23 Ocak tarihinde gerçekleştirilmiş; Moody's bu toplantıda Türkiye'ye ilişkin kredi notu ve görünümünde değişikliğe gitmemiştir. Fitch ise beklentilere paralel şekilde kredi notunu korurken, not görünümünü "durağan"dan "pozitif"e çevirmiştir.

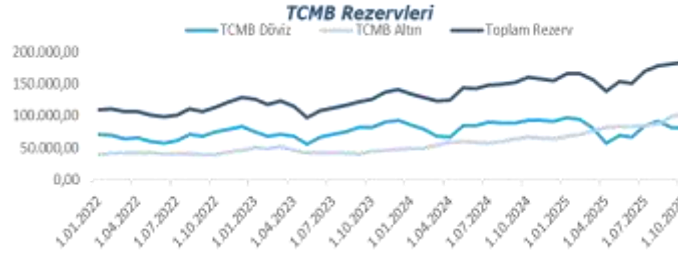
Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Görünümleri

Fitch	S&P	Moody's	Not	Kategori
AAA	AAA	Aaa	Prime	Yatırım Yapılabilir Düzey
AA+	AA+	Aa1	Yüksek Not	
AA	AA	Aa2		
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1		
A	A	A2	Üst Orta Not	
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1		
BBB	BBB	Baa2		
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	Ba1	Spekülatif	Yatırım Yapılamaz Düzey
BB	BB	Ba2		
BB-	BB-	Ba3		
B+	B+	B1	Çok Spekülatif	
B	B	B2		
B-	B-	B3		
CCC	CCC+	Caa1	Aşırı Riskli	
CCC	CCC	Caa2		
CCC	CCC-	Caa3		
CCC	CC	Ca		
CCC	C	Ca		
DDD	D	C	Batık	

Menkul Kıymet İstatistikleri ve TCMB Rezervleri

2025 yılında yurt dışı yerleşikler hisse senetlerinde 2.267,67 milyon USD net alım gerçekleştirirken, 2024 yılında 2.696,10 milyon USD net satış, 2023 yılında ise 1.389 milyon USD net alış yapılmıştı. Aynı dönemde DİBS tarafında 2.865,39 milyon USD net satış, ÖST tarafında ise 392,32 milyon USD net alım kaydedildi. Böylece 2025 yılıbaşından bu yana yurt dışı yerleşikler toplam portföyde 5.525,38 milyon USD net alış gerçekleştirirken, 2024 yılında bu tutar 13.724,71 milyon USD seviyesinde gerçekleşmişti.

Son açıklanan verilere göre brüt rezervler 192,3 milyar USD'den 193,9 milyar USD'ye yükselirken, net uluslararası rezervler (NUR) 79,8 milyar USD, swap hariç net rezervler ise 67,5 milyar USD seviyesinde gerçekleşmiştir. 2025 yılı içinde brüt rezervlerde en yüksek seviye Kasım ayında 198,4 milyar USD ile kaydedilmiştir. Altın rezervlerindeki artışın da katkısıyla rezervlerdeki yükseliş eğiliminin korunması, piyasa güvenini destekleyen bir unsur olarak değerlendirilmektedir.



Kaynak: TCMB, ADY Araştırma



Kaynak: TCMB, ADY Araştırma



Kaynak: TCMB, ADY Araştırma

TCMB'nin son iki yıldır uyguladığı sıkı para politikaları ve rezervlerdeki yükselişin etkisi ile ülke risk primi (CDS) 2025 yılında önemli iyileşme kaydetti. 2025 yılının ilk yarısında 370 baz puana kadar yükseliş görülmesinin ardından yılı 205 baz puanda tamamladı. 2025 yılında sadece Moody's'den gelen not artırımı ardından, 2026 yılında dezenflasyon programının olumlu etkilerine bağlı olarak ikinci yarıda not artışları görülebilir. 2018 yılından bu yana Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi, iç makroekonomik gelişmeler ve küresel finansal koşullara bağlı olarak yüksek oynaklık sergilemiştir. Pandemiyle birlikte 2020'de risk primi yeniden 400-450 baz puan bandına yükselmiş, 2021-2022 döneminde artan enflasyon ve politika belirsizliğiyle CDS'ler 2022 ortasında 850-900 puan ile tarihi zirvelerini görmüştür. 2023'ün ikinci yarısından itibaren ekonomi politikalarında normalleşme, para politikasında sıkılaşıma ve dezenflasyon sürecinin önceliklendirilmesiyle birlikte CDS'de iyileşme başlamıştır. Genel olarak, 2018-2022 döneminde yüksek risk algısını yansıtan CDS'ler, dezenflasyon sürecinin kararlılıkla sürdürülmesi halinde orta vadede daha kalıcı bir iyileşme potansiyeline işaret etmektedir.



Kaynak: Investing



Kaynak: Matriks

Makro Ekonomik Tahminler

Türkiye ekonomisinin, kademeli olarak devam eden dezenflasyon sürecinin etkisi ile 2025 yılını %3,7 oranında büyüme ile tamamlamasını beklemekteyiz. 2024 yılından itibaren uygulanan sıkı para politikalarının etkisi ile enflasyonda gözlenen düşüşün etkisi ile TCMB 2025 yılında 950 puan faiz indirimine gitmiştir. 2025'te faiz indirimi döngüsü birlikte kredi büyümesi ve yatırımlarda sınırlı da olsa artış gerçekleşmiş ve ekonomik büyümeyi desteklemiştir. 2026 yılında enflasyon verisinde gerileme ve politika faizinde indirim beklentileri ile birlikte **Türkiye ekonomisinin %4,2 oranında büyümesini beklemekteyiz.**

Türkiye ekonomisinde son iki yıldır uygulanan sıkı ekonomi politikaları ile dezenflasyon süreci devam etmektedir. Aralık ayında yıllık enflasyon oranının %30,89'a gerilemesi ile pozitif reel getiri 6,11 puanda bulunmaktadır. TCMB'nin Aralık toplantısında 150 baz puan ve Ocak 2026 toplantısında 100 baz puan indirimine giderek haftalık repo faizini %37'lere indirmiştir. Son açıklanan piyasa katılımcıları anketinde Ocak ayı manşet enflasyon verisi aylık beklenti %3,76 olmuştur. Yılın ilk aylarında enflasyonda yüksek seyrin devam etmesi beklenmekle birlikte Nisan ayından itibaren yeniden düşüş ve TCMB'nin indirimine gitmesi beklenebilir. Bu çerçevede TCMB'nin **2026 yılının geri kalanında 700 baz puan baz puanlık indirimi ile politika faizini %30 seviyesine çekmesini tahmin etmekteyiz.**

2024 yılını 82,2mlr USD açıkla tamamlayan dış ticaret dengesi, 2025 yılsonunda 92mlr USD açık vermiştir. 2026 yılında dış ticaret açığının enerji ithalatı ve diğer ara mallarının maliyetlerinin artmasında negatif etkilenmeye devam edebileceğini tahmin etmekteyiz. Enerji ve hammadde ithalatının yüksek olması, cari açık daralmasına rağmen negatif etki yapacaktır. Ödemeler dengesi 2025 yılı ikinci yarısında güçlü bir toparlanma sergilerken, altın ve enerji hariç cari denge fazla üretmeye devam etmektedir. **2025 yılının sonunda cari açığın 23,5mlr USD, 2026 yılında ise 26,9mlr USD olarak gerçekleşmesini öngörüyoruz.**

2026 sonunda yıllık TÜFE'nin %24 seviyesinde gerçekleşmesini beklemekteyiz. 2024 yılı haziran ayından itibaren uygulanmaya başlayan sıkı para politikaları ve maliye tedbirlerinin etkisiyle dezenflasyon sürecinin olumlu etkilerinin 2026 yılında enflasyonu olumlu etkilemesini beklemekteyiz. Bu süreçte yurt içi talepteki yavaşlama ve ekonomik faaliyetlerdeki soğuma enflasyonun düşüşünde etkili olmuştur. 2026 yıllarında ise enflasyon oranlarının daha sürdürülebilir bir seviyeye çekilebileceğini öngörüyoruz. 2026 yılında, faiz indirimlerinin devamı ile birlikte iç talebin canlanması ve maliye politikalarının destekleyici etkisiyle yıllık **TÜFE artışının %24'e gerilemesini beklemekteyiz.**

USD/TL de 2026 sonu tahminimiz 53 TL seviyesinde bulunuyor. Ekonomi yönetimimin uyguladığı sıkı para politikaları neticesinde Türk Lirasının reel olarak değerlendirilmeye devam etmesini bekliyoruz. Türkiye'nin döviz rezervlerindeki artış ve dış ticaret açığındaki daralma gibi olumlu gelişmelere rağmen, yüksek dış borç ödemeleri ve devam eden iç tasarruf açığı, döviz talebini yüksek tutarak kuru baskı altında tutabilir.

Makro Tahminler

					ADY Araştırma		OVP*		
Makro Veriler	2022	2023	2024	2025	2026 (T)	2027 (T)	2025 (T)	2026 (T)	2027 (T)
GSYH Büyüme (%)	5,50	5,10	3,30	3,7**	4,20	4,30	3,3	3,8	4,3
İşsizlik Oranı (%)	10,20	8,80	8,70	8,6	8,60	8,50	8,5	8,4	8,2
Dış Tic. Dengesi (mlr USD)	-109,50	-106,20	-82,23	-92,09	-97,50	-100,00	-93,2	-96	-99
Cari İşlemler Dengesi (mlr USD)	-46,30	-41,50	-10,20	-23,5**	-26,90	-25,60	-22,6	-22,3	-20,5
Kurlar ve Faizler									
TÜFE Yıl Sonu (Değ. %)	64,30	64,70	44,40	30,89	24,00	18,00	28,5	16	9
TCMB haftalık repo ihale faiz oranı	%9	%42,5	%47,5	%38	0,30	0,24			
USD/TRY	18,70	29,47	35,38	42,95	53,00	62,50	39,63	46,6	50,71
EUR/TL	17,39	32,74	36,68	49,494	60,50	69,00			
EUR/USD	1,07	1,10	1,03	1,17	1,20	1,22			
Emtialar									
BRENT	84,32	76,86	74,69	60,88	62	66	70	65	65,1
ONS Altın	1823,58	2062,98	2623,35	4313,39	5700				
Ons Gümüş	23,93	23,79	28,89	71,08	150				

Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, ADY Araştırma

*OVP - Orta Vadeli Program

**Tahmini

2026 Yılına İlişkin Önemli Tarihler

ÜLKE	TÜRKİYE	ABD	AVRUPA	İNGİLTERE	JAPONYA	TCMB Enflasyon Raporu	TCMB Finansal İstikrar Raporu	Kredi Not Tarihleri		
MERKEZ BANKASI	TCMB	FED	ECB	BOE	BOJ			MOODY'S	S&P	FITCH
OCAK	22	28			23			23		23
ŞUBAT			5	5		12				
MART	12	18	19	19	19					
NİSAN	22	29	30	30	28				17	
MAYIS						14	22			
HAZİRAN	11	17	11	18	16					
TEMMUZ	23	29	23	30	31			24		17
AĞUSTOS						13				
EYLÜL	10	16	10	17	18					
EKİM	22	28	29		30				16	
KASIM						12	27			
ARALIK	10	9	17	17	18					

MODEL PORTFÖY

Strateji: Küresel Piyasalar Trump etkisi devam edecek...

Küresel piyasalarda 2025 yılı majör merkez bankalarının faiz indirimleri, Trump tarifeleri ve jeopolitik gerginliklerin aynı anda fiyatlandığı bir yıl oldu. Majör merkez bankaları tarafında Fed, ECB, ve Bank of England faiz indirimlerine giderek "kontrollü gevşeme" sürecini başlattı. Öte yandan Bank of Japan ise 2025 Aralık toplantısında 25 baz puan faiz artırımına giderek faiz oranlarını %0,75 seviyesine 2008'den bu yana en yüksek seviyeye çıkardı.

ABD Merkez Bankası (Fed), yılın ilk yarısında faiz oranlarını %4,5 seviyesinde sabit tuttuktan sonra enflasyonda hedef oranına ulaşmamasına rağmen istihdam piyasasından gelen zayıflama sinyalleri sonrası Eylül'de 25 baz puan, Ekim'de 25 baz ve Aralık ayında da 25 baz puan indirimine giderek manşet faiz oranını %3,75 seviyesine çekti. 2026 yılı için Fed projeksiyonları 25 baz puanlık bir indirim öngörürken, piyasa 25 baz puanlık iki faiz indirimi bekliyor. Bizim beklentilerimizde Nisan toplantısında 25 baz puan ve Eylül toplantısında 25 baz puan olmak üzere iki faiz indirimi yönünde. Ancak görev süresi Mayıs ayında dolacak olan Mevcut Fed başkanı Jerome Powell'ın yerine başkan Trump'a yakın "daha hızlı" faiz indirim taraftarı bir ismin gelmesi faiz indirim miktarını değiştirebilir. Başkan Trump, Fed başkanlığı için en güçlü aday olarak görülen Kevin Hassett'in Beyaz Saray Ulusal Ekonomi Konseyi direktörlüğü görevinden ayrılmasının, yönetim için bir kayıp olacağını söyledi. Bu durum Adaylık konusunda BlackRock'tan Rick Rieder ismini giderek daha fazla öne çıkmaya başladı.

Strateji: Küresel Piyasalara parasal gevşeme destek...

ABD'de 2026 yılında sıkı para politikasında gevşeme, Kasım Ara Seçimleri ve Trump Tarifeleri takip edilecek...

Küresel tarafta faiz indirim sürecinin 2026 yılında devam etmesini beklemekteyiz. Fed'in 50 baz puan, ECB'nin sabit bırakmasını, BoE'nin 50 baz puan indirmesini ve BoJ'un ise 25 baz puan faiz artırabileceğini tahmin etmekteyiz. Bu beklentiler de riskli varlıkları destekleyebilir. Fed'in gevşeme politikaları geçmiş yıllarda incelendiğinde Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için portföy girişlerini sağlamış ve olumlu bir görüntü çizmiştir.

ABD Başkanı Donald Trump döneminde Kasım ara seçimleri, piyasalarda, yönetimin politika alanının ne ölçüde sınırlandırıldığına ilişkin beklentiler üzerinden fiyatlanmaktadır. Seçim öncesinde artan belirsizlik risk iştahını baskımlarken, Kongre'de dengeleyici bir sonuç Trump'ın korumacı ticaret politikaları, gümrük tarifeleri ve mali genişleme adımlarının sınırlanabileceği algısıyla ABD varlıkları açısından görece olumlu değerlendirilebilir. Buna karşılık Trump ile uyumlu bir Kongre yapısı, daha agresif maliye ve ticaret politikaları olasılığını artırarak enflasyon ve faiz beklentileri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmakta ve piyasalarda oynaklığı artırabilmektedir.

Başkan Donald Trump'ın Grönland başta olmak üzere stratejik bölgeler üzerinden dile getirdiği gümrük tarifesi ve ticari yaptırım tehditleri, ABD ekonomisi açısından enflasyon, büyüme ve dış ticaret dengesi kanallarında risk oluşturmaktadır. İthalata yönelik ek vergiler ara malı ve enerji maliyetlerini yükselterek şirket kârlılıklarını baskılamaktadır. Özellikle ABD'nin müttefikleriyle ticari gerilimin artması, küresel tedarik zincirlerinde aksamalara ve belirsizliğin yükselmesine neden oluyor. Bu durum yatırım kararlarını

öteleyerek büyüme görünümünü zayıflatmakta. Piyasalar açısından 2026 yılında Trump'ın bu tür söylemleri devam ettirmesi, politika öngörülebilirliğini azaltan ve risk primini yükselten bir unsur olarak değerlendirilebilir ve dolar, faiz, hisse senedi piyasalarında volatiliteye yol açabilir.

Strateji: 2026'da BIST100'de 20000 hedefte...

Türkiye ekonomisinde, kademeli devam eden dezenflasyon sürecine paralel olarak TCMB'nin faiz indirimlerinin seyri Borsa İstanbul'un yönünde belirleyici olacaktır.

Son gelen yurtdışı tahminlerde (OECD, IMF) Türkiye ekonomisinin 2026 yılı büyüme tahminleri %3,4-%3,7 seviyelerinde bulunmaktadır. 2026'nın özellikle ikinci çeyreğinden itibaren faiz indirimi döngüsünün hızlanması ile kredi büyümesinin ve yatırımların teşvik edilerek ekonomik büyümeyi desteklemesi söz konusu olabilir. Son iki yıldır uygulanan sıkı para politikaları ve maliye tedbirlerinin etkisiyle yurt içi talepteki yavaşlama ve ekonomik faaliyetlerdeki soğumanın etkisiyle baskılanan sektörler 2026 yılında yeniden ön plana çıkabilir.

TCMB tarafından yayınlanan Ocak ayına ilişkin Piyasa Katılımcıları Anketi'nde, katılımcıların cari yılsonu TÜFE beklentisi %23,23 seviyesine gerilemişti. 2026 yılında enflasyonun beklentilere paralel şekilde gerilemesi TCMB'nin faiz indirimi beklentilerini destekleyebilir. Beklentimiz TCMB'nin 800 baz puanlık indirimle giderek 2026 yılında politika faiz oranının %30 seviyesine gerilemesi yönünde. Faiz oranlarının gerilemesinin Borsa İstanbul'u desteklemesini beklemekteyiz.

Öte yandan 2026 yılında uluslararası derecelendirme kuruluşlarından Türkiye ile ilgili olası not artırımları da ülkeye yabancı para girişine destek verebilir.

31.12.2025 itibarıyla XU100 Endeksi, küresel ve gelişen piyasa endekslerine kıyasla anlamlı bir değerlendirme iskontosuna sunmaya devam etmekte olup, MSCI World Endeksi'ne göre F/K bazında yaklaşık %46, PD/DD bazında ise yaklaşık %42 oranında iskontolu işlem görmektedir. MSCI Gelişen Piyasalar Endeksi ile karşılaştırıldığında söz konusu iskonto F/K tarafında %23, PD/DD tarafında ise %42 seviyesindedir.

BIST100 Endeksi 2025 yılında TL bazında %14,23 değer kazanırken, dolar bazında ise %6,03 değer kaybetti. MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler endeksi 2025 yılında %33,57, MSCI Dünya Endeksi ise %21,09 değer kazandı. 2025'te gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarına göre oldukça geride kalan Borsa İstanbul'da, 2026 yılında kayıpların bir miktar telafi edileceği bir yıl beklemekteyiz. Özetle faizlerdeki gevşeme, ülke risk priminde ve şirket finansallarında olası iyileşmeler BIST'de pozitif fiyatlamaları getirebilir.

Bu çerçevede BIST100 endeksinde 2026 yılı beklentimiz **20000** seviyesinde bulunmaktadır.

Sektörel Görünümler

Türkiye ekonomisi 3Ç25 döneminde büyüme verilerinde Üretim yöntemiyle hesaplanan GSYH'yi üçüncü çeyrekte sanayi, inşaat ve hizmetler sektörünün büyümeyi desteklediği görüldü. Son açıklanan verilerde iktisadi faaliyet kollarına göre toplam katma değerdeki bir önceki yılın aynı çeyreğine göre değişim, Sanayi (+%6,5), İnşaat (+%13,9) ve Hizmetler (+%6,3) şeklinde oluştu. 2026 yılında enflasyonda ki gerileme ve politika faizinde indirim beklentileri ile birlikte Türkiye ekonomisinin %4,2 oranında büyümesini beklemekteyiz. Bu çerçevede öne çıkmasını beklediğimiz sektörlerle aşağıda yer verilmiştir.

Bankacılık & Finans Sektörü, 2026'da beklenen faiz indirimleri, kredi tabanında genişlemeye ve banka karlılıklarına olumlu katkı sağlayabilir. Öte yandan Türkiye'nin ülke risk primindeki (CDS) gerileme bankaları desteklemeye devam edebilir.

İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü, Yüksek faiz ortamı sektör üzerinde talep baskısı oluşturmaya devam ediyor. 2026 yılında beklenen faiz indirimleri sektör üzerindeki talep baskısını azaltıp satışlarda artışa neden olabilir. Bölgedeki savaşların sona ermesi yeniden yapılanma sürecini başlatabilir. Bölgedeki öncü oyuncu olan Türk şirketleri için yeni proje fırsatları yaratabilir.

Otomotiv Sektörü, 2026 yılında beklenen faiz indirimleri sektör üzerindeki talep baskısını azaltıp satışlarda artışa neden olabilir. Türk Otomotiv sektörünün en büyük ihracatçısı olduğu Avrupa pazarında beklenen ECB Faiz indirimleri kıta da ki otomobil talebinin üzerindeki baskıyı azaltabilir.

Savunma Sanayi, Dünya'da artan jeopolitik riskler ile birlikte artan savunma harcamaları, 2025 yılında olduğu gibi 2026'da da katalizör olmaya devam edebilir. Türkiye, 2024 yılında dünyada en çok savunma harcaması yapan 17'nci ülke oldu. 2023 yılında yayımlanan rapordaki aynı listede 19'uncu sırada bulunuyordu. Avrupa'nın 2030'a kadar ordu kapasitesini arttırmaya yönelik teşvikleri sektörde talebi destekleyebilir.

Enerji Sektörü, 2026 yılında ekonomik canlanma ile birlikte son yıllarda düşük performans gösteren enerji sektör hisseleri de ön plana çıkabilir. Sektör ekonomik büyüme, tüketim ve endüstriyel faaliyetlerden yakından etkilenmektedir. Yapay zeka kullanımının yüksek enerji tüketimine ihtiyaç duyması ve yapay zeka kullanımının artış göstermesi enerji talebini arttıran unsur olarak öne çıkıyor. TCMB'nin 2026 yılında politika faizinde indirime gitmesi, yüksek yatırım isteyen sektörde finansman maliyetlerini azaltabilir.

Perakende sektörü, 2026 yılında enflasyon artış hızında azalmanın devam etmesi ile birlikte alım gününün etkinliğinin artması sektör hisselerine olan ilgili devam ettirebilir. Defansif bir yapıya sahip olan sektör hisselerini getiri bakımından da cazip seviyelerde olduğunu düşünmekteyiz.

Model Portföy Önerileri

2025 yılında küresel piyasalardan negatif ayrıışan, 22.01.2026 kapanışına göre, 15,23 F/K ile işlem gören BIST100 endeksi için 2026 yıl sonu hedefimizi 20000 olarak belirliyoruz. BIST100 endeksi son üç yıllık F/K ortalaması 12,01'de, son beş yıllık F/K ortalaması ise 9,58'de bulunmaktadır.

Küresel piyasalarda sıkı para politikasında gevşemenin gündemde olduğu ve yurt içinde faiz indirimi döngüsünün devam ettiği döneme giriyoruz. Raporda detaylandırılan bu stratejiler çerçevesinde model portföyümüzde; TCMB faiz indirimi beklentilerinin kredi tabanında genişlemeye neden olması ile bankacılık sektörüne, İnşaat sektöründeki güçlü büyümenin devam etmesi ve büyüyen talep dinamikleri ile çimento ve yapı kimyasalları sektörlerine,

Yüksek faiz ortamı nedeni ile baskılanmış Taleplerde iyileşmelerin artmasını beklediğimiz GYO ve Otomotiv sektörlerine yer verdik. Ayrıca, perakende, telekomünikasyon ve havacılık sektörleri, güçlü tüketici talebi ve küresel büyüme beklentileri doğrultusunda yatırımcılar için cazip fırsatlar sunmaktadır. Bu doğrultuda **AKBNK, BIMAS, CCOLA, CIMS, EKGYO, FROTO, GARAN, TCELL, THYAO** tutmaya devam ediyor, **AYGAZ, KCHOL** ve **KLKIM**'i model portföyümüze ekliyoruz.

Model portföyümüzde bulunan şirketler, 2026 yılsonu hedef fiyat ortalamalarına göre **%46** yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Hisse Kodu	Şirket	Kapanış TL*	Hedef Fiyat	Getiri Potansiyeli (%)	XU100'e göre Per. (son 1 yıl)	Beta	F/K	PD/DD	Öneri
AKBNK	Akbank	77,80	108,0	38,82	-10,14	1,35	8,40	1,46	AL
AYGAZ	Aygaz	220,00	308,0	40,00	14,79	0,72	15,55	0,75	AL
BIMAS	Bim Mağazaları	626,00	890,0	42,17	-4,42	1,02	33,03	2,47	AL
CCOLA	Coca-Cola İçecek	69,35	98,5	42,03	-7,65	0,85	19,69	2,66	AL
CIMS	Çimsa Çimento	46,54	69,5	49,33	-27,49	0,97	41,49	1,37	AL
EKGYO	Emlak Gayrimenkul	22,92	36,5	59,25	24,90	1,25	4,89	0,67	AL
FROTO	Ford Otosan	103,90	149,5	43,89	-4,56	0,89	13,50	2,30	AL
GARAN	Garanti Bankası	148,50	204,0	37,37	-12,13	1,19	5,71	1,52	AL
KCHOL	Koç Holding	195,30	290,0	48,49	-9,29	1,20	77,90	0,77	AL
KLKIM	Kalekim	38,26	60,5	58,13	-8,27	0,90	18,65	2,94	AL
TCELL	Turkcell	112,10	165,0	47,19	-12,68	0,94	25,82	1,01	AL
THYAO	Türk Hava Yolları	299,00	440,0	47,16	-21,16	0,97	3,91	0,49	AL

*22.01.2026 tarihli kapanış verileri kullanılmıştır.

**Yukarıdaki öneriler uzun vadeli (hedef revizeleri yapılmadığı sürece 12 aylık süre için belirlenmiştir) temel analize dayanmaktadır.

***Finansal sonuçlar ve piyasa çarpanları için finnet verileri kullanılmıştır.

AKBANK

Beğendiğimiz Yönleri

- Banka güçlü sermaye yapısı ve yüksek ROE oranı ile öne çıkmaktadır.
- 2026 yılında politika faizinde kademeli indirimlerin devam etmesi ile birlikte Banka'nın net faiz marjında güçlenme beklemekteyiz. Banka'nın etkin fonlama yönetimi de marj gelişimine destekleyebilir.
- Bankanın net kârı 2025/09'da bir önceki yılın aynı dönemine göre %17 oranında artış ile 38,9mlr TL olarak gerçekleşmiştir. 3Ç25'te net kâr 14,06mlr TL ile çeyrek bazda %26 oranında artmıştır.
- Net faiz gelirleri, 2025/09 itibarıyla 65,05mlr TL seviyesinde gerçekleşmiş olup, önceki yılın aynı dönemine göre %34 artış göstermiştir. Net çeyrekte ise 28,6mlr TL ile pozitif bir tablo oluşturmuştur.
- Net ücret ve komisyon gelirleri, 2025/09 döneminde 81,90mlr TL seviyesine ulaşarak yıllık bazda %69 artış kaydetmiştir. Net çeyrekte gelirler 33,43mlr TL ile çeyrek bazda da artış göstermiştir.
- Toplam aktifler 3Ç25'de konsolide olarak 3Ç24'e göre %33 artarak 3,028mlr TL'ye ulaşmıştır.
- Net faiz marjında çeyrek bazda toparlanma eğilimi görülmektedir.
- Kredilerin ve satışların önemli bir bölümünün dijital kanallar üzerinden gerçekleşmesi operasyonel verimliliği desteklemektedir.
- Enerji ve altyapı ağırlıklı proje finansmanı, döviz bazlı gelirlerle uyumlu bir yapı sunmaktadır.
- AKBNK, son bir yıllık süreçte BIST100 endeksinin %6,07 altında performans göstermiştir. Son verilere göre 8,40 F/K ve 1,46 PD/DD ile görmektedir.
- AKBNK** için 12 aylık hedef fiyatımızı 92,0 TL'den 108,0 TL'ye revize etmekteyiz ve 'AL' önerimizi sürdürmekteyiz.

Riskler:

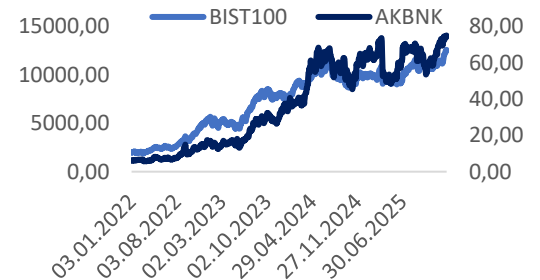
- Personel ve teknoloji yatırımları enflasyon kaynaklı gider artışının yüksek seyretmesine neden olabilir.
- Dezenflasyon sürecinin uzaması durumunda marj iyileşmesi ve kârlılık üzerinde baskı yaratabilir.
- Ekonomik oynaklık ve talep zayıflığı, aktif kalitesi üzerinde risk yaratabilir.

Piyasa Bilgileri	22.01.2026
Sektör	Banka
Kapanış (TL)	77,80
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	108,0
Prim Potansiyeli	38,82%
Piyasa Değeri (mn TL)	404.560
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	210.371
Bugünkü Sermaye (bin TL)	5.200.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)	2.704.000
Halka Açıklık Oranı	52%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	-6,07
3 Aylık	10,32
Yılbaşına göre	-2,33
Son 1 Yıl	-10,14

Piyasa Çarpanları	
F/K	8,40
PD/DD	1,46

Finansallar (mn TL)	3Ç25	3Ç24	% Değ.	3Ç25	2Ç25	% Değ.
Aktif Toplamı	3.028.776	2.277.957	33,0	3.028.776	2.818.348	7,5
Krediler	1.546.634	1.165.478	32,7	1.546.634	1.388.562	11,4
Takipteki Krediler	60.409	32.151	87,9	60.409	52.747	14,5
Mevduat	1.926.816	1.504.757	28,0	1.926.816	1.803.889	6,8
Özsermaye	277.363	230.945	20,1	277.363	258.901	7,1
Net Kar	14.064	9.031	55,7	14.064	11.125	26,4



AYGAZ

Beğendiğimiz Yönleri:

- Aygaz, Türkiye LPG dağıtımında açık ara lider olup, dünyanın en büyük ikinci otogaz pazarında ve Avrupa'nın altıncı büyük evsel LPG pazarında güçlü konumunu korumaktadır. Tüplügazda %41,7, otogazda %23,2 pazar paylarıyla pazarda liderliğini sürdürmektedir.
- LPG tedarik zincirinde, beş terminal, 178 bin m³ depolama kapasitesi ve %46 ithalat %80 ihracat payı ile belirgin şekilde öne çıkmaktadır.
- Bangladeş yatırımı, şirketin uluslararası büyüme stratejisini destekleyen önemli bir unsur olarak güçlü satış artışı ile dikkat çekmektedir. 2025 Ocak-Eylül döneminde 165 bin tonluk satış ile yıllık %93 büyüme kaydedilmesi, Chittagong ve Dhaka tesislerinin kapasitesi ve 13.000 satış noktasına ulaşılması, büyüme potansiyelini güçlendirmektedir.
- Konsolide özkaynaklar, 2025/09 itibarıyla 64,5 mlr TL seviyesine ulaşarak 2024/09 göre yaklaşık %31 artış göstermiştir. Özkaynaklardaki bu artış, kârlılıktaki toparlanmanın bilanço yapısına olumlu yansıdığına işaret etmektedir.
- Konsolide hasılat, 2025/09 döneminde 64,8 mlr TL olarak gerçekleşmiş ve yıllık bazda %11,7 büyüme kaydetmiştir. 3Ç25 net çeyreğinde ise hasılat %6'lık yükselişle 21,2 mlr TL seviyesinde gerçekleşmiştir.
- Şirketin 3mlr TL net nakit pozisyonu bulunmakta olup; bu durum şirketin borçluluğunun bulunmadığını ve finansal riskin düşük olduğunu göstermektedir.
- Konsolide net dönem kârı 2025/09 döneminde 2,75 mlr TL ile önceki yılın aynı dönemine %56 oranında artış göstermiştir. 3Ç25 çeyreklik net kârı ise 1,70 mlr TL ile çeyrek bazda %77 oranında yükseliş kaydetmiştir.
- 2025 yılı çeyreklik satış hacimlerinde toparlanma ve FAVÖK artışı olumlu.
- 2025 yılı çeyreklik LPG satışlarındaki artış ciroya olumlu katkı sağlamıştır.
- AYGAZ** için 12 aylık fiyatımızı 308,0 TL olarak belirliyor ve 'AL' önerisi ile portföyümüze ekliyoruz.

Riskler:

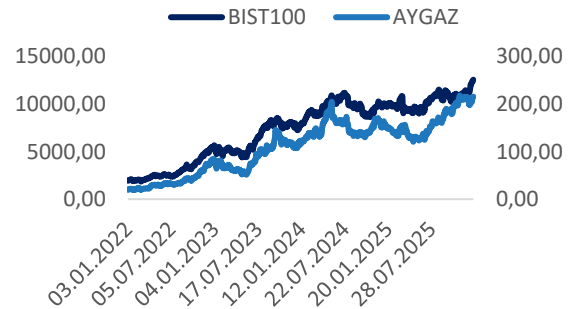
- Tüplügaz ve otogaz segmentlerinde pazar payı küçülmesi
- LPG fiyatlarındaki düşüş ile stoklarda zarar edilmesi
- Elektrikli araç kullanımının artması ile LPG'deki talebin zamanla azalması
- Türkiye LPG pazarında 2025 dönemindeki tüketim düşüşü

Piyasa Bilgileri	22.01.2026
Sektör	Petrol & Doğal Gaz
Kapanış (TL)	220,00
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	308,0
Prim Potansiyeli	40,0%
Piyasa Değeri (mn TL)	48.356
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	11.605
Bugünkü Sermaye (bin TL)	219.801
Halka Açık Sermaye (bin TL)	52.752
Halka Açıklık Oranı	24%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	-9,09
3 Aylık	-2,99
Yılbaşına göre	-3,08
Son 1 Yıl	14,79

Piyasa Çarpanları	
F/K	15,55
PD/DD	0,75
FD/NS	0,65

Bilanço Özeti (bin TL)	2025/09
Aktif Toplamı	76.497.206
Net Borç	-3.011.246
Net Satışlar	64.768.158
FAVÖK	2.279.106
Net Kar / Zarar	2.748.772



Bim Birleşik Mağazaları

Beğendiğimiz Yönleri:

- BİM, güçlü mağaza büyümesi, kendi markalı ürünlerinin yüksek satış oranı ve yurtdışı operasyonları sayesinde perakende sektöründeki avantajlı konumunu sürdürmektedir.
- Kendi markalı ürünlerinin toplam satışlar içindeki pay 3Ç25'te %54'e yükselerek, maliyet kontrolü ve karlılık açısından olumlu katkı sağlamıştır.
- BİM'in yurt içi ve yurt dışındaki operasyonel büyümesi mağaza açılışları ile devam etmektedir. Şirket 3Ç24'den itibaren 854 açılış yapılarak 3Ç25 döneminde 14.231 mağaza sayısına ulaşmıştır.
- FİLE tarafında 3Ç25 17 yeni mağazayla birlikte, 329 mağaza ve 3 lojistik merkezi ile büyüme sürmektedir. FİLE satışlarının %33'ü kendi markalı ürünlerden oluşmaktadır.
- Yurt dışı operasyonlarda Fas ve Mısır faaliyetleri devam etmekte; Fas operasyonu yüksek satış hacmi ve FAVÖK üretimiyle öne çıkmaktadır.
- 3Ç25 net kâr 5,27mlr TL ile önceki çeyreğe göre %96 oranında artış göstererek, kârlılıkta çeyreklik bazda toparlanmaya işaret etmektedir.
- Satış gelirleri, 2025/09 döneminde 512,76mlr TL ile yıllık bazda %4,7 artış kaydetmiştir. Çeyreklikte ise satış gelirleri %7 artış göstermiştir.
- FAVÖK karında 3Ç25'de yıllık ve çeyreklik bazda olumlu artışlar görülmektedir. 3Ç24'de %4,3 olan FAVÖK marjı da, 3Ç25'de %7,4'e yükselmiştir.
- Toplam özkaynaklar, 2025/09 döneminde 152mlr TL seviyesine yükselerek önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık %50,8 artış göstermiştir. Bu artış, şirketin bilanço gücünü destekleyen önemli bir unsur olarak öne çıkmaktadır.
- BIMAS** için 12 aylık hedef fiyatımızı 715,0 TL'den 890,0 TL'ye revize etmekteyiz ve 'AL' önerimizi sürdürmekteyiz.

Riskler:

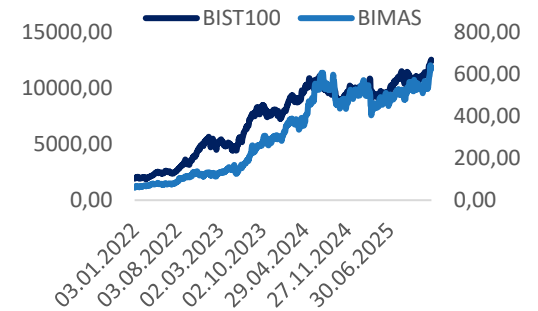
- Sektörde artan rekabet ortamı
- Faaliyet gösterilen ülke ekonomilerindeki olası belirsizlikler
- Tüketici talebinde gerileme
- Rekabet Kurulu Soruşturmaları

Piyasa Bilgileri	22.01.2026
Sektör	Perakende
Kapanış (TL)	626,00
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	890,0
Prim Potansiyeli	42,17%
Piyasa Değeri (mn TL)	375.600
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	255.408
Bugünkü Sermaye (bin TL)	600.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)	408.000
Halka Açıklık Oranı	68%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	2,03
3 Aylık	-3,62
Yılbaşına göre	2,25
Son 1 Yıl	-4,42

Piyasa Çarpanları	
F/K	33,03
PD/DD	2,47
FD/NS	0,75

Bilanço Özeti (bin TL)	2025/09
Aktif Toplamı	326.727.123
Net Borç	29.820.900
Net Satışlar	512.767.099
FAVÖK	29.385.069
Net Kar / Zarar	11.252.907



Coca Cola İçecek

Beğendiğimiz Yönleri:

- Şirket, Türkiye ve uluslararası pazarlara yayılmış çok ülkeli operasyon yapısı sayesinde gelirlerinin coğrafi olarak çeşitlendirmiş olup, bu yapı makroekonomik oynaklıklara karşı doğal bir dengeleyici mekanizma oluşturmaktadır.
- Faaliyet gösterilen ülkelerde NARTD (alkolsüz, tüketime hazır içecekler) pazarında kişi başı tüketim seviyelerinin görece düşük olması, özellikle genç nüfusun ağırlıkta olduğu pazarlarda orta ve uzun vadede hacim artışı potansiyeline işaret etmektedir.
- Şirket, Gelir büyüme Yönetimi (RGM) odaklı fiyatlama yaklaşımı, ürün-paket karması optimizasyonu ve kanal bazlı yönetim uygulamaları sayesinde gelir kalitesini arttırmayı hedeflemektedir.
- Şirket 3Ç25 döneminde net satışları yıllık bazda %6,7 artarak 52,2 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Satış büyümesi, fiyatlama disiplini ve hacim katkısının devam ettiğine işaret etmektedir.
- Karlılık marjlarında olumlu görünüm. Şirketin brüt kar marjı 3Ç25 döneminde %38,1, FAVÖK marjının %24,4'e yükselmiştir. Esas faaliyet kar marjı 3Ç24'e göre 1,2 puanlık iyileşme ile %18,8' yükselmiştir.
- Şirketin aynı dönemde satışları önceki yılın aynı dönemine göre %6,7 oranında artarken, brüt ve FAVÖK marjlarında belirgin iyileşme yaşandı.
- Şirketin, NET Borç/FAVÖK oranı 1,10 seviyesinde gelerek finansal riskin sınırlı olduğunu gösterip bilanço yapısının dengeli olduğu ortaya koymaktadır.
- Şirketin, konsolide satış hacmi, 2025 yılında dengeli ve istikrarlı bir seyir izleyerek %8 oranında artış göstermiştir. Satış hacmi büyümesinde Özellikle Orta Asya bölgesindeki Özbekistan ve Kazakistan öne çıkarken, Irak, Azerbaycan ve Pakistan da büyümeye anlamlı katkı sağlamıştır.
- Ürün kategorileri bazında incelendiğinde, gazsız içecekler kategorisinin en yüksek satış büyüme oranına sahip olduğu görülmektedir.
- Uluslararası operasyonlar, Türkiye operasyonlarına kıyasla daha yüksek büyüme ivmesine sahip olup, konsolide büyüme ve karlılığı destekleyici niteliktedir.
- CCOLA** için 12 aylık hedef fiyatımızı 77,5 TL'den 98,5 TL'ye revize etmekteyiz ve 'AL' önerimizi sürdürmekteyiz.

Riskler:

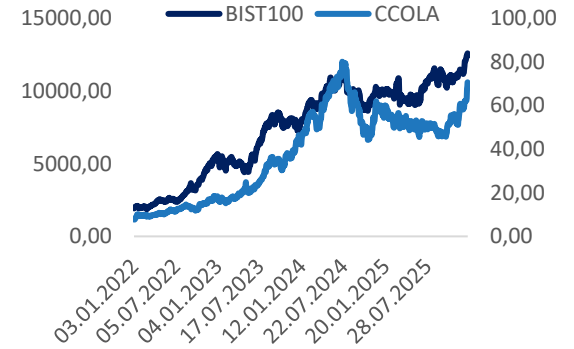
- Bangladeş pazarında yaşanabilecek talep ve operasyonel dalgalanmalar
- Genel olarak satın alma gücünde zayıflama,
- Girdi maliyetlerindeki artışlar ve tedarik zinciri riskler

Piyasa Bilgileri	22.01.2026
Sektör	Gıda ve İçecek
Kapanış (TL)	69,35
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	98,50
Prim Potansiyeli	42,03%
Piyasa Değeri (mn TL)	194.047
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	48.512
Bugünkü Sermaye (bin TL)	2.798.079
Halka Açık Sermaye (bin TL)	699.520
Halka Açıklık Oranı	25%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	1,48
3 Aylık	10,67
Yılbaşına göre	3,35
Son 1 Yıl	-7,65

Piyasa Çarpanları	
F/K	19,69
PD/DD	2,66
FD/NS	1,58

Bilanço Özeti (bin TL)	2025/09
Aktif Toplamı	194.460.339
Net Borç	24.187.252
Net Satışlar	145.161.979
FAVÖK	26.232.679
Net Kar / Zarar	14.064.768



Çimsa Çimento

Beğendiğimiz Yönleri:

- Çimsa katma değerli ürün odağı ile önemli rekabet avantajına sahiptir. Özellikle beyaz çimento ve CAC ve niş ürünlerde güçlü konumlanma, Çimsa'yı konjonktürel dalgalanmalara karşı daha dayanıklı kılmaktadır.
- Çimsa, Hollanda merkezli Cimsa Building Solutions BV üzerinden Avrupa ve ABD'de yaygın üretim ve terminal ağı; İspanya, Almanya, İtalya ve ABD operasyonlarıyla gelirlerin coğrafi olarak dengelenmesini sağlamaktadır. 2024'te tamamlanan Mannok satın alımı ile ürün gamı yapı malzemeleri ve yalıtım tarafında genişlemiştir.
- Çimsa 3Ç25'te net satışların yıllık %42 artışla 11,2 milyar TL'ye, FAVÖK'ün 2,4 milyar TL'ye yükselmesi; yüksek kapasite kullanımı ve hacim artışının sürdüğüne işaret etmektedir. Organik büyümenin de güçlü seyretmesi operasyonel ivmeyi desteklemektedir.
- Çeyreksel bazda karlılık marjları toparlandı. Şirketin FAVÖK marjı 4 baz puan iyileşme ile %21,1'e, net kar marjı 4,7 puan %11,32e yükselmiştir.
- Alternatif yakıt kullanım oranlarının Türkiye ve yurt dışı tesislerde anlamlı şekilde artması enerji maliyetleri ve karbon ayak izi açısından orta-uzun vadede marjları destekleyici bir unsur olarak öne çıkmaktadır.
- Etkin kur riski ve borçlanma yönetimi sayesinde net finansman giderlerinde yıllık bazda 162 milyon TL iyileşme sağlanması, bilanço kalitesini desteklemiştir.
- ABD Houston'daki gri çimento öğütme tesisinin devreye alınmasıyla döviz bazlı gelirlerin payının artması ve ABD pazarında ürün çeşitliliğinin genişlemesi büyüme ivmesini güçlendirmektedir.
- Faiz indirimi, Çimsa açısından iki kanaldan destekleyici olabilir. İlk olarak, borçlanma maliyetlerinin gerilemesi finansal giderleri aşığ çekerek operasyonel karlılığı güçlendirebilir. İkinci olarak, iç talepte özellikle konut ve altyapı projeleri üzerinden toparlanma beklentisi yaratır ve bu durum çimento satış hacimlerine olumlu yansiyabilir.
- CİMSA** için 12 aylık hedef fiyatımızı 57,50 TL'den 69,50 TL'ye revize etmekteyiz ve 'AL' önerimizi sürdürmekteyiz.

Riskler:

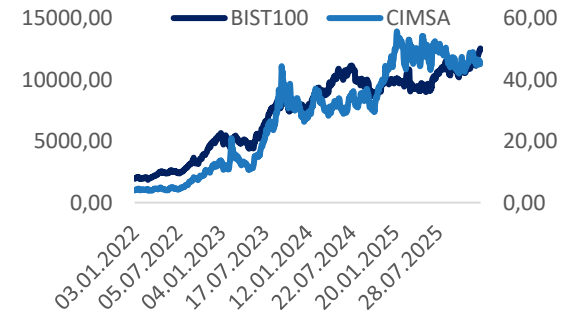
- Döviz kurlarındaki artışın enflasyonun altında kalması, TL bazlı finansalda karlılık üzerinde baskı yarabilir.
- Talep yönlü baskıların devam etmesi

Piyasa Bilgileri	22.01.2026
Sektör	Çimento
Kapanış (TL)	46,54
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	69,50
Prim Potansiyeli	49,33%
Piyasa Değeri (mn TL)	44.008
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	19.804
Bugünkü Sermaye (bin TL)	945.591
Halka Açık Sermaye (bin TL)	425.516
Halka Açıklık Oranı	45%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	-11,11
3 Aylık	-10,89
Yılbaşına göre	-12,30
Son 1 Yıl	-27,49

Piyasa Çarpanları	
F/K	41,49
PD/DD	1,37
FD/NS	1,78

Bilanço Özeti (bin TL)	2025/09
Aktif Toplamı	85.354.126
Net Borç	21.272.618
Net Satışlar	33.101.045
FAVÖK	5.804.584
Net Kar / Zarar	2.349.017



Emlak Konut GYO

Beğendiğimiz Yönleri:

- Şirketin 2025/09'da ana ortaklık net karı ile önceki yılın aynı dönemine göre %123,6 oranında artarak, 9,08 milyar TL'ye yükselmiştir.
- Şirketin 2025/09 döneminde hasılatı yıllık bazda %176,7 artarak 60,13 milyar TL'ye, FAVÖK ise %263 arttırarak 14,72 milyar TL seviyesine yükselmiştir.
- Yüksek faiz ortamı nedeniyle gayrimenkul talebinin baskılandığı dönemde Emlak Konut'un güçlü finansal yapısını korumasını beğenmekte ve 2026 yılında beklenen faiz indirimleri ile büyümenin hızlanmasını beklemekteyiz.
- Şirketin 297,7mlr TL toplam varlıkları ve 167,16mlr TL net varlık değeri ile Türkiye'nin en büyük gayrimenkul yatırım ortaklığı olmasını beğenmekteyiz.
- Şirketin ekspertiz değeri 73,5mlr TL olan ve henüz ihale edilmemiş olan arsa portföyüne sahip olmasını beğenmekteyiz.
- Şirketin sahip olduğu kira getirili portföyünde, getirilerin düzenli olarak artış göstermesini beğenmekteyiz.
- Şirket devam eden gelir paylaşım projelerinden 37,7mlr TL garanti edilen kar beklemektedir.
- 2024 ve 2025 yılında yüksek faiz ortamında, konut piyasasının yavaşladığı bir dönemden güçlü bir bilanço ile çıkan Emlak Konut'un, faiz indirim döngüsünün başladığı dönemde daha iyi performans sergileyeceğini düşünmekteyiz.
- Yurt içinde beklenen faiz indirimlerinin konut satışlarını hızlandırması beklenebilir.
- EKGYO, son bir yıllık süreçte BIST100 endeksinin %24,90 üzerinde performans göstermiştir. Şirket son verilere göre 4,89 F/K ve 0,67 PD/DD ile işlem görmektedir.
- **EKGYO** için 12 aylık hedef fiyatımızı 17,9 TL'den, 36,5 TL'ye revize etmekteyiz ve 'AL' önerimizi sürdürmekteyiz.

Riskler:

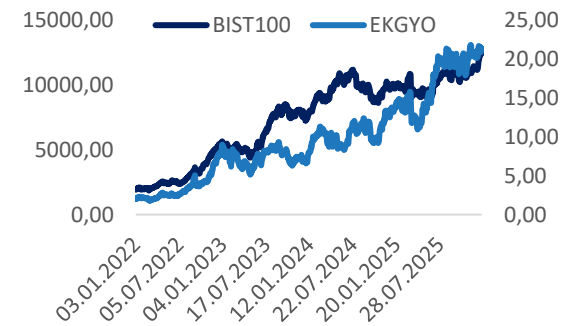
- Proje tamamlanma aşamasında yaşanabilecek gecikmeler
- Faiz indirim sürecinde yavaşlama

Piyasa Bilgileri	22.01.2026
Sektör	GYO
Kapanış (TL)	22,92
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	36,50
Prim Potansiyeli	59,25%
Piyasa Değeri (mn TL)	87.096
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	44.419
Bugünkü Sermaye (bin TL)	3.800.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)	1.938.000
Halka Açıklık Oranı	51%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	-0,04
3 Aylık	-2,70
Yılbaşına göre	-1,74
Son 1 Yıl	24,90

Piyasa Çarpanları	
F/K	4,89
PD/DD	0,67
FD/NS	1,93

Bilanço Özeti (bin TL)	2025/09
Aktif Toplamı	297.757.619
Net Borç	48.050.608
Net Satışlar	65.695.425
FAVÖK	14.729.274
Net Kar / Zarar	10.336.401



Ford Otomotiv

Beğendiğimiz Yönleri:

- Şirketin ihracat oranı 2023 yılında %80,7, 2024 yılında %82,6, 2025/09 döneminde ise %84,6 olarak gerçekleşmiştir.
- Şirketin ticari araç segmentin de yurtiçi payı 3Ç25'te %27,5 seviyesinde bulunuyor. Şirketin segmentindeki güçlü pozisyonunu beğeniyoruz. Ford Otosan Türkiye'nin toplam araç üretiminin %32'sini ve ticari araç üretiminin %84'ünü gerçekleştirmiştir.
- Ford'un Avrupa ticari araç pazarında ki payı %17,7 seviyesinde bulunuyor ve Ford'un Avrupadaki ticari araç satışlarının %80'ini Ford Otosan üretmektedir.
- Şirketin Gölcük'te yer alan fabrikasında kendine ait limanı olması şirketin ihracat satışlarında lojistik açıdan avantaj sağlamaktadır.
- Şirketin yüksek kapasite kullanım oranına (+81%) sahip olmasını beğenmekteyiz.
- Şirketin üretim kapasitesinin ve yıllık üretim adetlerinin yeni yatırımlar ile artış göstermesi beklenmektedir.
- 2022 yılında elektrikli araç üretimine başlayan Şirket, Transit, Tourneo Custom gibi çeşitli birçok aracın elektrikli modelin üretimini halihazırda yapmaktadır. Öte yandan şirket Ford'un Volkswagen ile yaptığı anlaşma kapsamında bu marka platformlarında da minibüs üretim yapmaktadır.
- Şirketin ihracat oranının en yüksek olduğu bölge olan Avrupa kıtasında ECB tarafından bu yıl gerçekleşmesi planlanan olası faiz indirimlerinin sektördeki satışlara pozitif yansiyabilir.
- EUR/TL kurunun değer kazanması, şirketin ana ihracat pazarı olan Avrupa Bölgesinde uluslararası rakiplerine karşın fiyat avantajı kazanmasını sağlayabilir.
- FROTO, son bir yıllık süreçte BIST100 endeksinin %4,56 altında performans göstermiştir. Son verilere göre 13,50 F/K ve 2,30 PD/DD ile işlem görmektedir.
- **FROTO** 12 aylık hedef fiyatımızı 133,50'den, 149,5 TL revize etmekteyiz ve 'AL' önerimizi sürdürmekteyiz.

Riskler:

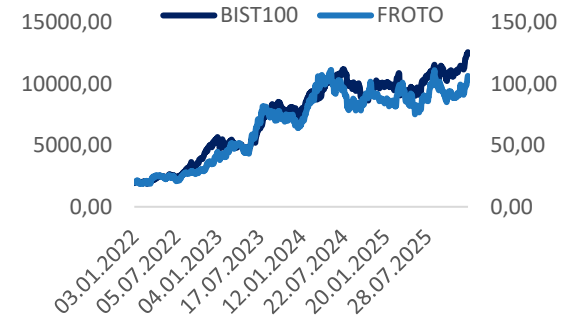
- Şirketin ana ihracat pazarındaki jeopolitik gerginliklerin devam etmesinin, ekonomi üzerinde baskı oluşturmaması.

Piyasa Bilgileri	22.01.2026
Sektör	Otomotiv
Kapanış (TL)	103,90
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	149,5
Prim Potansiyeli	43,89%
Piyasa Değeri (mn TL)	364.595
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	65.627
Bugünkü Sermaye (bin TL)	3.509.100
Halka Açık Sermaye (bin TL)	631.638
Halka Açıklık Oranı	18%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	-3,23
3 Aylık	-6,96
Yılbaşına göre	-1,73
Son 1 Yıl	-4,56

Piyasa Çarpanları	
F/K	13,50
PD/DD	2,30
FD/NS	0,72

Bilanço Özeti (bin TL)	2025/09
Aktif Toplamı	428.410.129
Net Borç	97.772.465
Net Satışlar	582.360.631
FAVÖK	36.739.968
Net Kar / Zarar	22.363.602



Garanti Bankası

Beğendiğimiz Yönleri:

- Geniş müşteri tabanı, güçlü dijital kanallar ve sürdürülebilirlik finansmanı alanındaki liderlik, uzun vadeli gelir yaratma kapasitesini desteklemektedir.
- Özkaynaklar, 2025/09 döneminde 410,43mlr TL seviyesine yükselmiş olup, önceki yılın aynı dönemine göre %35,6 artış göstermiştir. Aynı zamanda özsermaye kârlılığının sektör ortalamasının belirgin şekilde üzerinde olduğu dikkat çekmektedir.
- TL krediler(%20), tüketici kredileri(%22,7) ve TL mevduatta(%20) özel bankalar arasında yüksek pazar payına sahiptir.
- Bankanın aktifleri 3,49mlr TL ile güçlü bir görünüme sahiptir. Aktif kârlılık ortalama %3,1 ile özel bankalar arasında en yüksek seviyelerdedir.
- 2025/09'da döneminde net kar %26 oranında artış ile 84,04mlr TL'ye yükselmiştir. Banka'nın net karı 3Ç25'de çeyreklik (2Ç25'e göre)%7,4 oranında artış ile 30,4mlr TL'ye .
- Net faiz gelirleri, 3Ç25 döneminde 45,4mlr TL'ye ulaşarak önceki yılın aynı dönemine göre %82,5 artış göstermiştir. Çeyreklik bazda artış ise %38,6 oranında olmuştur.
- Net ücret ve komisyon gelirleri, 3Ç25'de yıllık bazda %50, çeyreklik bazda artış oranı %10,2 oranlarında artarak 38mlr TL olmuştur.
- GARAN, son bir yıllık süreçte BIST100 endeksinin %12,13 altında performans göstermiştir. Son verilere göre 5,71 F/K ve 1,52 PD/DD ile görmektedir.
- GARAN** için 12 aylık hedef fiyatımızı 168,5 TL'den 204,0 TL'ye revize etmekteyiz ve 'AL' önerimizi sürdürmekteyiz.

Riskler:

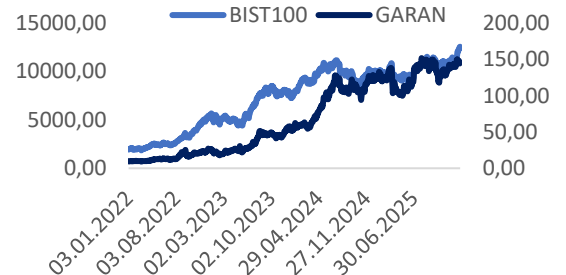
- Operasyonel giderlerindeki 2025/09'daki %70'lik artış oranı, maliyet tarafında baskının sürdüğüne işaret etmektedir.
- Kredi riski maliyetinde artış

Piyasa Bilgileri	22.01.2026
Sektör	Banka
Kapanış (TL)	148,50
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	204,0
Prim Potansiyeli	37,17%
Piyasa Değeri (mn TL)	623.700
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	87.318
Bugünkü Sermaye (bin TL)	4.200.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)	588.000
Halka Açıklık Oranı	14%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	-9,24
3 Aylık	-3,24
Yılbaşına göre	-9,32
Son 1 Yıl	-12,13

Piyasa Çarpanları	
F/K	5,71
PD/DD	1,52

Finansallar (mn TL)	3Ç25	3Ç24	% Değ.	3Ç25	2Ç25	% Değ.
Aktif Toplamı	3.498.972	2.496.244	40,2	3.498.972	3.246.038	7,8
Krediler	2.014.088	1.380.731	45,9	2.014.088	1.827.256	10,2
Takipteki Krediler	66.580	31.445	111,7	66.580	56.818	17,2
Mevduat	2.340.162	1.735.834	34,8	2.340.162	2.216.546	5,6
Özsermaye	410.433	302.648	35,6	410.433	377.604	8,7
Net Kar	30.432	22.095	37,7	30.432	28.326	7,4



Kalekim Kimya

Beğendiğimiz Yönleri:

- Kalekim, yapı kimyasalları alanında Türkiye pazar lideri konumunu ve boya, izolasyon ve beton-çimento kimyasalları gibi tamamlayıcı segmentlerde de güçlü pazar payına sahip olması ile öne çıkmaktadır.
- Kalekim'in Türkiye geneline yayılmış 13 üretim tesisine sahip olması ve yurt dışındaki üretim yapılanması, rekabet gücünü arttırmaktadır.
- Şirket, yurtdışı büyüme stratejisi kapsamında Irak ve Fas'ta üretim bazlı yatırımlarını hayata geçirmiştir. Irak'ın Duhok şehrinde yaklaşık 10 milyon ABD doları yatırımla kurulan ve 2025 yılının üçüncü çeyreğinde devreye alınan tesis, 100 bin ton/yıl kuru harç ve 5 bin ton/yıl boya/sıvı yapı kimyasalı kapasitesiyle faaliyet göstermektedir. Fas'ta ise bağlı ortaklık Kalekim Lyksor aracılığıyla %51,8 oranında iştirak edilen Lyksor Maroc bünyesinde yaklaşık 30 bin ton/yıl kapasiteli üretim tesisi 2025 yılının son çeyreğinde seri üretime başlamıştır.
- 2025 yılının ilk dokuz ayında kuru harç, boya/sıva ve beton-çimento kimyasalları segmentlerinde üretim artışı kaydedilmiştir. Özellikle beton ve çimento kimyasalları üretimindeki yüksek artış, ürün çeşitliliğinin ve talep esnekliğinin güçlendiğine işaret etmektedir.
- Şirketin yüksek özsermaye/toplam varlık oranı ve düşük borçluluk yapısı bulunmaktadır. Şirketin bu yapısı ekonomik dalgalanmalara karşı finansal dayanıklılığını artırmaktadır.
- 2026 yılında beklenen faiz indirimlerinin inşaat sektöründeki büyümeyi desteklemesini bu durumun şirket hasılatına pozitif yansımaları beklemekteyiz.
- KLKIM** için 12 aylık hedef fiyatımızı 60,5 TL olarak belirliyor ve 'AL' önerisi ile portföyümüze ekliyoruz.

Riskler:

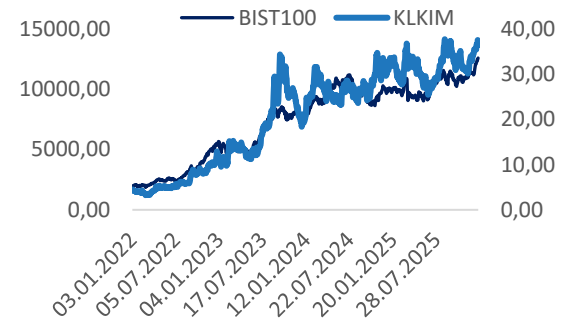
- Faiz indirim sürecinde yavaşlama

Piyasa Bilgileri	22.01.2026
Sektör	Kimya
Kapanış (TL)	38,26
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	60,5
Prim Potansiyeli	58,13%
Piyasa Değeri (mn TL)	17.600
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	5.280
Bugünkü Sermaye (bin TL)	460.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)	138.000
Halka Açıklık Oranı	30%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	2,60
3 Aylık	-4,81
Yılbaşına göre	-5,29
Son 1 Yıl	-8,27

Piyasa Çarpanları	
F/K	18,65
PD/DD	2,94
FD/NS	2,00

Bilanço Özeti (bin TL)	2025/09
Aktif Toplamı	9.172.764
Net Borç	-1.862.897
Net Satışlar	7.371.970
FAVÖK	1.679.153
Net Kar / Zarar	754.083



Koç Holding

Beğendiğimiz Yönleri:

- Koç Holding 3Ç25'te 7,65mlr TL ana ortaklık net karı elde etmiştir. Holding 3Ç24'te ise 4,4 mlr TL ana ortaklık net zararı elde etmişti.
- Holding, Brüt Kâr Marjı ve FAVÖK marjında toparlanma geçtiğimiz dönemde de devam etmiştir. Bu durum finansallar açısından olumlu bir görünüm çizmektedir.
- Koç Holding, enerji, otomotiv, dayanıklı tüketim ve finans sektöründe sahip olduğu iştirakleri ile dengeli bir portföy yapısına sahip bir holdingdir. Çeşitli faaliyet alanlarında faaliyet göstermesi holdingin konjonktürel dalgalanmalara karşı dayanıklılığını arttıran bir unsur olarak öne çıkmaktadır.
- Otomotiv sektöründe, holdingin portföyünde bulunan Ford Otosan'ın güçlü ihracat performansını, Tofaş'ın Stellantis distribütörlüğünün satış adetlerini arttırmasını ve Otokar'ın savunma sanayi iş birliklerini beğenmekteyiz.
- Tofaş tarafında, şirket, Bursa'daki fabrikada üretilen Tipo/Egea modelinin üretim süresi 30 Haziran 2026'ya kadar uzatıldı. Açıklamada, 2024-2032 yılları arasında üretilecek K0 modelinin Kuzey Amerika'ya da ihraç edilmesi konusunda mutabakata varıldığı bildirilmişti. Bu durumun şirketin üretim rakamlarına ve satışlarına pozitif yansımaları beklemekteyiz.
- Ford Otosan tarafında ise, şirketin ana ihracat pazarı olan Avrupa tarafında beklenen ECB faiz indirimleri şirketin ihracat performansını arttırabilir.
- Enerji Sektöründe, Tüpraş'ın 2025/09 döneminde 12,2 milyar TL net kâr ve 220,1 milyar TL ile beklenti üzerinde gerçekleştirdiği performansı beğenmekteyiz. Şirket 3Ç25'te 8 milyon ton, 2Ç25'te 7,6 milyon ton ve 1Ç25'te 6,4 milyon ton satış gerçekleştirdi. Öte yandan Tüpraş net rafineri marjlarını 6,6-6,5 Dolar/Varil olarak yukarı yönlü revize etti (Önceki Beklenti: 5,6 Dolar/Varil. Bu durum şirketin önümüzdeki süreçte kazançlarına pozitif yansıyabilir.
- Finans Sektöründe, 2026'da beklenen faiz indirimlerinin kredi tabanında genişlemeye katkı sağlamasını beklemekteyiz. Bu durumunun Yapı Kredi Bankası'nın gelirlerini pozitif etkilemesini, holdingin finansallarına pozitif yansımaları beklemekteyiz. Ayrıca faiz indirimleri Holding'in iştirak sahibi olduğu otomotiv ve dayanıklı tüketim malları sektörleri üzerindeki talep baskısını hafifletebilir ve şirket satışlarına pozitif yansıyabilir.
- Yurt içinde, 2026 yılında beklenen faiz indirimleri Holding'in iştirak sahibi olduğu otomotiv ve dayanıklı tüketim malları sektörleri üzerindeki talep baskısını hafifletebilir ve şirket satışlarına pozitif yansıyabilir.
- KCHOL** için 12 aylık hedef fiyatımızı 290,0 TL olarak belirliyoruz ve 'AL' önerisi ile portföyümüze ekliyoruz.

Riskler:

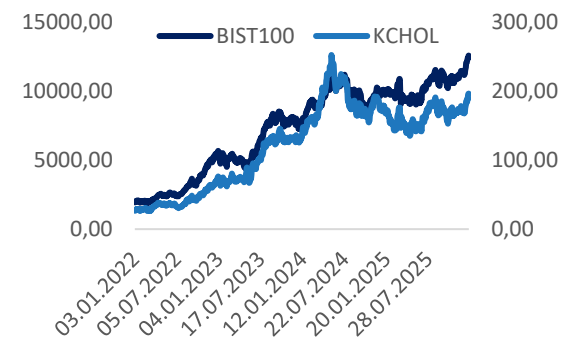
- Dezenflasyon sürecinin uzaması ve yurt içinde beklenen faiz indirimlerinin ertelenmesi
- Holding şirketlerinin ana ihracat pazarındaki jeopolitik gerginliklerin devam etmesi

Piyasa Bilgileri	22.01.2026
Sektör	Holding
Kapanış (TL)	195,30
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	290,0
Prim Potansiyeli	48,49%
Piyasa Değeri (mn TL)	495.261
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	108.957
Bugünkü Sermaye (bin TL)	2.535.898
Halka Açık Sermaye (bin TL)	557.898
Halka Açıklık Oranı	22%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	2,13
3 Aylık	-0,03
Yılbaşına göre	1,38
Son 1 Yıl	-9,29

Piyasa Çarpanları	
F/K	77,90
PD/DD	0,77
FD/NS	0,61

Bilanço Özeti (bin TL)	2025/09
Aktif Toplamı	5.105.989.000
Net Borç	765.000.000
Net Satışlar	1.302.388.000
FAVÖK	153.189.000
Net Kar / Zarar	14.352.000



Turkcell İletişim

Beğendiğimiz Yönleri:

- 2025 yılında gerçekleşen ve Türkiye'nin ilk 5G ihalesinde en geniş frekans portföyüne ulaşan operatör olmuştur. Turkcell teknik olarak Türkiye'de en yüksek 5G hızını sunabilecek operatör konumundadır.
- Turkcell Türkiye'de en çok aboneye sahip operatör.
- Şirketin artan faturalı abone sayısı ve güçlü seyreden Abone Başına Elde Edilen Aylık Gelir (ARPU) büyümesi öne çıkan yönleri arasında bulunuyor.
- Şirketin dijital ödeme markası Paycell'in gelirlerindeki güçlü artışı POS ve mobil ödeme servisleri sağladı. Şirketin, TR Karekod üzerinden tüm banka kartlarıyla ödeme, yurt dışına çift yönlü para transferi ve mobil temassız ödeme gibi kullanıcı deneyimini zenginleştirmeye yönelik adımlarını beğenmekteyiz.
- FAVÖK marjı 3Ç25'de çeyreklik ve yıllık bazda 4 baz puanlık artış ile %46,8 seviyesine yükselmiştir. FAVÖK karı 3Ç25'de 26,5mlr TL, 2025/09'da ise 75,8mlr TL olarak gerçekleşmiştir.
- Şirketin veri merkezi ve bulut gibi inovatif alanlarda gelir büyümesi sağlamasını beğenmekteyiz.
- Şirket, son verilere göre 25,82 F/K ve 1,01 PD/DD ile işlem görmektedir.
- TCELL** için 12 aylık hedef fiyatımızı 148,5 TL'den 165,0 TL'ye revize etmekteyiz ve 'AL' önerimizi sürdürmekteyiz.

Riskler:

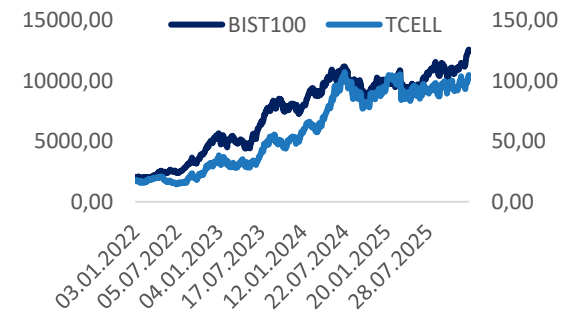
- Döviz kuru riski ve yerel ekonomik koşullar ile maliyetlerin beklenti üzerinde artması
- Reel Gelirlerde ki azalmanın abonelerin daha düşük ücretli paketlere yönelmesi
- Yurt dışı operasyonlarıyla ilgili jeopolitik belirsizlikler

Piyasa Bilgileri	22.01.2026
Sektör	Telekomünikasyon
Kapanış (TL)	112,10
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	165,0
Prim Potansiyeli	47,19%
Piyasa Değeri (mn TL)	246.620
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	108.513
Bugünkü Sermaye (bin TL)	2.200.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)	968.000
Halka Açıklık Oranı	44%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	1,02
3 Aylık	-3,93
Yılbaşına göre	5,51
Son 1 Yıl	-12,68

Piyasa Çarpanları	
F/K	25,82
PD/DD	1,01
FD/NS	1,66

Bilanço Özeti (bin TL)	2025/09
Aktif Toplamı	491.419.431
Net Borç	44.316.181
Net Satışlar	162.434.767
FAVÖK	75.774.654
Net Kar / Zarar	13.425.665



Türk Hava Yolları

Beğendiğimiz Yönleri:

- Türk Hava Yolları, geniş uçuş ağı ve operasyonel performansı sayesinde küresel network taşıyıcılar arasında konumunu güçlendirmiştir. Eurocontrol verilerine göre 2025 Ocak-Eylül döneminde Avrupa'da network taşıyıcılar arasında en fazla sefer yapan havayolu olmuştur. 2025 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla yolcu kapasitesi yıllık bazda %8,2, pandemi öncesi döneme kıyasla ise yaklaşık %43 artış göstermiştir.
- Şirketin kargo faaliyetlerindeki gelirlerinin artmasını beğenmekteyiz. Turkish Cargo, IATA verilerine göre Eylül 2025 itibarıyla %6,3 küresel pazar payı ile dünyanın en büyük 3. hava kargo taşıyıcısı konumuna yükselmiştir. Kargo faaliyetleri, gelir çeşitliliği açısından stratejik önemini artırmıştır.
- AJet markası, düşük maliyetli (Low Cost) hava yolu modeliyle THY Grubu'nun rekabet gücünü tamamlayıcı bir yapı sunmaktadır. 2025 Eylül sonu itibarıyla 121 uçaklık filo, 116 uçuş noktası, 17,5 milyon yolcu ve 107.508 konma ile operasyonlarını sürdürmektedir. AJet, hem iç hat hem yakın coğrafyada talep esnekliğini artırmaktadır.
- Ana marka ve AJet operasyonları birlikte değerlendirildiğinde, artan yolcu ve kargo kapasitesine rağmen uçuş ağı dengeli biçimde genişletilmiştir. Talep bazlı kapasite planlaması sayesinde filonun etkin kullanımı ve gelir optimizasyonu sağlanmaktadır.
- 2025 yılının ilk 9 ayında ortalama akaryakıt birim maliyeti ton başına 805 USD seviyesine gerilemiş; akaryakıt giderlerinin toplam faaliyet giderleri içindeki payı %27'ye düşmüştür. Bu gelişme, marjları destekleyen önemli bir unsur olmuştur.
- Akaryakıt birim maliyetlerindeki gerilemenin marjlara pozitif yansıması, Şirket kârına destek verebilir. Öte yandan 2026 yılında Turizm gelirlerindeki artış da şirketin hasılatına pozitif yansıyabilir.
- 2035 yılına kadar filonun tamamının yeni nesil uçaklardan oluşması hedeflenmekte olup, Boeing ve Airbus siparişleriyle operasyonel verimlilik ve yakıt tasarrufu artırılmaktadır. Bu strateji, sürdürülebilir kapasite büyümesini desteklemektedir.
- THYAO** için 12 aylık hedef fiyatımızı 457,7TL'den, 440TL'ye revize etmekteyiz ve 'AL' önerimizi sürdürmekteyiz.

Riskler:

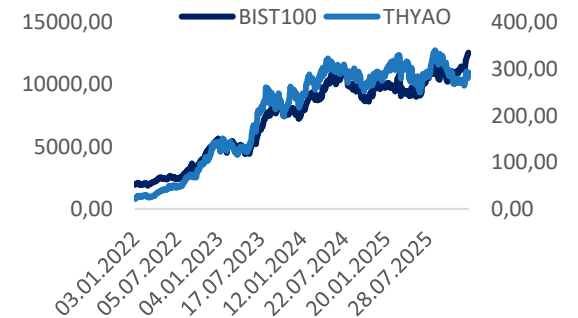
- Jeopolitik risklerin artış göstermesi
- Operasyonel marjlarda zayıflığın devam etmesi

Piyasa Bilgileri	22.01.2026
Sektör	Havacılık
Kapanış (TL)	299,0
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	440,0
Prim Potansiyeli	47,16%
Piyasa Değeri (mn TL)	412.620
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	206.310
Bugünkü Sermaye (bin TL)	1.380.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)	690.000
Halka Açıklık Oranı	50%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	-3,25
3 Aylık	-14,76
Yılbaşına göre	-2,42
Son 1 Yıl	-21,16

Piyasa Çarpanları	
F/K	3,91
PD/DD	0,49
FD/NS	0,90

Bilanço Özeti (bin TL)	2025/09
Aktif Toplamı	1.794.446.000
Net Borç	385.262.000
Net Satışlar	690.825.000
FAVÖK	118.774.000
Net Kar / Zarar	81.064.000



Anadolu Yatırım Araştırma Bölümü

Sevgül YİRTAR

Anadolu Yatırım Araştırma Departmanı | Bölüm Başkanı

Bankacılık, Holding ve SavunmaSyirtar@anadoluyatirim.com.tr | www.anadolubank.com.tr (216) 649 77 35**Ecrin ŞARK**

Anadolu Yatırım Araştırma Departmanı | Yönetmen Yardımcısı

Havacılık, Gayrimenkul, Çimento ve TeknolojiEsark@anadoluyatirim.com.tr | www.anadolubank.com.tr (216) 649 77 38**Mehmet Ali KATMER**

Anadolu Yatırım Araştırma Departmanı | Yönetmen Yardımcısı

Enerji, Perakende, Telekomünikasyon ve GıdaMakatmer@anadoluyatirim.com.tr | www.anadolubank.com.tr (216) 649 77 37**Salih AYDIN**

Anadolu Yatırım Araştırma Departmanı | Yönetmen Yardımcısı

Otomotiv, Demir-Çelik, Turizm ve TekstilSalaydin@anadoluyatirim.com.tr | www.anadolubank.com.tr (216) 649 77 36**Araştırma Bölümü** : arastirma@anadoluyatirim.com.tr

Uyarı: 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Anadolubank A.Ş. ve Anadolu Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.