

FİNANSAL PİYASALAR STRATEJİSİ 2026

Garanti BBVA Yatırım

8 Ocak 2026

İçindekiler

KÜRESEL PİYASALARDA SINIRLAR ZORLANACAK, TL VARLIKLARDA POTANSİYEL FİYATLANACAK	3
ULUSLARARASI PİYASALAR	6
EKONOMİ	19
TÜRK LİRASI	27
FAİZ	31
- TL Tahvil	31
- Mevduat	35
- Eurobond	36
BİST STRATEJİ	38
SEKTÖR VE HİSSE SEÇİMLERİ	46
MODEL PORTFÖY	52
SEKTÖR GÖRÜNÜMLERİ	57
• Bankacılık	57
• Cam	62
• Dayanıklı Tüketim	63
• Demir&Çelik	64
• Elektrik	65
• Gayrimenkul	66
• Hayat Dışı Sigorta	67
• Havayolları	68
• Otomotiv	69
• Perakende	70
• Petrol Ürünleri	71
• Savunma	72
• Telekom	73
Temettü Beklentileri	74
Tavsiye Listesi	76
BİST- 100 Gösterge Tabloları	77
UYARI NOTU	80

Küresel Piyasalarda Sınırlar Zorlanacak, TL Varlıklarda Potansiyel Fiyatlanacak

Tüm tezatlıklarına karşın zirveler yılı 2025'in ardından. Yıl içerisinde yaşanan birçok tezatlığa karşın 2025 rekorlar dönemi olarak hatırlanacak. Ticaret savaşları, jeopolitik riskler, teknoloji şirketlerindeki değerlendirme tartışmaları, kamu borçları gibi faktörlerle birlikte zaman zaman dalgalanmalar olsa da, Fed'in faiz indirim döngüsüne yeniden başladığı periyotta birçok varlık sınıfında tarihi zirveler yenilendi. Üstelik tarihi zirvelerin yenilenmesi, finansal piyasalarla sınırlı kalmadı. Örnek vermek gerekirse, dünyada futbolda transfer döneminde 9,7 milyarABD\$ ile rekor kırıldı. Sanat piyasasında Gustav Klimt'in "Portrait of Elisabeth Lederer" eseri, Sotheby's'te 236,4 milyon ABD\$ rekor fiyata alıcı buldu. Uzay turizmi alanında 2025 yılında tarihte ilk kez sivil astronot" sayısı, profesyonel astronot sayısını geçerek ekonominin uzayda da kabuk değiştirdiğine işaret etti.

2025 yılında finansal piyasalarda rekorların adresleri. Aslında tarihi zirve seviyelerini geçtiğimiz yıl yenileyemeyen varlık sınıflarını paylaştık, bu bölüm daha kısa olabilirdi. Girişte de bahsettiğimiz üzere, 2025 yılında etkili olan tezatlıklara karşın global risk iştahındaki hızlı toparlanmanın etkisiyle gelişmiş ve gelişmekte olan birçok hisse piyasasında tarihi zirveler yenilendi. Nvidia 5 trilyon ABD\$ piyasa değerini aşan ilk halka açık şirket olurken, Avrupa ve Çin hisse piyasası ABD\$ bazında 8 yılın ardından ABD'den daha iyi performans sergiledi. Gerek enflasyondan korunma, gerek jeopolitik riskler karşısında güvenli liman, gerekse de sanayi ve teknoloji bileşeni olarak emtia piyasasında (Gümüş, Altın, Bakır...) yeni rekorlar geldi. ABD'de regülasyonların desteklemesi ve kurumsal ETF yönelimi ile kripto para piyasaları da (BTC, ETH...) 2025 yılı rekorlarında bir başka adres oldu.

Para politikalarında kararlılığın korunduğu Türkiye ekonomisinde kazanımlar gecikmeli de olsa elde ediliyor. Mayıs 2023'ten bu yana sıkı ve kararlı para politikalar ile makro dengesizlikler azalırken, öngörülebilirliğin sağlanmasında kayda değer ilerleme sağlandı. Geçtiğimiz yıl yurt içinde ve yurt dışında oynaklık yaratan başlıklara karşın sıkı para politikalarındaki kararlılık, dezenflasyon sürecine dönüşü sağlamış, öngörülebilirliği desteklemiş ve ülke risk priminin düşmesine zemin hazırlamıştır. Zirveler yılı olarak nitelendirdiğimiz 2025 yılında BİST 100 endeksi de zirvesini (TL bazında) yenileyen endeksler arasında yer alsa da, gelişen piyasaların güçlü performansı ve görece yüksek kalan faizler karşısında söz konusu getiri yeterli olmadı.

Güçlü performansların ardından 2026 yılında yurt dışı varlıklar çoklu faktör etkisi altında olacak. Geçtiğimiz yıl jeopolitik riskler, gümrük vergileri, yapay zeka endüstrisinde rekabet gibi başlıklarla önce dalgalanan ardından dengelenen piyasalar, Fed'in faiz indirim döngüsünü yeniden başlatması ile destek bulduğu makro temeller üzerinde risk iştahı güçlü şekilde korundu. 2026 yılına girerken yatırım ortamı, 2025 yılında yaşanan önemli değişimlerin etkisiyle birden fazla faktörün etkisi altında kalmaya aday. Global görünümde bir yandan yapay zeka endüstrisi yatırımlarını ve potansiyelini değerlendireceğimiz; diğer yandan jeopolitik riskler ve ticaret savaşlarıyla oluşan küresel bölünmenin açığa çıkardığı ülke içinde üretim, tedarik zincirleri riski, doğal kaynaklara ulaşım, güvenlik ihtiyacı ve kamu borçları gibi faktörlerin sermaye akımlarına etkisini ölçeceğimiz bir yıla giriyoruz. Üstelik tüm başlıkların etkileri, ABD'de Fed başkanının değiştiği ve ara seçimlerin yapılacağı bir dönemde öngörülmeye çalışılacak!

Limitler Zorlanırken: Global Tarafı Üç Öncelikli Tema. 2026 yılına girerken öncelikli tema olarak üç başlığı öne çıkarıyoruz: **i) Yapay Zeka : Beklenti gerçeklere karşı.** 2025 yılının popüler yatırım teması “Yapay Zeka” konusunda beklenti aşamasından, beklentilerin sorgulandığı aşamaya geçiliyor. Yapay zeka temasında büyük ölçekli yatırımlar ve altyapı harcamaları sektör şirketleri adına potansiyeli gündemde tutsa da, söz konusu yatırımların geri dönüş sürecindeki belirsizlik ve bu belirsizliğin teknoloji sektöründe risk-getiri dengesinin sorgulanmasına neden olacaktır; **ii) Yeni Dünyanın Ticaret Mimarisi.** Geleneksel global ticaret kurallarının değişim halindeki jeopolitik ve yenilenen ticaret anlaşmaları ile yerini yeni bir ticari mimariye bırakmasının piyasalara etkileri takip edilecek; **iii) Böyle bir dünyada Merkez Bankaları: “Güç Sizinle Olsun!”.** Tarihi seviyelere ulaşan global kamu borç stoğu ve yükselen tahvil faizleri karşısında, enflasyon ve kamu borçları risklerine yönelik merkez bankalarının hamleleri önem taşıyor. Kritik derecede öneme sahip birden çok faktörün yönlendirmesini beklediğimiz piyasalarda portföy çeşitlendirmesinin ve olası piyasa volatilitelerinde oluşabilecek fırsatlardan yararlanma adına portföy esnekliğinin önemini arttığını düşünüyoruz.

Lokal tarafta TL varlıklarda potansiyele odaklanmaya devam ediyoruz. 2025 yılına [başlarken](#) ve Nisan 2025’te finansal piyasalar stratejimizi [güncellerken](#), son iki yılda uygulanan ve enflasyonun düşürülmesini hedef alan para politikasında kararlılığın süreceği öngörüsünden uzaklaşmadık. 2026 yılına girerken söz konusu bakış açımızı arka planda koruyoruz. Enflasyon arzu edilen hızla düşmese de, devam eden dezenflasyon sürecinde TCMB’nin ölçülü faiz indirimlerine devam etmesinin, şirket finansallarında enflasyon muhasebesi etkisinin azalacak olmasının ve ülke risk primindeki düşüşün 2026 yılında TL varlıklar adına ana fiyatlamaya temaları olmasını bekleriz. Küresel likidite koşullarında sert bozulma, enerji fiyatlarında kalıcı sıçrama veya dezenflasyon sürecinde belirgin sapma yaşanmaması koşuluyla, 2026 yılında Türkiye kredi notunda artış ihtimali de piyasa gündeminde yer alabilir. Paylaştığımız temalar çerçevesinde TL varlıkların potansiyellerine yönelik fiyatlamayı hak ettiğini düşünürken, yılın ilk fiyatlamalarının bu paralelde olduğunu görmekteyiz. Bununla birlikte yatırımcılara yıl içinde gerçekleşen ve potansiyel getirileri baz alarak yatırım araçlarında rotasyon içeren taktiksel duruşu benimsemelerini önermekteyiz.

Türk Lirası’nda reel değerlendirme devam edecek. Sıkı para politikası neticesinde TL’de bulunan reel faiz, Türk Lirası’nın reel değerlendirilmesinin önünü açıyor. 2026 yıl sonu için tahminlerimiz TÜFE’ye yönelik olarak %25, USDTRY için 52 seviyesinde bulunurken, 2026 yılında yaklaşık %21 kur yükselişi bekliyoruz. Enflasyon ve döviz kuru yükselişi beklentilerimiz baz alınarak hesaplanan ve 2025 yılında %10 olan TL reel değerlendirilmesi 2026 yılında %6 olacak. TCMB politika faizi tahminimizden yola çıkarak 2026 yılında net bileşik TL faiz getirisini %32 olarak hesaplıyoruz. Dövizde %21 yükseliş beklentimiz baz alınırsa TL’de döviz kuruna göre ölçülen potansiyel reel getiri %9 civarında bulunuyor. Bununla birlikte devam eden makro ihtiyati tedbirlerin etkisi ile TL mevduat faizleri, politika faizinin 1-2 puan üstünde kalabilir.

BİST Değerlemeleri: Dezenflasyon sürecinin başarısı ve ülke risk primindeki eğilim belirleyici. BIST100 2026 beklentilerine göre, 5,1x F/K ve 5,4x FD/FVAÖK çarpanları ile işlem görüyor. Bu oranlar sırasıyla Gelişmekte Olan Ülke benzerlerine göre %67 ve %51 iskontoya işaret ediyor. Son dönemde risk priminde yaşanan düşüş, faiz koşulları ve kar büyüme beklentileri ışığında 7,4x seviyesinde bir F/K çarpanının BIST100 için adil düzey olduğunu hesaplıyoruz. Bu F/K çarpanının ve kar büyümesinin ima ettiği endeks seviyesi 16.100 olmakla birlikte, bu hedef tarihsel çarpan ortalamaları ve hisse bazlı endeks tahmin çalışmalarımızla uyumlu görünmektedir. BIST 100 beklentimiz, %34 potansiyele işaret etmekte ve bunun %12’si çarpan genişlemesi, %22’si ise kar artışından gelmektedir.

Sektör Dağılımı: Faiz indirim döngüsü ve büyüme dinamikleri hisse ve sektör seçiminde etkili olacak.

2025'in, ekonomi politikalarındaki normalleşme adımlarının etkilerinin sürdüğü bir geçiş yılı olduğunu ifade etmek gerekiyor. Finansal koşullardaki sıkışmanın etkilerinin yanı sıra piyasa mekanizmasının daha sağlıklı işlemeye başladığı, yasal düzenlemelerin bir miktar sadeleştiği 2025'te, iç tüketimdeki yavaşlamanın etkilerini şirket bilançolarında zayıflama olarak gördük. 2026'nın ise, son dönemde izlenen ekonomi politikası sonuçlarının daha görünür hale geldiği bir yıl olacağı kanaatindeyiz. Dezenflasyon süreci ve buna paralel olarak faiz indirimlerinin seyri ve boyutunun bu anlamda belirleyici olacağını düşünüyoruz. Bu kapsamda, temel göstergeleri ve beklentileri kuvvetli, nispeten ucuz kalmış ve net borç seviyesi yönetilebilir durumda olan şirketlerin daha iyi performans sergileyeceği bir yıl öngörüyoruz. Bu kapsamda, bankacılık, GYO, havacılık, perakende ve savunma en beğendiğimiz sektörler. Talep koşulları kuvvetli, verimli maliyet yönetimine sahip ve değerlendirme anlamında cazip hisseleri ön plana çıkarıyoruz. Halihazırda 8 hisseden oluşan Model Portföyümüzde 2 banka ve 6 banka-dışı hisse bulunmaktadır. Model Portföyümüzdeki hisseler ve ağırlıkları; Akbank (%11), Aselsan (%8), BİM (%14), Emlak GYO (%14), THY (%14), Tüpraş (%14), Türkiye Sigorta (%14) ve Yapı Kredi Bankası (%11).

Günümüzde yapay zeka ve dijitalleşme sürecinde aşırı bilgi yüklemesi ile karşı karşıya kalınmakta. Bu eğilim karşısında bireylerin harcadığı zaman ve para karşısında daha bilinçli şekilde deneyim, analiz, yatırım ve getiri arayışında olduklarını görmekteyiz. Örneğin gastronomide yemeğin tadı ve sunumunun öne çıktığı temadan günümüzde "Amaç Odaklı Gastronomi (Purpose-Driven Dining)" ile vücutta ve zihinde yarattığı etkiye odaklanan sürece ilerlendiğini görmekteyiz. Sağlık alanında "Fonksiyonel Uzun Ömür (Functional Longevity)" ile semptom giderme yerine yaşam misyonuna odaklanılmakta. Turizm alanında ise popüler destinasyonları baz alan "Nereye gidiyoruz?" temalı seyahat yerine "Neden gidiyoruz? (Whycation?)" teması, belirttiğimiz çerçevede öne çıkmaktadır. Bireylerin yaşamlarındaki "neden" arayışı sadece tüketim alışkanlıklarını değil, finansal beklentilerini, yatırım anlayışını ve bu paralelde yatırımlarını da etkileyebilmektedir.

Global piyasalarda rekorlar yılının ardından sınırların zorlanmasını, yurt içinde ise kararlı para politikaları çerçevesinde potansiyelin fiyatlanmasını beklediğimiz 2026 yılı strateji raporumuzu, yaşamın her alanında etkisini gösteren "amaç odaklılık" filtresini, analizlerimizin merkezinde tutmayı sürdürerek hazırladık. Bu paralelde raporumuzdaki analizlerimizi ve öngörülerimizi, özet, yalın, net yansıtabilecek şekilde paylaştık.

Yıl içinde yaşanacak olası fırsatlar ve oynaklıklarda yatırımcılarımızın yanında olmayı sürdüreceğiz. Garanti BBVA Yatırım'a güveniniz için teşekkürler. Tüm yatırımcılarımıza mutlu, sağlıklı, başarılı ve bol kazançlı bir 2026 dileriz!

Garanti BBVA Yatırım Araştırma ve Yatırım Danışmanlığı Ekibi

ULUSLARARASI PİYASALAR

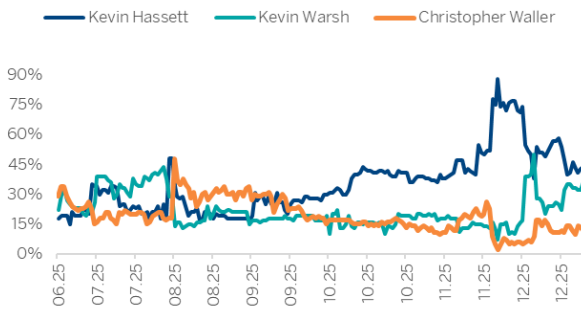
Para Politikalarında Dengelenme

Küresel ekonomi, yeniden şekillenen bir ortama uyum sağlarken, 2026 yılı para politikalarında dengeyi bulma isteğini artırıyor. Geçtiğimiz yılda finansal piyasalara üç anlatı hâkim oldu: gümrük vergileri, yapay zeka ve faiz indirimleri. 2025 yılı merkez bankaları için nispeten sorunsuz bir yıl olmuş, enflasyonla mücadele süreci pekişmiştir. 2026 yılının ise geçiş dönemi olması beklenebilir.

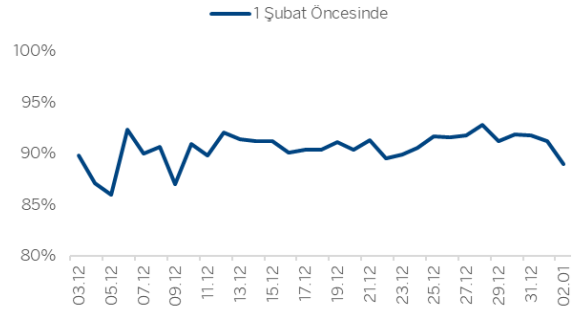
ABD’de ikinci başkan Trump dönemi, geniş kapsamlı etkileri olacak politika değişikliklerini beraberinde getirdi. ABD ve Çin arasındaki ticaret gerilimleri, tedarik zincirlerinin yeniden yapılandırılmasına yol açarken, ABD firmaları “Çin+1” gibi stratejilerle Çin’e aşırı bağımlılığı azaltmayı hedefliyor. Anlaşmalar ve yeniden düzenlemeler sayesinde, bazı aşırı yüksek gümrük tarifeleri hafifletildi. Buna karşın, fikir ayrılıklarının devam ettiği ortamda sistemin kırılgan yapısı göz ardı edilmemeli. İki ülke arasındaki ilişkiler bu sene de yakından takip edilmeye devam edilecek. ABD Yüksek mahkeme kararları ise bu vergileri etkileyebilir ve belirsizlik oluşturabilir.

ABD için öncelikli siyasi gelişmelerinden biri Kasım’da yapılacak ara seçimler. Kongre’nin kontrolünü belirlemek adına önem taşımakta. Ara seçimler ile Temsilciler Meclisi ve Senato’nun çoğunluk dengesi yeniden belirlenir. Dolayısıyla, tasarıların yasalaştırılması ve ABD başkanının yetkilerini yürütmesi bakımından oldukça kritik rol oynar. Ek tarifelerin, 2025 Nisan ayı başında finansal piyasalar üzerinde yarattığı büyük çalkantı sonrasında yapılan anketlerde Trump’ın seçmenler nezdinde güven kaybı yaşadığı görüldü. Bu nedenle, ara seçim sürecine girilirken, finansal piyasaları güçlü tutmak adına daha yumuşak ve uzlaşmacı Trump politikaları görebiliriz.

Trump, Fed başkanlığına kimi aday gösterecek?



Trump, Fed başkanını ne zaman açıklayacak?



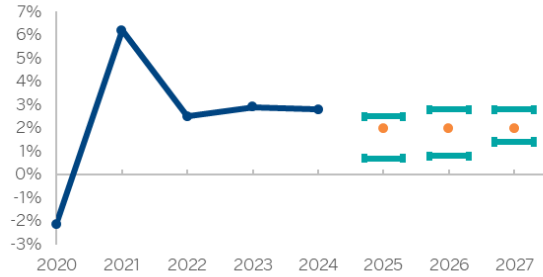
Kaynak: Bloomberg, Kalshi, Garanti BBVA Yatırım

Başkan Trump, önümüzdeki haftalarda ABD para politikasına dört sene boyunca yol gösterecek bir sonraki Fed Başkanı'nı seçecek. Mayıs ayında görev süresi sona erecek olan Jerome Powell'in yerine yeni bir isim geçecek. Başkan, düşük faiz oranlarına büyük ölçüde inanan birini atayacağını söyledi. Seçim ne olursa olsun, güvercin bir ismin göreve geleceğini biliyoruz. Ancak, sonuca bağlı olarak Fed'in bağımsızlığının ağır bir şekilde eleştirilebileceğini düşünüyoruz.

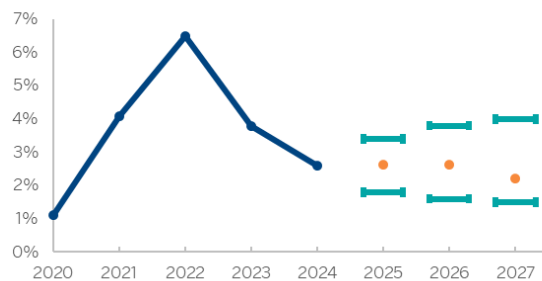
Başkan, Ulusal Ekonomi Konseyi Direktörü Kevin Hassett, mevcut Fed Guvernörü Christopher Waller ve eski Fed yöneticisi Kevin Warsh'ı değerlendiriyor. Online tahmin platformu Kalshi, Hassett'i %43 olasılıkla en favori aday olarak gösteriyor. Onu Warsh (%35) ve Waller (%13) takip ediyor. Adaylar arasında Hassett Trump'a yakın açıklamaları ile dikkat çekiyor. Dolayısıyla, Fed'in aldığı kararların piyasa tarafından sorgulanmasına neden olabilecek en önemli ismin Hassett olduğunu düşünüyoruz. Öngörülebilirliği artıracak adım ise Waller'ın göreve getirilmesi olacaktır. Kararın ne zaman açıklanabileceğine yönelik belirsizlik korunuyor olsa da, Kalshi'deki fiyatlama oldukça yakın bir zamana işaret ediyor.

2025 yılının son Fed toplantısı, üyeler arasındaki ayrışmanın devam ettiğini gösterdi. Bazı üyeler, işgücü piyasasındaki zayıflığın daha da artmasını önlemek için faiz indirimi yapılmasını savunurken, diğerleri ise gevşemenin yeterince ileri gittiğini ve enflasyonu ağırlaştırma riski taşıdığını düşünüyordu. Üyeler, manşet Kişisel Tüketim Harcamaları Fiyat Endeksinin (PCE) 2026 yılında %2,4 olacağını öngörüyor. Bu rakam bir önceki tahmin olan %2,6'nın altındadır. Enflasyon son bir yılda düşüş göstermiş olsa da %2 hedefinin üzerinde seyretmeye devam ediyor. Ekonomideki reel büyümenin %2,3 oranında olacağı kurul tarafından tahmin ediliyor. İşsizlik oranının %4,4 ile mevcut oranın hafif altında kalacağı çoğu yetkili tarafından düşünülüyor.

FOMC Yıllık Reel Ekonomik Büyüme Projeksiyonu



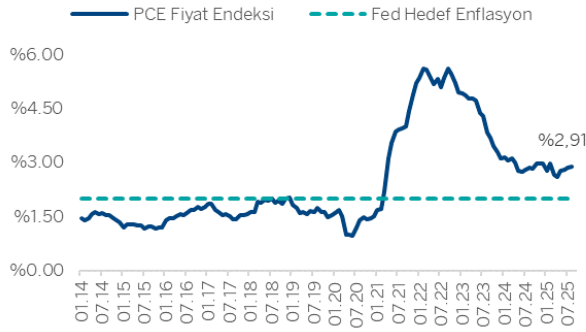
FOMC Yıllık PCE Projeksiyonu



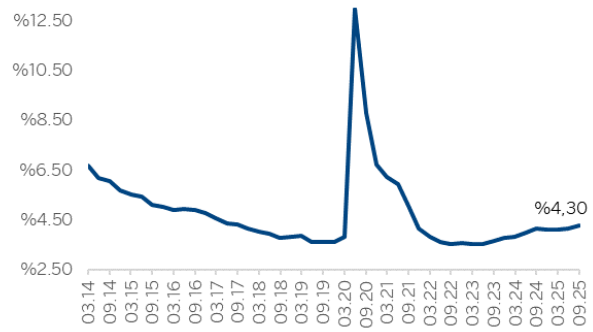
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Para politikası, gelecek sene istihdam piyasasına yönelik gelişmelerden daha fazla etkilenecek. Geniş çapta beklendiği gibi, Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) son toplantıda kısa vadeli faiz oranlarını 25 baz puan düşürdü. Bununla birlikte, FOMC kısa vadeli hazine tahvillerinin alımını başlattı. Burada amaç yeni bir parasal gevşemeden (QE) ziyade kısa vadeli tahvillerin alımı ile birlikte piyasaya likidite sağlamak ve son zamanlarda ara ara SOFR piyasasında görülen sıkışıklığın önüne geçerek olası bir bölgesel banka sorununu şimdiden önlemek. Geçen yılı toplamda 75 baz puanlık indirimle tamamlayan ABD merkez bankası, 2026 yılı içi istihdam piyasasını yakından takip edeceğinin mesajını verdi. Fed Başkanı Powell, Fed fonlama oranının şu anda nötr bir değerde olduğunu söyledi. Bununla birlikte, faiz artırımının muhtemel bir sonraki temel senaryo hareketi olmadığını da belirtti. Kurula göre 25 baz puan ile sınırlı kalabilecek indirimler, geçtiğimiz seneye kıyasla daha temkinli bir ortamı oluşturuyor.

ABD'de Yıllık Enflasyon



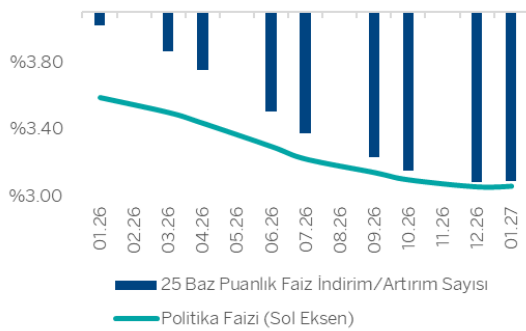
ABD'de Yıllık İşsizlik Oranı



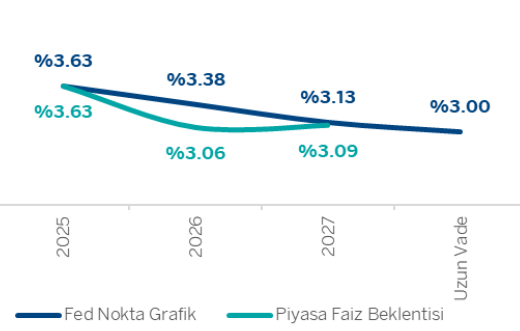
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

2026 yılında Fed'in en az 50 baz puan faiz indirmesini bekliyoruz. İşgücü piyasası daha belirgin bir şekilde zayıflamadıkça veya gümrük vergileri kaynaklı fiyat baskıları beklenenden daha hızlı azalmadıkça, FOMC Ocak ayında faizleri sabit tutmaya devam edecek ve sonrasında daha sabırlı, verilere bağlı bir tutum benimseyecektir. Fed'in, 2026'nın ikinci yarısında iki ek faiz indirimi gerçekleştirmeden önce, şimdiye kadar uyguladığı gevşeme politikasının etkilerini değerlendirmek için zaman ayıracağını düşünüyoruz.

Piyasa Fed Faiz İndirimi Beklentileri



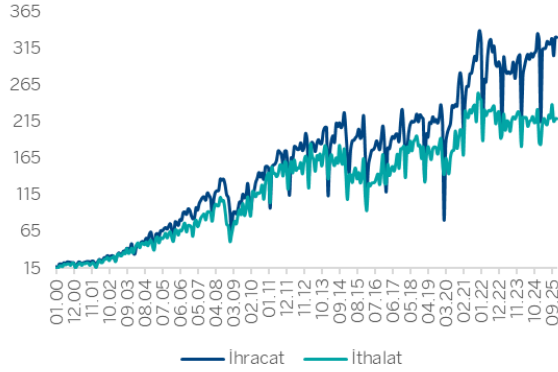
Fed Nokta Grafik ve Piyasa Faiz Beklentisi



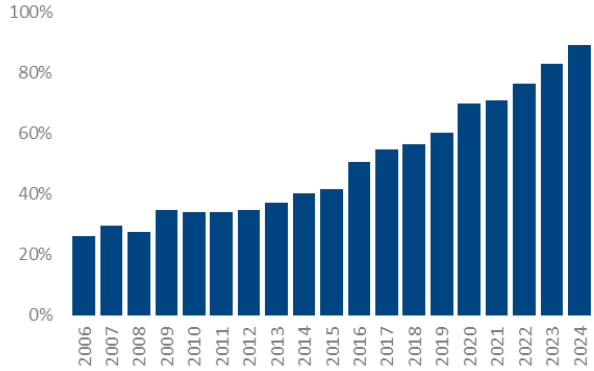
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

2025 yılı Çin için kayda değer zorlukları ortaya koydu. Ülke ekonomisi, ABD'nin gümrük vergileri öncesinde ihracat odaklı sektörlerin faaliyetlerini öne alması sayesinde seneye sağlam bir başlangıç yaptı. Ancak olumlu ivme sadece ilk yarıda görüldü: 2025'in ikinci yarısında kredi büyümesi tüm zamanların en düşük seviyesine geriledi, sübvansiyonların azalmasıyla hane halkı tüketimi zayıfladı ve ihracat büyümesi bile daha az katkı sağladı. Emlak piyasasındaki düzeltme devam ederken tüketici güveni üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturdu. Pekin'de, ekonomik yavaşlamayı durdurmak ve deflasyonu önlemek amacıyla mali destek paketi söylemleri öne çıkabilir. Bununla birlikte, Çin 2026 yılında küresel büyüme görünümü için oldukça önemli olmaya devam edecektir.

Çin İthalat-İhracat (Milyar ABD\$)



Çin Kamu Borcu / Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Oranı



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Çin, gelecek yıl da mevcut yıllık ekonomik büyüme hedefi olan %5 civarında kalmaya devam edecek. Bütçe açığının da geçtiğimiz sene gibi GSYH'nin %4'üne tekabül etmesi bekleniyor. Şeffaf olmayan yapısı nedeniyle Çin Merkez Bankasının (PBOC) önümüzdeki yıl alacağı önlemleri tahmin etmek kolay değil. PBOC, büyüme ve enflasyon hedeflerini bankacılık sektörünün karlılığıyla dengelemek için ince ayar yaklaşımını sürdürecektir. Anlamlı politika faizi indirimleri öncelikli olmayabilir. Merkez bankası muhtemelen likidite operasyonlarına ve zorunlu karşılık oranına (RRR) daha fazla güvenebilir.

Yuanın dolar karşısındaki güçlü performansı, 2026 yılında daha sınırlı kalabilir. Kuvvetli bir yuan, Çin'in karşı karşıya olduğu ticaret gerilimlerini çözmede stratejik bir değer sunmayacak ve para biriminin gücünü sürdürmek, Çin'in ihracatçıları, ekonomisi ve istikrarı üzerinde domino etkisi yaratacaktır.

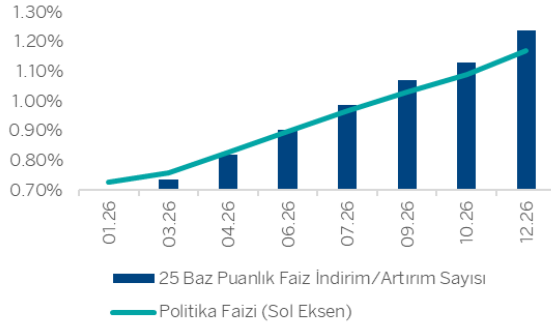
Tayvan'ın statüsü konusundaki görüş farklılıkları, gerginliği artırma potansiyelini barındırıyor. Tayvan, ABD-Çin ilişkilerinde potansiyel çatışma noktaları devam etmektedir. ABD, Tayvan'a 10 milyardan ABD \$ fazla silah satışı yapacağını açıkladı ve Çin'in öfkeli tepkisini çekti. Çin yeni yılda bu tür adımlara karşı başka önlemlerle karşılık verebilir.

Japonya geçtiğimiz yıl önemli gelişmelere tanıklık etti. Ekim ayı ülke için öne çıktı. Liberal Demokrat Parti'den (LDP) Sanae Takaichi, Japonya'nın ilk kadın başbakanı olarak seçildi. Takaichi'nin ekonomi politikaları, büyük ölçüde teşviklere odaklanan Abenomics'in (Takaichi'nin akıl hocası olan merhum Başbakan Shinzo Abe'nin adını taşıyan) manevi halefi olarak kabul ediliyor. Mali genişlemenin öne çıkarılabileceği beklentisi yatırımcıların endişeleri artırdı. Bu durum uzun vadeli devlet tahvillerinin getirilerini rekor seviyelere çıkardı ve yen üzerinde baskı yarattı. Bununla birlikte, Japonya Başbakanı Sanae Takaichi, genişlemeci maliye politikası konusunda piyasalardaki endişeleri gidermeye çalıştı. Hükümetin bütçe taslağının, borca bağımlılığı sınırlayarak disiplini koruduğunu söyledi.

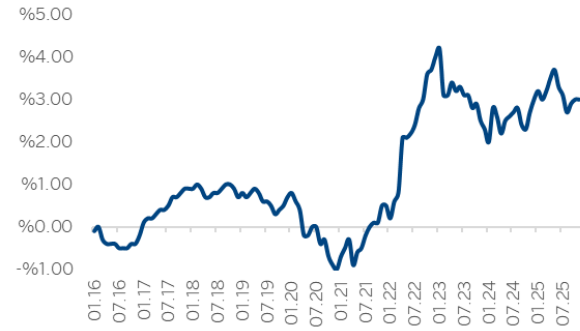
Enflasyon yakından takip edilmeye devam edilecek. Ülke, ücret/fiyat sarmalının dengelenmesiyle yıllardır süren deflasyon kapısını kapattı. Japonya Merkez Bankası (BOJ) enflasyonun 2026 yılında %2 hedefine yakın seyretmesini öngörüyor. İşgücü açığının sürdürülebilir bir şekilde ücretlerin ve

enflasyonun yükselmesine katkıda bulunması bekleniyor. BOJ, %1,3'lük tahmini büyüme ile ekonominin yıl boyunca potansiyelinin üzerinde bir oranda genişleyeceğini öngörüyor.

Japonya Faiz Artırım Piyasa Beklentisi



Japonya Yıllık Çekirdek Enflasyon



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Japonya Merkez Bankası (BOJ) başlattığı faiz artırım patikasını devam etme eğiliminde olacaktır. Başbakanı yönelik son değişikliğin de bu ivmeyi durdurması pek olası görünmüyor. Reel faizlerin hâlen oldukça düşük olması ve enflasyon görünümü dikkate alındığında, 2026'nın son çeyreğinde ek bir 25 baz puanlık artırım ihtimalini öne çıkarıyoruz. Bu durum, Japonya para politikasının uzun yıllar sonra daha belirgin bir normalleşme sürecine girdiğine işaret etmektedir. Yen, yıl boyunca ABD\$ karşısında düşük performans gösterdi. Ancak, gelecek yıl olası yen müdahalelerinin para birimini istikrara kavuşturabileceğini düşünüyoruz.

Avrupa Bölgesi ekonomisine yönelik riskler geçtiğimiz seneye kıyasla azalıyor. Trump yönetimi ile yapılan ticaret anlaşmasının ardından belirsizlikler hafifledi. Bununla birlikte, değişen jeopolitik dinamikler ve hızlı teknolojik gelişmelerle karakterize edilen karmaşık bir uluslararası ortam, bölge için zorlukları beraberinde getiriyor.

Almanya ve Fransa bir kez daha gündemde olacak. Almanya, 2025 yılında zayıf bir büyüme ve önceki iki yıl süren resesyonun ardından, sanayi ve ihracatın krizde olduğu bir yapısal değişim aşaması yaşıyor. Yüksek kalite Çin ürünleri, Alman sanayisinin rekabet gücünü etkiledi. Geçtiğimiz sene onaylanan 500 milyar euroluk savunma harcama paketi ise ekonomiyi yeniden dengelemek ve 2026'dan itibaren talebi artırmayı amaçlıyor. Beklenen pozitif etkilerin gerçeğe dönüşmesi halinde, bölge ekonomisi adına anlamlı bir itici gücü beraberinde getirebilir. Buna karşılık Fransa, siyasi gerilimler ve bütçe endişelerinin yatırımları frenlemesi nedeniyle en büyük belirsizlik kaynağı olmaya devam etmektedir. Mali ilerlemenin önündeki en önemli engel, Fransa'nın giderek parçalanmakta olan siyasi manzarasıdır. Cumhurbaşkanı Emmanuel Macron'un ikinci döneminde bir dizi bütçe çıkmazı yaşandı, parlamentoda mutlak çoğunluk kaybedildi ve önemli yasaların geçirilmesi giderek zorlaştı. Çok sayıda güvensizlik oyu ve anayasal araçların sıkça kullanılması, politika yapımında daha derin bir yapısal çıkmaza işaret etti. Kriz dönemlerinde genişleyen Fransa ve Almanya 10 yıllık tahvil getirileri arasındaki fark, piyasa oyuncuları tarafından takip edilmeye devam edilecek.

Almanya-Fransa 10 Yıllık Tahvil Spread Farkı (Bps)



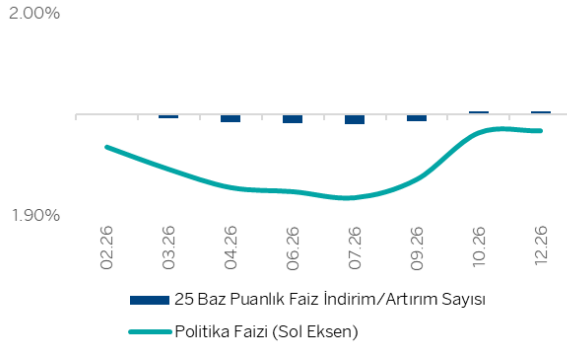
EURUSD Paritesi



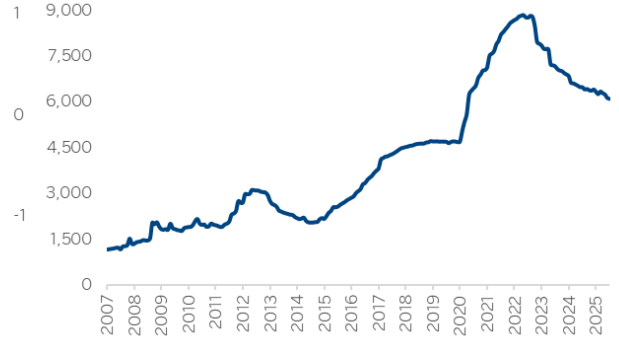
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Avrupa Merkez Bankası (ECB) manşet enflasyonun 2026 yılında ortalama %1,9 olacağını öngörüyor. Enflasyon son aylarda kademeli bir düşüş göstermiştir ve ekonomik toparlanma için görünümün revize edilmesine yol açmıştır. Bölge ekonomisinin 2026 yılında %1,2 oranında büyümesi beklenmektedir. Öngörülen toparlanma, hane halkının tüketimini artırmasını sağlayacak reel gelirlerdeki artış ve firmaların yatırımlarını artırması ile desteklenmektedir.

ECB Piyasa Faiz İndirim Beklentileri



ECB Bilanço Büyüklüğü (Milyar EUR€)

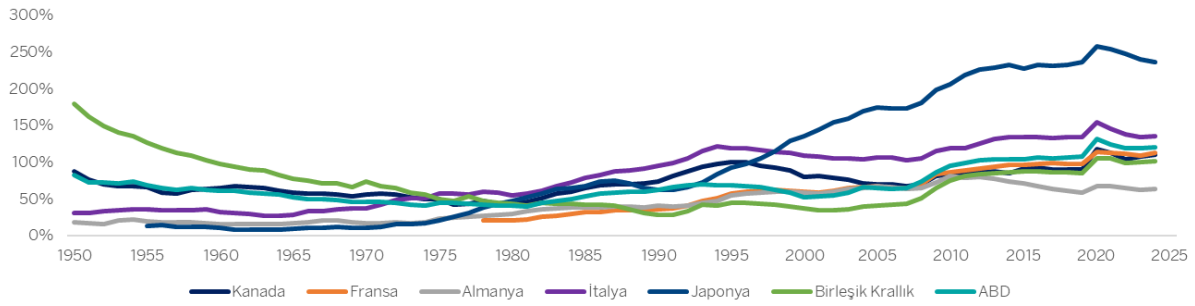


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Gecelik swap fiyatlamalarına göre Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) 2026 yılı sonuna kadar faiz oranlarını sabit tutması beklenmektedir. Bu beklentiyi makul buluyoruz. Ancak, Fed tarafından alınacak politika kararlarının EURUSD paritesini önemli ölçüde etkileyebileceğini hatırlatmak isteriz. Dolayısıyla, ECB'nin karar verirken FX piyasalarını yakından izlemesi gerekebilir. Parasal sıkılaştırma (QT) politikasından parasal genişlemeye (QE) geçiş, FED gibi ECB için de geçerli mi? Cevabın hayır olduğuna inanıyoruz. Avrupa ticari bankalarının ECB'de tuttukları fazla rezervlerin tutarı 2.500 milyar Euroya ulaşmaktadır ve bu rakam, COVID krizi öncesindeki seviyenin hala çok üzerindedir. Para piyasası faizlerinde şu anda herhangi bir gerginlik gözlemleniyor. Ancak, döviz risklerinin daha belirgin hale geldiği dönemlerde ECB, QT politikasını ayarlayarak parasal duruşunu yeniden değerlendirebilir. **Baz senaryomuzda, EURUSD paritesinin yıl sonunda 1.20 seviyesinde işlem göreceğini ve olumlu senaryoda 1.22 seviyesini test edilebileceğini düşünüyoruz.**

Merkez bankalarının ötesinde, coğrafyalar arasında öne çıkan ortak bir özellik, aşırı borçluluktur. Uluslararası Para Fonu (IMF) verilerine göre küresel kamu borcu yaklaşık 111 trilyon ABD \$ düzeyinde olup, toplam borcun yarısından fazlası ABD ve Çin kaynaklı. Pandemi sonrası dönemde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde trend hız kazandı. G7 ülkelerinin brüt kamu borcu, 2025 itibarıyla GSYH'nin yaklaşık %126'sına yükseldi. Yaşlanan nüfus, artan savunma harcamaları ve yapısal bütçe açıkları nedeniyle bu oranın 2030 yılına kadar %137 seviyesine ulaşması öngörülüyor. Devletler, şirketler ve hane halklarının toplam borcu rekor seviyelere ulaşmış olup, özellikle kamu tarafındaki artış makro risklerin ana kaynağı haline geldi. Bu durumda, sürekli açıklar ve yüksek faiz maliyetleri, borç seviyelerini normale döndürmeyi zorlaştırıyor. Bu ortamda soru, hükümetlerin harekete geçip geçmeyeceği değil, nasıl harekete geçecekleri ve bu seçimlerin yatırımcılar için ne anlama geldiğidir. Olası politika tepkilerine bakıldığında, çare mali konsolidasyon olarak gözüküyor. Yani, açıkları azaltmak için vergileri artırmak veya harcamaları kısmak gibi senaryolar öne çıkıyor.

G7 Ülkeleri Kamu Borcu / Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Oranları



Kaynak: Uluslararası Para Fonu (IMF), Garanti BBVA Yatırım

Dünyanın yakından takip ettiği ABD ise borç kaynaklı olası bir finansal şokun merkezinde yer alma ihtimalini taşıyor. ABD federal borcu 38 trilyon ABD\$ aşarak GSYH'nin yaklaşık %120'sine ulaşmıştı. Kredi derecelendirme kuruluşlarının son yıllardaki not indirimleri, borç sürdürülebilirliği risklerine dikkat çekti. 2026 ana senaryomuzda yeni bir not indirimi beklenmemekle birlikte, aşağı yönlü riskler korunuyor. Borçlanma tavanı tartışmaları siyasi belirsizlik yaratırken, Fed'in kriz dönemlerinde likidite sağlayıcı rolü ve doların küresel rezerv para statüsü, ABD tahvillerinin sistemik önemini korumasını sağlıyor.

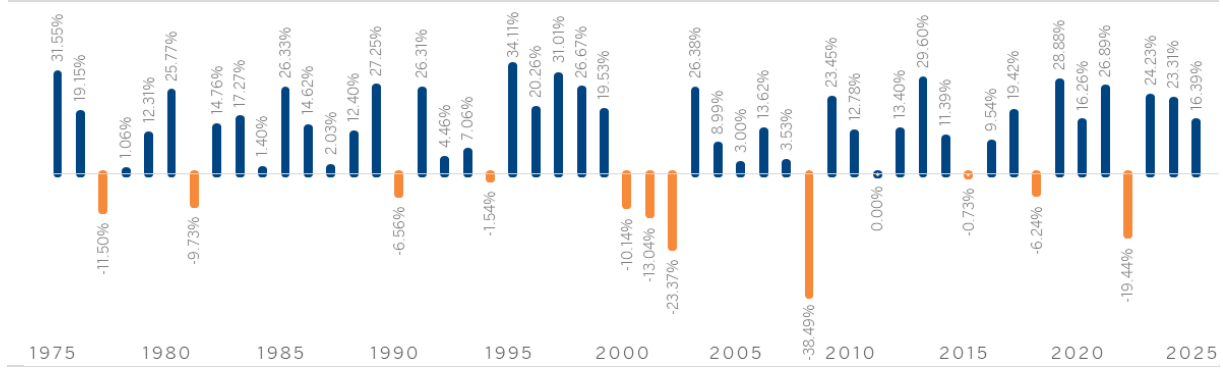
Yurtdışı Finansal Piyasalara Bakış: Tahvil ve Hisse

Yeni Fed Başkanı önderliğinde nötr faiz oranı tartışmaları öne çıkacak. 2026 yılında tahvil piyasalarında daha öngörülebilir, ancak verim eğrisinin görece dik kaldığı bir görünüm bekleriz. Fed'in faiz indirimleriyle eğrinin kısa tarafı desteklenirken, uzun vadeli tahvil faizlerinde mali dinamikler ve Fed'in bağımsızlığının sorgulanma ihtimali nedeniyle belirgin bir düşüş alanı öngörmüyoruz. Bu çerçevede, ABD 10 yıllık tahvil faizinin 2026 yıl sonunda %4,00–%4,10 bandında dengelenebileceğine inanıyoruz. Kısa vadeli tahvillerin daha istikrarlı getiri sunmaya devam edeceğini, kredi piyasalarında ise faiz farklarının dramatik biçimde daralmasına gerek olmaksızın toplam getirilerin cazip kalabileceğini düşünüyoruz.

Küresel ortamın gelişmekte olan piyasalar (EM) lehine giderek iyileştiğini düşünüyoruz. 2009 krizinden bu yana coğrafi çeşitlendirme, yatırımcılar için hem lokal kur hem de ABD\$ bazında pozitif getiri sağladı. Fed'in faiz indirimlerinin ötesinde niceliksel sıkılaştırmanın sona yaklaşması ve bilanço daralmasının yavaşlaması küresel likidite baskısının hafiflediğine işaret ediyor. EM'e yönelik sermaye akımlarının küresel likiditeyi gecikmeli takip ettiği dikkate alındığında, bu politika değişimi 2026'da daha destekleyici bir zemin oluşturabilir. Bu yıl EM, karmaşık küresel gündeme rağmen gelişmiş piyasalardan daha iyi performans gösterdi; küresel büyümenin sürmesi, enflasyonun düşmesi ve daha gevşek finansal koşullar varlık fiyatlarını destekledi. Ayrıca EM'in güçlü performans için mutlaka zayıf bir dolara ihtiyaç duymadığı, güçlü ihracat, toparlanan iç talep, daha yönetilebilir enflasyon ve gelişmiş ülkelere kıyasla daha destekleyici para ve maliye politikaları sayesinde daha dayanıklı bir yapı sergilediği görülmektedir.

2025 yılının ABD hisse senedi piyasaları için bir kez daha güçlü geçmesinin ardından, yatırımcıların ana sorusu 2026'da da çift haneli getirilerin sürüp sürmeyeceğidir. S&P 500 endeksinde üç yıl üst üste çift haneli getiri elde etmek oldukça nadirdir. Bu durum gerçekleştiğinde, endeks bu seriyi sürdürmekten çok, genellikle kesintiye uğrar. Tespit edilen 11 üçlü seri vakasından sadece dördü dördüncü bir çift haneli yıla ulaşmıştır. Boğa piyasasının devam edeceğini düşünmekle birlikte, limitleri zorlayan değerlemeler ve belirsizlikler nedeniyle volatilitenin yükseldiği, getirilerin ise tarihsel ortalamaların altında kaldığı bir yıl öngörüyoruz.

S&P 500 Endeksi Tarihi Yıllık Getiriler

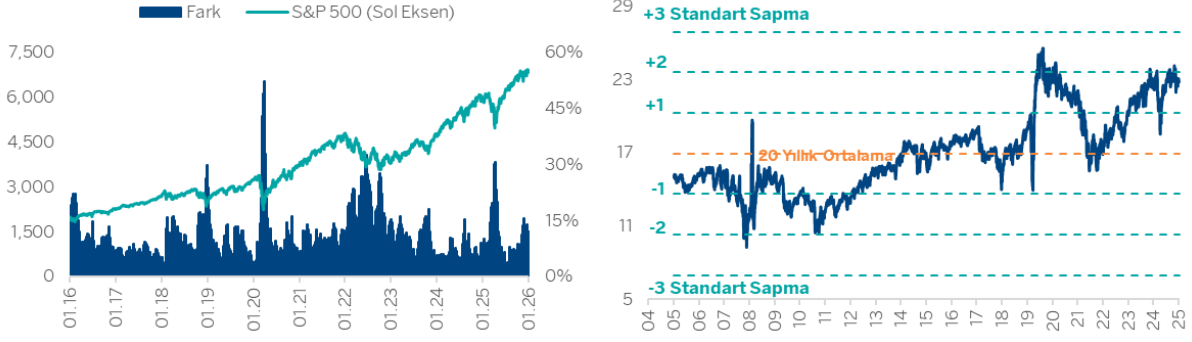


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Yeni yılda limitlerin zorlandığı ABD hisse senedi piyasaları öne çıkabilir. Bloomberg analistlerinin 12 aylık S&P 500 hedef seviyesi, beklentilerimize paralel olacak şekilde 7.500'de yoğunlaşıyor ve %8,5'lik bir getiri potansiyeline işaret ediyor. Risksiz ABD 10 yıllıklarının getirisi %4,1 bölgesindeyken S&P 500 ile arasındaki %4'lük getiri farkı, S&P 500'ün 2026'ya düzeltmeyle başlama ya da yatay seyir ihtimalini artırıyor. Bu olasılığı destekleyen bir diğer veri ise **S&P 500'ün ileriye dönük 12 aylık fiyat/kazanç (FK) oranının 22.1x olup, 10 yıllık ortalamasına göre %16.8 primli işlem görmesidir.** Buna karşın, faiz indirimlerini destekleyecek ekonomik verilerin gelmesi ve güçlü şirket kazançları ile S&P 500 endeksinde sene genelinde yukarı yönlü hareketin devamını beklemekteyiz. Dolayısıyla baz senaryomuzda S&P 500 endeksi için 7.700 – 6.000 aralığında bir işlem bandını öne çıkarıyoruz.

12 Aylık S&P 500 Hedef ve ABD 10 Yıllık Tahvil Getiri Farkı

Son 20 Yıl S&P 500 İleriye Dönük FK



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Yapay zeka teması geçtiğimiz üç yılda ABD hisse senedi piyasalarının itici gücünü oluşturdu.

S&P 500 endeksinde yer alan teknoloji şirketlerinin ağırlığı tarihi rekor seviyelere yükseldi ve getirilere öncülük etti. Ancak, 2026 ile birlikte pozitif getirilerinin endeks geneline daha dengeli bir şekilde yayılabileceğine inanıyoruz. Yapay zeka ve teknoloji için ihtiyaç duyulan alt yapı gereksinimi bu yıl daha da belirgin olacak. Buna ek olarak, geçtiğimiz seneye kıyasla, firmaların yeni ticaret politikalarına uyum sağlamak adına daha yaratıcı çözümler geliştirmesini bekleriz. Bu durumun ise kar marjlarına pozitif katkı sağlayacağı görüşündeyiz. S&P 500 endeksinde yer alan şirketlerin hisse başı karı 2025'in 3. çeyreğinde yıllık bazda %12 artarak, dördüncü kez çift haneli büyüme gerçekleştirdi.

Şirket hisse geri alımlarının yatırımcılara önemli sinyaller verebileceği kanısındayız.

S&P 500 şirketleri 2025'in ilk yarısında rekor seviyelerde hisse geri alımı gerçekleştirdi, ancak yılın ikinci yarısında bu ivme devam etmedi. Bu durum, temel değerlemelere göre şirketlerin ucuz olmadığını veya şirketlerin sermaye yatırımlarını tercih ettiğini gösterdi. Sağlıklı karlılık artışı hisse geri alımlarına en büyük desteği sağlayacaktır. Karlılığın endeks geneline yayılması hisse alımlarının ortalamalara geri dönmesinde önemli bir rol oynayacaktır. Buradaki risk faktörlerini faizlerin yüksek kalması ve sermaye yatırımı harcamalarının rekor seviyelerde devam etmesi olarak değerlendiriyoruz.

Bu şartlar altında akıllara gelen ilk soru, hangi sektörlerde güçlü seyrin korunacağı.

Devam eden trendleri ve değişecek politikaları göz önünde bulundurduğumuzda 2026 yılında teknoloji, kamu hizmetleri, sanayi ve sağlık sektörlerinin ön plana çıkacağına inanıyoruz.

Teknoloji rallisini, şirket değerlemelerinin sorgulanmasına neden olsa da, “balon” olarak tanımlamıyoruz.

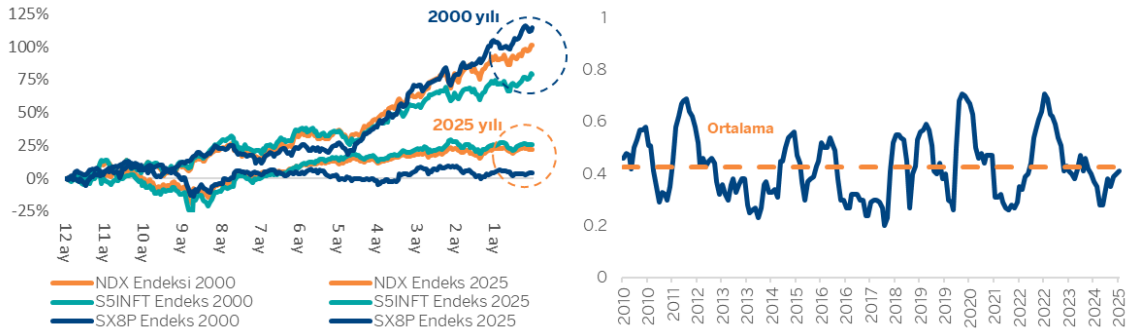
2025 bir çok şirket için Yapay Zeka (YZ) entegrasyon yılı oldu. Veri toplama, model eğitimleri, test süreçleri ile deneyim elde eden birçok şirket geliştirdikleri YZ sistemlerini operasyonlarında uygulamaya başladı. Yatırımcılar, bu sistemlerinin oluşturulması için yapılan harcamaların, yatırım getirisine (ROI) pozitif yansımaları artık görmek istiyor. Bununla beraber, ek yatırımlarının nasıl finanse edildiği ise bir o kadar önem kazanacak. Şirketlerin, tahvil ihracı gibi borçlanma yöntemlerini kullanarak yaptığı harcamalar, 2026'da finansal bir risk oluşturmaması adına yatırımcılar tarafından daha yakından takip edilecek. Geçtiğimiz yıl, ABD kredi piyasalarının %30'undan fazlası yapay zekayla ilişkilendirilen şirketlerin borçlanması tarafından tahsis edildi. Bu rakam 2024 verilerini ikiye katlayarak 200 milyar doları geçti. Karlı büyüme devam etse de

borçlanma tarafındaki ayrışmanın 2026'da güçlü bir bilanço ile serbest nakit akışını koruyabilen ve sağlam yatırım getirisi olan şirketleri pozitif ayıracağını düşünüyoruz.

Sadece üreticilerin değil, yapay zekayı etkili kullanabilen şirketlerin de ön plana çıkacağını düşünüyoruz. Sermaye harcamalarındaki artış trendinin, yarı iletken hisselerindeki ayrışmayı desteklemesini; güçlü serbest nakit akışı, gelir büyümesi ve çeşitlendirilmiş müşteri portföyü olan şirketleri öne çıkarabileceğini düşünüyoruz. 2025'te veri merkezi yatırımlarından en olumlu etkilenen alt sektörlerden donanımın, talebin güçlü kalmasıyla performansına devam edeceğini inanmakla birlikte değerlemelerin genişlemesinden dolayı buradaki artışların 2025'ten daha düşük olacağı kanısındayız. İnternet bu alt sektörlerin neredeyse en eskisi olsa da hala büyümekte olan bir alan. 2025'te küresel internet trafiği %19 büyüyerek ivme kazandı. İnternet alt sektöründeki faaliyet marjları ve karlılığın, reklamcılık ve e-ticaret tarafındaki güçlü organik gelir büyümesi tarafından destekleneceğini düşünüyoruz. Yazılım tarafı ise 2025'te beklentinin altında kalan bir performans sergiledi. Bu alt sektörde ayrışmanın kritik noktasının AI adoption (verimli kullanımı) olabileceğini düşünüyoruz. Yapay zekayı şirket modeline uygun ve verimli şekilde kullanan yazılım şirketlerinin ön plana çıkacağını ve çeşitlendirilmiş müşteri portföyünün de burada etkili olacağını ön görüyoruz. Sektöre yönelik en büyük riski ise şirketlerin aralarında yaptığı dairesel anlaşmalar olarak değerlendiriyoruz.

12 Aylık S&P 500 Hedef ve ABD 10 Yıllık Tahvil Getiri Farkı

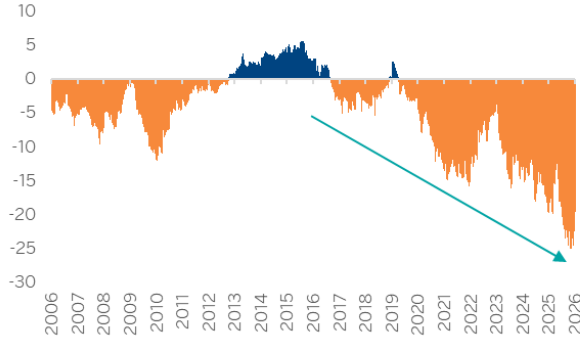
Son 20 Yıl S&P 500 İleriye Dönük FK



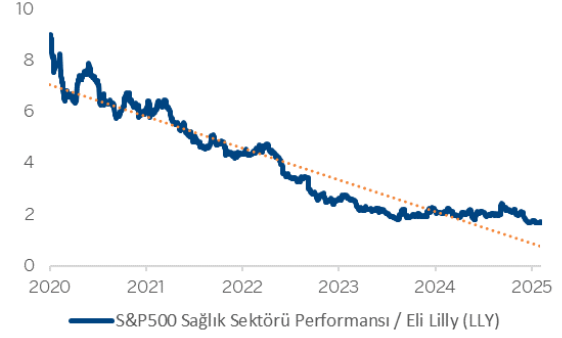
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Yaklaşık üç yıl boyunca görece durgun bir seyir izleyen sağlık sektörü, 2025 yılının sonuna gelindiğinde öne çıkmaya başladı. S&P 500 Sağlık Endeksi 2025 yılında %12'nin üzerinde getiri sağlarken, bu toparlanmanın önemli bir bölümü özellikle son birkaç ayda ve ağırlıklı olarak biyofarma alt sektöründe gerçekleşti. Bu iyileşmenin arkasında; makro ortamda yaşanan rotasyonlar, yapay zekâ temalı yatırımlara karşı bir çeşit hedge işlevi görmesi, sektör genelinde cazip değerlemeler, yukarı yönlü gelir revizyonları ve obezite ilaçları dışındaki yeni büyüme alanlarının ortaya çıkması gibi faktörler bulunuyor. Biyofarmadaki bu toparlanmanın, 2026 yılında sağlık sektörünün genel performansını belirleyen temel unsurlardan biri olmasını bekliyoruz. Değerlemeler tarafında ise, ileriye dönük fiyat/kazanç (F/K) oranlarının tarihsel ortalamalara göre hâlen iskontolu seviyelerde olması, yukarı yönlü potansiyelin devam ettiğine işaret ediyor.

Sağlık ve Teknoloji Sektör Endekslerinin F/K Ayrışması



S&P 500 Sağlık Sektörü Performansı/Eli Lilly (LLY)



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Obezite ilaçlarının dinamik bir görünüm sergilemeye devam etmesini bekliyoruz. Ürünleriyle öne çıkan Eli Lilly, diğer sağlık şirketlerini geride bıraktı. Bu alanda veri akışının oldukça yoğun olacağı bir döneme girilirken, potansiyel katalistler arasında oral tabletlerin geliştirilmesi, fiyatlama ve satış hacmi dinamiklerinin organik büyümeye katkısı ile orta ve küçük ölçekli şirketlerle gerçekleştirebilecek birleşme ve satın alma işlemleri öne çıkıyor. Teknoloji sektörüyle görece düşük korelasyon, cazip değerlemeler ve farklı büyüme dinamiklerinin etkisiyle; biyofarma, medikal teknoloji ve yaşam bilimi araçları gibi alanlarda güçlü getirilerin devam etmesini öngörüyoruz.

ABD’de enflasyonun kontrol altına alınmasının ardından faiz indirimlerinin etkileri daha görünür hale gelebilir ve döngüsel sanayi şirketlerini ön plana çıkarabilir. Artan sanayi kapasitesinin ise üretime pozitif bir ivme kazandıracağını düşünüyoruz. Faiz ve vergi yüklerinin hafiflediği bir yılda, sanayi şirketleri açısından FVÖK marjları büyüme potansiyelinin en kritik belirleyicilerinden biri olacaktır. Bu noktada en önemli karışıklık, kârlılık artışı sağlayan şirketlerin yüksek çarpanlarla işlem görmesi olabilir. Dolayısıyla 2026 yılında sanayi sektöründe şirket bazlı ayrışmaların belirginleşmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, pozitif makro rüzgârların devam etmesi ve ABD’de Mart 2023’te dip yapan ISM İmalat PMI endeksindeki kısmi toparlanmanın, bazı alt sektörlerdeki değerlendirme baskılarını dengeleyerek genel sektör performansını destekleyeceğini düşünüyoruz.

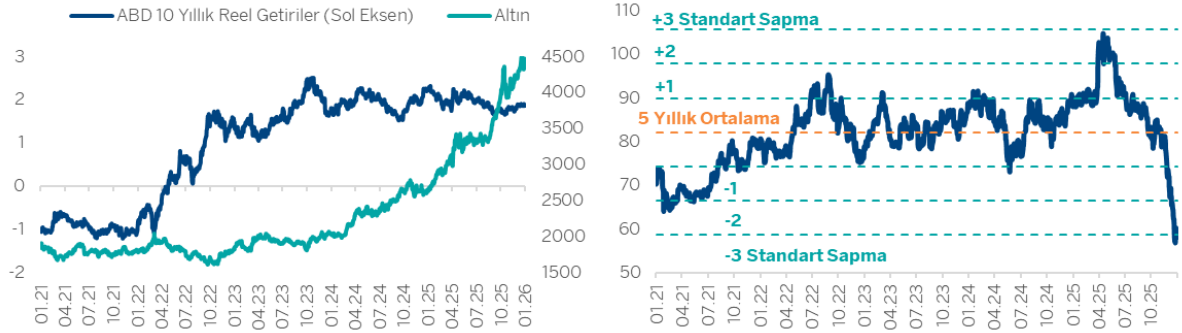
ABD Enerji Bilgi İdaresi’nin (EIA) verilerine göre, enerji altyapısına yönelik talebin 2025 ve 2026 yıllarında rekor seviyelere ulaşması bekleniyor. Bu artış; yapay zekâ kullanımı, kripto faaliyetleri ve elektrifikasyon trendleri tarafından desteklenirken, sanayi ve ticari kullanımın ötesinde bireysel tüketimin de güçlü kalacağı öngörülmüyor. Bu çerçevede, sağlık sektörüne benzer şekilde, kamu hizmetleri sektörünün de endekse göre görece ucuz değerlemelere sahip olması performansı destekleyici bir unsur olarak öne çıkıyor. Ancak bu sektörde de ayrışmaların kaçınılmaz olduğunu düşünüyoruz. Altyapı odaklı şirketler ile teknoloji firmalarıyla stratejik ortaklıklar kurabilen oyuncuların öne çıkmasını beklerken, yenilenebilir enerji üreticilerinin talep görmeye devam edeceği; doğal gaz ve kömür odaklı şirketlerin ise arzın sıkıştığı dönemlerde göreceli olarak avantaj sağlayabileceği kanaatindeyiz.

Hisse ve Tahvilin Ötesinde: Metaller ve Petrol

Rekorların kırıldığı ve sınırların test edildiği bir yılın ardından değerli metallerde temkinli iyimserlik sürüyor. Altın fiyatlarının yönünü belirleyen etmenler arasında belli başlı dinamikler yer alıyor. Bu dinamikler arasında; piyasadaki reel getiriler (altının fırsat maliyetini belirliyor), risk ve belirsizlikler, momentum ve ekonomik büyüme yer alıyor. 2026'da bu belirttiğimiz tüm faktörlerde oynaklık ihtimali bulunduğu için altın ve gümüşte de volatilitenin artabileceğini düşünüyoruz.

Altın ve Reel Getiriler

Altın/Gümüş Rasyosu



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Fed'in faiz indirimlerine devam etmesi, altını cazip bir yatırım aracı yaparken; jeopolitik belirsizlikler, yeni Fed yönetimi ve ekonomik riskler yatırımcıların güvenli liman arayışını canlı tutuyor. Çin başta olmak üzere merkez bankalarının süregelen alımları ile Borsa Yatırım Fonları (ETF) talebinin güçlü kalması, ons altın fiyatlarına destek vermeye devam edebilir.

Öte yandan, aşağı yönlü riskler de göz ardı edilmemeli. Rusya-Ukrayna savaşı başta olmak üzere jeopolitik risklerde olası çözüm senaryoları fiyatlar üzerinde aşağı yönlü etki oluşturabilecek unsurlar arasında yer alıyor. Piyasa katılımcıları beklentileri, ons altının 4.000–5.000 ABD\$ aralığında dalgalanabileceğine işaret ederken; bazı modeller yıl sonu kapanışları için 5.000 üzerini öngörüyor. 2025 yılını 4.300–4.350 bandında tamamlayan ons altın için, 2026 yılında potansiyel kazançların geçtiğimiz seneye kıyasla daha sınırlı kalabileceğine inanıyoruz. Bununla birlikte, Aralık 2025 ortasında yayımlanan Emtia ve Vadeli İşlemler Komisyonu (CFTC) verileri, spekülasyonun uzun pozisyonların kısa pozisyonlara karşı belirgin bir üstünlük sağladığını ve piyasada 2026 yılında da yükseliş beklentisinin güçlü kaldığını gösteriyor.

Gümüş piyasası, güçlü sanayi ve yatırım talebi ile oluşan arz-talep dengesizliğinin etkisiyle, geçtiğimiz senenin en dikkat çekici varlık sınıflarından biri oldu. Özellikle güneş enerjisi, elektronik, elektrikli araçlar ve ileri teknolojilerde artan kullanım, arzın talebi karşılamakta zorlanmasına ve fiyatlar üzerinde güçlü bir yukarı yönlü baskıya yol açtı. Üretilen gümüşün sanayide tüketilen payının %50–60 seviyelerinde olması, gümüşü altına kıyasla daha volatil ancak daha erişilebilir bir yatırım aracı haline getirdi. Zorlu ve maliyetli madencilik yapısı ise arzın fiyat artışlarına rağmen hızlı tepki verememesine neden oldu.

2026'ya yönelik piyasa katılımcılarının beklentileri ayrışma göstermekte. Olumlu senaryoda; Çin'in gümüşü stratejik emtia ilan etmesi, Borsa Yatırım Fonlarının (ETF) ve merkez bankası alımlarının sürmesi, Fed'in faiz indirim sürecinin devamı ve küresel jeopolitik belirsizliklerin güvenli liman talebini desteklemesini sağladı. Buna karşılık negatif senaryoda; güçlü performans sonrası oluşabilecek kâr

realizasyonları, yüksek küresel tahvil faizleri, teknik aşırı alım sinyalleri, kaldıraçlı pozisyonlar için yükseltilmiş teminat gereksinimleri ve küresel yavaşlama risklerinin fiziki talebi azaltma ihtimali üzerine kurulu. 2026 yılı için 45–60 ABD doları aralığında yoğunlaşan tahminlere karşın fiyatların 2025 sonunda 84 dolara ulaşmış olması, gümüşte temkinli duruşu destekler nitelikte. Ayrıca altın/gümüş rasyosunun 2025 sonunda 60'ın altına gerilemesi, gümüşün görece aşırı değerlenmiş olabileceğine işaret etmekte ve önümüzdeki dönemde volatilitenin altına kıyasla daha yüksek seyredeceği beklentisini güçlendirmektedir.

Dünyanın en büyük bakır ve demir cevheri alıcısı olan Çin'in ekonomisinde devam eden büyüme endişelerine rağmen güçlü performans sergileyen sanayi metalleri için koşullar 2026'da daha destekleyici olabilir. Makro açıdan bakıldığında, endüstriyel metaller muhtemelen ABD ile Çin arasındaki jeopolitik güç ve teknoloji ile yapay zeka hakimiyeti yarışının merkezinde kalmaya devam edecektir. Bakır fiyatlarındaki son dönemdeki yükselişe rağmen, özellikle uzun vadede yüksek potansiyel taşıyor. Bakır talebinin neredeyse yarısını oluşturan elektrifikasyon, yapısal olarak güçlü bir talep artışı anlamına geliyor ve bakır madeni arzı benzersiz kısıtlamalarla karşı karşıya. Ek olarak, değerli metallerde artan pozisyonlanma, bakır gibi ürünlerde de spekülasyonu artırabilir.

Pandemiden bu yana petrol fiyatlarında oynaklık başta savaş ve yaptırımlar olmak üzere çeşitli nedenlerle devam etti. Haziran ayında 12 gün süren İsrail-İran çatışması, ABD Başkanı Donald Trump'ın ticaret savaşları, Rusya'nın Ukrayna'ya karşı savaşında enerji altyapısını hedef almasının yoğunlaşması, OPEC'in sık sık kafa karıştırıcı üretim kararları ve son zamanlarda ABD'nin Venezuela'ya uyguladığı abluka tehdidi 2025 yılının öne çıkan olaylarıydı. Petrol fiyatları; enflasyonu etkileme potansiyeli, farklı sektörlerde kâr marjlarını etkileme gücü ve olası bir büyüme indikatörü olması nedeniyle finansal piyasalarda yakından izleniyor. Son 4 yılın aksine, petrol fiyatlarında aşağı yönlü risklerin öne çıkacağını düşünüyoruz.

Fiziki piyasada arz-talep dengesi sorgulanıyor. 2025 yılında ham petrol fiyatları, yaklaşık %20 oranında geriledi. Arz fazlası endişeleri bu harekette önemli rol oynarken, 2026'da petrol stoklarındaki artış belirtileri yatırımcılar tarafından takip edilecek. Küresel petrol üretimi geçtiğimiz yıl önemli ölçüde arttı. Uluslararası Enerji Ajansı, 2026 yılında arzın talebi günlük 3,85 milyon varille (bpd) aşacağını ve bunun küresel talebin yaklaşık %4'üne denk geleceğini tahmin ediyor. Rusya-Ukrayna savaşını sonlandırmaya yönelik artan müzakerelerin pozitif sonuçlanması ise arz fazlalığını daha da güçlendirebilecek önemli gelişme olabilir. Mevcut üretim dinamiklerine bağlı olarak, –arz ve talep şoku ihtimallerini de göz önünde bulundurarak– ham petrol fiyatlarının 2026'da varil başına 50-65 ABD\$ arasında dalgalanmasını bekleriz.

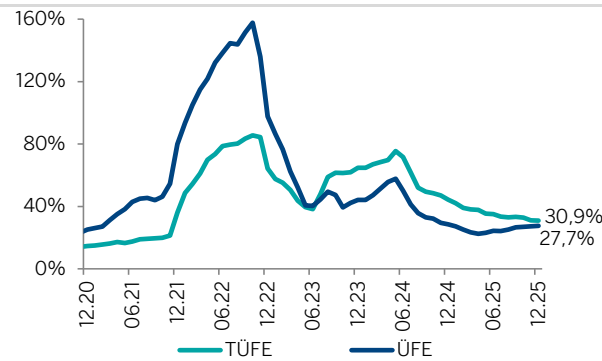
EKONOMİ

Enflasyon düşse de sıkı para politikasına devam

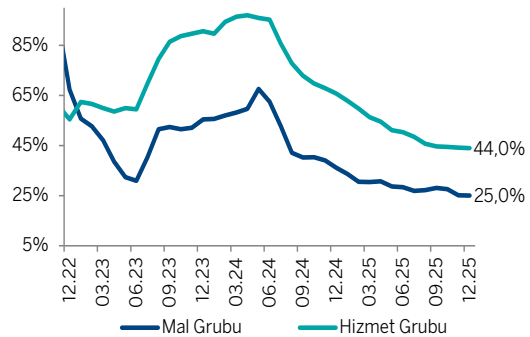
2025 yılında TCMB'nin sıkı para politikası, kamu maliyesi ve gelirler politikasının desteği ile dezenflasyon süreci devam etti. Hizmet sektöründeki katılıklar ve enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin zaman alması bu sürecin tahminlerden daha yavaş seyretmesine neden oldu. Mart ayında siyasi gelişmeler nedeniyle finansal piyasalardaki oynaklık sonrasında TCMB'nin faiz indirim süreci kesintiye uğrarken, faiz oranları artırıldı. Piyasalardaki oynaklığın azalması, TL'nin yatırım aracı olarak tercih edilmeye devam edilmesi ve enflasyondaki düşüş temmuzdan itibaren TCMB'nin tekrar faiz indirimlerini başlatmasını sağladı. 2025 yılsonunda yıllık TÜFE enflasyonu %30,9'a düşerken, politika faizi 2024 sonuna göre 950 baz puanlık indirimle %38,0 oldu.

2026 yılında enflasyon ağılıklarının güncellenmesi ile birlikte TÜFE endeksinde yapısal bir değişim olacak. Bu değişimin mevcut endekse göre enflasyonda sınırlı etki yaratmasını bekliyoruz. 2026 yılı genelinde enflasyondaki düşüş yavaşlayarak devam edecek. Talep koşullarında belirgin bir değişim olmadığı, TCMB'nin faiz indirim sürecine devam ettiği, Türk Lirası'nda ABD\$ bazında sınırlı reel değerlenmenin sağlandığı, kamu maliyesindeki performansın korunduğu ve enflasyon beklentilerindeki kademeli iyileşmenin sürdüğü bir ekonomide enflasyonun düşüş eğiliminde kalacağını öngörüyoruz. Ancak önceki yıllarda olduğu gibi gıda fiyatları aylık bazda manşet enflasyonda oynaklık yaratabilir. Resmi açıklamalara paralel, kamunun belirlediği fiyat artışlarının dezenflasyon sürecini olumsuz etkilemeyeceğini varsayıyoruz. Öte yandan yıllık enflasyonun katılık ve yüksek seyretmeye devam eden beklentiler nedeniyle 2026 yılsonunda TCMB tahmini olan %16'nın üstünde kalacağını düşünüyoruz. 2026 yılsonu TÜFE enflasyon tahminimiz %25.

TÜFE ve ÜFE Yıllık Enflasyon



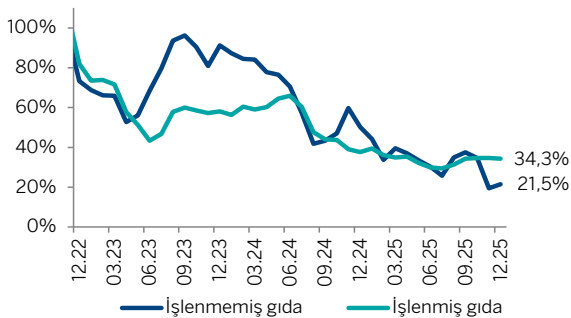
Mal ve Hizmet Yıllık Enflasyonu



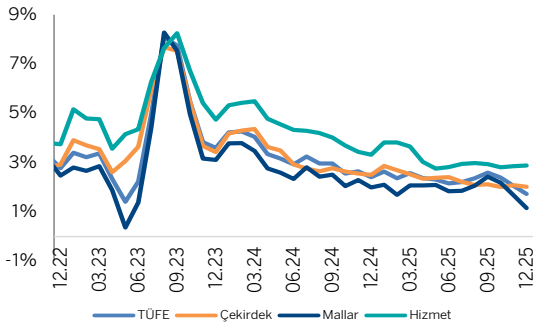
Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

TCMB 2025 yılında olduğu gibi 2026 yılında da 8 PPK toplantısı yapacak. TCMB'nin PPK toplantısının olmadığı aylarda TCMB Enflasyon Raporu yayınlarak para politikası iletişimini devam ettirecek. Yıl içinde dezenflasyon sürecini ve Türk Lirası'nın ana yatırım enstrümanı olmasını kalıcı olarak olumsuz etkileyecek yeni bir gelişme olmadığı sürece TCMB'nin kademeli faiz indirimlerine devam etmesini bekliyoruz. Son dört PPK toplantısında faiz indirim boyutunun değişmiş olması, TCMB'nin iletişimde vurguladığı gibi toplantı bazlı karar verme görüşünü yansıttı. Aylık bazda enflasyon gelişmelerine göre, faiz indirim miktarlarının değişme ihtimali var. TCMB'nin özellikle tasarrufların Türk Lirası cinsi değerlendirilmesi üstünde bir risk oluşmaması için enflasyonun üstünde faiz, enflasyonun altında Türk Lirası değer kaybı (ABD\$ bazında) stratejisini sürdüreceğini düşünüyoruz. Ayrıca TCMB'nin iletişimde sıklıkla vurguladığı makro ihtiyati tedbirlerin de bu amaçlar doğrultusunda kullanılmaya devam edileceğini tahmin ediyoruz. Yılsonu politika faizi tahminimiz %32. 2025 yılında olduğu gibi ana trendde oluşabilecek olumsuz bir gelişme ya da enflasyon üstünde ortaya çıkabilecek yeni bir risk, TCMB'nin faiz indiriminde duraklamasına hatta ek sıkılaştırmaya gitmesine neden olabilir.

Gıda Yıllık Enflasyonu



Mevsimsel Etkilerden Arındırılmış Enflasyon (3 Aylık ort.)



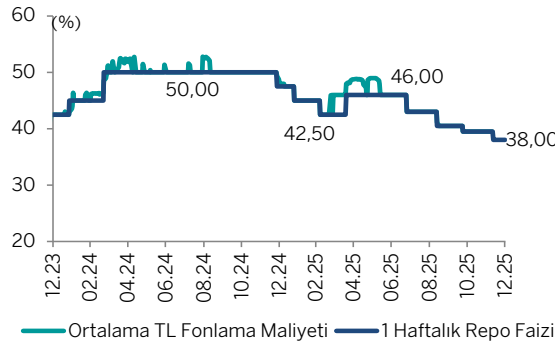
Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

Faiz indirimlerine rağmen TCMB'nin politika metinlerinde vurguladığı gibi sıkı para politikasının korunacak olması ve Türk Lirası'nın reel olarak değerli seyri, Türk Lirası varlıkların cazibesinin 2026 yılında da korunacağına işaret ediyor. 2025 yılında Türk Lirası ABD\$'na karşı reel olarak yaklaşık %10 değer kazansa da TCMB'nin kur sepetine göre açıkladığı reel endeks daha farklı bir duruma işaret ediyor. TCMB'nin açıkladığı reel kur endeksine göre, Türk Lirası 2025 yılında %1,7 sınırlı değer kaybetti. Tasarruf sahiplerinin YP cinsi varlıklarında ABD\$'nın payının yüksek olması nedeniyle yatırım kararlarında yoğunlukla Türk Lirası'nın ABD\$ karşısındaki değeri etkili oluyor. Bu kapsamda TCMB'nin önceki yıllarda olduğu gibi Türk Lirası'nın ABD\$ karşısında reel değer kazandığı aktif bir politika uygulamaya devam edeceğini düşünüyoruz. Ancak beklentimiz 2026 yılında ABD\$'na göre Türk Lirası'ndaki reel değerlenmenin 2025 yılının altında kalacağı şeklinde. Türk Lirası varlıkların toplam tasarruflar içindeki payının ulaştığı seviye dikkate alındığında, TCMB'nin bu oranları korumaya yönelik bir politika uygulayacağını tahmin ediyoruz.

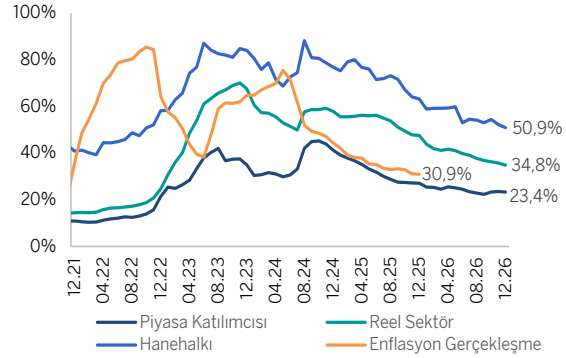
2025 yılında TCMB, güçlendirdiği uluslararası rezervlerini gerekli gördüğü durumlarda kullanarak piyasadaki oynaklığı azalttı. TCMB'nin net rezerv varlıklarının ulaştığı seviyeleri dikkate alarak, dış

denge ya da finansal istikrar üzerinde bir risk oluşması durumunda TCMB'nin önemli bir korunma alanı bulunduğunu ve gerekli görülmesi durumunda aktif değerlendirileceğini düşünüyoruz.

TCMB Politika Faizi



Enflasyon Beklentileri (12 ay sonrası)

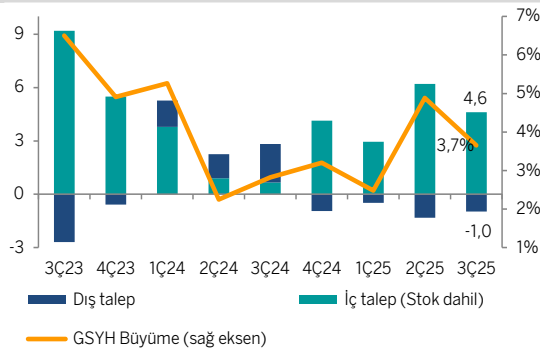


Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

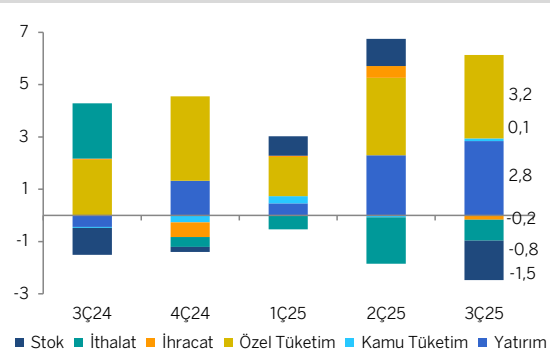
Büyümenin sınırlı hızlanacağını tahmin ediyoruz

2025 yılında sıkı para ve maliye politikası uygulansa da büyüme yılbaşındaki tahminlerin üstünde gerçekleşti. İç talep makro politika uygulamalarına rağmen beklentiden daha kuvvetli artarken, dış talep ise büyümeyi aşağı çekti. İç talebin içinde yatırımın katkısının artması büyüme dinamikleri içinde orta-uzun vadeli ekonomik görünüm için olumlu oldu. Yıl genelinde büyümeyi iç talebin yaklaşık 4,2 puan desteklediğini, dış talebin ise yaklaşık 0,5 puan azalttığını hesaplıyoruz. 2025 GSYH büyüme oranının %3,7 olduğunu tahmin ediyoruz. Böylece 2025 yılında Türkiye ekonomisi uzun yıllar ortalamasının altında büyüme devam ederken, önceki yıla göre iç-dış talep dengesi bozuldu.

Büyümeye İç ve Dış Talep Katkısı



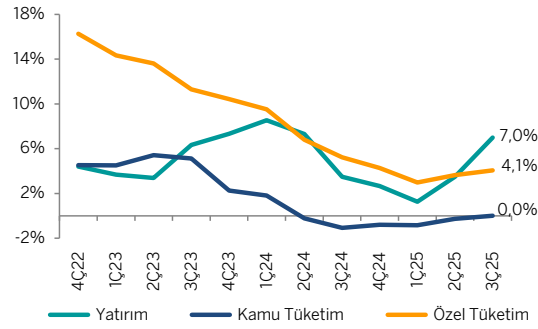
Büyüme Bileşenleri



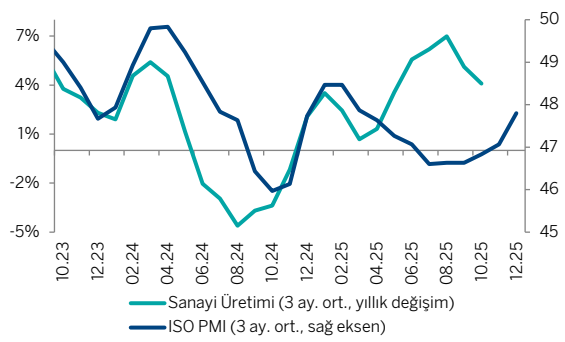
Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

2026 yılı GSYH büyüme tahminimiz %4,0. 2025 yılına göre büyüme eğiliminde sınırlı hızlanma olacağını öngörüyoruz. 2025 yılında büyümeye katkısı artan yatırımların 2026 yılında yavaşlayacağını düşünüyoruz. Kamu ve özel sektör tüketim harcama artışı ise 2026 yılında önceki yıla göre hızlanabilir. Faiz indirimlerine rağmen sıkı kalmaya devam edecek para politikası ve kredilerdeki artışı sınırlayan makro ihtiyati kural seti ile iç tüketimdeki ivmelenme kontrollü kalacak. Kamu maliyesinde sıkılaşma öngörmüyoruz. Bu doğrultuda kamu tüketimi de ılımlı genişleyecek. Dış talebin ise büyümeye sınırlı pozitif katkı sağlamasını bekliyoruz. Böylece büyüme dinamikleri açısından, 2026 yılında önceki yıla göre daha dengeli bir görünüm olacağını düşünüyoruz. Tahminimize göre, iç talep büyümeyi yaklaşık 3,9 puan yukarı itecek. Dış talebin ise 0,1 puan ile büyümeye limitli pozitif katkı sağlamasını bekliyoruz.

Büyüme Bileşenleri (4Ç ort. yıllık değişim)



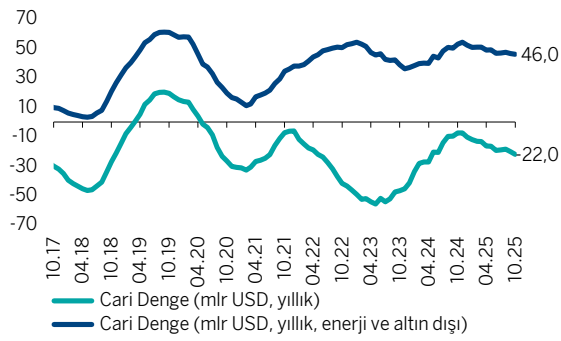
Büyüme Göstergeleri



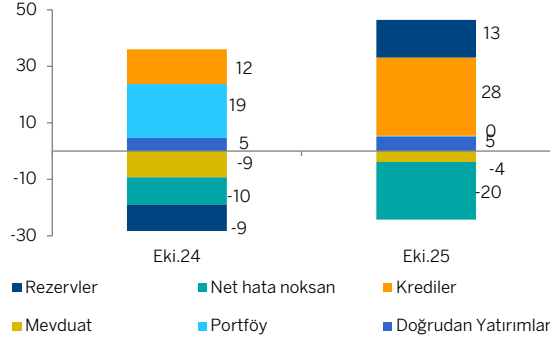
Kaynak: TÜİK, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

2025 yılında dış talebin büyümeyi aşağı çekmesinde dış ticaret açığındaki genişleme etkili oldu. Böylece cari işlemler açığı önceki yıla göre arttı. Cari işlemler açığındaki artışta altın ithalatındaki hızlanmanın yanı sıra enerji ve altın hariç dış ticaret açığındaki yükseliş etkili oldu. Turizm gelirleri ise cari işlemler açığındaki genişlemenin sınırlanmasını sağladı. İç talebin sınırlı da olsa hızlanacağını tahmin ettiğimiz 2026 yılında cari işlemler açığındaki genişlemenin devam edeceğini hesaplıyoruz. Ancak genişlemeye rağmen, cari işlemler açığının çıktığı seviyeleri Türkiye'nin rahatça finanse edebileceğini düşünüyoruz. Cari işlemler açığının yılsonları itibarıyla 2025 yılında 23 milyar ABD\$, 2026 yılında ise 25 milyar ABD\$ olacağını hesaplıyoruz. Bu rakamlara göre, cari işlemler açığı GSYH'a oran olarak her iki yıl için de %1,5 ile sınırlı kalacak.

Cari İşlemler Dengesi



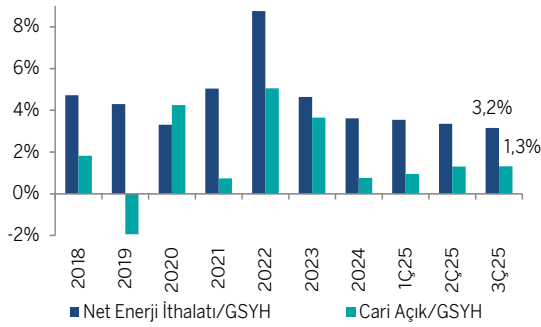
Cari İşlemler Finansmanı (12 aylık- milyar ABD\$)



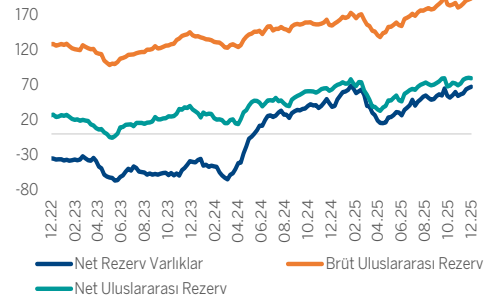
Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

Cari işlemler açığının finansmanı tarafında borçlanmanın yanı sıra portföy yatırımlarının tekrar sermaye girişine dönmesini bekliyoruz. Dezenflasyon süreci ve sıkı para politikasının devamı, finansal istikrara ilişkin göstergelerin iyileşmesi sonucunda yabancı yatırımcı ilgisinin artacağını düşünüyoruz. Ülke risk primindeki gerileme, 2025 yılında olduğu gibi 2026 yılında da yurtdışı borçlanma kanallarının etkin kullanılmasına destek verecek. Enflasyondaki düşüş, büyüme eğiliminin devamı ve kredi notundaki iyileşmenin desteği ile 2026 yılında dış finansman koşullarının iyileşmeye devam etmesini bekliyoruz.

Cari İşlemler Dengesi/GSYH



TCMB Uluslararası Rezervleri (milyar ABD\$)



Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

2025 yılında siyasi belirsizliklerin finansal piyasalarda yarattığı etkileri sınırlamak amacıyla TCMB güçlendirdiği uluslararası rezervlerini dönem dönem kullandı. Bu nedenle TCMB'nin net rezerv varlıklarda kesintisiz bir yükseliş olmadı. Ancak rekor seviyeye çıkan altın fiyatlarının rezervlerde yarattığı olumlu etkinin de desteği ile TCMB'nin brüt rezervleri önceki yıla göre 38,8 milyar ABD\$ artarak 193,9 milyar ABD\$ seviyesine çıktı. TCMB'nin net döviz varlıkları ise 29,0 milyar ABD\$ artarak 67,6 milyar ABD\$ oldu. 2026 yılında cari işlemler açığında öngördüğümüz artış ve ters dolarizasyon eğilimindeki yavaşlamanın TCMB net döviz varlıklarındaki artışı sınırlayıcı etki yaparken, portföy girişlerindeki hızlanmanın destekleyici olacağını tahmin ediyoruz.

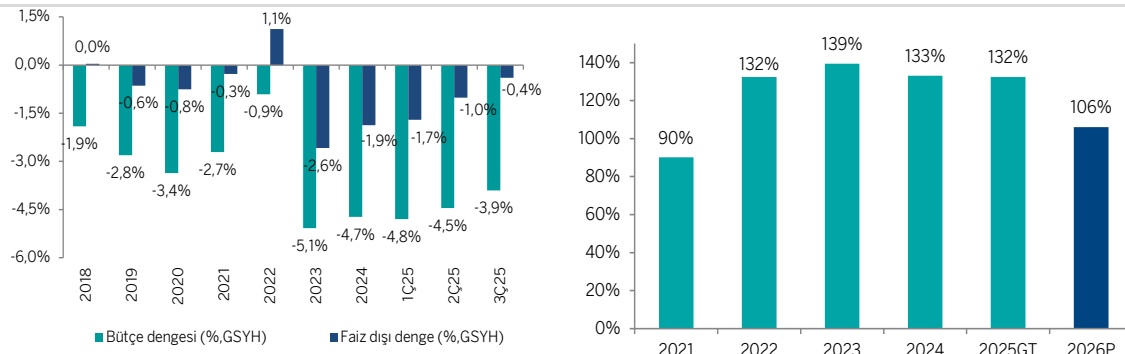
Yükü iç borç geri ödeme ile borçlanma artacak

2025 yılında hız kaybeden gider artışı ve giderlerden daha kuvvetli seyreden bütçe gelirleri, merkezi bütçe performansının önceki yıla göre iyileşmesini sağladı. Özellikle faiz dışı harcama artışının zayıflaması ile faiz dışı bütçedeki iyileşme daha belirgin oldu. Henüz Aralık 2025 bütçe verileri açıklanmamış olsa da yılın ilk 11 ayındaki gelişmeler ve yapılan resmi açıklamalar kamu maliyesinde hedeflenen sıkılaştırmanın 2025 yılında gerçekleştiğine işaret ediyor. Bu doğrultuda Orta Vadeli Program (OVP) tahminlerine paralel merkezi bütçe açık/GSYH oranının %3,6 civarında oluştuğunu tahmin ediyoruz.

2026 yılında OVP'de kamu maliyesinde önceki yıla göre oldukça sınırlı bir sıkılaştırma öngörülüyor. Gelir artışının harcama artışının sınırlı üstünde kalacağı öngörülen 2026'da önceki yıla göre merkezi bütçe açık/GSYH oranı 0.1 puanlık düşüşle %3,5 hedefleniyor. Bizim tahminimiz ise 0,1 puanlık sınırlı bir kötüleşme ile oranın %3,7 olacağı şeklinde. Bu öngörüler kamu maliyesinde 2026 yılında neredeyse önceki yıla paralel bir performans elde edileceğine işaret ediyor. Bu da 2025 yılında dezenflasyon politika uygulamalarına ılımlı destek olan, sıkılaştırma maliye politikasının 2026 yılında benzer bir katkı vermeyeceğini gösteriyor. Ancak gelirler ve yönetilen & yönlendirilen fiyat ayarlamaları ile önceki yıl olduğu gibi maliye politikalarından destek gelmeye devam edeceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda %27 artan asgari ücretin yanı sıra enerji fiyat ayarlamaları ve eğitimde olduğu gibi ek müdahalelerle yapılan katkının devam etmesini bekliyoruz.

Merkezi Bütçe (12 aylık)

İç Borç Çevirme Oranı



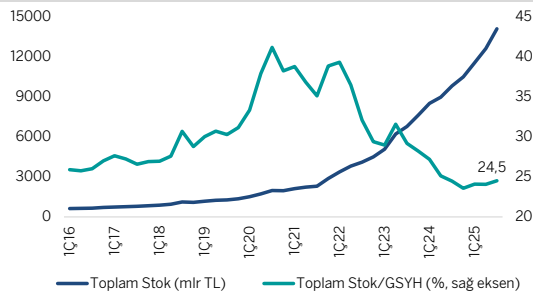
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TÜİK, Garanti BBVA Yatırım GT: Gerçekleşme Tahmini P: Bakanlık Program

2026 yılında Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın yükü iç borç itfasi nominal bazda iç borçlanmanın da yüksek olmasına neden olacak. Bakanlık tarafından açıklanan son projeksiyona göre, 2026 yılında iç borç anapara ödemesi 2025 yılına göre %196 artışla 2,6 trilyon TL olacak. İç borç faiz ödemesi ise yıllık %16 sınırlı yükselişle 1,9 trilyon TL ile anapara ödemesinden düşük. Bakanlık 2026 yılında iç borç çevirme oranının %106 ile 2025 yılının oldukça altında kalacağını açıkladı. İç borç çevirme oranı son dört yılın altında kalsa da toplam 4,5 trilyon TL olan iç borç ödemesi nedeniyle nominal olarak borçlanma miktarı yüksek olacak. 2026 yılında faiz ödemesiyle birlikte toplam dış borç ödemesi ise

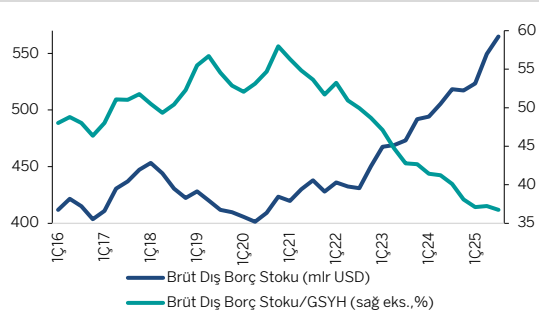
yaklaşık 20 milyar ABD\$ ile 2025 yılının 0,4 milyar ABD\$ altında hesaplandı. Bakanlık, uluslararası piyasalardan 2026 yılında 13 milyar ABD\$ borçlanma yapılmasının öngörüldüğünü açıkladı.

2025 yılında merkezi bütçe performansındaki toparlanma, kamu borç oranının mevcut düşük seviyesi ve ekonomik büyüme eğiliminin devam etmesinin katkısıyla kamu borç/GSYH oranı azaldı. Kamu maliyesinde önemli bir performans değişimi öngörülmemen 2026 yılında kamu borcunun sınırlı artacağını tahmin ediyoruz. 2026 sonu AB tanımlı kamu borç stoku/GSYH oranı tahminimiz %24,5.

AB Tanımlı Kamu Borç Stoku



Toplam Dış Borç



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Garanti BBVA Yatırım

Tüm makro ekonomik tahminlerimizi değerlendirdiğimizde, yeni bir riskin ortaya çıkmadığı durumda 2026 yılında;

- Enflasyon ve faizlerin kademeli düşmesini
- Faizlerin Türk Lirası tasarrufları desteklemeye devam etmesini
- Büyümenin sınırlı hızlanarak daha dengeli bir yapıya kavuşmasını
- Cari işlemler açığı artsa da finansmanının kolaylıkla sağlanmasını
- Kamu maliyesinde önceki yıla benzer sonuçlara ulaşılmasını bekliyoruz.

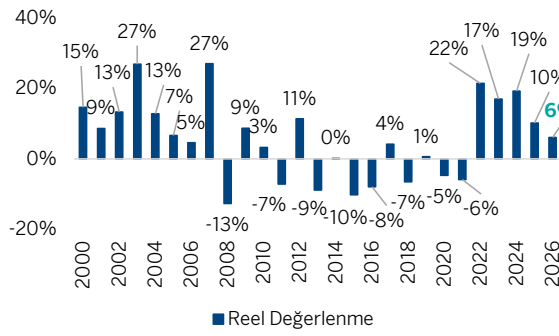
	2024	2025	2026 Tahmin
TÜFE Enflasyonu (yıl sonu)	44,4%	30,9%	25,0%
GSYH Büyüme	3,3%	3,7%*	4,0%
GSYH (milyar, TRY)	44.587	61.899*	81.758
GSYH (milyar, ABD\$)	1.358	1.562*	1.707
Kişi Başı GSYH (ABD\$)	15.325	17.565*	19.058
TCMB 1 haftalık repo faiz oranı (yıl sonu)	47,5%	38,0%	32,0%
TCMB 1 haftalık repo faiz oranı (ortalama)	49,6%	43,6%	34,0%
USDTRY (yıl sonu)	35,3	42,6	52,0
USDTRY (ortalama)	32,8	39,5	47,7
EUROTRY (yıl sonu)	36,7	49,9	62,3
EUROTRY (ortalama)	35,5	44,7	56,4
Cari İşlemler Dengesi (milyar, ABD\$)	-10,0	-23,3*	-25,2
Cari İşlemler Dengesi/GSYH (%)	-0,7%	-1,5%*	-1,5%
AB Tanımlı Kamu Borç Stoku/GSYH	25,8%	22,4%*	24,5%
MY Bütçe Faiz Dışı Denge/GSYH	-1,9%	-0,3%*	-0,2%
MY Bütçe Denge/GSYH	-4,7%	-3,6%*	-3,7%

Kaynak: TCMB, TÜİK, Hazine ve Maliye Bakanlığı, *Garanti BBVA tahmin, MY: merkezi yönetim

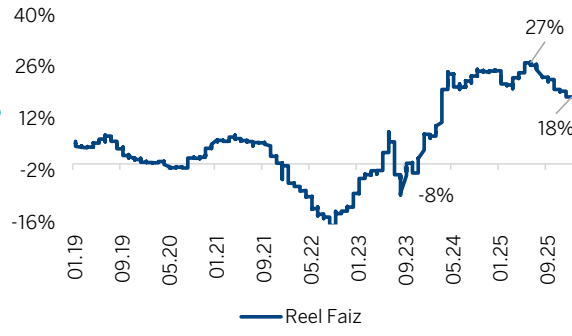
TÜRK LİRASI

Türk Lirası'nda reel değerlenme devam edecek. Sıkı para politikası neticesinde TL'de bulunan reel faiz, TL'nin reel değerlenmesine yol açıyor. 2026 yıl sonu için TÜFE enflasyon tahminimiz %25, USDTRY döviz kuru tahminimiz 52 seviyesinde bulunuyor. Yani ana senaryomuzda 2026 yılında yaklaşık %21 kur yükselişi bekliyoruz. Enflasyon ve USDTRY döviz kuru yükselişi beklentilerimiz baz alınarak hesaplanan TL reel değerlenmesi 2026 yılında %6 olacak. Bu rakam 2025 yılında %10 seviyesindeydi. **Makro ekonomik tahminlerimiz paralelinde Türk Lirası'nda 2025 yılına göre daha sınırlı şekilde reel değerlenmenin devam edeceğini öngörüyoruz.**

Türk Lirası Reel Değerlenme⁽¹⁾



Türk Lirası Reel Faiz⁽²⁾

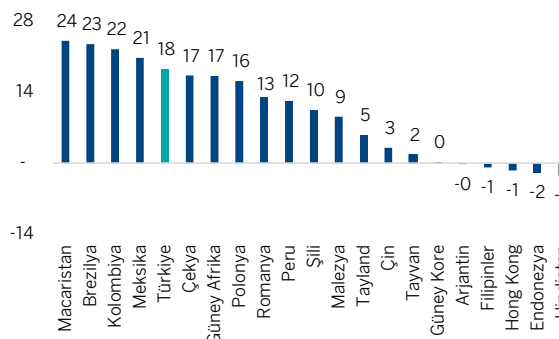


Kaynak: Bloomberg, TCMB, Garanti BBVA Yatırım

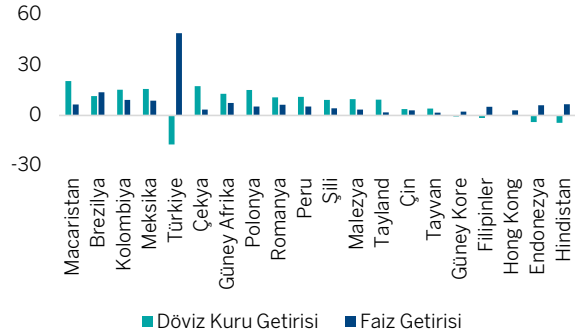
⁽¹⁾ TL'deki ABD\$'na karşı nominal değer kaybının enflasyon oranından arındırılması ile hesaplanmaktadır.

⁽²⁾ 3 Aylık Mevduat Faizi ile TCMB piyasa katılımcıları beklentisi anketindeki 12 Aylık Enflasyon Beklentisine Göre hesaplanmıştır. Mevduat faizi stopajdan arındırılmıştır ve yıllık bileşik faiz olarak kullanılmıştır.

GOÜ Carry Trade 2025 Getirileri (%)



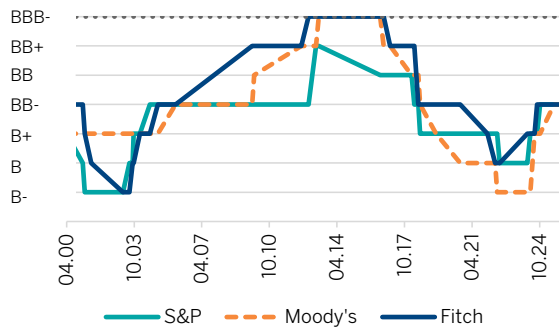
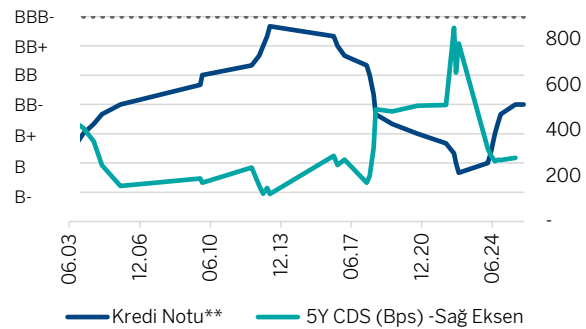
GOÜ 2025 Carry Trade Getirisinde Döviz Kuru/Faiz Kırılımı



Kaynak: Bloomberg, TCMB, Garanti BBVA Yatırım

TCMB politika faizi tahminimizden yola çıkarak 2026 yılında net bileşik TL faiz getirisini %32 olarak hesaplıyoruz. USDTRY döviz kurunda %21 yükseliş beklentimiz baz alınır TL’de USDTRY döviz kuruna göre ölçülen potansiyel reel getiri (carry trade getirisi) %9 civarında. Türk Lirası, 2025 yılında dolara karşı carry trade getirilerinde GOÜ’ler arasında %18 ile beşinci sırada yer alıyor. Ancak detaylara bakılırsa TL’den daha yüksek carry trade getirisi yaratan para birimlerinde toplam getirinin yarısı veya yarıdan fazlası para biriminin değer kazanmasından geliyor. GOÜ para birimleri dolara karşı 2025 yılında olduğu kadar olumlu performans kaydetmezse, yüksek nominal faizi sayesinde TL, getiri sıralamasında bu yıl daha üstlere çıkabilir.

2025 yılı ilk yarıda mart ayını göz ardı ettiğimizde USDTRY döviz kuru aylık yükseliş ortalaması %1,7 ikinci yarıda %1,3 seviyesinde. 2025 yılı son çeyrekte aylık kur yükselişi %1 trendine oturdu. Güncel politika faizine göre aylık net TL faizi %2,5 çevresinde bulunuyor. 2026 yıl sonu için piyasadaki konsensus politika faizi beklentileri %28-32 arasında. Yani 2026 yılı sonuna kadar aylık net TL faizi, stopaj oranları değişmezse, kademeli azalarak %2 civarına düşecek. TL’de aylık net faiz getirisinin %2’ye doğru indiği ortamda USDTRY döviz kurunun aylık ortalama %1,6 yükseliş kaydetme senaryosu, hem yurt içi yerleşiklerin dövizde daha fazla yönelimi hem de carry trade için TL’de bulunan 56 milyar ABD\$ sıcak para sermayenin TL’den çıkış riskini artırabilir. Bu durum TL’nin cazibesini azaltabileceği gibi döviz rezervlerini olumsuz etkileyerek dezenflasyon sürecini yavaşlatabilir. Yani, mevcut aylık %1 USDTRY döviz kuru yükselişi trendinin korunması senaryosunda veya enflasyondaki düşüşün beklenti altında kalması durumunda USDTRY döviz kurunun 2026 yıl sonunda 48-49 bandında kalması riski ortaya çıkabilir.

Türkiye Kredi Notları⁽¹⁾

Türkiye Kredi Notları⁽²⁾ ve 5Y CDS


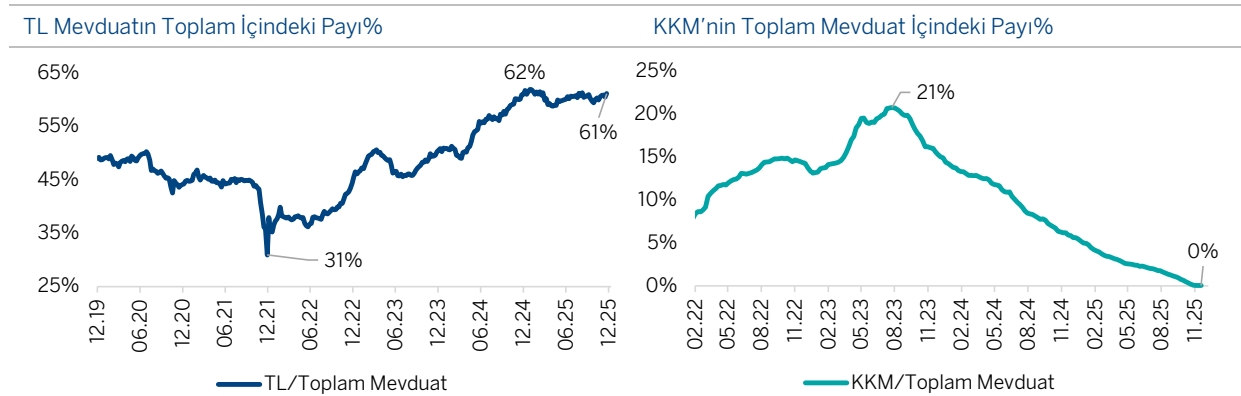
Kaynak: Bloomberg, TCMB, Garanti BBVA Yatırım

⁽¹⁾ BBB- : Yatırım yapılabilir seviye.

⁽²⁾ S&P, Fitch ve Moody's kredi notlarının ortalaması alınmıştır.

2026 yılında Türkiye kredi notunda artış görebiliriz. Türkiye kredi notu, Moody's, S&P ve Fitch değerlendirmelerine göre yatırım yapılabilir seviyeye üç basamak uzakta, 2026 yılında ek not artışları yaşanması için Ortodoks politikaların devam etmesi, dezenflasyonun sürmesi, TL'de reel değerlenme, döviz rezervlerinin güçlü olması, cari açığın sürdürülebilir seviyelerde kalması gerekiyor. Türkiye 5Y CDS primi 2025 yılının son bir ayında 33 bps yani %14 geriledi. Aynı dönemde GOÜ 5Y CDS'lerdeki ortalama düşüş olan %5'e göre 9 puan daha olumlu bir performans. Kredi notunda artış zemini olduğu dönemlerde CDS priminin bu şekilde önden olumlu fiyatlanması mümkün.

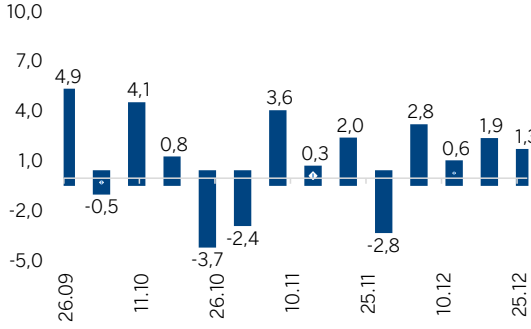
TL'deki reel getiri potansiyeli ve makro ihtiyati önlemlerin katkısı ile TL mevduatın toplam mevduat içindeki payı %60 üzerinde kalmaya devam ediyor. KKM sonlandırılmasına rağmen sıkı para politikası neticesinde TL mevduat payı artmaya devam etti. Makro ihtiyati tedbirler TL'nin daha cazip kalmasında etkili oluyor. Yurt içi yerleşiklerin döviz mevduatı bu yıl kur etkisinden arındırılmış olarak 14,5 milyar ABD\$ arttı. Bunun 4 milyar ABD\$'lık kısmı gerçek kişilerde kalanı ise tüzel kişi hesaplarında bulunuyor. Yani bireysel kesimde önemli miktarda döviz mevduata yönelim bulunmuyor. Bireysel hesaplardaki döviz mevduat artışında, altın rallisi nedeniyle meydana gelen altın mevduat hesaplarındaki artış etkili.



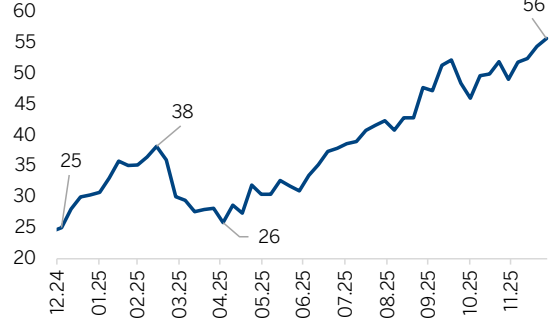
Kaynak: TCMB, BDDK, Garanti BBVA Yatırım

Swap kanalıyla sıcak para sermaye girişi devam ediyor. Carry Trade getirisi hedefleyen yabancı yatırımcılar için TL'deki yüksek nominal faiz yanı sıra USDTRY döviz kurundaki ölçülü yükseliş trendinin korunması uygun bir ortam yaratıyor. 2025 yılı başında 25 milyar ABD\$ olan swapla gelen sıcak para sermaye, 2025 yıl sonunda 56 milyar ABD\$'na yükseldi. Mart ayında TCMB'nin sıkı para politikasındaki kararlılığı sonucu piyasa faizini %42'den %49'a çıkarması ve bu sırada USDTRY döviz kurunda kontrollü hareketin sürmesi sayesinde yükselen reel kazanç potansiyeli, sıcak para girişinin artmasında önemli bir faktör oldu.

Swap Kanalıyla Gelen Sermaye (Haftalık)⁽¹⁾ (Milyar ABD\$)



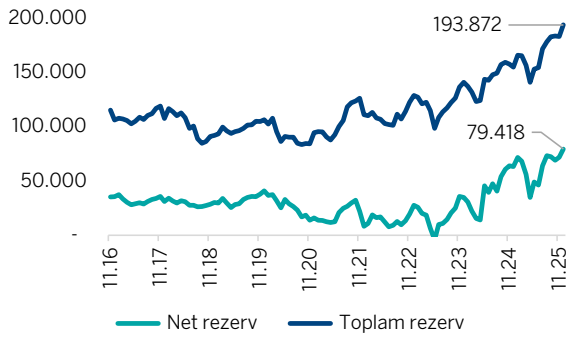
Swap Kanalıyla Gelen Sermaye Kümülesi⁽¹⁾ (Milyar ABD\$)



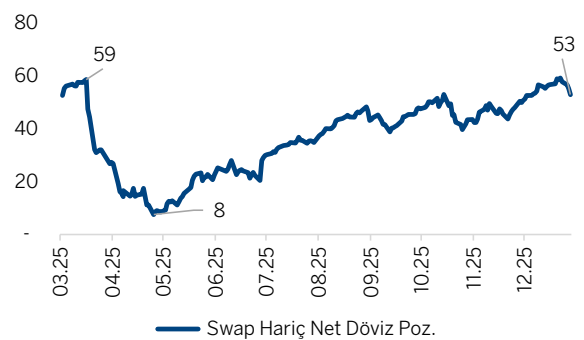
Kaynak: TCMB, BDDK, Garanti BBVA Yatırım

⁽¹⁾ BDDK verilerinde bankaların bilanço dışı YP pozisyonu ve TCMB'nin yerel bankalarla swap işlem hacimleri kullanılarak hesaplanmıştır.

TCMB Net ve Toplam Döviz Rezervleri (Milyon ABD\$)



TCMB Swap Hariç Net Döviz Pozisyonu (Milyar ABD \$)



Kaynak: BDDK, Garanti BBVA Yatırım

Sonuç olarak; Türk Lirası, 2025 yılında GOÜ para birimlerinin ABD\$'na karşı carry trade performansları arasında en iyi ilk beş ülke para birimi arasındaydı. Uygulanan makro ekonomik politikaların etkisi ile bu görünümün korunmasını ve TL'deki cazip getiri potansiyelinin devamını bekliyoruz. Yabancı sıcak para yatırımcılarının TL'ye yüksek ilgisini koruyacağını düşünüyoruz.

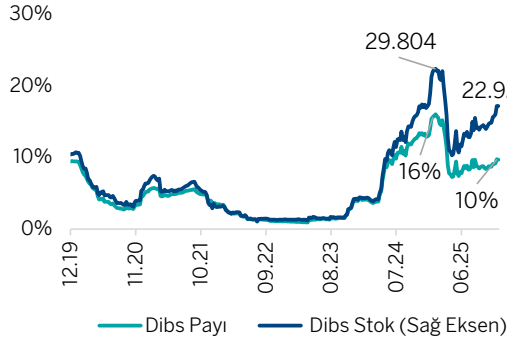
Dezenflasyon sürecinin etkili şekilde devamını sağlayacak sıkı para politikasının uygulanmasını, döviz rezervlerinin güçlü kalmasını, TL'deki reel değerlenme trendinin sürmesini ve hem ABD\$ hem de enflasyona göre reel faiz avantajının korunmasını bekliyoruz. Bu ortamda yerli yatırımcıların da ABD\$ yerine TL'de kalmasını daha cazip bir seçenek olarak görüyoruz.

FAİZ

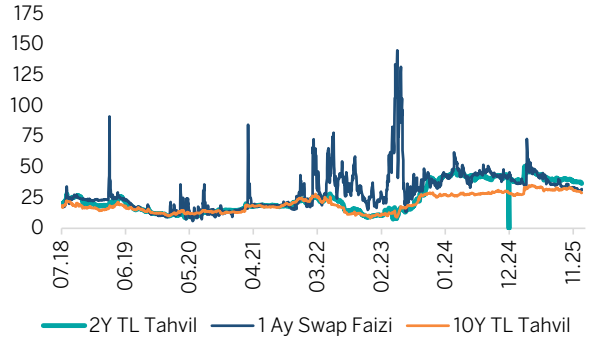
TL Tahvil

Politika faizi indirimleri dezenflasyona paralel şekilde devam ederse, sabit kuponlu TL tahvil getirilerinde ek düşüş olabilir. 2026 yılında TCMB'nin, politika faizi indirimlerini TL'nin cazibesini koruyacak şekilde sürdüreceğini öngörüyoruz. PPK metinlerinde de yer aldığı gibi, faiz indirimlerinde adım boyutu dezenflasyonun gerektirdiği sıklığın sağlanması için toplantı bazlı ayarlanacak. 2026 yıl sonu için gösterge 2 yıllık tahvil faizi beklentimiz %32 seviyesinde bulunuyor. Bu senaryoda 14 Temmuz 2027 vadeli sabit kuponlu tahvilde uzun pozisyon alınırsa yıl sonunda elde edilecek, kupon ve değer artışından oluşan toplam net getiri %42,5 seviyesinde hesaplanabilir. Politika faizi tahminimizden hareketle, 2026 yılında toplam bileşik net mevduat faiz getirisinin %33 seviyesinde olacağını hesaplıyoruz. **Bu paralelde 2 yıllık tahvilde pozisyon almak, mevduat ve PPF alternatiflerine göre 9,5 puan daha yüksek getiri sağlayabilir.**

DİBS Yabancı Payı (%) ve Stok (Milyar ABD\$)



2 Yıl , 10 Yıl Tahvil Faizi ve 1 Ay Swap Faizi



Kaynak: TCMB, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Off-Shore 1 ay vadeli TL swap faizi 2Y tahvil getirisinin 5 puan altında bulunuyor. 2025 yılına girilirken 1 aylık swap faizi 2Y tahvil getirisinin üzerindeydi. Swap getiri eğrisi TL likidite koşullarına dair ipucu verdiği gibi para politikası beklentilerini de yansıtır. 2025 başında dezenflasyonu sağlayacak yeterli sıkı para politikası uygulanabileceğine dair swap faizleri üzerinde bir fiyatlamaya oluşmamıştı. 2026 yılında dezenflasyon sürecinin devam edeceğine dair beklentilerin korunmasıyla beraber, swap getirileri hem politika faizinin hem de kısa vadeli tahvil getirilerinin belirgin şekilde altında bulunuyor. **Mevcut durumda yurt dışındaki TL swap faizleri, para politikasında gevşemenin devam edeceğini fiyatlıyor.**

2026 yılı öngörülerinde bazında Gelişmekte Olan Ülkeler arasında en yüksek politika faizi düşüşü Türkiye’de gerçekleşebilir. Bloomberg konsensüs tahminlerine göre Türkiye, Nijerya, Brezilya ve Rusya’nın politika faizlerinde yıl sonunda sırasıyla 9, 7, 3 ve 4 puan düşüş bekleniyor.

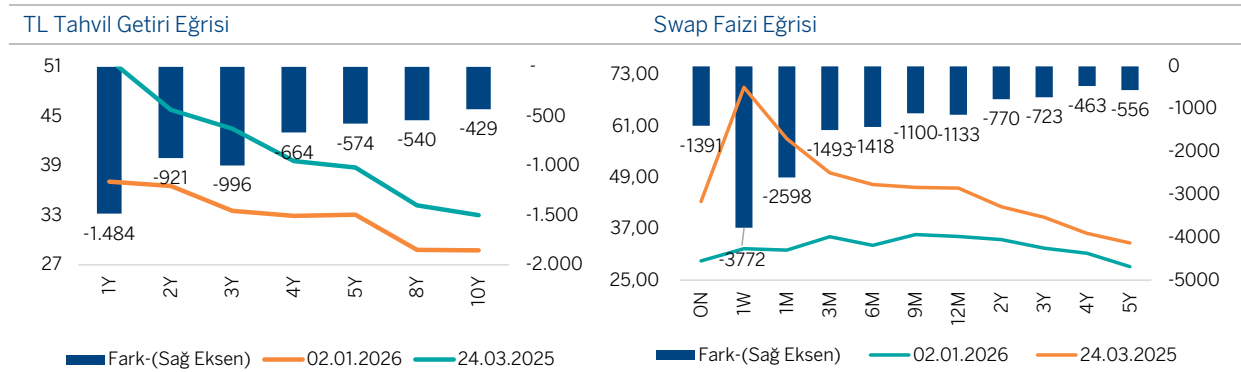
Bununla birlikte politika faizinde indirim beklenirken aynı zamanda enflasyonda kayda değer düşüş beklenen tek ülke Türkiye. Benzer kategorideki ülkeler arasında dezenflasyona paralel bir faiz indirim süreci içerisinde bulunan başka örnek yok. Bu koşullarda TL tahvillerde yaşanabilecek potansiyel değer artışına benzer bir performansı diğer ülkelerde bulmak zor görünüyor. Ek olarak TL’deki devam eden reel değerlenme süreci nedeniyle TL tahvillerden elde edilecek olan ABD\$ cinsi reel getiri, 2026 yılında GOÜ’ler arasında en cazip seçenek olmaya aday.

Ülke	2025		2026 ¹	
	TÜFE	Politika Faizi	TÜFE	Politika Faizi (↓)
Türkiye	30,9%	38,0%	25,0%	29,0%
Nijerya	14,5%	27,0%	16,2%	20,0%
Brezilya	4,5%	14,8%	4,0%	12,0%
Rusya	6,6%	16,0%	6,0%	12,0%
Kolombiya	5,3%	9,3%	4,4%	9,0%
Meksika	3,8%	7,0%	3,8%	6,5%
Güney Afrika	3,5%	6,8%	3,4%	6,3%
Macaristan	3,8%	6,5%	3,6%	5,7%
Romanya	9,8%	6,5%	6,5%	5,5%
Hindistan	0,7%	5,3%	2,1%	5,1%
Şili	3,4%	4,5%	3,0%	4,3%
Filipinler	1,5%	4,5%	2,6%	4,3%
Endonezya	2,9%	4,8%	2,8%	4,2%
Peru	1,4%	4,3%	2,1%	4,0%
Polonya	4,0%	2,4%	2,6%	3,5%
Çek Cumhuriyeti	2,1%	3,5%	2,2%	3,4%
Çin	0,7%	3,0%	0,7%	2,8%
Malezya	1,3%	2,8%	2,0%	2,7%
Güney Kore	2,3%	2,5%	2,0%	2,3%
Tayland	-0,5%	1,3%	0,5%	1,1%

Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

¹Bloomberg konsensüs tahmini baz alınmıştır.

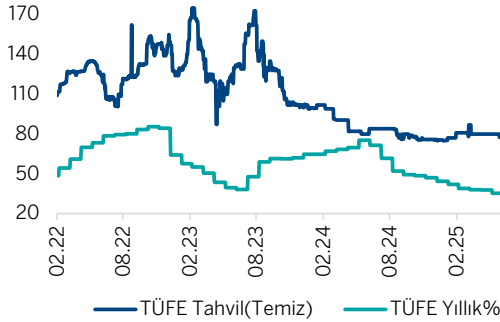
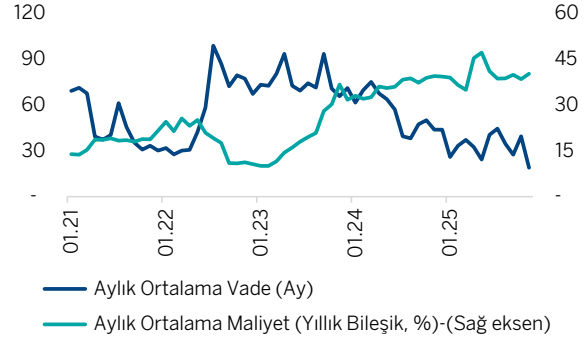
Enflasyon beklentileri geriledikçe uzun vade tahvil getirilerinde düşüş yaşanabilir. TCMB piyasa katılımcıları anketine göre 12 ay sonrası için beklenen TÜFE enflasyonu %23 seviyesinde. 10 yıl vadeli tahvilin basit faizi %27 (bileşik %29) çevresinde işlem görüyor. Yine aynı ankete göre Ocak ayında aylık TÜFE artış beklentisi %3,44 seviyesinde. Veri beklendiği gibi gelirse Ocak ayında yıllık enflasyon 2 puan civarında düşüşle %29 çevresine inecek. Ocak ve Şubat aylarında zamların etkisi ile enflasyon nispeten daha yüksek olacak. Ancak sonraki verilerde enflasyonda düşüş sürerse piyasadaki uzun vadeli enflasyon beklentileri de düşebilir. Bu senaryoda tahvil getiri eğrisinin uzun kısmında biriken potansiyel fiyatlanabilir ve getiriler düşebilir. 10 yıllık tahvil faizinin 2026 sonunda %26 bileşik seviyesine düştüğü senaryoda toplam net getiri potansiyelini %37, %23'e düştüğü senaryoda ise toplam net getiri potansiyelini %48 olarak hesaplıyoruz.



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

5 Mayıs 2025'ten bu yana yabancı yatırımcıların DİBS kesin alımı 8,7 milyar ABD\$ oldu. TCMB, yerel veya global piyasa şoklarında, hem dezenflasyon sürecini kontrol altında tutmak hem de TL varlık fiyatlamalarındaki olağanüstü dalgalanmaları önlemek için para politikasında etkili ayarlamalar yapıyor. 2025 yılı mart ayında yaşanan piyasa oynaklığına verilen para politikası yanıtı ile yabancı yatırımcıların tahvile ilgisi yeniden yükseldi. **2026 yılında ülke risk primi düşüşü teması ve dezenflasyonun devamı sayesinde yabancı yatırımcıların TL tahvil alımını hızlandırması beklenebilir.**

TCMB, 2026 Para Politikası Metni'nde itfa olacak tahvillerin yerine yeniden alım yapılacağını açıkladı. TCMB, likidite yönetiminde araç çeşitliliğinin sağlanması ve operasyonel esnekliğin korunabilmesi için teknik nedenlerle API portföyünde yeterli miktarda DİBS ve sukuk bulundurulacağını belirtiyor. Mevcut API portföyünde 270 milyar TL nominal tutarda tahvil bulunuyor. 2026'da yaklaşık 70 milyar TL'lik kısmın itfa olacağı söyleniyor. 2026 yılında TCMB API portföy büyüklüğü, ilave alım seçeneği saklı kalmak kaydıyla nominal 450 milyar TL olarak belirlendi. Yani TCMB, 2026'da doğrudan tahvil alım ihaleleri ile, itfa olanlar dahil 250 milyar TL'ye ulaşan tutarda tahvil alımı yapabilir. Piyasa koşulları ve makro verilerdeki gidişat da destekleyici yönde kaldığı durumda TCMB'nin alımları, tahvil faizlerindeki düşüşü destekleyebilir.

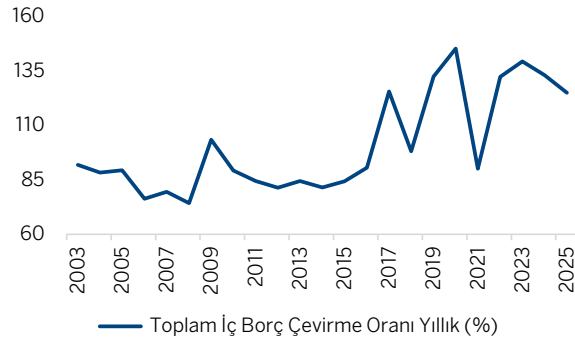
TÜFE'ye Endeksli Tahvil Fiyat⁽¹⁾ ve Yıllık TÜFE Enflasyonu

İç Borçlanmanın Ortalama Maliyeti ve Vadesi⁽²⁾


Kaynak: Bloomberg, TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Garanti BBVA Yatırım

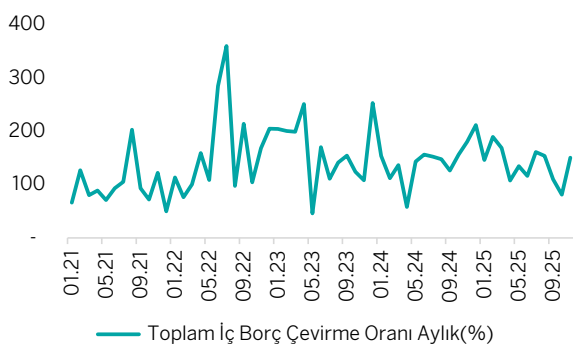
⁽¹⁾02.11.2032 vadeli TÜFE'ye Endeksli Tahvilin temiz fiyatı.

⁽²⁾Sabit kuponlu tahvil ihraçları üzerinden hesaplanmıştır.

Toplam İç Borç Çevirme Oranı Yıllık %



Toplam İç Borç Çevirme Oranı Aylık %



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Garanti BBVA Yatırım

Sabit kuponlu tahviller baz alınır iç borçlanmanın ortalama maliyeti 2025 yılında %40 oldu.

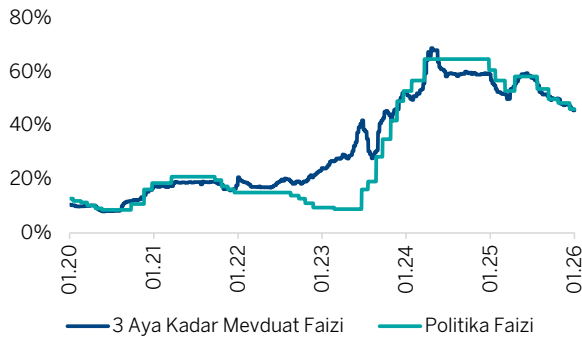
Politika faizi indirimleri ile birlikte Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın borçlanma maliyetinin 2026 yılında düşmesi beklenebilir. Ortalama vade, 2024 yılında 55 ay iken 2025 yılında 33 ay oldu. 2026 yılında daha düşük enflasyon beklentileri ve daha uzun borçlanma eğilimi olursa ortalama vade bir miktar uzatılabilir. Faiz indirim sürecinde sabit kuponlu tahviller, mevduat faizi üzerinde getiri yaratmak açısından iyi bir alternatif olabilir. Enflasyonun düşüşü ile TÜFE'ye endeksli ve değişken faizli tahvillerin cazibesi azalabilir. **TLref endeksli tahvillerin kuponları, fonlama faizine endeksli olduğu için bu kıymetler, faiz indirimleri sırasında en cazip seçenekler arasında bulunmuyor.**

Özet olarak; dezenflasyon sürecine paralel şekilde ayarlanacak olan faiz indirim adımları TL'nin cazip kalmasını sağlayacak. Bunun etkisi ile TL varlıklara ilgi yüksek kalacak. Enflasyonda gerileme ve politika faizi indirimleri, sabit kuponlu TL tahvil getirilerinde benzer oranda düşüş trendi yaratabilir. Ek olarak TL tahvillerde stopaj bulunmuyor. **Mevduata göre daha yüksek getiri potansiyeli ve vergi avantajı nedeniyle 2Y tahvillerden 14.07.2027 ve 05.05.2027 gibi seçeneklerde alım öneriyoruz.**

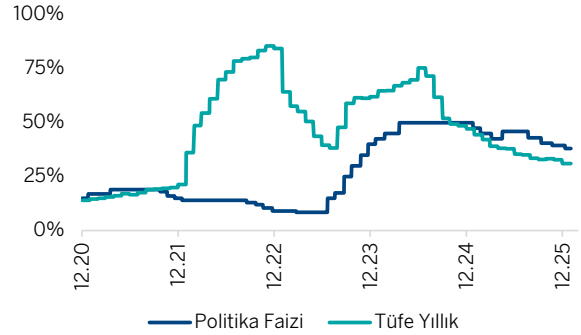
Mevduat

Makro ihtiyati tedbirlerin etkisi ile TL mevduat faizleri, politika faizinin 1-2 puan üstünde kalmaya devam edebilir. 2025 yılında politika faizi indirimleri, TL mevduat faizlerine aynı oranda yansımada. Mevduat faizleri son dönemde politika faizinin 1-2 puan kadar üstünde bulunuyor. Bu durumun başlıca nedeni, bankalara getirilen %60 TL mevduat payı hedefi. KKM'nin sonlandırılması ile buradan çıkan bakiyenin döviz yerine TL'ye yönelmesini sağlamak, altın fiyatındaki global artış nedeniyle gerileme kaydeden %60 TL mevduat rasyosunun tutmasını sağlamak gibi nedenlerle bankalar, TL mevduat faizlerini yükseltmek durumunda kalıyor. **Makro ihtiyati tedbirler kaldırılana kadar mevduat faizindeki gevşemenin daha yavaş gerçekleşmesini bekliyoruz.**

3 Aya Kadar TL Mevduat ve Politika Faizi (Yıllık Bileşik)



TCMB Politika Faizi (Basit) ve Yıllık TÜFE Enflasyonu

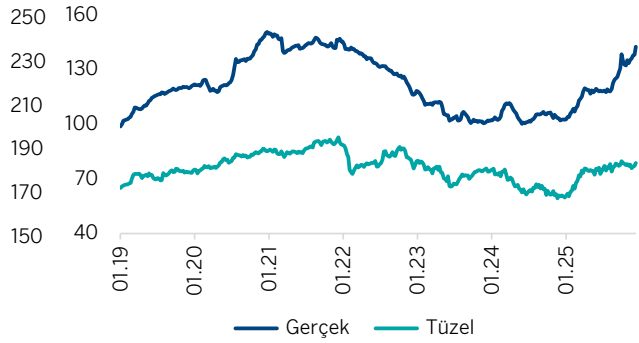


Kaynak: Bloomberg, TCMB, Garanti BBVA Yatırım

Yurt İçi Yerleşik Döviz ve Altın Mevduat (Milyar ABD\$)



Yurt İçi Yerleşik Gerçek/Tüzel Hesap Mevduat (Milyar ABD\$)



Kaynak: TCMB, BDDK, Garanti BBVA Yatırım

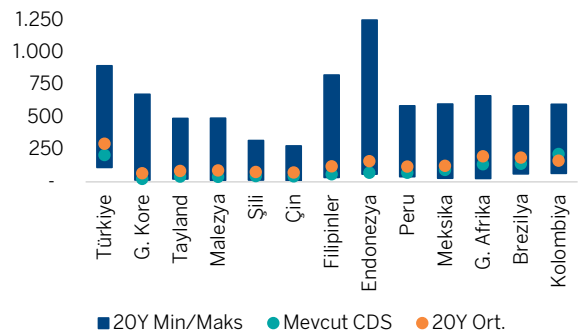
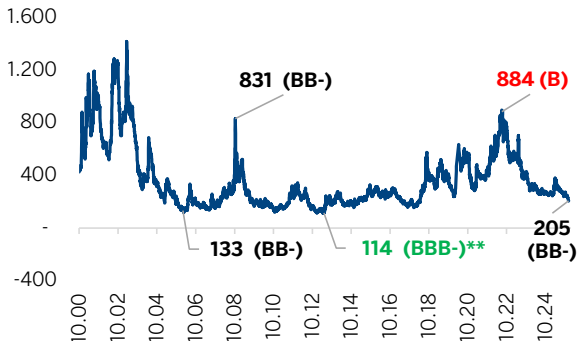
Eurobond

Makro ekonomik politikaların etkisi ile Türkiye 5 Yıl Vadeli CDS primi, son 20 yılın en düşük seviyelerine doğru hareket ediyor. 2025 yılında enflasyon 13,5 puan düştü. Jeopolitik, global veya siyasi riskler meydana geldiği durumlarda TCMB, sıkı para politikasını, TL'nin değerini ve döviz rezervlerini korumak için etkili ek sıkılaştırma adımları atarak güvenilirlik kazandı. Bu durum enflasyon beklentilerinin bozulmamasını ve dezenflasyon trendinin devam etmesini sağlıyor. Türkiye'nin Fitch, Moody's ve S&P kurumlarındaki kredi notu yatırım yapılabilir eşige üç basamak uzaklıkta. Brezilya ve Güney Afrika'nın notları ise yatırım seviyesine bir veya ikişer basamak uzaklıkta. Bu iki ülkenin 5 yıllık CDS primi Türkiye'ninkinden %35 daha düşük seviyede bulunuyor. Ek olarak Türkiye'nin kredi notu 2013 yılında yatırım yapılabilir kademedeyken 5Y CDS 110 bps civarında idi.

Yurt içinde uygulanan Ortodoks politikalar aynı çizgide kalırsa, 2026 yılında Türkiye kredi notunda bir kademe daha artış görebiliriz. Türkiye'nin üç kuruluştan birer not artışı daha aldığı ve yatırım yapılabilir eşige iki basamak uzaklığa yükseldiği senaryoda 5Y CDS'in 2026 yılında 140-160 bps aralığına inme ihtimalini yüksek buluyoruz. Fed Fonlama Vadeli Kontratları'na göre 2026 yılında Fed faizinin en az 50 bps indirileceği fiyatlanıyor. ABD faizlerindeki bu düşüş, Türkiye eurobond getirilerini de benzer oranda aşağı çekebilir. **Hem ABD faizlerindeki düşüş beklentisi hem de Türkiye CDS primindeki düşüş senaryomuz neticesinde Hazine'nin ABD\$ cinsi 14 Mart 2029 vadeli %9,375 kuponlu Eurobondu'nda taktiksel olarak 1 yıl vade ile uzun pozisyon öneriyoruz.** ABD faizlerinin 50 bps gerilediği ve Türkiye 5Y CDS'in 140-160 bps aralığına indiği senaryoda, taktiksel alım pozisyonumuzda toplam %12-13 arası dolar cinsi getiri potansiyeli hesaplıyoruz. **Ek olarak;** döviz getiri hedefleyen yatırımcılar için 7-8 ve 10 yıl vadelerde %6,00-6,40 getiri bandındaki ABD\$ cinsi Hazine Eurobondları vade sonuna kadar tutulmak üzere uygun seçenekler olabilir.

Türkiye 5Y CDS Önemli Seviyeler ve Kredi Notları⁽¹⁾

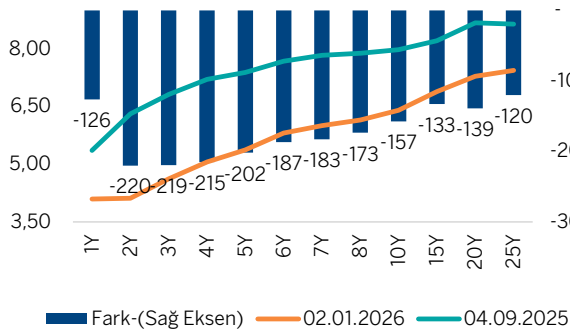
GOÜ 5Y CDS Son 20Yıl Düşük/Yüksek/Ort. Değerler (Bps)



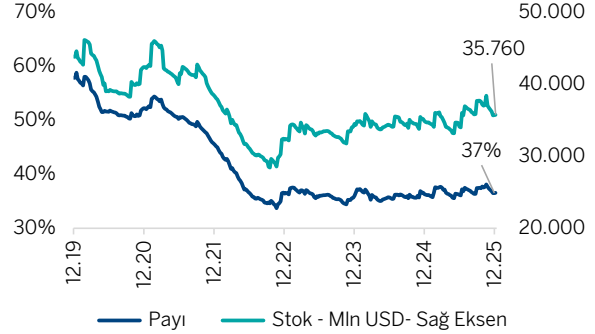
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

⁽¹⁾S&P, Fitch ve Moody's ortalaması alınmıştır.

Türk Hazine Eurobond Getiri Eğrisi

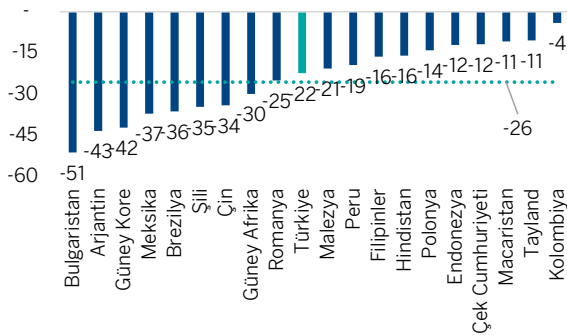


Hazine Eurobondları Yabancı Payı ve Stok

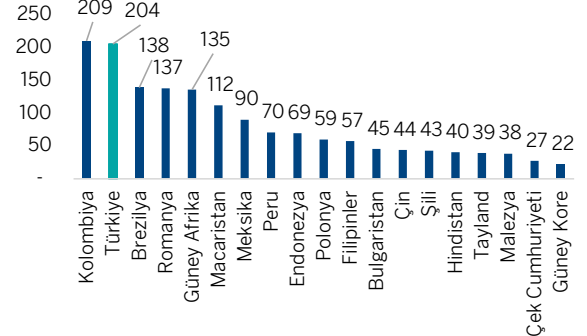


Kaynak: Bloomberg, TCMB, Garanti BBVA Yatırım

GOÜ 5Y CDS Primleri Değişim % (2025)

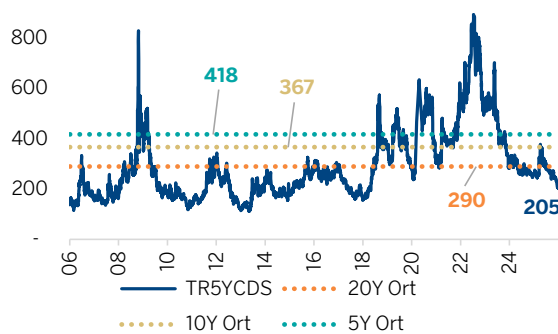


GOÜ 5Y CDS'ler Bps (31.12.2025)

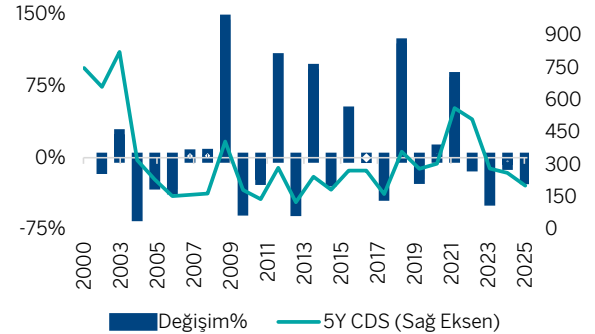


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Türkiye 5Y CDS'te Ortalamalar - Bps (31.12.2025)



Türkiye 5Y CDS'te Yıllık Değişim Oranları



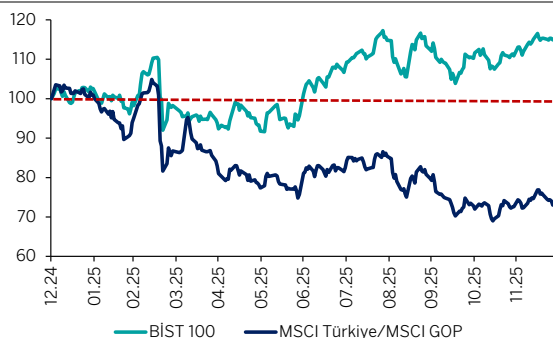
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

BİST STRATEJİ

Global tarafta risk iştahını şekillendiren gelişmeleri takip edeceğimiz 2026 yılında, yurt içinde fiyatlamaya temaları olarak i) Güçlü TL ve yüksek reel faiz düzeyinin korunması, ii) Dezenflasyon sürecinde TCMB'nin ölçülü faiz indirimlerine devam etmesi, iii) Şirket finansallarında enflasyon muhasebesi etkisinin azalması, iv) Ülke risk primindeki düşüşü öne çıkardık. Bununla birlikte 2025 yılında olduğu gibi Fed'in durgunluk yaşanmayan ortamda gerçekleştirdiği faiz indirimleri, gelişen ülke merkez bankaları ve TCMB açısından destekleyici olmayı sürdürecektir. Mikro tarafta ise halka açık şirketlerin 3. çeyrek finansallarında FAVÖK artışı sağlanması ve kar daralmasındaki gerileme, şirketlerin 2026 finansallarına yönelik olumlu beklentileri destekliyor. Öngördüğümüz yatırım temasının, son iki yılda uygulanan sıkı para politikalarının etkisiyle TL mevduat ve Para Piyasası Fonları gibi yatırım araçlarına yönelmiş yerli yatırımcı tercihlerinde 2026 yılında BİST ağırlığını görece artırmasını bekliyoruz. Dezenflasyon sürecinin devamı, düşen ülke risk primi ve kredi not artırım potansiyeli geçtiğimiz yıl sınırlı giriş gördüğümüz yabancı yatırımcı tarafında kademeli artışı destekleyebilir.

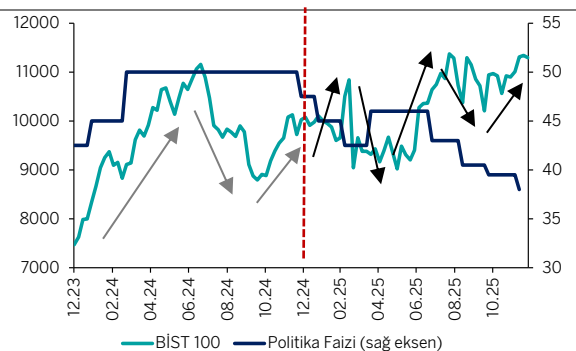
- **Dalgali eğilimle geçen yılın ardından.** Global ve lokal tarafta oynaklığa neden olan gelişmelerin etkisiyle 2025 yılında Borsa İstanbul'da 2024 yılına göre dalgali bir yılı geride bıraktık. Yıla başlarken gevşek para politikası beklentileri ve gerileyen ülke risk primi BİST'i desteklerken, Mart-Nisan döneminde global tarafta ticaret savaşları, yurt içinde yükselen faizler yılın başındaki kazanımların geri verilmesine neden oldu. Yılın ikinci yarısından itibaren dezenflasyon sürecine dönüş ve öngörülen BİST getirisinin mevduat karşısında potansiyel fırsat sunmaya başlaması Borsa İstanbul'da kademeli yükselişi destekledi. Söz konusu toparlanma ile 2025 yılı sonunda BİST-100 endeksi TL bazında %14,5'lik getiriye ulaşsa da, gelişmekte olan piyasaların güçlü performans sergilediği yılın ikinci yarısındaki yükseliş yeterli olmadı. Son 10 yılda iki kez (2022 ve 2024) MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar (GOP) endeksine görece daha iyi performans sergileyen MSCI Türkiye endeksi, 2025 yılını %27'lik negatif ayrışma ile tamamladı.

BİST-100 (TL) & MSCI Türkiye/MSCI GOP (2025=100)



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

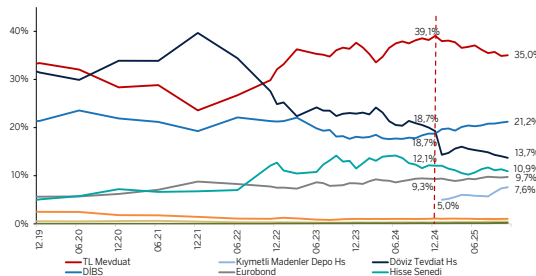
BİST 100 (TL) & TCMB Politika Faizi



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

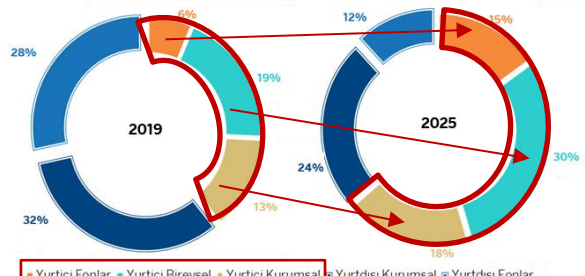
- **TL varlıklar adına yerli yatırımcı tercihleri önemini koruyor.** Pandemi dönemi sonrasında düşen faizlerle getiri arayışının etkili olması, yerli yatırımcıların portföylerinde hisse senedi ağırlığını %5 seviyesinden 2024 yılında %14 seviyesine taşımıştı. 2025 yılı içinde faizlerin yükseldiği dönemde yerli yatırımcıların finansal portföylerinde hisse ağırlığı %10'a gerilerken, düşen faizlerin ardından BİST potansiyeline yönelik fiyatlamayla 2025 yılı sonunda söz konusu ağırlık %10,9 seviyesine yükseldi. Yerli yatırımcıların son beş yılda artan ilgisinin yanı sıra aynı dönemde yurt içi kurumsal müşteri ağırlığının yükseliş eğiliminde olması ve yabancı yatırımcı ağırlığının azalması yerli yatırımcı tercihlerini BİST açısından belirleyici hale getiriyor. **Belirttiğimiz faktörlerin etkisiyle politika faizinde düşüşün sürmesini beklediğimiz 2026 yılında yerli yatırımcı tercihlerinin BİST açısından belirleyici olmayı sürdüreceğini düşünüyoruz. Öngördüğümüz makro tema içerisinde TCMB politikalarının etkisiyle faizlerde kademeli düşüşün devamı, yerli yatırımcıların portföylerinde hisse senedi ağırlığının yükselmesini destekleyebilir.**

Yurtiçi Yerleşiklerin Finansal Portföy Gelişimi



Kaynak: TSPB, Garanti BBVA Yatırım

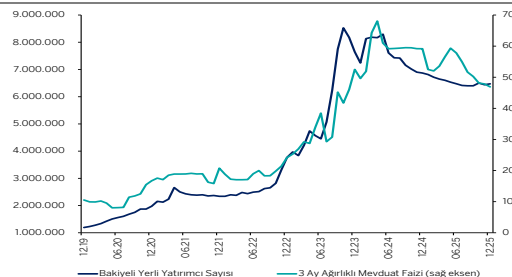
BİST Hisse Senedi Piyasası Yatırımcı Dağılımı



Kaynak: TSPB, Garanti BBVA Yatırım

- **Hisse piyasasında yerli yatırımcıların ilgisindeki düşüş hız kaybediyor.** 2025 yılı sonu itibarıyla 10.000.001 TL üstü portföy dilimindeki yerli yatırımcı hesap sayısı 24.535 ile toplam yerli yatırımcı sayısının %0,4'ünü, toplam hisse portföy büyüklüğünde en yüksek ağırlık olan %76,62'sini oluşturmaktadır. Pandemi dönemi sonrasında 2023 yılında 8.5 milyon seviyesine ulaşan hisse senedi bakiyeli yatırımcı sayısı, 2024 yılı ortasından itibaren yükselişe geçen faizlerin ardından son iki yılda geriliyor. Bakiyeli yatırımcı sayısı zirve noktaya göre %24 gerilerken, 2025 yılı sonunda bir önceki yıla göre %5 düşüş kaydederek 6,4 milyon seviyesinde bulunuyor. Öte yandan 2025 yılı ikinci yarısından itibaren gerileyen faizlerle paralel olarak bakiyeli yerli yatırımcı sayısındaki düşüşün ivme kaybettiği görülüyor. **Beklentimiz dezenflasyon süreci ve bu paralelde gerilemesini beklediğimiz faizler çerçevesinde, BİST'te yerli yatırımcı ilgisinin 2026 yılında kademeli artış kaydetmesi yönünde.**

Bakiyeli Yatırımcı Sayısı & Mevduat Faizi



Kaynak: MKK, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

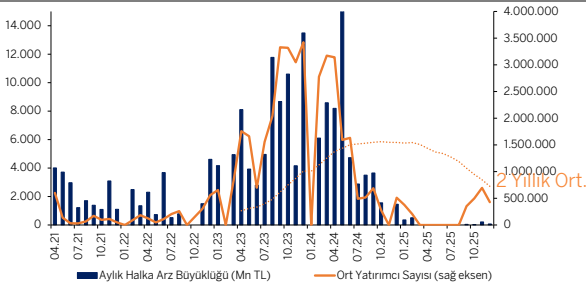
Portföy Dilimi Bazında Yerli Yatırımcı Dağılımı

Yerli Yatırımcı Portföy Aralığı	Yatırımcı Sayısı		Portföy Büyüklüğünde Pay			
	Hesap Sayısı	Pay	2023	2024	2025	2025
0-1	95.059	1,5%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2-100	1.076.923	16,6%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
101-1.000	1.054.547	16,3%	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%
1.001-5.000	961.853	14,9%	0,17%	0,09%	0,08%	0,06%
5.001-10.000	456.279	7,0%	0,21%	0,12%	0,11%	0,07%
10.001-20.000	470.743	7,3%	0,39%	0,25%	0,22%	0,14%
20.001-50.000	595.023	9,2%	1,04%	0,69%	0,62%	0,41%
50.001-100.000	424.480	6,6%	1,53%	1,05%	0,97%	0,64%
100.001-250.000	495.572	7,7%	3,55%	2,60%	2,44%	1,68%
250.001-500.000	312.496	4,8%	4,07%	3,28%	3,18%	2,34%
500.001-1.000.000	235.886	3,6%	4,97%	4,31%	4,31%	3,50%
1.000.001-5.000.000	240.803	3,7%	11,74%	10,88%	11,08%	10,32%
5.000.001-10.000.000	29.059	0,4%	4,36%	4,16%	4,25%	4,21%
10.000.001-+	24.535	0,4%	67,93%	72,57%	72,73%	76,62%

Kaynak: MKK, Garanti BBVA Yatırım

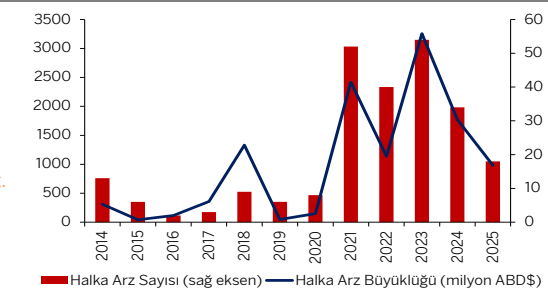
- **Düşüş eğilimindeki faizler halka arz aktivitesini yeniden canlandırabilir.** Global tarafta 2024 yılında daralan halka arz aktivitesinin, 2025 yılında yeniden ivme kazandığı bir dönemi geride bırakıyoruz. Küresel piyasalarda etkili olan volatilité ve değerlendirme tartışmalarına karşın yapay zeka odaklı şirketlerin katkısıyla, 2025 yılında dünyada gerçekleşen halka arz sayısı 1.293 ile bir önceki yıla göre %4, halka arz büyüklüğü ise 172 milyar ABD\$ ile %40 artış kaydetti. Dünyada halka arz hareketliliği yeniden artarken, Borsa İstanbul'da toplam halka arz sayısı 18 ile önceki yıla göre %45 azalmış, toplam halka arz büyüklüğü %34 düşüşle 1,17 milyar ABD\$ olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılında 1,48 milyon seviyesinde bulunan halka arzlara katılımda ortalama yatırımcı sayısı, 2025 yılında 425 bin seviyesine gerilemiştir. **Yıl içinde faizlerdeki dalgalı eğilim ve TCMB'nin faiz indirimlerine karşın politika faizinin yüksek seviyesini koruması halka arz süreçlerini etkilerken, 2024 yılında olduğu gibi 2025 yılında da halka arz sayısı ve büyüklükleri üzerinde baskı yaratmıştır. BİST'te 2025 yılı son çeyreği ile birlikte hareketlilik kazanan halka arzların, dezenflasyon sürecinde faizlerde düşüş eğilimi ile birlikte 2026 yılında ivme kazanmasını beklemekteyiz.**

Halka Arz Büyüklüğü & Halka Arza Katılan Ortalama Yatırımcı Sayısı



Kaynak: BİST, SPK, Garanti BBVA Yatırım

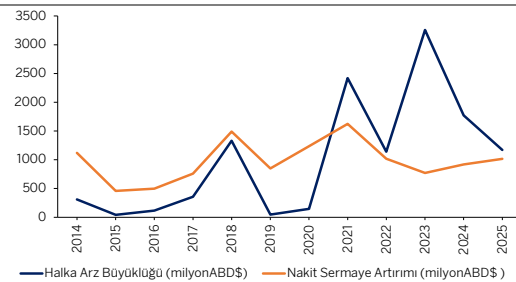
Halka Arz Sayısı & Halka Arz Büyüklüğü



Kaynak: BİST, SPK, Garanti BBVA Yatırım

- **Halka arzlarda olası ivmelenme, zamanlama faktörünü ön plana çıkartacak.** 2024 ve 2025 yıllarında etkili olan görece yüksek faiz seviyesi, Borsa İstanbul'da halka arz büyüklüğünün son iki yılda %64 düşmesine, aynı dönemde bedelli sermaye artırımlarında ise %32'lik artışa neden olmuştur. **Enflasyonda düşüş trendinin korunduğu ve bu paralelde faizlerde gerileme öngördüğümüz 2026 yılında halka arz işlemlerinde artış, bedelli sermaye artırımlarında ise dengelenme öngörmekteyiz. Bu perspektifte BİST'te halka arz büyüklükleri ve görece büyük ölçekli olası halka arzların zamanlaması, 2026 yılı içinde kısa vadeli fiyatlamalara etkisi yakından izlenmesi gereken faktörlerden biridir.** 2000 yılından bu yana gerçekleşen büyük ölçekli halka arzlar öncesindeki bir haftalık periyotta BİST 100 endeksinin ortalama %3.1'lik düşüş yaşadığını belirtelim.

Halka Arzlar & Nakit Sermaye Artırımları



Kaynak: BİST, SPK, Garanti BBVA Yatırım

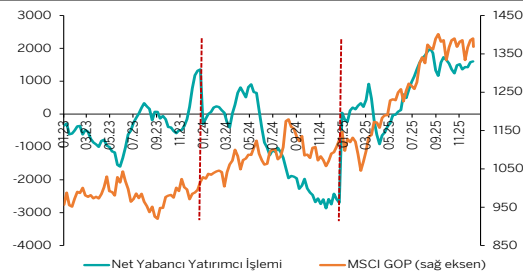
Büyük Ölçekli Halka Arzlar ve BİST Etkisi

Yıl	Hisse	Halka Arz Büyüklüğü Milyar\$	BİST100 T-1 Hafta Performans (%)
2000	Türkcell (TCELL)	1,8	-3,8%
2005	Vakıfbank (VAKBN)	1,3	6,6%
2007	Halkbank (HALKB)	1,8	-5,1%
2008	Türk Telekom (TTKOM)	1,9	-3,3%
2010	Emlak GYO (EKGYO)	0,7	-5,6%
2012	Halkbank (HALKB)	2,5	-3,0%
2013	Emlak GYO (EKGYO)	1,6	-7,3%
2018	Şok Marketler (SOKM)	0,5	-3,3%
2018	Aselsan (ASELS)	0,6	0,05%
2023	TAB Gıda (TABGD)	0,245	-5,9%

Kaynak: SPK, Matriks, Garanti BBVA Yatırım

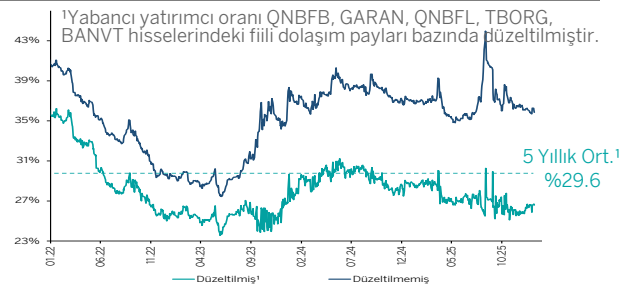
- **BİST'te yabancı yatırımcı oranı¹ uzun vadeli ortalamaların altında.** 2024 yılında yükselen enflasyon ve artan faizlerin etkisiyle BİST'te yabancı yatırımcılar net 3,3 milyar ABD\$'lık hisse satarken, geçtiğimiz yıl söz konusu satışlar kısmen telafi edildi. Bununla birlikte 2025 yılı içerisinde iki farklı eğilim görmekteyiz. Yılın ilk yarısında hisse piyasasında artan haber trafiği ve yükselen faizlerin etkisiyle nette çıkışlar görüldü de; dezenflasyon patikasına dönüş ve gelişmekte olan piyasalara para girişi paralelinde yılın ikinci yarısında yabancı yatırımcı tarafında nette giriş görmekteyiz. Böylelikle 2025 yılı genelinde yabancı yatırımcılar net 1,6 milyar ABD\$'lık alım gerçekleştirdi. BİST'te fiili dolaşım paylarını baz alarak oluşturduğumuz yabancı yatırımcı oranı¹ yılın düşük seviyelerinden (%23,5) toparlansa da, 2025 yılında ~%26,6 ile uzun vadeli ortalamasının altında kalmıştır. **Global risk iştahında kayda değer bir bozulma olmadığı, yurt içinde öngördüğümüz yatırım temalarının ülke risk primini düşürdüğü, öngörülebilirliği ve kredi notlarını desteklediği görünümde 2026 yılında yabancı ilgisinde kademeli artışın devamını bekleriz.**

BİST'te Yabancı Yatırımcı İşlemleri & MSCI GOP



Kaynak: TCMB, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

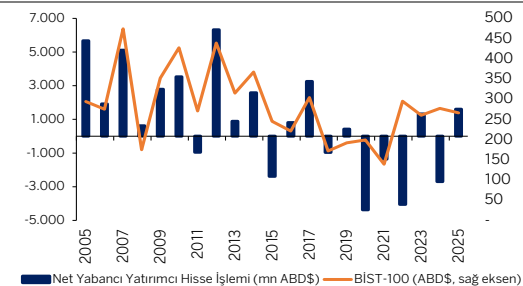
BİST'te Yabancı Yatırımcı Oranı¹



Kaynak: MKK, Matriks, Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

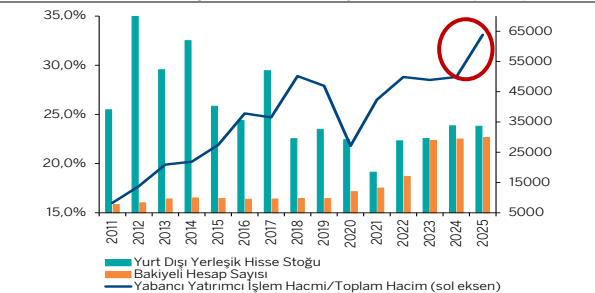
- **Toplam işlem hacmi içinde yabancı yatırımcı payı artıyor.** 2013 yılında 82 milyar ABD\$ ile zirve seviyesini test etmiş yurt dışı yerleşik hisse senedi stoku, son 5 yılda ortalama 29 milyar ABD\$ çevresinde hareket ediyor. 2025 yılında bakiyeli yabancı yatırımcı sayısı %1,7 artışla 29.861 seviyesine yükselmiş; yurt dışı yerleşiklerin hisse senedi stoku önceki yıla göre %0,3 azalarak 33,6 milyar ABD\$'ına gerilemiştir. Yabancı yatırımcıların toplam işlem hacmi içindeki payı ise 2024 yılındaki %28,8 olan seviyesinden %33 seviyesine yükseldi. **Açığa satış kısıtlamasının BİST 50 hisseleri için kalkması, yabancı yatırımcıların toplam işlem hacmindeki ağırlıklarını artırmıştır. Öngördüğümüz yatırım temasının korunması ve piyasa işleyişinde değişiklik olmaması durumunda, yabancı yatırımcıların BİST'e yönelik ilgisi hacim tarafında da artabilir.**

BİST-100 (ABD\$) & Yabancı Yatırımcı İşlemleri (Yıllık)



Kaynak: TCMB, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Yabancı Yatırımcı Hisse Stoku & Yabancı Yatırımcı Sayısı
Yabancı Yatırımcı İşlem Hacmi/Toplam Hacim (Yıllık)



Kaynak: BİST, MKK, Garanti BBVA Yatırım

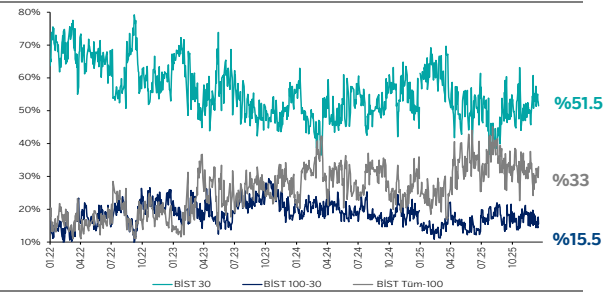
- **Endekslerde değişen kompozisyona karşın temel beklentiler belirleyici olacak.** BİST 100 endeksi 2025 yılında %14,5 (+1431 puan) değer kazandı. Endekste yıllık bazdaki yükselişe ilk 20 sıradaki hisseler 1.780 puanlık katkı sağlarken, bu katkının 1.284 puanlık kısmı BİST 30 endeksine dahil hisselerden geldi. Model portföyümüzde de yer alan Aselsan ve Tüpraş yükselişe 837 puanlık katkı sağladı. Bununla birlikte özellikle işlem hacminde BİST 100 dışı hisselerin ağırlığının %40'lı seviyelere ulaştığı Mayıs-Ağustos döneminde, BİST 30 dışı hisselerin endeks katkısının yükseldiğini belirtelim. 2025 yılı itibarıyla BİST 100 endeksine katkı sağlayan şirketlerde temel olumlu beklentilerin yanı sıra endekslere dahil olmanın yarattığı momentum etkisini de görmekteyiz. **2026 yılında BİST öngörülerini adına makroekonomik ve bilanço beklentileri yanı sıra, belirttiğimiz kısa vadeli faktörler de takip edilecektir. Endekslerde değişim kompozisyonunu izlemekle birlikte, öngördüğümüz yatırım teması çerçevesinde enflasyon muhasebesi etkisinin de azaldığı görünümde işlem hacminde BİST 30 ve BİST 100-30 hisseleri ağırlıklarının artmasını bekleriz.**

BİST 100 Endeksinde Hisse Etkisi

Hisse Kodu	Şirket	BİST 100 Etkisi (Puan)
ASELS	Aselsan	653,28
TUPRS	Tüpraş	183,92
PASEU	Pasifik Eurasia Lojistik	79,27
ENKAI	Enka İnşaat	78,78
IEYHO	İsıklar Enerji ve Yapı Holding	75,83
DSTKF	Destek Finans Faktoring	69,56
MAGEN	Margun Enerji	66,34
YKBNK	Yapı ve Kredi Bankası	59,89
TRALT	Türk Altın İşletmeleri	59,84
RALYH	Ral Yatırım Holding	59,18
KTLEV	Katılım Holding	51,36
AKBNK	Akbank	51,23
HALKB	Halkbank	45,74
EKGYO	Emlak Konut GYO	44,81
GARAN	Garanti Bankası	43,54
BIMAS	BİM	39,96
ENERY	Enerya	36,63
AKSEN	Aksa Enerji	29,11
KLRHO	Kiler Holding	27,58
ENJSA	Enerjisa	24,46

Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

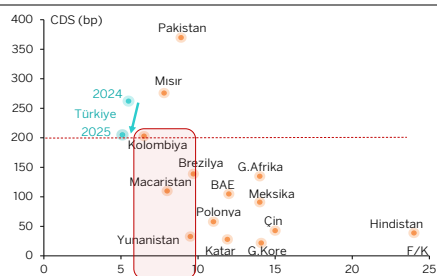
BİST İşlem Hacmi Kırılımı



Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

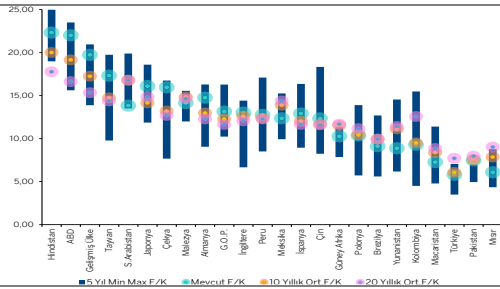
- **Düşen ülke risk primi daha yüksek çarpanlara ulaşılmasını destekleyebilir.** Türk hisse piyasası 5.1x F/K çarpanı ile MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar endeksinde görece %67 iskonto ile işlem görmektedir. Türk hisse piyasası adına gelişmekte olan piyasalar içerisinde iskonto değerlemeler devam etse de, enflasyonda düşüşün istenildiği hızda olmaması ve faizlerdeki yüksek seyir söz konusu potansiyelin fiyatlanmasını geciktiren başlıklardan biri konumundadır. Değerleme beklentileri adına dikkat çeken bir diğer faktör ülke risk primindeki gerilemedir. 5 yıl vadeli Türkiye CDS'i 2025 yılı içinde 260bp'dan 204 bp'a geriledi. 200 bp altında ülke risk primine sahip gelişen ülke hisse piyasalarında 7x-10x aralığında F/K çarpanları görülmektedir. **Küresel risk iştahında kayda değer değişim olmadığı, lokal tarafta enflasyonun düşürülmesine yönelik kararlı politikaların ve ülke risk priminde düşüşün sürdüğü ortamda, BİST'te gelişen ülkeler bazındaki iskontonun kademeli azalmasını ve daha yüksek çarpanlara yönelim bekleriz.**

Gelişmekte Olan Ülkeler F/K ve CDS Seviyesi



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Seçilmiş Ülke F/K Çarpanları



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

■ Kredi notu artırım beklentileri, 2026 yılında destekleyici başlıklar arasında yer alabilir.

2023 yılında ekonomi yönetimi ve politikalarında değişim sonrasında daha öngörülebilir makro zemine geçiş, Türkiye'nin ülke kredi notuna pozitif yansıdı. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülke kredi notu 2024 yılında beş kez, 2025 yılında bir kez yükseltildi. **Mevcut durumda S&P, Moody's ve Fitch bazında "durağan" seviyede kredi not görünümüne sahip Türkiye adına yakın vadede not artırım ihtimali zayıf olsa da, dezenflasyon sürecini hedef alan politikalarda kararlılık ve düşen ülke risk primi kredi notu görünümüne ve kredi not artışına ilerleyen aylarda katkı sağlayabilir.** Kredi derecelendirme kuruluşlarının aksiyonlarına yönelik olarak özellikle kredi not artırımlarına ilişkin beklentilerin, BİST açısından fiyatlama noktasında hem kısa vadede hem de orta vadede önem taşıdığını **hatırlatalım.** Söz konusu faktör kısa vadede beklentilerin satın alınması, orta vadede ise ülke risk priminde düşüşün ve hisse piyasasının daha yüksek çarpanlara ulaşılması anlamında destekleyici olmaktadır.

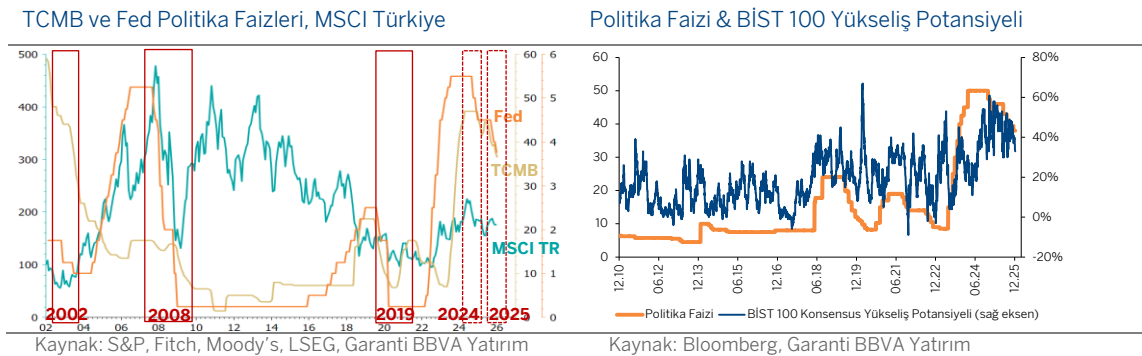
Kredi Not Görünümü Revizyonları & BİST-100 Etkisi					Kredi Not Artırımları & BİST-100 Etkisi							
Kredi Not Görünümü Revizyonu	Kurum	Değişim	T+1 Gün	T+5 Gün	Kredi Not Artırımı	Kurum	Değişim	T-1 Ay	T+1 Gün	T+1 Hafta	T+1 Ay	
31.07.2008	S&P	Negatif -> Durağan	1,8%	-1,4%	2004	Fitch	B -> B+	-11,5%	7,1%	9,5%	12,2%	
17.09.2009	S&P	Negatif -> Durağan	0,4%	1,8%	2005	Fitch	B+ -> BB-	12,1%	-0,5%	1,6%	4,7%	
18.09.2009	Moody's	Durağan -> Pozitif	0,8%	2,5%	2009	Fitch	BB- -> BB+	7,2%	0,9%	-0,2%	7,4%	
27.10.2009	Fitch	Durağan -> Pozitif	-3,0%	-8,1%	2005	Moody's	B1 -> Ba3	10,8%	-0,6%	0,9%	15,2%	
05.10.2010	Moody's	Durağan -> Pozitif	0,8%	4,0%	2004	S&P	B+ -> BB-	1,6%	-0,9%	1,0%	11,5%	
24.11.2010	Fitch	Durağan -> Pozitif	-0,1%	-1,6%	2010	Moody's	Ba3 -> Ba2	10,5%	-1,6%	-0,5%	-8,9%	
06.05.2016	S&P	Negatif -> Durağan	0,8%	-0,7%	2010	S&P	BB- -> BB	-3,4%	-1,4%	-4,0%	1,1%	
01.11.2019	Fitch	Negatif -> Durağan	1,6%	4,7%	2012	Moody's	Ba2 -> Ba1	4,3%	1,7%	2,3%	4,0%	
19.02.2021	Fitch	Negatif -> Durağan	-0,6%	-5,7%	2012	Fitch	BB+ -> BBB-	4,5%	-0,6%	1,2%	4,5%	
30.09.2022	S&P	Negatif -> Durağan	6,7%	12,2%	2013	S&P	BB -> BB+	7,7%	1,3%	-2,6%	1,1%	
29.09.2023	S&P	Negatif -> Durağan	1,8%	1,6%	2013	Moody's	Ba1 -> Baa3	8,5%	0,0%	-1,6%	-13,0%	
30.11.2023	S&P	Durağan -> Pozitif	0,9%	0,3%	2024	Fitch	B -> B+	2,3%	-0,3%	-3,5%	6,6%	
12.01.2024	Moody's	Durağan -> Pozitif	0,7%	0,1%	2024	S&P	B -> B+	14,8%	-0,1%	-0,5%	2,7%	
		Ortalama	1,0%	0,7%		2024	Moody's	B3 -> B1	6,5%	0,1%	-2,4%	-9,9%
						2024	Fitch	B+ -> BB-	-0,7%	-0,1%	-0,8%	-7,5%
						2024	S&P	B+ -> BB-	-5,0%	-2,5%	-8,1%	8,9%
					2025	Moody's	B1 -> Ba3	13,1%	-0,9%	0,9%	7,8%	
						Ortalama	4,9%	0,1%	-0,4%	2,8%		

Kaynak: S&P, Fitch, Moody's, LSEG, Garanti BBVA Yatırım

Kaynak: S&P, Fitch, Moody's, LSEG, Garanti BBVA Yatırım

■ **Öngördüğümüz risk ve getiri potansiyeline sahip faktörler çerçevesinde portföy çeşitlendirmesi ve esnekliğinin öneminin arttığı bir yıla başlarken BİST fiyatlamaları açısından öne çıkardığımız tema ve senaryolar :**

- Global tarafta **i)** Yapay Zeka endüstrisindeki yatırımlar ve bu alandaki rekabet koşulları, **ii)** Jeopolitik riskler ve yenilenen ticaret anlaşmaları ile küreselleşmeden küresel bölünmeye yönelimin yatırım kararlarına etkisi, **iii)** Yeni başkanıyla birlikte Fed politikalarının gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalara etkisi, **iv)** ABD’de gerçekleşecek ara seçimlerin yansımaları, **v)** Gevşek para politikası argümanları ile Avrupa ve Japonya’da mali teşviklerin etkileri, **vi)** Küresel kamu borç sorunu;
- Türkiye’de **i)** Güçlü TL ve yüksek reel faiz düzeyinin korunması, **ii)** Dezenflasyon sürecine bağlı olarak politika faizinin gevşeme hızı ve zamanlaması, **iii)** Faizde öngördüğümüz kademeli düşüşün yatırım araçlarındaki etkisi, **iv)** Enflasyon muhasebesi etkisinin azalacak olmasının şirket finansallarındaki katkısı, **v)** Ülke risk primindeki düşüşün ülke kredi notu ve şirket çarpanları üzerindeki etkisi, **vi)** 2025 yılında ötelenen halka arzların büyüklükleri, zamanlamaları yerli ve yabancı yatırımcı davranışları ile BİST fiyatlamalarını etkileyebileceğini beklediğimiz faktörlerdir.
- 2026 yılında global piyasalarda sınırların zorlanmasını öngörmüştük. Bu eğilimin yukarıda öne çıkardığımız faktörlerle birlikte global risk iştahı üzerinde yıl boyunca etkileri olmasını ve oynaklığı artırmasını bekleriz. Olası volatilité artışlarının, küresel bir krize dönüşmedikçe TL varlıklar tarafında alım fırsatları oluşturacağı dönemler olacağını düşünüyoruz.
- Küresel risk iştahındaki eğilimlerle birlikte yurt içinde enflasyon, büyüme, faizlerdeki eğilimle birlikte bu faktörlere yönelik beklentilerin yıl boyunca yerli ve yabancı yatırımcılar açısından yatırım davranışlarında belirleyici olmasını bekleriz. 2002 yılından bu yana beş kez TCMB ve Fed’in faiz indirim dönemlerinde kesiştiğini görüyoruz. Bununla birlikte 2026 yılı öngörülerini bazında Gelişmekte Olan Ülkeler arasında en yüksek politika faizi düşüşünün Türkiye’de gerçekleşebileceği **beklentisini** de hatırlatalım. Politika faizinde indirim beklenirken aynı zamanda enflasyonda kayda değer düşüş öngörülen tek gelişmekte olan ülkenin Türkiye olduğunu da belirtelim. Enflasyonu düşürme odaklı kararlı TCMB politikalarının, Türk hisse piyasasına benzer şekilde pozitif yansımaları bekliyoruz. Bununla birlikte ülke risk primini düşürecek gelişmelerin yabancı yatırımcı ilgisini artırması ve daha yüksek seviyede değerlendirme çarpanına yaklaştırarak, rölatif anlamda da Türk hisse piyasasına katkı sağlayabilir.



- Enflasyonda düşüşün arzu edilen hızda olmaması ve faizlerdeki yüksek seyrin devamı, BİST'te daha düşük çarpanlarda fiyatlamaya ve gelişen piyasalara görece düşük performansta etkili olmaktadır. TL varlıklarda potansiyele yönelik fiyatlamaların öne çıkmasını beklediğimiz 12 aylık vadede Araştırma bölümümüzün şirket değerlemelerinden elde ettiği BİST-100 öngörüsü "16,100" seviyesidir. Mevduatın net getirisinin, 2026 yılının son çeyreğinde (stopaj oranının değişmediğini varsayarak) %25-%27 aralığına gerileyebileceğini düşünüyoruz. Öngördüğümüz faiz seviyesi ve konsensüs endeks hedefi bazında yılın ilk yarısında ~12.600-13.000 bölgesinin başa baş noktaya işaret ettiğini düşünüyoruz. Aynı zamanda belirttiğimiz aralık, faizlerin görece yüksek kalacağı yılın ilk yarısı adına BİST 100 endeksinde olası yükselişlerin ivme kaybedebileceği bölge olabilir.
- Yılın ilk yarısı için gündeme gelebilecek risk faktörlerinin etkisiyle 10.900-10.300 aralığına yaklaşması ya da altındaki geri çekilmeleri, paylaştığımız makroekonomik görünümde hisse pozisyonu artırma adına fırsat olarak öngörmekteyiz.
- Görece düşük faiz seviyelerine geçiş beklediğimiz yılın ikinci yarısında ise global tarafta risk alma koşullarında kayda değer bir değişim olmadığı, yurt içinde dezenflasyon sürecinin devam ettiği ortamda getiri arayışındaki yerli ve yatırımcılar adına Borsa İstanbul öne çıkan yatırım adreslerinden biri olabilir. Düşüş eğilimindeki faizler ve zayıflayan enflasyon etkisinin şirket değerlemelerini desteklemesinin yanı sıra makroihtiyadi tedbirlerin azaltılması halinde BİST 100 endeksi adına yılın ikinci yarısında 13.700-14.100 bölgesine yönelik fiyatlamaya potansiyelinden bahsedilebilir.
- Enflasyonda beklenenden hızlı bir düşüş ve bu paralelde daha yüksek faiz indirimlerinin gündeme gelmesi, ülke risk primini beklenenden güçlü şekilde düşürecek gelişmeler ise hisse piyasasında öngördüğümüz yukarı marjı artırabilir. Yılın ilk işlemlerindeki fiyatlamalar bu yöndeki potansiyeli desteklemektedir. Önceki sayfalarda belirttiğimiz temel faktörlerin yanı sıra yatırımcı ajandasında izlediğimiz başlıklar, gerek kısa gerekse de orta vadeli etkileri açısından 2026 yılı içinde BİST fiyatlamalarında takip ettiğimiz bir diğer başlıktır.

Yatırımcı Ajandası (2026)

	FED	ECB	BOJ	TCMB	TCMB Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu	Fitch	S&P	Moody's	BİST Endeks Değişikliği	MSCI Endeks Açıklaması
Ocak	28		23	22			23		23	2	
Şubat		5			12						10
Mart	18	19	19	12							
Nisan	29	30	28	22			17			1	
Mayıs					14	22					12
Haziran	17	11	16	11							
Temmuz	29	23	31	23			17		24	1	
Ağustos					13						12
Eylül	16	10	18	10							
Ekim	28	29	30	22			16			1	
Kasım					12	27					11
Aralık	9	17	18	10							

Kaynak: TCMB, BİST, Bloomberg, LSEG, MSCI, Garanti BBVA Yatırım

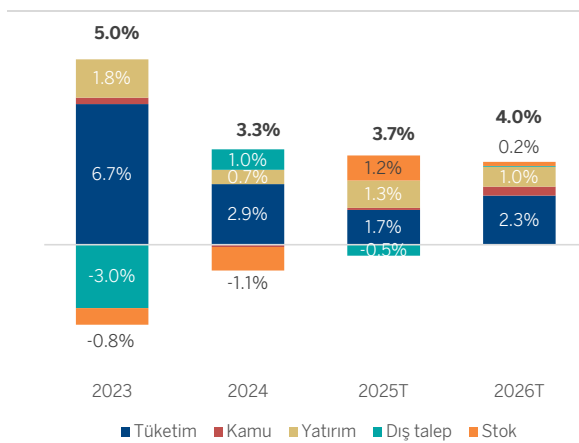
Sektör ve Hisse Seçimleri

2026'da ana belirleyici unsurun dezenflasyon sürecinin başarısı olacağını düşünüyoruz.

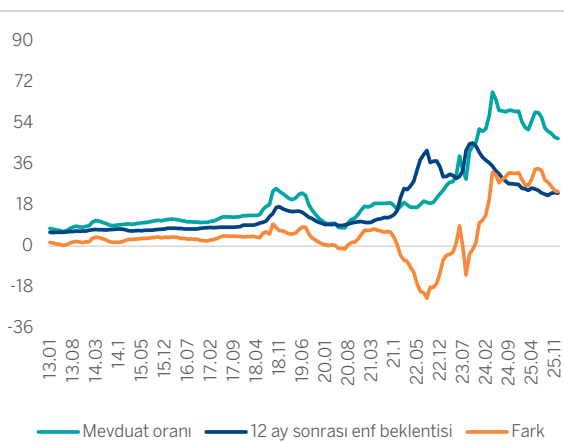
2025'in, ekonomi politikalarındaki normalleşme adımlarının etkilerinin sürdüğü bir geçiş yılı olduğunu ifade etmek gerekiyor. Finansal koşullardaki sıkılaşmanın etkilerinin yanı sıra piyasa mekanizmasının daha sağlıklı işlemeye başladığı, yasal düzenlemelerin bir miktar sadeleştiği 2025'te, iç tüketimdeki yavaşlamanın etkilerini şirket bilançolarında zayıflama olarak gördük. 2026'nın ise, son dönemde izlenen ekonomi politikası sonuçlarının daha görünür hale geldiği bir yıl olacağı kanaatindeyiz. Dezenflasyon süreci ve buna paralel olarak faiz indirimlerinin seyri ve boyutunun bu anlamda belirleyici olacağını düşünüyoruz. Bu kapsamda, temel göstergeleri ve beklentileri kuvvetli, nispeten ucuz kalmış ve net borç seviyesi yönetilebilir durumda olan şirketlerin daha iyi performans sergileyeceği bir yıl öngörüyoruz. 2026'da %4,0 oranında daha ılımlı büyüme ve %25,0 yılsonu enflasyon tahminlerimiz ışığında şirket ve sektör beklentilerimizi revize ediyoruz.

Hisse stratejilerimizi 5 ana başlık altında oluşturduk. Buna göre; i) faiz indirim sürecinin devamı ve makro konjonktürün desteklediği şirketler ve sektörler, ii) ekonomik büyümenin ve iç tüketimdeki sınırlı artış varsayımı altında gelişen beklentiler, iii) geçtiğimiz iki yılda yüklü finansman maliyetine katlanan şirketlerde kısmi rahatlatma, iv) en büyük ihracat pazarımız olan Avrupa'da büyüme beklentilerinin hala yavaş olmasının ihracatçı şirketler üzerinde yarattığı baskı, v) TL'nin reel değer kazanma sürecinin yavaşlaması. Bizim 2025 ve 2026 yıl sonu için büyüme beklentimiz sırasıyla %3,7 ve %4 seviyesinde. İç tüketimin büyümeye olan katkısının 2025'teki %1,7 seviyesinden, önümüzdeki yıl %2,3'e yükseleceğini tahmin ediyoruz. Bu durum sınırlı bir toparlanmaya işaret ederken, şirketler tarafında ise kısmen olumlu beklentilerin şekillenmesinin ana nedeni. Avrupa bölgesi için ise IMF'nin güncel büyüme beklentisi aynı dönemler için %1,2 ve %1,1 seviyesinde. Dolayısıyla, ihracatçı şirketlerimizi bu anlamda geçtiğimiz yılda olduğu gibi çok iyi bir yıl beklemiyor. 2026 yıl sonu parite beklentimiz olan 1,20 ise, ihracatçı şirketlerin büyüme tarafında yaşamış olduğu baskıyı kısmen rahatlatılabilir. TL makro öngörülerimize göre 2025'de reel anlamda %10 değer kazandı. Gelirlerinin büyük bir kısmı döviz olan ancak maliyetlerinde TL kalemler bulunan şirketlerin operasyonel marjları bu durumda baskılandı. 2026'da TL'nin reel değer kazancının %6'larda sınırlı kalmasını bekliyoruz. 2025 yılında şirketleri zorlayan diğer bir unsur ise %55-60 bandında oluşan TL finansman maliyetleriydi. 2026'da azalmasını beklediğimiz işletme sermayesi ihtiyacı ile net borçluluk seviyelerinde rahatlatma ve finansman giderlerinde azalma bekliyoruz. Bu görünüm ışığında, bankacılık, GYO, havacılık, perakende ve savunma beğendiğimiz sektörler arasında yer alıyor.

Büyüme beklentileri



Ortalama mevduat faizi ve enflasyon beklentileri



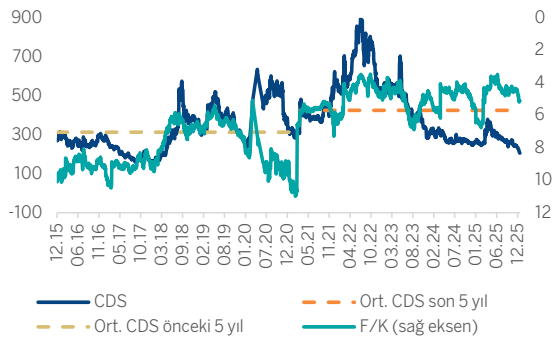
Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

Düşen faiz enstrümanlı varlık getirileri hisse piyasası için destekleyici. Enflasyonist dönemde yatırımcının kendisini en korunaklı hissettiği yatırım aracı hisse piyasaları olmuştur. Ancak, rasyonel politikalara dönüş ile artık reel faiz kazanmaya başlayan yerli yatırımcı için mevduat ve para piyasası fonları cazip enstrümanlar haline geldi. Güncel koşullarda %40 bandında mevduat faizleri hisse piyasası için en önemli risk unsuru görünümünde. Aynı şekilde aylık net getirisi ortalama %2,5'lerde olan para piyasası fonları hisse piyasasını baskılamaya devam ediyor. Para piyasası fonları güncel olarak 2,4tr TL seviyesine ulaştı ancak son dönemdeki gelişmeler ile 2025 yıl içerisinde net çıkışlar 104mrl TL düzeyinde. Dövizli fonlara giriş ise KKM çıkışları ile birlikte 2025 yılında 848mrl TL, son büyüklük ise 2,9tr TL. Düşen faiz ve reel değeri TL hem TL faiz enstrümanlı varlıkların hem de döviz varlıklarının cazibesini aşağı çekiyor. Diğer bir konu ise yabancı yatırımcıların hisse piyasası ile ilgili stratejileri. 2025 yılında yabancılar 2,2mrl ABD\$ büyüklüğünde hisse, 2,9mrl ABD\$ tahvil alımı yaptılar. Bu rakamlara rağmen, yabancı yatırımcıdan henüz net bir alım yönlü sinyal göremiyoruz. Son dönemde, ülke risk primindeki hızlı düşüş de hisse piyasası adına olumlu sinyaller barındırıyor. Son altı ayda 10 yıl vadeli Eurobond faizi 130baz puan geriledi. Dolar bazlı değerlemelerimizde 1 puanlık iskonto faizi düşüşü yaklaşık %7 ek potansiyel anlamına geliyor.

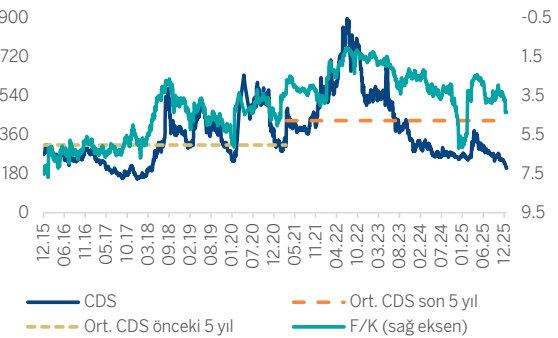
BIST100 2026 beklentilerine göre, 5,1x F/K ve 5,4x FD/FVAÖK çarpanları ile işlem görüyor.

Bu oranlar sırasıyla gelişmekte olan ülke (GOP) benzerlerine göre %67 ve %51 iskontoya işaret ediyor. Son dönemde risk priminde yaşanan düşüş, faiz koşulları ve kar büyüme beklentileri ışığında 7,4x seviyesinde bir F/K çarpanının BIST100 için adil düzey olduğunu hesaplıyoruz. Bu F/K çarpanının ve kar büyümesinin ima ettiği endeks seviyesi 16.100 olmakla birlikte, bu hedef tarihsel çarpan ortalamaları ve hisse bazlı endeks tahmin çalışmalarımızla uyumlu görünmektedir. BIST100 beklentimiz, %34 potansiyele işaret etmekte ve bunun %12'si çarpan genişlemesi, %22'si ise kar artışından gelmektedir. Ayrıca, ülke risk priminin yakın orta vade ortalamasının ima ettiği çarpan seviyesi de bizim şu anki faiz koşulları ile bulduğumuz adil F/K çarpanı ile uyumludur. Bankacılık endeksi ise ülke risk priminde son dönemde yaşanan iyileşme ile yakın hareket etti. Ancak, çarpan seviyeleri henüz güncel CDS seviyesinin ima ettiği seviyelerden uzaktadır. Bankalarda 2026 yılında beklediğimiz yüksek kar büyümesini henüz piyasanın tam anlamıyla fiyatlamadığını düşünüyoruz. Bankalar 2026 tahminlerimize göre 3,8x F/K ve 0,9x F/DD ile işlem görmekte. Piyasa beklentilerine göre ise çarpanlar, GOP benzerlerine göre %55 ve %30 iskontoya işaret ediyor. Daha önceki 5 yıl ortalama risk primi 240 baz puan seviyesinde olmakla birlikte, bu seviyenin ima ettiği değerlendirme seviyelerine ulaşabilmek için enflasyonda kalıcı tek haneli seviyelerin sağlanması, TL'nin istikrarlı bir para birimi haline gelmesi ve yabancıların hisse piyasasındaki payının %40 seviyelerine yaklaşması gerekiyor (güncel hesaplanmış değer: %27).

BIST100 F/K ve Türkiye CDS



XBANK F/K ve Türkiye CDS



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Bankacılık, GYO, havacılık, perakende ve savunma en beğendiğimiz sektörler. 2026'da düşüş trendini sürdüren faizler **bankacılık** sektörünü destekleyecek. 2026'nın ekonomi politikalarındaki normalleşme adımlarının etkilerinin sürdüğü, risk priminin iyileştiği, yasal düzenlemelerin bir miktar daha sadeleştiği ve sektörün ana faaliyet alanlarına odaklanacağı bir yıl olmasını bekliyoruz. Bu koşullarda, bankacılık sektörünün endeksin ana motoru olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Karlılık momentumunun artarak devam etmesini beklediğimiz bankacılık sektöründe, likidite ve sermaye yeterliliği tarafında güçlü, marj tarafını daha iyi yönetebilen bankalar ön planda olacaktır. Dezenflasyon sürecinin desteklediği faiz indirimlerinin bankacılık sektörünün operasyonel kredi makasını desteklemesini bekliyoruz. Artan net faiz marjının özkaynak karlılıkları üzerindeki olumlu etkisi ise 2026'da daha belirgin olacaktır. Enflasyondaki aşağı trendin hızı ve buna bağlı faiz görünümündeki değişim NFM üzerinde etkili olacaktır. Bu süreçte, kısa vadeli fonlama tarafında (para piyasası ve swap) daha yoğun bankaların olumlu ayrışacağını düşünüyoruz. Önümüzdeki dönemde karlılığın en önemli bileşeninin operasyonel gelirlerde yaşanan artış olacağını düşünüyoruz. Faaliyet giderlerini oldukça etkin yöneten sektör için, kredi risk maliyetlerinde yaşanan normalleşmenin 2026'da da devamı olası. Faiz indirimlerinin kredi risk maliyetleri üzerindeki olumlu etkisi ise yılın ikinci yarısında daha belirgin hale gelecektir.

Faiz indirimleri ve makro görünümdeki artan normalleşme sayesinde **gayrimenkul** sektörünün 2026 yılında öne çıkmasını beklemekteyiz. Öte yandan, kısa vadede görece yüksek ortalama faiz ortamı nedeniyle yüksek net aktif değer iskontolarının devam edebileceğini düşünmekteyiz. Faiz oranlarındaki ve enflasyondaki düşüşün yılın ikinci yarısında daha belirgin hale geleceğini beklemekteyiz.

Havacılık için 2026 yılının genel olarak 2025 yılı ile benzer dinamiklere sahip olacağını düşünüyoruz. 2026 yılında uçak üretiminde yaşanan darboğaz ve motor problemleri nedeniyle kapasite artışlarının sınırlı kalacağı, yolcu sayısının artmaya devam edeceği ve yolcu başına gelirlerin sabit kalacağı ancak yolcu gelirlerinin artmaya devam edeceği bir yıl olacağını düşünüyoruz.

Perakende tarafında ise gıda segmentinin iyi finansallar açıklamaya devam edeceğini düşünüyoruz. Orta vadede, manşete yakınsayacak gıda enflasyonu karlılık için destekleyici. Düşen faizler kredi kartı maliyetlerini aşağı çekerken, nakit zengini bu şirketlerin finansal getirilerini de törpüleyecektir. Gıda dışında ise sert rekabet koşulları, güçlü TL ve ürünlerin gelir elastikiyetinin yüksek olması zorlayıcı koşullar.

Savunma sanayi için 2025 yılında olduğu gibi 2026 yılında da olumlu beklentilerimizi sürdürüyoruz. 2026 yılı için güvenlik endişeleri ve uzun vadeli savunma planlamaları savunma harcamaları artışının devamını sağlayabilir. Ayrıca Türk Savunma sanayinde son yıllarda devam eden dönüşüm, yüksek rekabetin yaşandığı uluslararası savunma pazarında Türkiye'nin artan ihracatı, yerlilik oranının artırılması, yurt dışı bağımlılığının azaltılması için yapılan çalışmalar ve yatırımlardan dolayı savunma sanayi sektörünü beğeniyoruz.

Telekom sektörü için 2026 yılı için olumlu görüşümüz devam etmekle birlikte, lisans ödemeleri ve 5G yatırımları nedeniyle ilk çeyrek için daha temkinliyiz. 2026 yılı Telekom sektörü için 5G teknolojisinin olgunlaşması ve ticarileşme süreci, lisans ödemeleri nedeniyle artan borçluluk oranları, segment bazlı fiyatlama stratejileri, daha ılımlı olmak üzere reel ARPU büyümesinin devamı, tek haneli reel gelir artışı ve karlılık marjlarının korunması olarak öne çıkmaktadır.

Cam sektörü için 2026 yılının ilk çeyreği için nötr görüşümüz bulunmaktadır. Buna karşın enflasyonun aşağı gelmesi ve faiz oranlarında kademeli gevşeme beklentisi cam sektörünü yılın 2. çeyreği ile birlikte destekleyebilir. 2026 yılı genel olarak Şişe Cam için mimari cam, otomotiv ve cam ambalaj tarafında pozitif talep görünümü, yüksek katma değerli yatırımların devreye alınması, enerji verimliliği teması, verimlilik odaklı kapasite yönetimi olarak öne çıkmaktadır.

Dayanıklı tüketim sektörü için nötr görüşümüz bulunmaktadır. 2026 yılı ikinci yarısıyla birlikte sıkı para politikasının etkilerinin azalmasıyla birlikte ertelenmiş talebin kontrollü şekilde devreye girmesini ve iç pazarın kademeli normalleşmesini bekliyoruz. Bunun sonucu olarak ise fiyatlama tarafında sektörün ikinci yarıda daha kuvvetli olabileceğini düşünüyoruz.

2026'da **çelik sektöründe** güçlü bir döngüsel toparlanmadan ziyade normalleşme ve seçici büyüme öne çıkıyor. Çin kaynaklı arz fazlası sürerken, artan kapasite disiplini, çevresel regülasyonlar ve ticaret bariyerleri fiyatlar üzerindeki baskıyı sınırlayabilir; özellikle AB'nin karbon düzenlemesi, daha yeşil üretim yapan şirketleri cazip kılabilir. Talep tarafında küresel bir sıçrama beklenmezken, enerji dönüşümü, savunma ve otomotivin bazı alt segmentleri destekleyici olabilir. Buna karşılık, inşaat talebi faizlerin gecikmeli düşüşü nedeniyle zayıf kalabilir ve düşük katma değerli ürünlerde marj baskısı sürebilir.

Enerji sektöründe nötr görüşümüz devam ediyor. Mevcut arz-talep koşullarıyla elektrik fiyatlarında önemli bir hareketlilik beklemiyoruz. Yenilenebilir enerji cephesindeki kapasite artışlarının arzı desteklemesini beklerken, sanayi sektöründe durağan görünümün talep tarafındaki artışı limitleyeceğini düşünüyoruz. Bu nedenle fiyatta -doğal gaz fiyat şoku hariç- denge durumunda olduğumuzu varsayıyoruz. 2026'da olası tavan fiyat artışı, fiyat ortalamalarını yükselteceğinden sektör için pozitif fiyatlama katalizörü olabilir.

Petrol ürünleri sektörü de dünyadaki volatil koşullara paralel hareket edecektir. Mevcut veriler 2026'da küresel petrol ürünü rafinaj kapasitesinin nette 200bin varil/gün artacağına işaret ediyor. Bu yüzden 2026'da arz-talep dengesini bozacak önemli bir katalizör görmüyoruz. Tüpraş için ağırlıklandırılmış ortalama ürün marjının tarihsel ortalamaların üzerinde seyretmeye devam etmesini bekliyoruz.

Talep koşulları kuvvetli, verimli maliyet yönetimine sahip ve değerlendirme anlamında cazip hisseleri ön plana çıkarıyoruz. Model portföyümüzde bankaların ağırlığı, BIST100 endeksindeki ağırlığının 5 puan üzerinde ve %22. Bankacılık endeksinde güçlü temel göstergelere sahip ve yüksek özkaynak karlılığı üretebilen bankalardan **Akbank** ve **Yapı Kredi**'yi beğeniyoruz. Düşen faiz ortamında bu iki bankanın kısa vadeli fonlama yapısı ile öne çıkacağını ve hızlı bir özkaynak karlılığı düzeltmesi yaşayacağını düşünüyoruz.

Aselsan'ın toplam iş yükü, yeni proje alımları sayesinde 3Ç25 sonunda 17.9milyar ABD\$'lık büyüklüğe erişerek, 2023'teki 10,8milyar ABD\$ ve 2024'teki 12,6milyar ABD\$ büyüklüğüne kıyasla ciddi bir sıçrama kaydetmiştir. Şirket ihracatını artırmaya odaklanmış olup yurtdışı ofisler, temsilcilikler açarak ihracat odaklı büyüme stratejisini sürdürmektedir. Türkiye'nin yükselen savunma bütçesi ve Aselsan'ın stratejik konumu düşünüldüğünde, önümüzdeki dönemde de Aselsan'daki büyümenin süreceğine inanıyoruz.

Bim File formatı oldukça gözde ve önemli bir potansiyel taşıyor. Fiziki büyümede ise Mısır ve Fas'tan destek alıyor. Özel markalı ürünlerinin raflardaki oranı %60'ı aşan BIMAS, müşterilerinin bu markalara olan bağlılığını da göz önüne aldığımızda rekabette bir adım önde görünüyor.

Emlak Konut 2026 yılında faiz indirimleri sayesinde konut satışlarının görece ivmelenmesini beklemekteyiz. Bu durum, Emlak Konut gibi yüksek stoğu bulunan GYO şirketlerinin yatırım tezini destekleyecektir. Emlak Konut'u yüksek NAD iskontosu (%51 2025/09 itibarıyla), bilinir marka değeri ve kanıtlanmış iş modeli nedeniyle beğenmekteyiz.

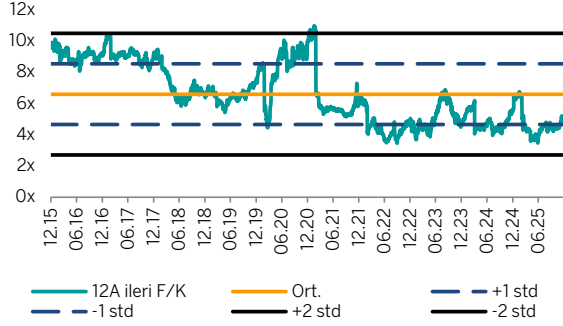
Türk Hava Yolları'nın geniş uçuş ağı ve dengeli yolcu-kargo yapısı, gelirlerini çeşitlendirirken, aynı zamanda jeopolitik ve operasyonel risklere karşı etkili bir koruma sağlamaktadır. Havacılık sektörünün maruz kaldığı jeopolitik belirsizlikler ve motor tedarik sorunlarına rağmen, THYAO'nun çeşitlendirilmiş iş yapısı operasyonlarının istikrarlı devam etmesini sağlamaktadır. THYAO'nun mevcut çarpanları, pandemi dönemine göre iskontolu olup THYAO hisseleri için fırsat olduğunu düşünüyoruz.

Tüpraş tarafında, ürün marjlarının tarihsel ortalamaların üzerinde seyretmeye devam etmesini operasyonel kârlılık açısından destekleyici buluyor ve şirketin tarihsel çarpanların üzerinde işlem görmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Güçlü nakit yaratma kapasitesi, yüksek temettü verimliliği ve öngörülebilir temettü politikası sayesinde Tüpraş'ı beğendiğimiz şirketler arasında konumlandırmaya devam ediyoruz.

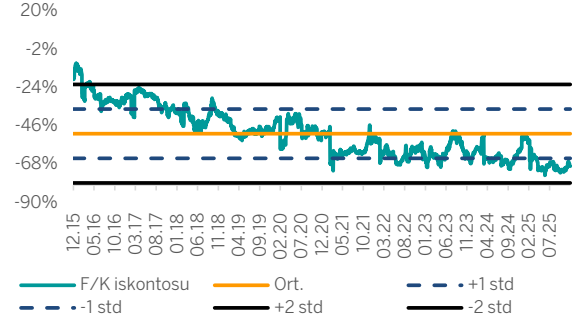
Türkiye Sigorta makro görünümde normalleşmenin devam etmesi, görece yüksek yönetilen varlık getirisi ve artan sürdürülebilir karlılık hayat dışı sigorta sektörü için olumlu görüşümüzün ana nedenleridir. Tarihi düşük birleşik oran (2026T: %98), güçlü net kar performansı ve yönetilen varlık büyüklüğündeki ölçek avantajları nedeniyle Türkiye Sigorta'yı beğenmekteyiz.

Değerleme Göstergeleri

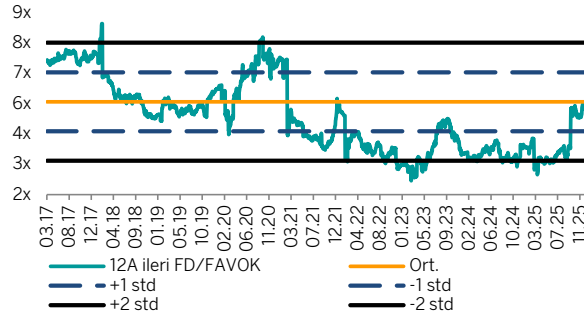
BIST100 12A ileri F/K



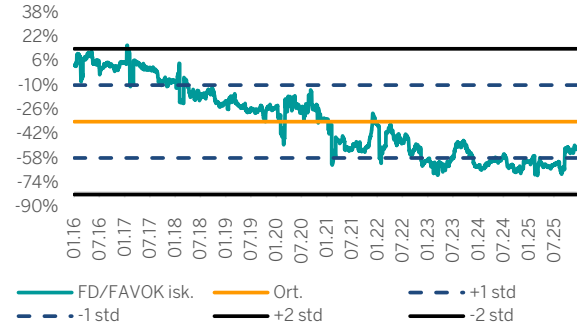
BIST100 vs. MSCI GOP F/K iskontosuz



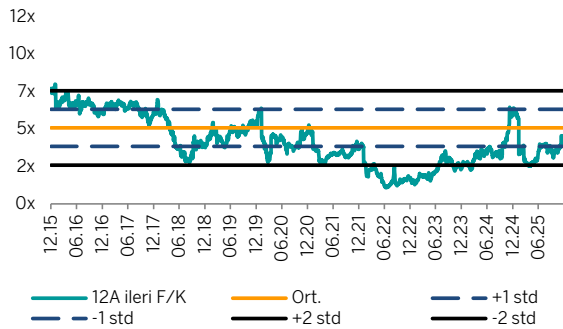
BIST 12A ileri FD/FAVOK



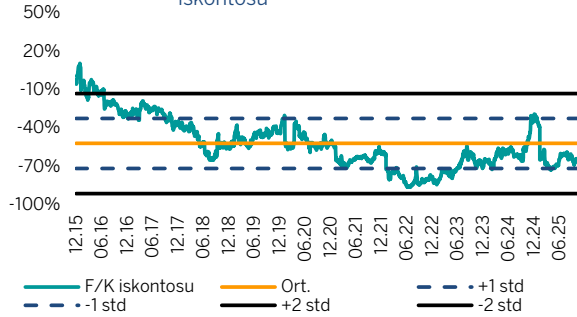
BIST100 vs. MSCI GOP FD/FAVOK iskontosuz



Banka Endeksi 12A ileri F/K



Banka Endeksi vs. GOP finansal endeksi F/K iskontosuz



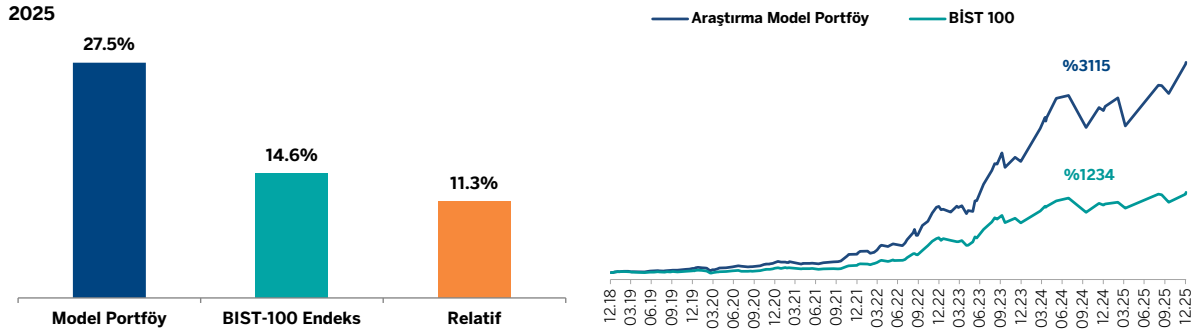
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Model Portföy

Halihazırda 8 hisseden oluşan Model Portföyümüzde 2 banka ve 6 banka-dışı hisse bulunmaktadır. Model Portföyümüzdeki hisseler ve ağırlıkları:

AKBNK (%11), **ASELSAN** (%8), **BIMAS** (%14), **EKGYO** (%14), **THYAO** (%14), **TUPRS** (%14), **TURSG** (%14) ve **YKBNK** (%11).

- **AKBNK:** Sermaye yeterliliği ve likiditesi ile ön planda
- **ASELS:** Bakiye siparişleri ve ihracatta artış beklentisi
- **BIMAS:** Kar marjları ve pazar payında iyileşme
- **EKGYO:** Faiz İndirimleri, 2026 yılında projelerde hızlanma
- **THYAO:** Güçlü yolcu trafiğinin devamı beklentisi
- **TUPRS:** Güçlü ürün marjları
- **TURSG:** Tarihi düşük bileşik oran, sürdürülebilir net karlılık
- **YKBNK:** Güçlü karlılık görünümü



Hisse	Temel Tavsiye	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli	Ağırlık	Tercih Nedeni
AKBNK	EÜ	105.0	41%	11.0%	Sermaye yeterliliği ve likiditesi ile ön planda
ASELS	EÜ	358.0	39%	8.0%	Bakiye siparişleri ve ihracatta artış beklentisi
BIMAS	EÜ	824.8	44%	14.0%	Kar marjları ve pazar payında iyileşme
EKGYO	EÜ	36.0	66%	14.0%	Faiz İndirimleri, 2026 yılında projelerde hızlanma
THYAO	EÜ	456.0	58%	14.0%	Güçlü yolcu trafiğinin devamı beklentisi
TUPRS	EÜ	264.8	32%	14.0%	Güçlü ürün marjları
TURSG	EÜ	16.2	40%	14.0%	Tarihi düşük bileşik oran, sürdürülebilir net karlılık
YKBNK	EÜ	53.4	38%	11.0%	Güçlü karlılık görünümü

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

AKBNK

Mevcut/Hedef Fiyat: TL74.40 / 105.0

Artış Potansiyeli:

41%
Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Kar	66,479	42,366	59,309	97,860
Toplam Aktifler	1,789,174	2,515,597	3,180,214	3,975,268
Özsermaye	211,195	240,348	297,756	389,260
Kredi/Mevduat	71%	82%	85%	85%
NFM	4.7%	2.2%	2.5%	3.7%
Maliyet/Gelir	33%	56%	52%	47%

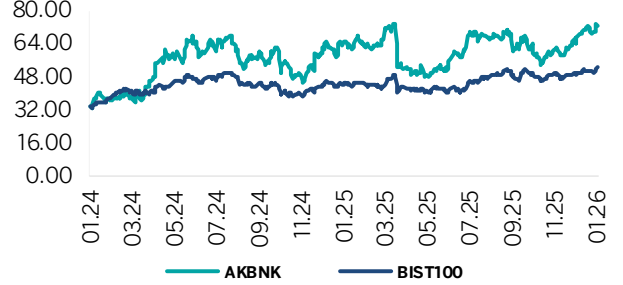
Değerleme Çarpanları

F/K	5.8	9.1	6.5	4.0
F/DD	1.8	1.6	1.3	1.0
Özsermaye Getirisi	38%	19%	22%	28%
Aktif Getirisi	4.5%	1.8%	2.1%	2.7%

Hisse Senedi Bilgileri

06.01.2026

Relatif Performans	1ay	3ay	12ay
Beta	2%	15%	-4%
BIST 100'deki Ağırlığı:			1.45
52 Hafta Aralığı (TL):			3.3%
P.Değeri (mnTL):			48.5 - 74.4
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:			386,880
Yıllık TL Getiri (%):			7111.2
Halka Açıklık Oranı (%):			7
			42



Akbank, güçlü sermaye yeterliliği ve döviz likiditesi ile özel bankalar içerisinde ön plana çıkmaktadır. %12,4 seviyesinde çekirdek sermaye oranı ile Akbank'ın, kapsamımızdaki bankalar içerisinde marj tarafında en hızlı toparlanma yaşayacak bankalardan olmasını bekliyoruz. %84 seviyesinde olan kredi mevduat oranı önümüzdeki yıl için güçlü büyüme potansiyeli vaat etmektedir. Müşteri kazanımı noktasında rakiplerine göre daha iyi performans gösteren banka, komisyon gelirleri tarafında benzerlerine göre daha hızlı büyüyor. 2025'te %70 seviyesinde olmasını beklediğimiz komisyon gelir büyümesi ve %105 seviyesindeki giderleri karşılama oranının 2026'da normalleşmesini bekliyoruz. 2025'te %35 faaliyet gider artışı ile rakiplerinin oldukça önünde olan Akbank'ın maliyet disiplini 2026'da da sürdürmesini bekliyoruz. Şirket %9,0 seviyesinde toplam Grup II ve Grup III kredileriyle, sağlam bir aktif kalitesi yapısına sahip. 2025'i %22 özkaynak karlılığı ile kapatmasını beklediğimiz Akbank'ın, bu metrikte 2026'te %28 seviyelerine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

ASELS

Mevcut/Hedef Fiyat: TL257.0 / 358.0

Artış Potansiyeli:

39%
Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	106,252	120,206	178,615	276,854
FVAÖK	23,140	30,234	46,083	72,350
Net Kar	10,526	15,299	26,098	45,933
FVAÖK Marjı	21.8%	25.2%	25.8%	26.1%
Net Kar Marjı	9.9%	12.7%	14.6%	16.6%

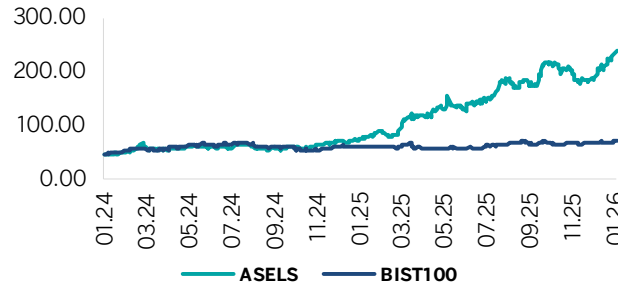
Değerleme Çarpanları

F/K	111.3	76.6	44.9	25.5
FD/Satışlar	11.3	9.9	6.7	4.3
FD/FVAÖK	51.7	39.5	25.9	16.5
Hisse Başı Kazanç (TL)	2.31	3.35	5.72	10.07
Hisse Başı Temettü (TL)	0.11	0.23	0.57	1.01

Hisse Senedi Bilgileri

06.01.2026

Relatif Performans	1ay	3ay	12ay
Beta:	25%	7%	186%
BIST 100'deki Ağırlığı:			0.90
52 Hafta Aralığı (TL):			9.9%
P.Değeri (mnTL):			75.4 - 257
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:			1,171,920
Yıllık TL Getiri (%):			5828.6
Halka Açıklık Oranı (%):			11
			15



ASELSAN'ın toplam iş yükü, 3Ç25 sonunda 17.9milyar ABD\$'lık büyüklüğe erişerek, 2023'teki 10,8milyar ABD\$ ve 2024'teki 12,6milyar ABD\$ büyüklüğüne kıyasla ciddi bir sıçrama kaydetmiştir. Şirket ihracatını artırmaya odaklanmış olup yurtdışı ofisler, temsilcilikler açarak ihracat odaklı büyüme stratejisini sürdürmektedir. Türkiye'nin yükselen savunma bütçesi ve ASELSAN'ın stratejik konumu düşünüldüğünde, önümüzdeki dönemde de ASELSAN'daki büyümenin süreceğine inanıyoruz. Dünya genelinde ülkelerin savunma bütçelerindeki artış, Türk Savunma sanayinde son yıllarda devam eden dönüşüm, yüksek rekabetin yaşandığı uluslararası savunma pazarında Türkiye'nin artan ihracatı, yerlilik oranının artırılması, yurt dışı bağımlılığının azaltılması için yapılan çalışmalar ve yatırımlardan dolayı savunma sanayi sektörünü beğeniyoruz.

BIMAS

Mevcut/Hedef Fiyat: TL573.50 / 824.78

Artış Potansiyeli:

44%

Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	474,200	519,567	724,082	942,345
FVAÖK	19,854	22,558	40,822	56,749
Net Kar	22,293	18,587	21,882	27,051
FVAÖK Marjı	4.2%	4.3%	5.6%	6.0%
Net Kar Marjı	4.7%	3.6%	3.0%	2.9%

Değerleme Çarpanları

F/K	15.4	18.5	15.7	12.7
FD/Satışlar	0.8	0.7	0.5	0.4
FD/FVAÖK	18.8	16.6	9.2	6.6
Hisse Başı Kazanç (TL)	37.16	30.98	36.47	45.09
Hisse Başı Temettü (TL)	10.12	13.00	21.88	27.05

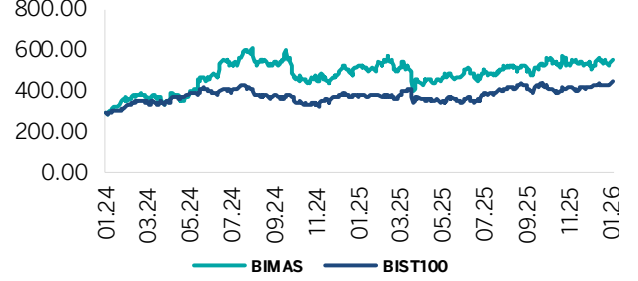
Hisse Senedi Bilgileri

06.01.2026

Relatif Performans

1ay	3ay	12ay
3%	-7%	-9%

Beta:	0.84
BIST 100'deki Ağırlığı:	2.9%
52 Hafta Aralığı (TL):	404.39 - 574.39
P.Değeri (mnTL):	344,100
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:	3508.7
Yıllık TL Getiri (%):	7
Halka Açıklık Oranı (%):	64



Operasyonel gider yönetiminde, azalan enflasyonla birlikte geçtiğimiz 2 yıla nazaran biraz daha kolaylık yaşanabilir. Özellikle gıda perakendecileri için operasyonel giderlerin yaklaşık %50'sini oluşturan personel giderleri daha büyük öneme sahip. Perakendecilerin tamamı için kontrol altına alınmış enflasyonu daha yönetilebilir giderler olarak yorumluyoruz.

Yeni yılda tüketicinin iskontooya duyarlı halinin devan edeceğini, ağırlıklı olarak temel gıda ürünlerine bütçe ayırabileceğini, dolayısıyla, yüksek iskontolu gıda perakendecilerinin daha fazla müşteri çekmesini bekliyoruz. Özel markalı ürünlerinin raflardaki oranı %60'ı aşan BIMAS, müşterilerinin bu markalara olan bağlılığını da göz önüne aldığımızda bir adım önde görünüyor. FİLE formatı da oldukça gözde ve önemli bir potansiyel taşıyor. Organik büyümede ise Mısır ve Fas'tan destek alıyor.

EKGYO

Mevcut/Hedef Fiyat: TL21.68 / 36.0

Artış Potansiyeli:

66%

Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	50,527	39,539	80,700	57,795
FVAÖK	8,759	4,469	20,673	14,067
Net Kar	-6,906	16,039	13,095	8,075
FVAÖK Marjı	17.3%	11.3%	25.6%	24.3%
Net Kar Marjı	a.d.	40.6%	16.2%	14.0%

Değerleme Çarpanları

F/K	a.d.	5.1	6.3	10.2
FD/Satışlar	2.1	2.7	1.3	1.9
FD/FVAÖK	12.2	24.0	5.2	7.6
Hisse Başı Kazanç (TL)	-1.82	4.22	3.45	2.12
Hisse Başı Temettü (TL)	0.00	0.40	0.89	0.02

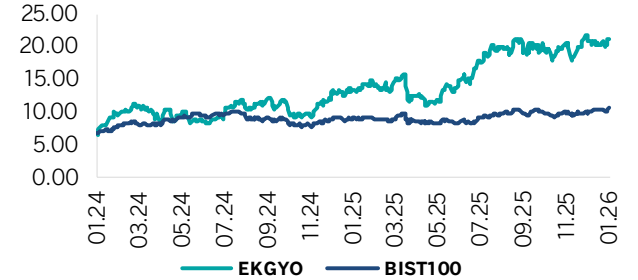
Hisse Senedi Bilgileri

06.01.2026

Relatif Performans

1ay	3ay	12ay
-5%	-1%	35%

Beta:	1.34
BIST 100'deki Ağırlığı:	0.7%
52 Hafta Aralığı (TL):	10.94 - 21.82
P.Değeri (mnTL):	82,384
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:	3310.7
Yıllık TL Getiri (%):	6
Halka Açıklık Oranı (%):	49



EKGYO'nun Eylül 2025 sonu itibarıyla net varlık değeri 167.1 milyar TL iken bu son kapanışa göre %51'lik bir NAD iskontosuna karşılık gelmektedir. Bu son 3 yıllık ortalama olan %52'ye benzer bir seviyeye işaret etmektedir. Öte yandan, 2026 yılında GPM proje çarpanlarında toparlanma (9A25: 2,18x, son 3 yıllık ortalama 3,16x) ve yılın ikinci yarısındaki faiz indirimleri mevcut portföy için daha yüksek bir potansiyele işaret etmektedir. Şirket'in tüm yıl hedefi olan 77 milyar TL'ye karşın 9A25 döneminde gerçekleştirdiği ön satış tutarı 57,04 milyar TL'dir. Şirket'in görece zayıf 3Ç25 ön satış performansı sonrasında (yaklaşık 11 milyar TL) tüm yıl hedefinin ulaşılabilir olduğunu düşünmekteyiz. Değerlememizde mevcut görünüme göre oldukça ihtiyatlı olduğunu düşündüğümüz 2,1x ihale çarpanı ve %45 GYO iskontosu kullanılmaktadır.

THYAO

Mevcut/Hedef Fiyat: TL288.50 / 456.0

Artış Potansiyeli:

58%

Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	504,398	745,430	961,406	1,220,985
FVAÖK	115,397	136,256	163,143	213,718
Net Kar	163,003	113,378	116,954	130,188
FVAÖK Marjı	22.9%	18.3%	17.0%	17.5%
Net Kar Marjı	32.3%	15.2%	12.2%	10.7%

Değerleme Çarpanları

F/K	2.4	3.5	3.4	3.1
FD/Satışlar	1.6	1.1	0.8	0.6
FD/FVAÖK	6.8	5.7	4.8	3.7
Hisse Başı Kazanç (TL)	118.12	82.16	84.75	94.34
Hisse Başı Temettü (TL)	0.00	6.88	8.47	9.43

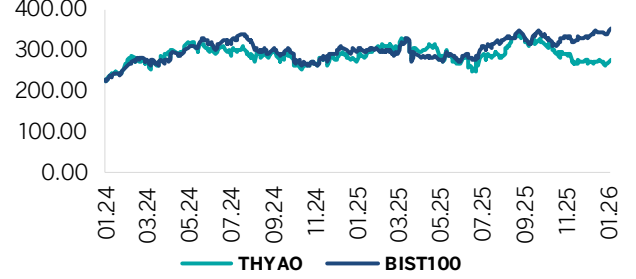
Hisse Senedi Bilgileri

06.01.2026

Relatif Performans

1ay	3ay	12ay
-2%	-17%	-17%

Beta:	0.81
BIST 100'deki Ağırlığı:	3.3%
52 Hafta Aralığı (TL):	249.43 - 340
P.Değeri (mnTL):	398,130
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:	9873.7
Yıllık TL Getiri (%):	7
Halka Açıklık Oranı (%):	50



Uçak üretiminde yaşanan darboğaz ve motor problemleri nedeniyle 2026 yılında kapasite artışlarının sınırlı kalacağı, yolcu sayısının artmaya devam edeceği ve yolcu başına gelirlerin sabit kalacağı ancak yolcu gelirlerinin artmaya devam edeceği bir yıl olacağını düşünüyoruz. THYAO'nun geniş uçuş ağı ve dengeli yolcu-kargo yapısı, gelirlerini çeşitlendirirken, aynı zamanda jeopolitik ve operasyonel risklere karşı etkili bir koruma sağlamaktadır. Havacılık sektörünün maruz kaldığı jeopolitik belirsizlikler ve motor tedarik sorunlarına rağmen, THYAO'nun çeşitlendirilmiş iş yapısı operasyonlarının istikrarlı devam etmesini sağlamaktadır. Low Cost iş modeliyle yeniden yapılandırılan Anadolu Jet, AJet markasıyla gelir kaynaklarının çeşitlendirilmesine ve farklı yolcu profillerinin hedeflenmesine katkıda bulunmaktadır. THYAO'nun mevcut çarpanları, pandemi dönemine göre iskontolu olup THYAO hisseleri için fırsat olduğunu düşünüyoruz.

TUPRS

Mevcut/Hedef Fiyat: TL200.0 / 264.81

Artış Potansiyeli:

32%

Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	991,203	810,386	895,602	940,725
FVAÖK	138,950	50,704	62,371	69,709
Net Kar	77,354	18,315	29,401	31,103
FVAÖK Marjı	14.0%	6.3%	7.0%	7.4%
Net Kar Marjı	7.8%	2.3%	3.3%	3.3%

Değerleme Çarpanları

F/K	5.0	21.0	13.1	12.4
FD/Satışlar	0.3	0.4	0.3	0.3
FD/FVAÖK	2.2	6.1	5.0	4.5
Hisse Başı Kazanç (TL)	40.15	9.51	15.26	16.14
Hisse Başı Temettü (TL)	22.32	15.21	15.21	19.01

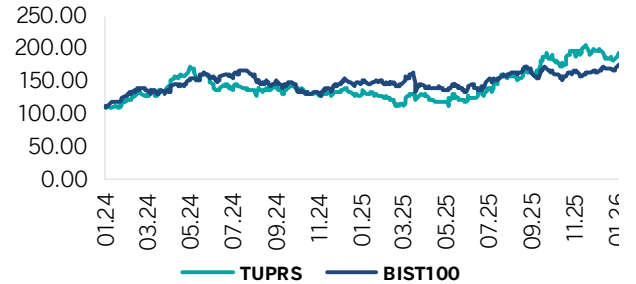
Hisse Senedi Bilgileri

06.01.2026

Relatif Performans

1ay	3ay	12ay
-7%	-1%	25%

Beta:	0.91
BIST 100'deki Ağırlığı:	3.2%
52 Hafta Aralığı (TL):	112.26 - 206.5
P.Değeri (mnTL):	385,359
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:	3595.8
Yıllık TL Getiri (%):	8
Halka Açıklık Oranı (%):	49



Tüpraş tarafında ürün crack marjlarının tarihsel ortalamaların üzerinde seyretmesi, şirketin operasyonel kârlılığını güçlü şekilde desteklemeye devam ediyor. Mevcut piyasa koşulları çerçevesinde bu olumlu görünümün önümüzdeki dönemde de korunmasını bekliyoruz. Şirketin ağır petrol işleyebilme kabiliyeti, geçmiş yıllarda maliyet avantajı yaratarak kârlılığa önemli katkı sağlamıştı. Ancak ağır ve hafif petrol fiyatları arasındaki spreadin daralmasına bağlı olarak, bu katkının önceki dönemlere kıyasla daha sınırlı kalabileceğini öngörüyoruz. Bununla birlikte, Venezuela kaynaklı gelişmelerin ağır petrol fiyatlarında aşağı yönlü bir etki yaratma potansiyeli bulunması, söz konusu riski kısmen dengeleyebilecek bir unsur olarak öne çıkıyor. Güçlü nakit yaratma kapasitesi ve öngörülebilir temettü politikası sayesinde Tüpraş'ı beğendiğimiz şirketler arasında konumlandırmaya devam ediyoruz.

TURSG **Mevcut/Hedef Fiyat: TL11.55 / 16.20** **Artış Potansiyeli: 40%**
Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2023	2024	2025T	2026T
Brüt Prim	59,518	101,366	140,606	179,483
Net Kar	6,155	12,720	18,587	23,948
Özsermaye	15,426	28,723	45,310	66,258
Net Kar Marjı	10.3%	12.5%	13.2%	13.3%
Bileşik Oran (%)	108.2%	99.0%	98.3%	98.2%

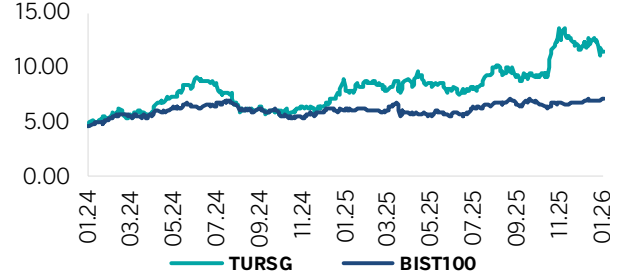
Değerleme Çarpanları

F/K	18.8	9.1	6.2	4.8
F/DD	7.5	4.0	2.5	1.7
F/Brüt Prim	1.9	1.1	0.8	0.6
Hisse Başı Kazanç (TL)	1.5	2.9	4.5	6.6
Hisse Başı Temettü (TL)	0.1	0.2	0.3	0.4

Hisse Senedi Bilgileri
06.01.2026
Relatif Performans

1ay	3ay	12ay
-12%	11%	24%

Beta:	0.67
BIST 100'deki Ağırlığı:	1.0%
52 Hafta Aralığı (TL):	7.57 - 13.58
P.Değeri (mnTL):	115,500
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:	795.4
Yıllık TL Getiri (%):	-2
Halka Açıklık Oranı (%):	13



TURSG payları son 3 ayda BIST100 endeksinin %11 üzerinde performans göstermesine karşın, değişim olarak son 1 ayda endeksin %12 altında kalmıştır. Devletin bireysel emeklilik (BES) sistemindeki destek oranını aşağı yönlü revize etme kararı hayat ve hayat dışı emeklilik sektöründeki hisseler üzerinde baskı yapmıştır. Kararın etkisinin, Anadolu Hayat'ta %20 hissesi bulunan ANSGR'ye kıyasla, Türkiye Hayat Emeklilik'te %7 hissesi bulunan TURSG için daha sınırlı olmasını bekliyoruz. TURSG'nin, 2026 yılında görece yüksek ortalama faiz ortamı ve Şirket'in Eylül 2025 itibarıyla 76 milyar TL tutarındaki yüksek yönetilebilir varlığı dikkate alındığında mevcut ortama karşı iyi konumlandığını düşünmekteyiz. 2026 yılında TURSG'nin birleşik oranı %98 seviyesinde olmasını beklediğimizden bu 2026 yılında yatırım tarafındaki güçlü performanstan daha fazla yararlanma imkanı sunmaktadır. 2026 yılı brüt prim beklentimiz 180 milyar TL seviyesindeyken yıllık %27'lik bir artışa işaret etmektedir.

YKBNK **Mevcut/Hedef Fiyat: TL38.68 / 53.40** **Artış Potansiyeli: 38%**
Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Kar	68,009	29,017	57,391	94,694
Toplam Aktifler	1,738,651	2,380,586	3,192,805	3,991,007
Özsermaye	178,852	192,804	260,864	355,558
Kredi/Mevduat	82%	92%	86%	85%
NFM	5.4%	0.7%	2.5%	4.0%
Maliyet/Gelir	30%	54%	50%	45%

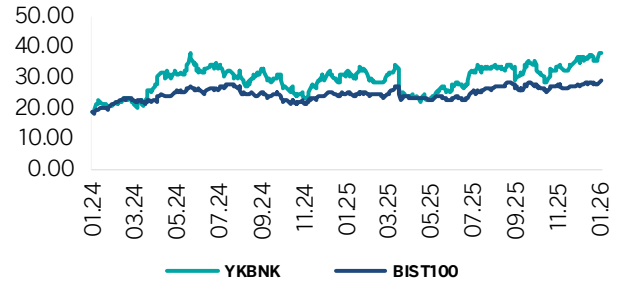
Değerleme Çarpanları

F/K	4.8	11.3	5.7	3.5
F/DD	1.8	1.7	1.3	0.9
Özsermaye Getirisi	45%	16%	25%	31%
Aktif Getirisi	4.6%	1.3%	2.0%	2.8%

Hisse Senedi Bilgileri
06.01.2026
Relatif Performans

1ay	3ay	12ay
-1%	10%	2%

Beta	1.39
BIST 100'deki Ağırlığı:	2.7%
52 Hafta Aralığı (TL):	22.16 - 38.68
P.Değeri (mnTL):	326,732
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:	6232.4
Yıllık TL Getiri (%):	7
Halka Açıklık Oranı (%):	18



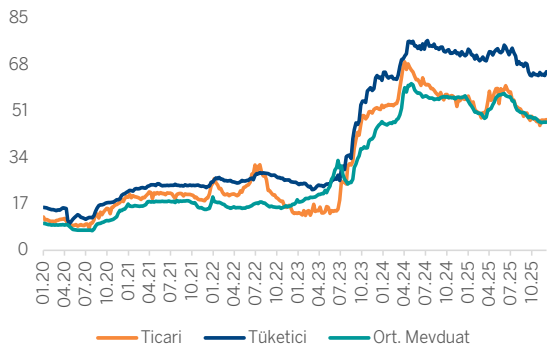
Yapı Kredi'nin kısa vadeli para piyasası fonlamasındaki ağırlığının yüksek olması nedeniyle düşen faiz ortamında en hızlı toparlanma yaşayacak bankalardan biri olmasını bekliyoruz. Ayrıca, 2025'te yüksek faizli ortamda %30 TL ve %21 YP kredi büyümesi ile rakiplerine göre ön plana çıktı. Düşen faiz ortamında kredi makasını en hızlı yükselten banka olmasını bekliyoruz. Özellikle, %43 seviyesine ulaşan vadesiz mevduat tabanı bankayı marj anlamında destekleyecek bir unsur olacaktır. Komisyon gelirlerinde başarılı trendin devamını beklerken, 2025 yılında %25 seviyesinde olmasını beklediğimiz özkaynak karlılığının 2026 yılında %31 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranının %100 seviyelerinde kısmen aşağı doğru normalleşmesini bekleriz. Ayrıca, NPL oranı 2025'te en yavaş artan banka olarak aktif karlılığında da bankanın öne çıktığını düşünüyoruz. 200baz puan seviyesinde bir risk maliyenin ise banka için yönetilebilir olduğu kanaatindeyiz.

SEKTÖR GÖRÜNÜMLERİ

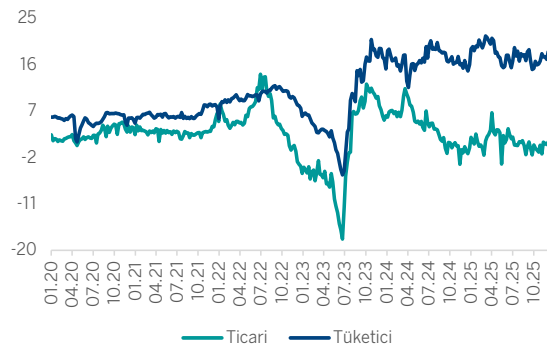
Bankacılık Sektörü

- **2026'da düşüş trendini sürdüren faizler bankacılık sektörünü destekleyecek.** TCMB, 2025'te politika faizini 9,5puan düşürerek %38'e çekti. 2026 yılında faiz indirim beklentimiz 6puan. Dezenflasyon sürecinin desteklediği faiz indirimlerinin bankacılık sektörünün operasyonel kredi makasını desteklemesini bekliyoruz. Artan net faiz marjının özkaynak karlılıkları üzerindeki olumlu etkisi ise önümüzdeki yıl daha belirgin olacaktır. 2025 yılında net faiz marjı genişlemesinin 1,8puan, 2026 yılında ise 1,2puan olacağını öngörüyoruz. Enflasyondaki aşağı trendin hızı ve buna bağlı faiz görünümündeki değişim NFM üzerinde etkili olacaktır. Bu süreçte, kısa vadeli fonlama tarafında (para piyasası ve swap) daha yoğun bankaların olumlu ayrışacağını düşünüyoruz. Güncel faiz beklentilerimiz ışığında, bankalarda en yüksek marj seviyesinin yılın üçüncü çeyreğinde oluşmasını, sonrasında ise kredilerin de fiyatlanmaya başlaması ile marjlarda stabilizasyon ve normalleşme bekliyoruz. TÜFE'ye endeksli tahvil getirilerini hesaplamada kullandığımız Ekim dönemi enflasyonunun ise 2025'teki %32,9 seviyesinden 2026'da %25,6'ya gerilemesini bekliyoruz. 7,3 puanlık düşüşün sektörün net faiz marjı üzerindeki negatif etkisini ise 25baz puan olarak hesaplıyoruz.
- **Risk priminde yaşanan düşüş, YP fonlama maliyetini aşağı çekiyor.** Sıkı para politikasındaki kararlı duruşun en somut neticesi ülke risk priminde görüldü. 2025'te CDS seviyesindeki iyileşme 45 baz puanı buldu. Yıl içerisindeki en yüksek seviyeye göre ise iyileşme 160 baz puan. (2024: 60baz puan iyileşme). Yurt dışı borçlanma maliyetleri aynı dönemde 0,9puan düştü ve bu tarafta iyileşmenin 2026'da da devam etmesi bekleniyor. 1Ç25'te risk primi hızlı yükselse de son dönemde önemli bir toparlanma oldu. 2026'da bankaların yakın dönem zorunlu karşılık düzenlemelerinin de etkisiyle uzun vadeli YP fonlamaya olan ilgisinin artarak devam edeceğini öngörüyoruz. Önümüzdeki dönemde karlılığın en önemli bileşeninin operasyonel gelirlerde yaşanan artış olacağını düşünüyoruz. Faaliyet giderlerini oldukça etkin yöneten sektör için, kredi risk maliyetlerinde yaşanan normalleşmenin 2026'da da devamı olası. Faiz indirimlerinin kredi risk maliyetleri üzerindeki olumlu etkisi ise yılın ikinci yarısında daha belirgin hale gelecektir. 2025 yılını %45 kar artışı ile kapatmasını beklediğimiz sektör için, 2026 kar büyümesi tahminimiz %56. Enflasyon patikasında yaşanacak iyileşmenin fonlama maliyetini azaltıcı etki yaratması ile sektörde orta vadede %28 seviyesinde bir özkaynak karlılığının makul olduğunu düşünüyoruz.

Faiz trendleri (%)



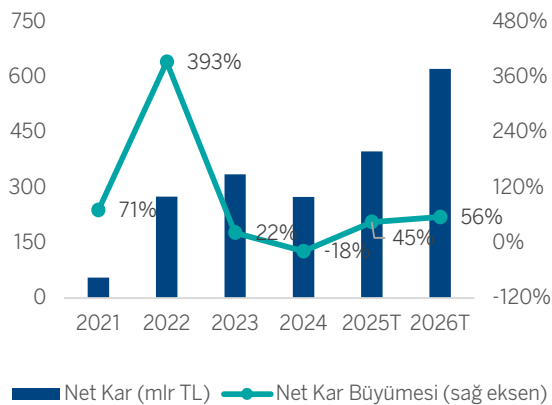
Yeni verilen kredi makası (%)



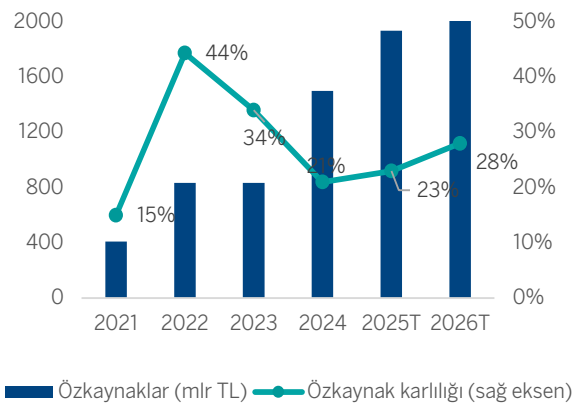
Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

- **Operasyonel gelirler, iyileşmesini beklediğimiz çekirdek faiz gelirleri ile kuvvetli artış gösterecek.** Operasyonel gelirlerin 4 ana başlığı bulunuyor; i) swap eklenmiş net faiz gelirleri, ii) TÜFE gelirleri, iii) ticari işlemler gelirleri, iv) komisyon gelirleri. Faiz indirimleri ile birlikte ortalama vade uyumsuzluğu ortalama 6 ay olan bankacılık sektörünün, marj tarafında hızlı bir toparlanma yaşamasını bekliyoruz. Para politikasına oldukça bağlı olan bu metrikte 2026 yılı öngörümüz %4,6 seviyesine yaklaşılacağı şeklinde. Çekirdek faiz gelirlerinde yaşanacak artışın TÜFE ve ticari işlemler gelirlerinde yaşanacak normalleşmenin oldukça üzerinde olacağını tahmin ediyoruz. TL kredi büyümesi bu açıdan kritik bir konu ancak regülasyon etkileri neticesinde tahminlerimizi enflasyona paralel bir kredi büyümesi yaşanacağı varsayımı ile yapıyoruz. Komisyon gelirlerinde bankacılık sektörü faize duyarlı ürünlerin ağırlığından dolayı geçmiş yıllarda oldukça önemli bir iyileşme gösterdi ve sektörün 2021-23 döneminde %60 seviyesinde olan faaliyet giderlerini karşılama oranı %77'ye kadar yükseldi. Önümüzdeki yıl, komisyon gelirlerinde %3-5 arasında reel büyüme olacağını öngörüyoruz. Düşen faizler komisyon gelirlerini ödeme sistemleri kaynaklı bir miktar baskılayabilir ancak artan verimlilik ve dijitalleşme trendleri giderleri karşılama oranının şu anki seviyelerde devam edeceğini teyit eder nitelikte.
- **Risk maliyetinde kısmi bozulma beklemekle birlikte, bu artışın yönetilebilir seviyede olacağını düşünüyoruz.** Son dönemde bankaların risk maliyetinde artışlar gözlemledik. Kapsamımızdaki bankaların ortalama NPL oranı 2025'te 0.8puan arttı ve %3,1 oldu, yakın izlemedeki krediler ise yıllık bazda yatay bir seyir izledi ve %9 seviyesini muhafaza etti. Sıkı para politikasının gecikmeli etkilerini, özellikle son iki çeyrekte bireysel kredi ve orta küçük segment KOBİ NPL girişlerinde gözlemledik. 2025 yılında kredi kartları, tüketici ve KOBİ segmentlerinde NPL oranı artışı sırası ile 1,5puan, 1,1puan ve 1,1puan oldu. BIST100 banka dışı şirketlerin FAVOK rakamının 2025 yılında nominal anlamda yatay kalmasına rağmen, artan finansman yükümlülükleri şirketlerin borç ödeme kapasitesini düşüren bir unsur olarak görüldü. 2025'i %3,7 büyüme ile kapatmayı beklerken, 2026 öngörümüz ise bunun kısmen üzerinde %4. Bu varsayım altında, 2025 yılında risk maliyetinin 200baz puan olmasını, bu rakamın 2026'da ise sıkı para politikasının gecikmeli etkisi ise yatay kalmasını, yılın sonuna doğru ise bir miktar azalmasını bekleriz. Son iki yılda ABD\$ bazında %53 büyüyen yabancı para kredilerin ise önümüzdeki dönemde takip riski yaratma olasılığının sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Özellikle, son dönem regülasyonları ile birlikte döviz kredilerinin döviz gelirleri ile ilişkilendirilmesi bu görüşümüzün temel dayanağı.

Kapsamımızdaki bankalar net kar büyümesi



Kapsamımızdaki bankalar özkaynak karlılığı



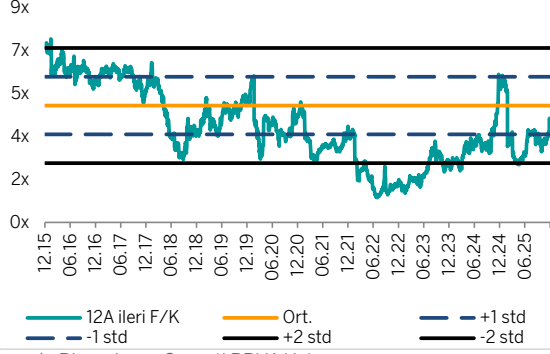
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

- **Değerleme göstergeleri uzun vadeli ortalamalarına yakınsadı.** Bankalar 2026 tahminlerimize göre 3,8x F/K ve 0,9x F/DD ile işlem görmekte. Piyasa beklentilerine göre ise çarpanlar, GOP benzerlerine göre %55 ve %30 iskontoya işaret ediyor. Uzun vadeli iskontolar aynı metriklerde sırası ile %55 ve %36, dolayısıyla bankaların şu anki çarpan iskontolarının uzun vadeli ortalamalarına yakın olduğunu söyleyebiliriz.
- 2026'da düşmesini beklediğimiz risk primi neticesinde halihazırda görmüş olduğumuz iskonto seviyelerinin GOP benzerlerine göre bir miktar kapanmasını bekliyoruz. %28 seviyesinde sürdürülebilir özkaynak karlılığı varsayımı altında, bankaların 1,1x-1,2x arasında defter değeri çarpanı ile işlem görmesini makul buluyoruz. 2025 yılında sanayi hisselerine göre sadece %4 olumlu ayrıışan bankacılık hisselerinde, BIST100 endeks ağırlığı son iki yılda %15 seviyelerinden %19'a yükseldi. Yükselen bu trendin faiz indirimleri ile birlikte devam edeceğini öngörüyoruz. 2026'nın bankacılık sektörü için, ekonomi politikalarındaki normalleşme adımlarının etkilerinin sürdüğü, risk priminin iyileştiği, yasal düzenlemelerin bir miktar daha sadeleştiği ve sektörün ana faaliyet alanlarına odaklanacağı bir yıl olmasını bekliyoruz.
- Bu koşullarda, bankacılık sektörünün endeksin ana motoru olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Karlılık momentumunun artarak devam etmesini beklediğimiz bankacılık sektöründe, likidite ve sermaye yeterliliği tarafında güçlü, marj tarafını daha iyi yönetebilen bankalar ön planda olacaktır. Kısa vadeli fonlama ağırlığı güçlü, aktif pasif vade uyumsuzluğu daha yukarda olan bankalar faiz indirimlerinden görece daha olumlu etkilenecektir. Bu çerçevede;
 - Model portföyümüzde Akbank (EÜ) ve Yapı Kredi (EÜ)'yi muhafaza ediyoruz.
 - Vakıfbank için "Endekse Paralel" görüşümüzü "Endeks Üzeri" olarak değiştiriyoruz.
 - TSKB için "Endeks Üzeri" görüşümüzü "Endekse Paralel" olarak değiştiriyoruz.
 - Halkbank için "Endekse Paralel" görüşümüzü "Endeks Altı" olarak değiştiriyoruz.
 - İş Bankası için ise "Endekse Paralel" görüşümüzü muhafaza ediyoruz.

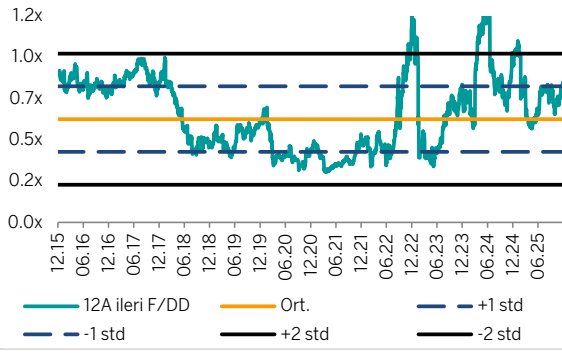
Banka Değerleme Göstergeleri	AKBNK	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Toplam
Güncel Fiyat	74.40	43.16	14.64	32.98	38.68	13.54	
Hedef Fiyat	105.00	32.50	18.00	45.50	53.40	16.00	
Artış Potansiyeli	41%	-25%	23%	38%	38%	18%	
Piyasa Değeri (TL mn)	386,880	310,095	366,000	327,027	326,732	37,912	2,385,906
Piyasa Değeri (US mn)	9,004	7,217	8,518	7,611	7,604	882	55,530
Tavsiye	EÜ	EA	EP	EÜ	EÜ	EP	
Net Kar							
2023	66,479	10,112	72,265	25,046	68,009	7,042	336,285
2024	42,366	15,105	45,517	40,375	29,017	10,135	274,690
2025T	59,309	29,637	63,188	58,606	57,391	12,798	398,445
2026T	97,860	48,900	107,420	92,012	94,694	16,637	622,047
Net Kar Büyümesi							
2023	11%	-31%	17%	4%	29%	74%	22%
2024	-36%	49%	-37%	61%	-57%	44%	-18%
2025T	40%	96%	39%	45%	98%	26%	45%
2026T	65%	65%	70%	57%	65%	30%	56%
Özkaynaklar							
2022	153,600	90,652	191,376	106,985	126,256	12,782	834,337
2024	240,348	166,535	318,337	219,194	192,804	32,479	1,499,624
2025T	297,756	207,379	399,830	280,278	260,864	46,218	1,936,233
2026T	389,260	256,280	502,699	372,290	355,558	62,854	2,528,939
Özkaynak Karlılığı							
2023	38%	9%	33%	18%	45%	41%	34%
2024	19%	11%	16%	21%	16%	36%	21%
2025T	22%	16%	18%	23%	25%	33%	23%
2026T	30%	21%	24%	27%	27%	28%	28%
F/K							
2023	5.8x	30.7x	5.1x	13.1x	4.8x	5.4x	7.1x
2024	9.1x	20.5x	8.0x	8.1x	11.3x	3.7x	8.7x
2025T	6.5x	10.5x	5.8x	5.6x	5.7x	3.0x	6.0x
2026T	4.0x	6.3x	3.4x	3.6x	3.5x	2.3x	3.8x
F/DD							
2023	2.5x	3.4x	1.9x	3.1x	2.6x	3.0x	2.9x
2024	1.6x	1.9x	1.1x	1.5x	1.7x	1.2x	1.6x
2025T	1.3x	1.5x	0.9x	1.2x	1.3x	0.8x	1.2x
2026T	1.0x	1.2x	0.7x	0.9x	0.9x	0.6x	0.9x
Temettü Verimi							
2023	0.8%	0.0%	0.6%	0.0%	0.7%	0.0%	
2024	0.4%	0.0%	0.2%	0.0%	0.4%	0.0%	
2025	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
2026T	1.6%	0.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

XBANK 12A ileri F/K

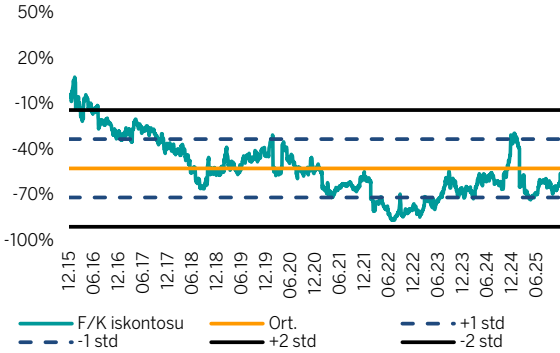


XBANK 12A ileri F/DD

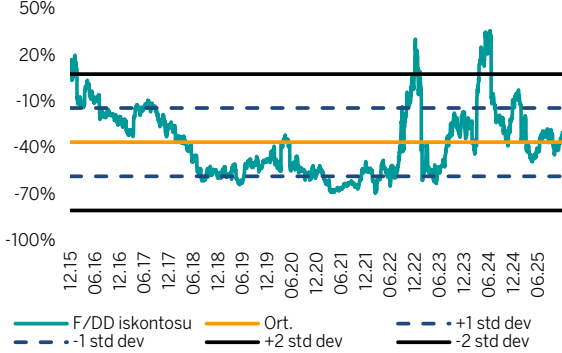


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

XBANK vs. GOP Banka F/K iskontosı

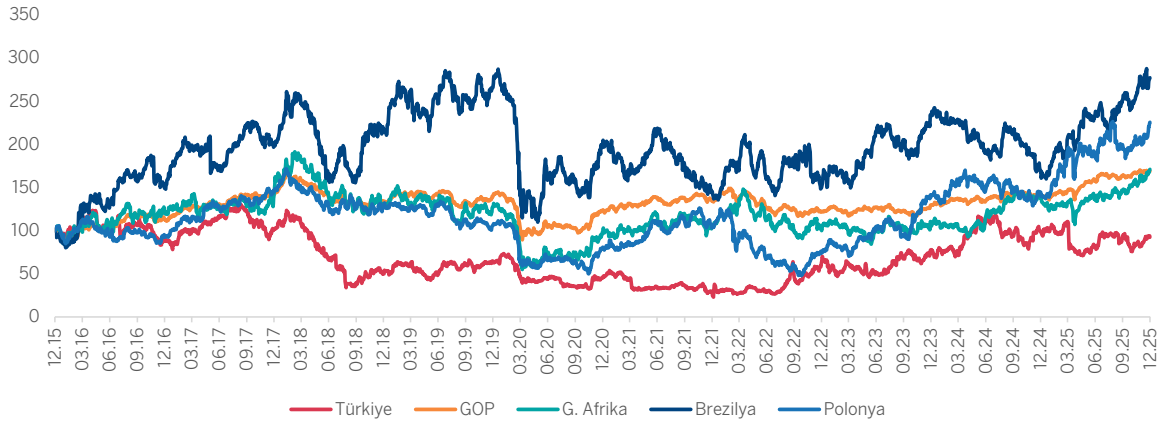


XBANK vs. GOP Banka F/DD iskontosı



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Türkiye ve Global Finansal Endeks Performansları



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Cam

- Cam sektörü için 2026 yılının ilk çeyreğinde nötr görüşümüz bulunmaktadır. Buna karşın enflasyonun aşağı gelmesi ve faiz oranlarının kademeli gevşemesi cam sektörünü yılın 2. çeyreği ile birlikte destekleyebilir. 2026 yılı genel olarak Şişe Cam için mimari cam, otomotiv ve cam ambalaj tarafında pozitif talep görünümü, yüksek katma değerli yatırımların devreye alınması, enerji verimliliği teması, verimlilik odaklı kapasite yönetimi olarak öne çıkmaktadır.
- Üretilen düz camın büyük bir bölümünün inşaat ve yenileme/renovasyon pazarlarında kullanıldığı göz önünde bulundurulduğunda faiz oranlarındaki gerileme talebi destekleyebilir. Gayrimenkul fiyat artışlarının son dönemde enflasyonun altında seyretmesi, faizlerdeki düşüşün devamı halinde konut talebini daha fazla canlandırabilir. Bu durum, özellikle mimari cam talebi açısından 2026 yılının ikinci yarısından itibaren daha belirgin bir toparlanma potansiyeli oluşturabilir. Deprem konutları ve planlanan sosyal konut projeleri de bu süreci destekleyici unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Mimari cam tarafında, Avrupa'da sürdürülebilir ve enerji verimliliği yüksek binalara yönelik düzenlemeler pazarı desteklemektedir. Avrupa Birliği'nin 2030 karbon nötr hedefleri doğrultusunda, 2035'e kadar yaklaşık 35 milyon binanın enerji verimliliği açısından yenilenmesi gerekmektedir. Bu ihtiyaç özellikle enerji tasarrufu sağlayan katma değerli cam ürünleri için talebin artmasını sağlayabilir. Bunun yanında, Türkiye'de 1 Nisan 2025'te yürürlüğe giren TS 825 Isı Yalıtımı Kuralları Standardı, bir binanın tasarım aşamasından başlayarak enerjinin verimli kullanılması için gerekli yalıtımların yapılmasını zorunlu hale getirmektedir. Bu standart, katma değerli kaplamalı camlara olan talebi artırıcı bir unsur olarak öne çıkmaktadır.
- 2025'in son aylarında Tarsus yerleşkesinde 200 milyon Euro yatırımla bir buzlu cam fırını ve enerji camı işleme hatları devreye alınmıştır. 2026'da aynı tesiste 432 bin ton/yıl brüt kapasiteli bir düz cam hattı ile Türkiye, İtalya ve Bulgaristan'da devam eden kaplamalı cam hattı yatırımlarının tamamlanarak üretime başlaması planlanmaktadır. Bu yatırımlar, enerji verimliliği odaklı katma değerli mimari cam talebiyle doğrudan uyumludur ve Şişe Cam'ın katma değerli ürün penetrasyonunu artırma hedefini desteklemektedir. Düz cam fiyatların 2024 sonunda dip seviyeyi görmesinin ardından 2025'te Avrupada yeniden yükselmesi, sektörün fiyatlandırma dengesini bulması açısından olumlu bir sinyaldir. Bu trendin 2026'ya da taşınması hem gelir tarafında hem de kapasite kullanım oranlarında destekleyici olabilir.
- Otomotiv camı segmenti de global olarak büyüme trendini sürdürmektedir. 2026'da otomotiv üretiminin güçlü seyri cam talebini destekleyebilir. Cam ambalaj tarafında hem Rusya hem de Türkiye'de talep güçlü seyretmekte; özellikle içecek sektöründeki talep cam ambalaj ürünlerine yönelik eğilimi devam ettirmektedir. Cam ambalaj iş kolunun Avrupa'da yer alacak ilk üretim tesisinin de yine bu yıl içinde bir fırın ile Macaristan'da faaliyete başlamasını bekliyoruz. Ancak Rusya'da 2026'da beklenen vergi artışları (ekolojik vergi ve KDV) fiyatlandırma ve talep dinamiklerini zorlayabilir. Kimyasallar segmentinde ise daha zayıf görünüm bulunmaktadır. Soda külü fiyatları küresel talep zayıflığı ve yeni kapasite devreye alımları nedeniyle yukarı yönlü bir trend göstermemektedir.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa Değeri (mnTL)	Ort. Hacim 3 Ay (mnTL)	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
				Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2025T	2026T	2025T	2026T	1 Ay	3 Ay	YBB
SISE	EP	123,264	1,602.0	40.24	52.00	29%	12.2x	9.2x	16.1x	13.4x	-2%	2%	-2%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Dayanıklı Tüketim

- 2026 yılında dayanıklı tüketim sektörü için nötr görüşümüz bulunmaktadır. 2026'nın 2.yarisinin sektör için daha olumlu olabileceğini düşünüyoruz.
- Dayanıklı tüketim sektörü için 2026 yılı ikinci yarısıyla birlikte sıkı para politikasının etkilerinin azalmasıyla birlikte ertelenmiş talebin kontrollü şekilde devreye girmesini ve iç pazarın kademeli normalleşmesini bekliyoruz. Bunun sonucu olarak ise fiyatlama tarafında sektörün ikinci yarıda daha kuvvetli olabileceğini düşünüyoruz. Yurtiçinde ayrıca enflasyondaki düşüşle birlikte faiz indirim döngüsünün devamı ve kredi kartına uygulanan kısıtlamaların gevşetilmesi iç pazarı canlandırabilir. Türkiye pazarında yılın ikinci yarısı için daha olumlu bir beklentimiz bulunmaktadır.
- Karlılık tarafında ise 2026 yılında enflasyonun daha öngörülebilir seviyelere gelmesi, maliyet enflasyonunun yanısıra brüt marjlar üzerindeki baskının da azalmasını sağlayabilir. Ayrıca önceki yıllarda ciddi şekilde artan finansman giderlerinin, faizlerdeki gevşeme ile birlikte net kâr üzerindeki baskısı düşebilir. Bu durum özellikle yüksek borçluluk oranına sahip şirketler için net kâr büyümesini operasyonel kârlılığın önüne çıkarabilecek bir kaldıraç etkisi yaratabilir. Özetle, 2026 yılında dayanıklı tüketim sektörünün, talep daralması, yüksek finansman maliyetleri ve marj baskısının ardından daha dengeli ve toparlanma sürecine gireceğini öngörmekteyiz.
- Yurtdışı tarafta ise 2026 yılı, Avrupa pazarının yeniden büyümeye geçtiği ancak büyümenin düşük ve rekabetin yüksek olacağını düşünüyoruz. Bununla birlikte Çinli üreticilerin agresif fiyat politikaları hacim ve marjlar üzerinde baskıya neden olmaya devam edebilir.
- Beyaz eşya üretiminde en önemli maliyet çelik, alüminyum ve plastikten oluşan hammadde girdileri olup hammadde fiyatlarında ılımlı ve yatay bir seyir beklenmektedir. EUR/USD paritesinin yukarı yönlü hareketi, Arçelik'in brüt karlılığını olumlu etkilemektedir. Buna karşın, güçlü Türk Lirası'nın ihracat tarafında olumsuz bir etkisi olabilir. Yine de, sektörün genel anlamda yılın ikinci yarısında toparlanma gösterebileceğini beklemekteyiz.
- Arçelik için 2025 yılı Whirlpool Birleşmesi sonrasında faaliyetlerinde verimliliği artırmak adına, yeniden yapılandırma faaliyetlerinde bulunduğu bir yıl olmuştur. 2026 yılı, global operasyonların daha dengeli kârlılık üretmeye başladığı bir yıl olabilir. Avrupa operasyonlarında yeniden yapılanmanın etkilerinin daha net görülebileceğini düşünüyoruz.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa	Ort. Hacim	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
		Değeri (mnTL)	3 Ay (mnTL)	Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2025T	2026T	2025T	2026T	1 Ay	3 Ay	YBB
ARCLK	EP	74,398	362.3	110.10	152.00	38%	7.2x	4.8x	a.d.	22.2x	-5%	-16%	2%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Demir&Çelik

- 2026'da çelik sektörüne baktığımızda döngüsel toparlanmadan çok "normalleşme + seçici büyüme" temasının öne çıktığını söyleyebiliriz. Çin kaynaklı arz fazlasının kısa vadede tamamen ortadan kalkması mümkün gözüküyor. Diğer yandan küresel ölçekte kapasite disiplininin artması, çevresel regülasyonlar ve ticaret bariyerleri fiyatların 2025'teki kadar agresif baskılanmasının önüne geçebilir. Özellikle AB'nin sınırda karbon düzenlemesinin fiilen fiyatlamaya girmesi, karbon yoğun üretim yapan ihracatçıların rekabet gücünü sınırlarken; daha verimli ve yeşil üretime yakın tesisleri görece avantajlı konuma getirebilir.
- Talep tarafında ise 2026'da küresel anlamda güçlü bir sıçramadan ziyade; altyapı, savunma, enerji ve otomotivin belirli alt segmentleri üzerinden parçalı bir toparlanma beklenebilir. Özellikle enerji dönüşümü (yenilenebilir enerji yatırımları, şebeke güçlendirmeleri) ve savunma harcamalarındaki artış, uzun ürünler ve özel çelikler için destekleyici olabilir. Buna karşın inşaat tarafında faizlerin gecikmeli düşüşü nedeniyle talep toparlanması sınırlı ve zamana yayılan bir seyir izleyebilir. Bu da düşük katma değerli ürünlerde marjların baskı altında kalmaya devam edebileceğine işaret ediyor.
- Bu çerçevede sektör açısından 2026'nın ana başlıkları; fiyatlardan çok marj yönetimi, nakit akışı üretimi, net borç/FVAÖK dengesinin korunması ve ürün karmaşasının iyileştirilmesi olacaktır. Piyasa, hacim büyümesinden ziyade sürdürülebilir kârlılığı ve yatırım sonrası normalleşen sermaye harcamalarını ödüllendirme eğiliminde olacaktır. Dolayısıyla stratejik olarak, korumacı önlemlerden faydalanabilen, karbon ve maliyet tarafında rekabetçi kalan ve şirket hikâyesini net biçimde ortaya koyabilen üreticilerin 2026'da sektör ortalamasının üzerinde performans gösterme potansiyelini daha yüksek görüyoruz.
- Erdemir özelinde, tamamlanan yatırımların operasyonel performansa katkısının belirginleşmesi ve Türkiye'de dahilide işleme rejiminde yapılan düzenlemeler ile uygulanan kotaların yıl içerisinde destekleyici unsurlar olarak öne çıkmasını bekliyoruz. Sektör genelinde ilave bir toparlanma yaşanmasa dahi, söz konusu yatırımların verimlilik ve maliyet yapısı üzerindeki olumlu etkisi sayesinde ton başına FVAÖK'ün yaklaşık 80 ABD doları seviyelerinde dengelenebileceğini öngörüyoruz. Çin'de iç talepte olası bir iyileşme, ihracata yönelik sınırlamaların devreye alınması veya Türkiye'de korumacı ticaret politikalarının güçlenmesi gibi senaryoların gerçekleşmesi halinde ise, ton başına FVAÖK'ün 80 ABD dolarının üzerine çıkması ihtimal dahilindedir. Öte yandan, 2025 yılında gözlemlenen altın temalı makro gelişmelere bağlı volatilitenin, 2026 yılında da devam edebileceğini not ediyoruz.
- Kardemir tarafında yatırım hikâyesinin güçlenmesi açısından temel belirleyici unsurun, katma değerli ürün satışlarının toplam ciro içindeki payının anlamlı şekilde artırılması olduğunu düşünüyoruz. Türkiye'de ve komşu ülkelerde demiryolu yatırımları şirket için yapısal bir fırsat sunmakla birlikte, piyasanın bu hikâyeyi fiyatlayabilmesi için söz konusu projelerin finansal sonuçlara somut şekilde yansımaya başlaması gerektiğini düşünüyoruz. Bu yönde sağlanacak görünür bir ivmenin, Kardemir'in geçmişe kıyasla daha yüksek çarpanlarla işlem görmesini destekleyebileceği kanaatindeyiz.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa Değeri (mnTL)	Ort. Hacim 3 Ay (mnTL)	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
				Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2025T	2026T	2025T	2026T	1 Ay	3 Ay	YBB
EREGL	EP	175,840	4,757.7	25.12	30.56	22%	13.0x	8.4x	89.2x	47.7x	-3%	-23%	-1%
KRDMD	EÜ	21,331	1,349.9	27.34	40.87	49%	4.8x	3.9x	21.1x	17.0x	-2%	-12%	1%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Elektrik

- Elektrik sektöründe arz tarafında kapasite artışı devam ederken, üretim kompozisyonunda yenilenebilir enerji kaynaklarının payı artıyor. Buna karşın, fiyatlama açısından kritik öneme sahip sanayi talebi tarafında sıkı para politikasının etkisiyle zayıf görünüm sürüyor. Sanayi üretiminde kısa vadede anlamlı bir toparlanma beklemememiz, talep kaynaklı bir elektrik fiyat artışı öngörümüzü sınırlıyor. Yerli kömür kullanımını desteklemeye yönelik teşviklerin ise kömür arzında sınırlı bir artışa yol açarak, elektrik fiyatları üzerinde aşağı yönlü bir risk unsuru oluşturabileceğini düşünüyoruz.
- Regülasyon cephesinde kapasite mekanizmasına ilişkin ödemelerde beklenen iyileşme, özellikle baz yük santraller için nakit akışı görünümünü destekleyebilecek önemli bir unsur olarak öne çıkıyor. Bununla birlikte, tavan fiyat mekanizmasında olası bir artışın yıl içerisinde PTF ortalamalarını yukarı taşıyabilecek en önemli katalizörlerden biri olacağı görüşündeyiz. Buna karşılık, tavan fiyatta bir güncelleme görmediğimiz senaryoda mevcut fiyat seviyelerinin sektör kârlılığı üzerinde baskı yaratmaya devam edeceğini ve bunun hisse performansları açısından negatif bir çerçeve oluşturacağını değerlendiriyoruz.
- Maliyet tarafında doğal gaz fiyatlarına ilişkin aşağı yönlü risklerin büyük ölçüde ortadan kalktığını, 2026'da fiyatların yukarı yönlü hareket edebileceğini düşünüyoruz. Doğal gaz fiyatlarında olası bir yükseliş, yenilenebilir enerji şirketlerinin satış fiyatlarına pozitif yansiyabilir. Öte yandan, büyüme planına sahip şirketler için izin süreçlerindeki gecikmeler yeni kapasitenin zamanında devreye alınmasını zorlaştırırken, mevcut düşük fiyat ortamının şirketlerin yeni yatırımlar konusunda daha temkinli davranmasına yol açtığını ve bunun orta vadeli büyüme görünümü açısından yapısal bir risk oluşturduğunu düşünüyoruz.
- Hisse bazında bakıldığında, AKSEN FVAÖK'ünün büyük bölümünü yurt dışı operasyonlardan ve ikili anlaşmalara dayalı garantili gelir modellerinden elde etmesi sayesinde, yurt içi elektrik piyasasındaki zayıf fiyatlama ortamından görece ayrışıyor. Bu yapı, sektörün baskı altında olduğu dönemlerde şirketi öne çıkarırken, 2025 itibarıyla satın alınmaya başlanan büyüme hikayesinin de değerlendirme açısından destekleyici olmaya devam ettiğini düşünüyoruz. AYDEM tarafında eurobond borcunun nakit akışı ve yeni yatırımlara ilişkin soru işaretleri yarattığını değerlendirirken, mevcut değerlemenin bu riskleri önemli ölçüde fiyatladığını ve cazip seviyelere işaret ettiğini not ediyoruz; HES ağırlıklı portföyün yağışlara duyarlılığı ise temel risk unsuru olmaya devam ediyor. GWIND sağlıklı borç yapısıyla sektörde olumlu ayrışsa da, izin süreçlerindeki gecikmeler ve düşük fiyat ortamı yeni yatırımların devreye alınmasını uzatıyor ve kısa vadeli yukarı yönlü potansiyeli sınırlıyor. ENTRA cephesinde agresif büyüme planlarına rağmen mevcut nakit akışının bu süreci rahat finanse edemediğini düşünürken, elektrik fiyatlarında olası bir toparlanmanın ve son dönemdeki hisse fiyatı düzeltilmesinin ardından daha dengeli bir değerlendirme zemini oluştuğunu değerlendiriyoruz.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa Değeri (mTL)	Ort. Hacim 3 Ay (mTL)	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
				Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2025T	2026T	2025T	2026T	1 Ay	3 Ay	YBB
AKSEN	EP	84,065	682.8	68.55	82.81	21%	11.5x	6.7x	9.3x	21.7x	1%	66%	-11%
AYDEM	EÜ	15,651	65.4	22.20	41.12	85%	6.9x	5.2x	91.0x	9.1x	1%	12%	-8%
GWIND	EÜ	12,874	97.6	23.84	39.60	66%	7.0x	5.0x	31.4x	9.6x	-7%	-7%	0%
ENTRA	EÜ	19,151	87.6	10.38	16.15	56%	7.9x	6.4x	16.3x	12.9x	-7%	-13%	-5%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Gayrimenkul

- Türkiye’de resmi TÜİK verilerine göre, 11A25’te konut satışları yıllık %13 artışla 1.4 milyon adede yükseldi. Bu dönemde ilk el satışlar yıllık %9 artışla 444 bin adede çıktı. Kredili satışlar ise 11A25 döneminde yıllık %53 artışla 207 bin adet seviyesine yükselirken, bu son 3 yıllık ortalama 226 bine benzer seviyedeydi. Konut kredi faizlerinde sınırlı bir gevşeme takip edilirken, mevcut seviyelerin hala (%2,7 civarında) yüksek fırsat maliyetine işaret ettiğini not etmekteyiz. Bununla birlikte 1Y 2026 sonrasında kredili satışlarda toparlanma görülebileceğini düşünmekteyiz.
- 11A25 döneminde yabancıya yapılan konut satışları yıllık %11 düşüşle 18,9 bin adede (toplam içinde oran %1,3) geriledi. Bu oran son 3 yılda %2 seviyesindeydi. 2026 yılında marka değeri yüksek konut projelerine yabancı ilgisinin yüksek seviyede kalmasını beklemekteyiz. Öte yandan TL’de daha sınırlı bir reel değerlenme tahminimizde yukarı yönlü bir potansiyele işaret edebilir. Bununla birlikte konut fiyat endeksi 2024 yılında +%29 ile enflasyonun altında bir artış göstermiş, 2025/11 döneminde ise TÜFE’ye benzer +%31 artmıştır. Bu nedenle geçmiş yıllardaki sert yükselişlerin aksine konut fiyatlarında daha ılımlı bir fiyat değişim beklentimiz bulunmaktadır.
- TSBP resmi verilerine göre 47 farklı GYO şirketinin ortalama net aktif değer iskontosu %33 seviyesindedir. Primli işlem gören GYO şirketler hariç tutulduğunda bu oran %49’a karşılık gelmektedir. Buna göre mevcut ortalama net aktif değer iskontosu tarihsel ortalamalara yakın seviyededir. 2026 yılının ikinci yarısı itibarıyla faiz oranlarında indirimlerin hızlanmasıyla iskontolarda iyileşme görülebileceğini düşünmekteyiz. Mevcut durumda AVPGY %42 (3 yıllık ortalama %31), EKGYO %52 (3 yıllık ortalama %53), TRGYO %38 (3 yıllık ortalama %32) ve ISGYO %56 (3 yıllık ortalama %24) NAD iskontosuna sahiptir.
- 2026 tahminlerimize göre AVPGY ve TRGYO’nun kira çarpanları sırasıyla 11,5x ve 11,6x’tir. Bu çarpan ISGYO’da ise 25,4x ile görece yüksek bir seviyededir. Kira gelirlerinin dezenflasyonist dönemde şirketlerin nakit akımlarını desteklediğini düşünmekteyiz. Yıllık ve reel bazda bakıldığında net kira geliri büyümesinin AVPGY’de yıllık %33 ile TRGYO’daki %1’e kıyasla daha yüksek olacağını tahmin etmekteyiz. Yılın ilk yarısı için güçlü nakit akımı ve likiditeye sahip şirketleri önceliklendirirken ikinci yarıda stok seviyesi daha yüksek şirketleri tercih etmekteyiz.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa	Ort. Hacim	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
		Değeri (mnTL)	3 Ay (mnTL)	Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2025T	2026T	2025T	2026T	1 Ay	3 Ay	YBB
AVPGY	EÜ	21,240	51.1	53.10	85.00	60%	6.2x	7.7x	6.4x	4.1x	-11%	-18%	-4%
EKGYO	EÜ	82,384	3,308.0	21.68	36.00	66%	6.4x	9.5x	6.3x	10.2x	-5%	1%	-1%
ISGYO	EP	20,671	82.6	21.56	22.40	4%	14.8x	10.6x	24.7x	18.2x	1%	2%	-4%
TRGYO	EÜ	78,200	128.7	78.20	111.00	42%	7.2x	6.5x	5.4x	5.0x	-2%	-5%	-1%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Hayat Dışı Sigorta

- Türkiye’de hayat dışı sigorta sektörünün toplam prim üretimi 11A25 dönemde yıllık %43’lük artışla 901,8 milyar TL’ye yükselmiştir. Türkiye Sigorta (TURSG) sektörde %14 pazar payı ile lider konumunu korurken, Anadolu Sigorta %9 pazar payı ile 3.sırada Ak Sigorta ise %3 pazar payı ile 9. sırada yer almıştır. Yıllık prim büyümeleri kıyaslandığında TURSG, ANSGR ve AKGRT’nin yıllık prim büyümeleri sırasıyla %45, %44 ve -%2 seviyelerindedir. 2026 yılında prim üretim artışlarının enflasyona yakın seviyelerde olmasını beklemekteyiz. 11A25 dönemde bakıldığında sağlık, kasko ve Y&D branşları yıllık en çok prim artışı gösteren branşlardır. Bu branşlarda toplam prim artışı yıllık sırasıyla %56/%30 ve %36 artış göstermiştir. 2026 yılında toplam prim üretimi tahminimiz TURSG için 180 milyar TL, AKGRT için 40 milyar TL ve ANSGR için 124 milyar TL seviyesindedir. Bu 2026 yılında, AKGRT için 0,27x F/Brüt Prim, ANSGR için 0,38x F/Brüt Prim ve TURSG için ise 0,6x F/Brüt Prim çarpanına karşılık gelmektedir.
- Motor branşında fiyatlama regülasyonlar nedeniyle sınırlı kalmaya devam etmektedir. ANSGR, AKGRT ve TURSG’nin birleşik oranları 9A25 itibarıyla %110, %121 ve %98 seviyesindeyken bu oranların sırasıyla 2026 yılında %110, %117 ve %98 olmasını beklemekteyiz. Kara araçları sorumluluk branşında muallak tazminat karşılığı hesaplaması ve personel giderleri arasında yüksek korelasyon nedeniyle açıklanan asgari ücret zam oranını nötr olarak değerlendirmekteyiz. Öte yandan, gelecek yıllarda makro göstergelerdeki iyileşmelerle birlikte birleşik oranda daha fazla iyileşme olabileceğini not etmekteyiz.
- Sigorta şirketleri dezenflasyonist dönemde birleşik getiriden fayda sağlamaktadır. 2025 Eylül dönemi itibarıyla Anadolu Sigorta’nın yönetilen varlık büyüklüğü 72,7milyar TL, Ak Sigorta’nın 16,5 milyar TL, Türkiye Sigorta’nın ise 75,6 milyar TL’dir. Portföy dağılımında vadeli mevduat ve TL cinsi borçlanma enstrümanlarının yüksek ağırlığının devam etmesini beklemekteyiz. 2026 yılında ANSGR,AKGRT ve TURSG’nin yönetilen varlık büyüklüğünün yıllık +%40/%41 ve %45 artışla 115,7 milyar TL, 29,7 milyar TL ve 119,8 milyar TL’ye ulaşmasını beklemekteyiz.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa	Ort. Hacim	Hisse Fiyatı (TL)			F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
		Değeri (mnTL)	3 Ay (mnTL)	Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2025T	2026T	1 Ay	3 Ay	YBB
AKGRT	EÜ	11,203	96.5	6.95	11.00	58%	4.0x	3.6x	-6%	3%	-4%
ANSGR	EÜ	47,160	163.2	23.58	53.40	126%	3.9x	3.1x	-5%	4%	-5%
TURSG	EÜ	115,500	775.7	11.55	16.20	40%	6.4x	4.8x	-12%	14%	-8%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Havayolları

- 2026 yılının genel olarak 2025 yılı ile benzer dinamiklere sahip olacağını düşünüyoruz. 2026'nın uçak üretiminde yaşanan darboğaz ve motor problemleri nedeniyle kapasite artışlarının sınırlı kalacağı, yolcu sayısının artmaya devam edeceği ve yolcu başına gelirlerin sabit kalacağı ancak yolcu gelirlerinin artmaya devam edeceği bir yıl olacağını düşünüyoruz. 2026 yılında havayolu kargo talebinin, e-ticaretin artışı ve deniz taşımacılığındaki zorlukların devam etmesiyle birlikte güçlü kalmasını bekliyoruz. TL'deki reel değer kazancı sektör için bir diğer endişe kaynağı olmakla birlikte 2026'da TL'de 2025'e göre daha sınırlı, %6 civarında reel değerlendirme bekliyoruz.
- Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA), 2026 yılında küresel yolcu sayısının %4,4 artarak 5,2mlr'a ulaşmasını, uçakların doluluk oranlarının koltuk arzını sınırlayan tedarik sorunları sebebiyle yeni rekor seviyelere ulaşarak %83,8'e yükselmesini ve kargo hacminin ise %2,4 artarak 71,6mn ton olmasını beklemektedir. 2026 yılında Brent ham petrolünün ortalama fiyatının varil başına 62 ABD\$ olacağı ve ortalama jet yakıtı fiyatının varil başına 88 ABD\$ olacağını beklemektedir. Yakıt, havayollarının toplam maliyetlerinin en önemli kalemini oluşturduğundan, düşük petrol fiyatları maliyetleri azaltarak kârlılığı artırabilir. 2026'da enflasyondaki genel yavaşlama personel maliyetleri başta olmak üzere operasyonel giderlerin daha öngörülebilir olmasını sağlayabilir.
- Havayolları tarafında THYAO model portföyümüzde bulunmaktadır. THYAO'nun geniş uçuş ağı (131 Ülke ve 353 Destinasyon) ve dengeli yolcu-kargo yapısı, gelirlerini çeşitlendirirken, aynı zamanda jeopolitik ve operasyonel risklere karşı etkili bir koruma sağlamaktadır. Havacılık sektörünün maruz kaldığı jeopolitik belirsizlikler ve motor tedarik sorunlarına rağmen, THYAO'nun çeşitlendirilmiş iş yapısı operasyonlarının istikrarlı devam etmesini sağlamaktadır. Low Cost iş modeliyle yeniden yapılandırılan Anadolu Jet, AJet markasıyla gelir kaynaklarının çeşitlendirilmesine ve farklı yolcu profillerinin hedeflenmesine katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, şirket filosunu genişletirken uçak finansmanında uyguladığı çeşitlendirme stratejisi ile finansman maliyetini ve kur risklerini en aza indirmeyi hedeflemektedir. THYAO'nun mevcut çarpanları, pandemi dönemine göre iskontolu olup THYAO hisseleri için fırsat olduğunu düşünüyoruz.
- PGSUS Çek Cumhuriyeti'nde yerleşik České aerolinie a.s., Smartwings a.s. ve bağlı şirketlerine ait payların tamamının devralınmasına ilişkin Pay Alım Sözleşmesi imzalamıştır. PGSUS'un bu satın almasını risklerin azaltılması anlamında coğrafi çeşitlendirme, Avrupa'daki varlığını güçlendirme ve yeni fırsatların kapısının açılması olarak değerlendiriyoruz. Smartwings'in dört ülkede; Çek Cumhuriyeti, Slovakya, Polonya ve Macaristan'da uçuş yapma sertifikası olması Avrupa yeni fırsatları ortaya çıkarabilir.
- Sektör için yolcu artış hızında yavaşlama, güvenlik endişeleri, salgın hastalıklar, jeopolitik riskler, birim gelirlerdeki zayıflık, olumsuz kur hareketleri, petrol fiyatlarındaki keskin yükseliş ve maliyet bazının kötüleşmesi temel risk faktörleridir.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa	Ort. Hacim	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
		Değeri (mnTL)	3 Ay (mnTL)	Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2025T	2026T	2025T	2026T	1 Ay	3 Ay	YBB
PGSUS	EÜ	103,400	3,775.1	206.80	322.00	56%	6.4x	5.5x	6.8x	5.5x	-3%	-16%	1%
THYAO	EÜ	398,130	9,916.6	288.50	456.00	58%	4.8x	3.7x	3.4x	3.1x	-2%	-16%	1%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Otomotiv

- Otomotiv sektörü 2025 yılına yüksek baz etkisinden dolayı bir miktar olumsuz beklentiler ile giriş yaptı. Ancak sektöre dair aylık gelen veriler beklenenden daha güçlü bir tablo ortaya koydu. Böylece Türkiye otomotiv endüstrisinin gücünün tekrar test edildiği bir yıl oldu. Öyle ki seneye girilirken 800-900bin adet satış rakamı beklenirken (GY beklenti: 954 bin), Türkiye otomobil ve hafif ticari araç toplam pazarı (Hafif Araç [HA: Binek + Hafif Ticari]), 2025 yılı Ocak-Kasım döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %10 oranında artarak 1.2mn adet olarak gerçekleşti (2024: 1,3mn adet). Binek satışları %10 oranında artarak 938bin adet, HTA pazarı ise aynı dönemde %7 artarak 239bin adet oldu.
- Kapsamımızda olan şirketlerin finansal performansı bu yıl çok iç açıcı değildi. Ancak, 2025 yılını muhtemelen 1,4mn adet gibi rekor bir rakam ile kapatıyor olacağız. Düşen faiz ve iç tüketimde sınırlı canlanmanın etkisi ile 2026 yılında 1,2-1,3mn adet civarında bir toplam pazar beklemenin makul olduğunu düşünüyoruz. Bunun yanında, son yıllarda değişen pazar dinamikleri ve elektrifikasyon gelişmelerini yakından izliyor olacağız.
- Yurt içi üretim tarafı yıllık %2 artarak 1,3mn seviyesinde gerçekleşti. İhracat rakamımız ise yıllık %4 artarak 971bin adet oldu. İhracat oranımız böylece yıllık bazda 1.3puan artarak %73,6 oldu. Otomotiv ihracatında en önemli ticari partnerimiz Euro Bölgesi için IMF'in 2025 büyüme beklentisi %1,2, 2026 için ise beklentiler %1,1 seviyesinde. AB+İngiltere pazarında 9A25'te binek araç yıllık bazda %1,4 artarken, ticari araç pazarı ise %9 daraldı. Dolayısıyla, ihracat tarafında trendlerin 2025'e yakın olmasını bekleriz.
- Ford Otosan yıllık bazda satış adetini %12 artırırken, FAVOK marjı ise %8,1 ile yatay bir görünüm izledi. EUR/TL marjı olumlu etkilerken, artan maliyetler ve rekabetçi fiyatlama ortamı marjı baskıladı. Artan ertelenmiş vergi gideri ve finansal giderler ise net karın yıllık %35 daralmasına neden oldu. Doğuş Otoda, yıllık satış adetleri %12 arttı ancak aynı dönemde FAVOK marjı düşen brüt marj ve artan faaliyet giderleri ile yıllık bazda 4puan düştü ve %7,7 oldu. Net kar düşüşü ise artan finansman giderleri ile yıllık bazda %37 oldu. Tofaş'ın net satışları ise Stellantis birleşmesi neticesinde yıllık bazda %63 artarken, FAVOK marjı ise 7,1puan daralarak %2,7 oldu. Tofaş'ın üretim hacmi ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %22,3 azalış kaydederek 89.385 adet olarak gerçekleşmiştir.
- Kapsamımızdaki otomotiv şirketleri kendilerine has hikayeleri ile oldukça farklılaşıyor. Ford yatırımcısına daha güvenli bir liman sunarken, Tofaş ise belirsizliklerin yüksek olduğu ortamda yeni hikayeler üretme ihtimali ile dikkat çekiyor. Ford'un VW anlaşması ve verimliliği yükselecek modelleriyle ihracat performansını genişletmesini beklerken, Tofaş ise KO modeli ile azalan üretimi telafi çabasında olacak. Otomotiv sektörüne ilişkin nötr duruşumuza rağmen, özellikle FROTO'da ileriye dönük beklentilerin fazlasıyla göz ardı edildiğine inanıyoruz. Doğuş Oto ise %14,9 pazar payı ile yurt içi talebe duyarlı ve şarj pazarında 175 şirket içerisinde 350 soket ile 10. Sırada yer alıyor.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa	Ort. Hacim	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
		Değeri (mnTL)	3 Ay (mnTL)	Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2025T	2026T	2025T	2026T	1 Ay	3 Ay	YBB
DOAS	EP	43,560	353.8	198.00	242.72	23%	4.2x	3.1x	6.0x	3.9x	-3%	-1%	-1%
FROTO	EÜ	344,769	1,469.1	98.25	148.50	51%	8.4x	5.6x	10.3x	5.9x	-1%	-3%	-1%
TOASO	EP	138,625	1,253.5	277.25	345.00	24%	15.5x	7.7x	28.2x	10.9x	9%	-8%	5%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Perakende

- 2026 yılında enflasyondaki beklentimiz düşüşün kademeli olarak devam etmesi ve yılı %25 ile kapatması yönünde. Buna paralel olarak, politika faizinin de 6 puanlık düşüş ile %32 seviyesine ulaşılacağını düşünüyoruz. Büyümenin ise ılımlı seyretmesini, 2025'i %3,7, 2026'yı ise %4 ile kapatmasını bekliyoruz. Aynı şekilde iç tüketimin büyümeye katkısının ise ilgili dönemlerde %1,7 ve %2,3 olacağını tahmin ediyoruz. Özetle, makro beklentilerimiz hızlı bir toparlanmadan ziyade kademeli bir toparlanmanın yaşanacağını ve geçtiğimiz yıla paralel bir seyir izleneceğine işaret ediyor. Genel ücretler seviyesi ise enflasyon yönetimi açısından tüm yıl odakta kalacak. 2026 için yapılan %27 asgari ücret artışı, beklenen enflasyona göre kısmi bir reel artışa işaret etti. Dolayısıyla faizlerdeki düşüşe rağmen geçtiğimiz yıla benzer şekilde, hane halkı alım gücünde toparlanma sınırlı kalabilir.
- Gıda, giyim ve teknoloji AVM ciro endeksi Ekim 25'de bir önceki yıla göre reel bazda -%3, +10%, -3% değişim gösterdi. Gıda perakendecileri (BIMAS, MGROS, SOKM) 2025'i %5 seviyesinde bir ortalama reel büyüme ile kapatırken, gıda dışında ise reel küçülme (MAVI, TKNSA, YATAS) %7 seviyesinde oldu. Faizlerin görece daha düşük seviyelerde oluşması, artmasını beklediğimiz iç tüketim katkısı ve sınırlı da olsa artan alım gücünün etkisi ile gıda perakendesinde reel büyümenin %10 bandında olmasını, gıda dışında ise pozitif bölgeye ulaşmasını olası görüyoruz. Gıda perakendecilerin bu konjonktürde odaklanacağı nokta etkin maliyet yönetimi ve operasyonel kaldıraçın etkisi ile karlılık tarafında iyi performanslarını sürdürmek olacaktır. Güncel verilerde 2025 yılında, BIMAS, MGROS ve SOKM FAVOK marjlarını sırası ile 1,7puan, 1,6puan ve 3,1puan artırdı. Bu başarılı görünümün, 2026'da da devam etmesini bekliyoruz. Asgari ücret artışı perakendecileri satın alma gücü üzerindeki etkisi ve personel giderleri tarafından iki kanaldan etkiliyor. %27 beklentilere paralel geldi ve sektör üzerinde etkisinin maliyet tarafında sınırlı kalması olası. Gıda perakendecileri bu başarılı karlılık performansını gıda enflasyonunun manşetin gerisinde kaldığı bir dönemde yaptılar. Orta vadede, manşete yakınsayacak gıda enflasyonun da karlılık için destekleyici olacağını söylemek mümkün. Düşen faizler kredi kartı maliyetlerini aşağı çekerken, nakit zengini bu şirketlerin finansal getirilerini de törpüleyecektir.
- Gıda dışı perakende de ise karlılık tarafı için oldukça zorlu bir yıl geçti. Sert rekabet koşulları, güçlü TL ve ürünlerin gelir elastikiyetinin yüksek olması zorlayıcı koşullar. Düşen faizlerin finansman maliyeti ve kredi kartları maliyeti tarafında desteği perakende dışı sektörde daha belirgin. Özellikle, net borcu yüksek seviyede seyreden Yataş için düşen faizler net karlılık anlamında oldukça destekleyici.
- Bu koşullar altında sektörde BIMAS'ı model portföyümüzde tutuyoruz. Gıda dışı tarafta ise değerlendirme bazında cazip bir görünüm olmakla birlikte kısa vadeli katalist eksikliği nedeniyle daha uygun zamanlamayı bekliyoruz.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa	Ort. Hacim	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
		Değeri (mnTL)	3 Ay (mnTL)	Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2025T	2026T	2025T	2026T	1 Ay	3 Ay	YBB
BIMAS	EÜ	344,100	3,461.9	573.50	824.78	44%	9.2x	6.6x	15.7x	12.7x	3%	-8%	0%
MGROS	EÜ	103,201	1,288.5	570.00	810.00	42%	3.9x	3.2x	14.2x	11.8x	3%	11%	2%
SOKM	EÜ	31,296	333.6	52.75	71.00	35%	4.8x	2.5x	166.5x	39.4x	0%	30%	-3%
MAVI	EP	34,514	347.9	43.44	53.50	23%	3.7x	3.3x	13.0x	9.0x	8%	2%	-7%
TKNSA	EÜ	4,482	100.8	22.30	38.00	70%	1.4x	1.3x	a.d.	23.2x	-10%	-25%	-5%
YATAS	EP	6,001	38.9	40.06	48.00	20%	11.2x	8.5x	17.1x	9.6x	6%	6%	-6%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Petrol Ürünleri

- EIA'nın 2026 projeksiyonları, küresel petrol piyasasında arzın talep artışının üzerinde seyrettiği bir dengeye işaret ediyor. Buna paralel olarak, 2026 boyunca küresel stok birikiminin devam edeceği bir piyasa yapısı öngörülüyor. Biz de mevcut üretim kapasitesi artışları, OPEC dışı arz dinamikleri ve talep tarafındaki daha ılımlı büyüme görünümü dikkate alındığında, petrol piyasasında yapısal bir sıkılıktan ziyade daha dengeli ve arz fazlasına yakın bir görünümün öne çıktığını düşünüyoruz. Bu çerçevenin, fiyatların yukarı yönlü potansiyelini sınırlandıran temel unsur olmaya devam edeceği kanaatindeyiz.
- Fiyat tarafında EIA, 2026 yılı için Brent ham petrolün ortalama yaklaşık 55 ABD doları/varil, WTI'nın ise 51 ABD doları/varil seviyelerinde dengeleneceğini öngörüyor. Bu tahminler, jeopolitik risklerin tamamen ortadan kalkmadığı bir ortamda dahi, stok dinamikleri ve arz artışının fiyatlar üzerindeki baskın etkisini yansıtıyor. Biz de baz senaryoda, OPEC+ politikaları ve jeopolitik gelişmelerin fiyatlarda dönemsel oynaklık yaratabileceğini, ancak kalıcı ve güçlü bir fiyat sıkılaşması oluşturmasının zor olduğunu düşünüyoruz.
- Petrol ürünleri tarafında ise ham petrol piyasasına kıyasla daha dengeli bir görünüm olduğunu değerlendiriyoruz. Ham petrol fiyatlarının görece düşük seyri, benzin ve dizel fiyatları üzerinden nihai tüketiciye yansırken, bu durum ürün talebini destekleyici bir unsur olarak öne çıkıyor. Buna karşın, rafineri kapasite kullanım oranları, bakım takvimleri ve bölgesel arz kısıtları nedeniyle ürün piyasalarında dönemsel sıkılıkların devam edebileceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede, rafineri marjlarının ham petrol fiyatlarına kıyasla daha dirençli bir görünüm sergilemesi olası görünüyor.
- Genel olarak, EIA'nın 2026 fiyat projeksiyonları ile mevcut arz-talep dinamiklerini birlikte değerlendirdiğimizde, upstream segment için daha temkinli bir görünüm öne çıkarken, petrol ürünleri ve rafinaj tarafının göreceli olarak daha destekleyici bir denge sunduğunu düşünüyoruz. Bu ayrışmanın, 2026 boyunca sektör içi performans farklarını belirleyen ana unsurlardan biri olmaya devam edeceği kanaatindeyiz.
- Tüpraş tarafında, ürün marjlarının tarihsel ortalamaların üzerinde seyretmeye devam etmesini operasyonel kârlılık açısından destekleyici buluyoruz ve bu görünümün önümüzdeki dönemde de korunmasını bekliyoruz. Şirketin ağır petrol işleyebilme kabiliyeti sayesinde geçmiş yıllarda elde ettiği diferansiyel katkının devam edeceğini öngörmekle birlikte, ağır-hafif petrol fiyat spreadindeki daralmaya paralel olarak bu katkının önceki dönemlere kıyasla daha sınırlı kalabileceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte, Venezuela kaynaklı gelişmelerin ağır petrol fiyatlarında bir miktar yumuşama yaratma potansiyeli bulunması, Tüpraş açısından bu riski kısmen dengeleyebilecek bir unsur olarak öne çıkıyor. Güçlü nakit yaratma kapasitesi ve öngörülebilir temettü politikasıyla Tüpraş'ı beğendiğimiz şirketler arasında konumlandırmaya devam ediyoruz.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa	Ort. Hacim	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
		Değeri (mnTL)	3 Ay (mnTL)	Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2025T	2026T	2025T	2026T	1 Ay	3 Ay	YBB
TUPRS	EÜ	385,359	3,574.1	200.00	264.81	32%	5.0x	4.5x	13.1x	12.4x	-7%	-2%	2%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Savunma

- Savunma sanayi sektörü için 2025 yılında olduğu gibi 2026 yılında da olumlu beklentilerimizi sürdürüyoruz. 2023 yılında jeopolitik risklerin tetiklediği küresel harcama artışı, 2024 ve 2025'te hem hacim hem de bütçe bazında güçlenerek devam etmiştir. 2026 yılı için güvenlik endişeleri ve uzun vadeli savunma planlamaları savunma harcamaları artışının devamını sağlayabilir.
- Dünya genelinde ülkelerin savunma bütçelerindeki artış, Türk Savunma sanayinde son yıllarda devam eden dönüşüm, yüksek rekabetin yaşandığı uluslararası savunma pazarında Türkiye'nin artan ihracatı, yerlilik oranının artırılması, yurt dışı bağımlılığının azaltılması için yapılan çalışmalar ve yatırımlardan dolayı savunma sanayi sektörünü beğeniyoruz.
- Ukrayna - Rusya savaşının sona ermesi olasılığında da dahi, savunma harcamalarının gerileyeceğini düşünmüyoruz. Özellikle, Avrupa'da Rusya kaynaklı tehdit algısı, ülkelerin savunma kapasitesini artırmayı stratejik bir zorunluluk olarak konumlandırmıştır. ABD, NATO ülkelerinin savunma harcamalarını GSYH'nin %5'e çıkarmalarını istemektedir. (%3,5 doğrudan ekipman, %1,5 altyapı yatırımı). Bu hedef 2026 ve sonrasında yönelik en güçlü yapısal katalizörlerden biri olarak öne çıkmaktadır.
- 2023 yılında dünya genelinde askeri harcamalar 2,4 trilyon ABD\$ olurken, 2024 yılında yıllık %9,4 artışla 2,72 trilyon ABD\$ ulaşmıştır. 2024 yılında en fazla askeri harcama yapan ilk 10 ülke sırasıyla ABD (997 milyar ABD\$), Çin (314 milyar ABD\$), Rusya (149 milyar ABD\$), Almanya (88,5 milyar ABD\$), Hindistan, İngiltere, Suudi Arabistan, Ukrayna, Fransa ve Japonya olmuştur.
- 2023 yılı dünyada askeri harcama sıralamasında 19. sırada yer alan Türkiye, 2024 yılında yaklaşık 25,0 milyar dolarlık harcama ile 17.sıraya yükselmiştir. İsrail-İran geriliminin bölgesel güvenlik algısını yeniden şekillendirmesi, savunma yatırımlarının öne çekilmesine neden olmuştur. Türkiye savunma sanayii 2026 yılına güçlü bir ivmeyle girmektedir. Savunma ekipmanları bütçesinin yaklaşık 18 milyar dolara yükseltilmesi ve bu artışın önemli bir kısmının Çelik Kubbe projesinden kaynaklanması, sektörde ölçek ve görünürlük açısından önemli bir sıçramaya işaret etmektedir.
- ASELSAN'ın toplam iş yükü, sürekli devam eden yeni proje alımları sayesinde 3Ç25 sonunda 17,9milyar ABD\$'lık büyüklüğe erişerek, 2023'teki 10,8milyar ABD\$ ve 2024'teki 12,6milyar ABD\$ büyüklüğüne kıyasla ciddi bir sıçrama kaydetmiştir. ASELSAN hem doğrudan hem de dolaylı olarak başka firmaların sözleşmeleri üzerinden ihracat yapmaktadır. 9A25'te 1,45milyar ABD\$ olan ihracat sözleşmeleri yıllık %171 artış göstermiştir. Şirket ihracatını artırmaya odaklanmış olup yurtdışı ofisler, temsilcilikler açarak ihracat odaklı büyüme stratejisini sürdürmektedir. Türkiye'nin yükselen savunma bütçesi ve ASELSAN'ın stratejik konumu düşünüldüğünde, önümüzdeki dönemde de ASELSAN'daki büyümenin süreceğine inanıyoruz.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa	Ort. Hacim	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
		Değeri (mnTL)	3 Ay (mnTL)	Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2025T	2026T	2025T	2026T	1 Ay	3 Ay	YBB
ASELS	EÜ	1,171,920	5,820.9	257.00	358.00	39%	25.9x	16.5x	44.9x	25.5x	25%	7%	4%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Telekom

- Telekom sektörü için olumlu görüşümüz devam etmektedir. 2026 yılı Telekom sektörü için 5G teknolojisinin olgunlaşması ve ticarileşme süreci, lisans ödemeleri nedeniyle artan borçluluk oranları, segment bazlı fiyatlandırma stratejileri, daha ılımlı olmak üzere reel ARPU büyümesinin devamı, tek haneli reel gelir artışı ve karlılık marjlarının korunması olarak öne çıkmaktadır. 2026 yılı, telekom sektörü açısından yüksek büyüme döneminden ziyade öngörülebilirlik, marj istikrarı ve reel büyümenin ön plana çıktığı bir denge yılı olarak şekillenmektedir.
- 2026'nın en önemli gündem maddesi, mobil operatörlerin 5G lisans bedellerini ödemeye devam etmesi ve 5G teknolojisinin yaygınlaşma sürecidir. 5G ihalesi 16 Ekim 2025'te yapılmış olup operatörlerin 5G hizmetini 1 Nisan 2026 itibarıyla başlatması planlanmaktadır. 5G ile birlikte, düşük gecikme ve yüksek hız gerektiren hizmetler (AR/VR, bulut oyunları, video akışı, akıllı fabrika çözümleri vb.) aynı zamanda akıllı şehirler ve otonom sistemler mümkün hale gelmektedir. 5G yatırım döngüsü, özellikle 2026'da operatörlerin yatırım harcamalarını yükseltecek olmasına karşın, lisans ödemeleri dâhil Net Borç/FAVÖK oranının Turkcell için 1.0x ve Türk Telekom için ise 2,3x'ün altında kalacağını düşünüyoruz.
- Rekabet tarafında, 2026 yılı telekom sektörü için daha ılımlı bir rekabet ortamı olasılığı öne çıkmaktadır. 5G lisansı ve artan yatırım ihtiyaçları, sektör genelinde agresif fiyat rekabetini sınırlayıcı bir unsur olarak değerlendiriyoruz. Bu durum, ARPU büyümesini destekleyebilir. Diğer taraftan enflasyondaki yavaşlama eğilimine paralel olarak fiyat ayarlamalarının daha segment bazında ve küçük miktarlarda yapılıyor olması ARPU büyümelerinin önceki yıllara kıyasla daha ılımlı olmasına neden olabilir.
- Türk Telekom ile Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu (BTK) arasında sabit hat ve altyapı imtiyaz sözleşmesi 28 Şubat 2026'dan itibaren 2050'ye kadar uzatılmıştır. İmtiyaz Sözleşmesinin Uzatılması ile belirsizliğin ortadan kalkması, yönetimin uzun vadeli strateji uygulamasına olanak vereceği gibi Stratejik ortaklıkların ve yeni fırsatların önünü açabilir.
- Dijitalleşmenin ve yapay zekâ uygulamalarının artmasıyla birlikte, veri merkezleri ve bulut hizmetleri, telekom şirketleri için önemli bir gelir kaynağı haline gelecektir. Türkiye'nin bölgesel bir veri merkezi olma yolundaki adımları, bu alandaki yatırım ve iş birliklerini artıracaktır.
- Hatırlatmak gerekirse, Kasım 2025'te Turkcell ve Google, Google Cloud hizmetlerinin Türkiye'de sunulması için anlaşma imzalamıştır. Turkcell, Türkiye'de 2028- 2029 yılları arasında faaliyete geçmesi planlanan, Google'a barındırma hizmeti vereceği 3 yeni nesil veri merkezi kuracak. Böylelikle, dünya genelinde 43. Google Cloud bölgesi Türkiye'de kurulmuş olacak. Aynı zamanda Turkcell, Google Cloud hizmetlerinin Türkiye'de yetkili satıcısı olacak.
- Telekom operatörlerinin yenilenebilir enerji alanlarındaki yatırımları devam etmektedir. Bu yatırımları enerji fiyatlarındaki dalgalanmalara karşı koruma, enerji güvenliği, enerji maliyetlerinin azaltılması ve çevresel etki anlamında önemli buluyoruz.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa Değeri (mnTL)	Ort. Hacim 3 Ay (mnTL)	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
				Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2025T	2026T	2025T	2026T	1 Ay	3 Ay	YBB
TCELL	EÜ	218,020	2,497.8	99.10	154.00	55%	2.6x	2.0x	10.5x	8.6x	-6%	-9%	0%
TTKOM	EÜ	207,200	1,507.7	59.20	88.00	49%	2.8x	2.2x	8.4x	7.0x	-3%	3%	-4%

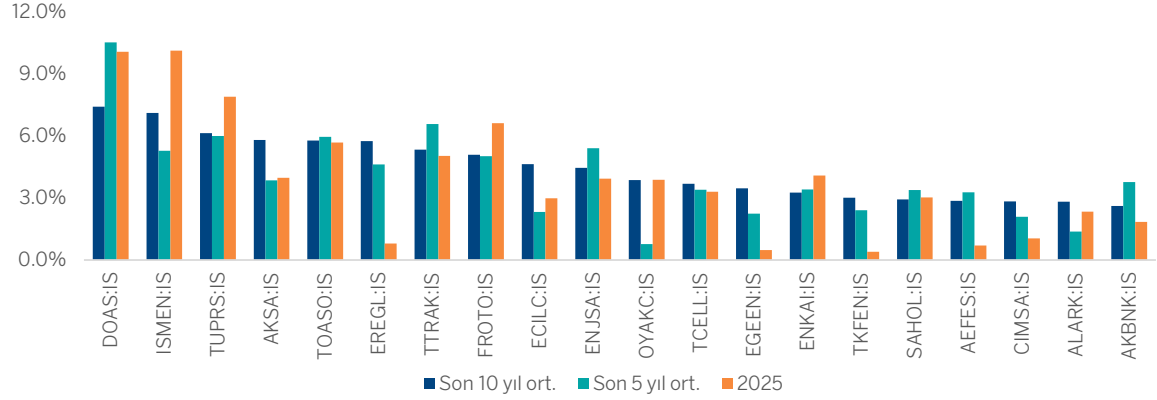
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Temettü

Hisse	Tavsiye	2025T Net Kâr (TL mn)	Temettü (TL mn)	Dağıtım Oranı	Ödenmiş Sermaye	Hisse Başına Temettü (TL)	Kapanış Fiyatı (TL)	Temettü Verimi
TUPRS	EÜ	29,401	35,281	120%	1,927	18.31	200.00	9.2%
DOAS	EP	7,236	3,618	50%	220	16.45	198.00	8.3%
TRGYO	EÜ	14,446	6,141	43%	1,000	6.14	78.20	7.9%
ANSGR	EÜ	12,234	3,100	25%	2,000	1.55	23.58	6.6%
FROTO	EÜ	33,372	22,026	66%	3,509	6.28	98.25	6.4%
EKGYO	EÜ	13,095	3,382	26%	3,800	0.89	21.68	4.1%
BIMAS	EÜ	21,882	13,129	60%	600	21.88	573.50	3.8%
AKBNK	EÜ	59,309	14,679	25%	5,200	2.82	74.40	3.8%
AEFES	EP	12,056	3,617	30%	5,921	0.61	16.40	3.7%
MAVI	EP	2,646	1,058	40%	795	1.33	43.44	3.1%
THYAO	EÜ	116,954	11,695	10%	1,380	8.47	288.50	2.9%
ISCTR	EP	63,188	10,742	17%	25,000	0.43	14.64	2.9%
AVPGY	EÜ	3,312	623	19%	400	1.56	53.10	2.9%
TCELL	EÜ	20,683	6,205	30%	2,200	2.82	99.10	2.8%
MGROS	EÜ	7,257	2,903	40%	181	16.03	570.00	2.8%
CCOLA	EP	15,644	4,693	30%	2,798	1.68	62.05	2.7%
TURSG	EÜ	18,587	3,000	16%	10,000	0.30	11.55	2.6%
TTKOM	EÜ	24,657	4,931	20%	3,500	1.41	59.20	2.4%
AKGRT	EÜ	2,810	250	9%	1,612	0.16	6.95	2.2%
ISGYO	EP	836	391	47%	959	0.41	21.56	1.9%
SAHOL	EÜ	17,600	3,520	20%	2,100	1.68	92.00	1.8%
TOASO	EP	4,920	2,460	50%	500	4.92	277.25	1.8%
YATAS	EP	350	105	30%	150	0.70	40.06	1.7%
KCHOL	EÜ	36,500	7,300	20%	2,536	2.88	185.10	1.6%
AKSEN	EP	9,004	1,212	13%	1,226	0.99	68.55	1.4%
SISE	EP	7,646	1,529	20%	3,063	0.50	40.24	1.2%
TRALT	EP	5,127	1,538	30%	3,203	0.48	44.20	1.1%
ASELS	EÜ	26,098	2,610	10%	4,560	0.57	257.00	0.2%
SOKM	EÜ	188	56	30%	593	0.10	52.75	0.2%

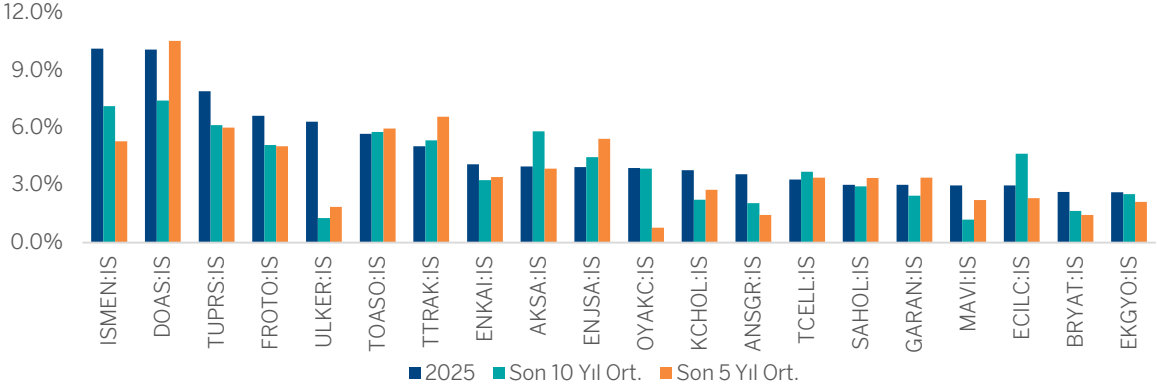
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Son 10 yıl en yüksek temettü verimine ulaşan BIST100 şirketleri



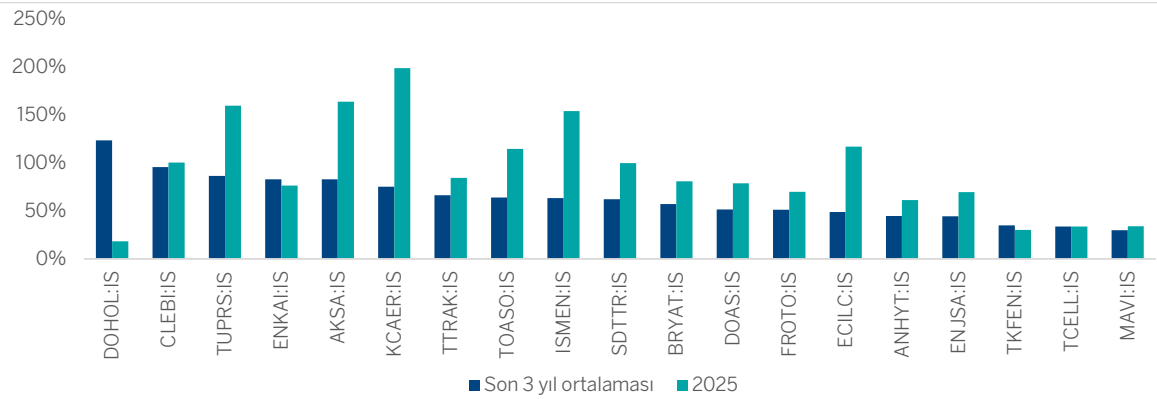
Kaynak: Equity RT, Garanti BBVA Yatırım

2025'te en yüksek temettü verimine ulaşan BIST100 şirketleri



Kaynak: Equity RT, Garanti BBVA Yatırım

Son 3 yıl en yüksek temettü dağıtım oranına sahip BIST100 şirketleri



Kaynak: Equity RT, Garanti BBVA Yatırım

Tavsiye Listesi

Bu raporumuzla, **AKSEN, EP** (Önceki: EÜ), **CCOLA, EP** (Önceki: EÜ), **ENTRA, EÜ** (Önceki: EP), **HALKB, EA** (Önceki: EP), **MAVI, EP** (Önceki: EÜ), **TOASO, EP** (Önceki: EÜ), **TSKB, EP** (Önceki: EÜ), **VAKBN, EÜ** (Önceki: EP), **YATAS, EP** (Önceki: EÜ) için tavsiyelerimizi değiştiriyoruz.

06.01.2026	Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	Ort. Hacim**	F/K 2025T	F/K 2026T	F/DD 2025T	F/DD 2026T	Özkaynak Get. 2025T	Özkaynak Get. 2026T
Garanti Bankası	GARAN	Not Yok	150.30	-	-	631,260	14,692	4,182	5.9	3.8	1.2	0.9	23.0%	28.0%
Yapı Ve Kredi Bankası	YKBNK	EÜ	38.68	53.4	38%	326,732	7,604	6,212	5.7	3.5	1.3	0.9	25.0%	27.0%
Halk Bankası	HALKB	EA	43.16	32.5	-25%	310,095	7,217	1,826	10.5	6.3	1.5	1.2	16.0%	21.0%
İş Bankası (C)	ISCTR	EP	14.64	18.0	23%	366,000	8,518	6,892	5.8	3.4	0.9	0.7	18.0%	24.0%
T. Vakıflar Bankası	VAKBN	EÜ	32.98	45.5	38%	327,027	7,611	1,147	5.6	3.6	1.2	0.9	23.0%	28.0%
Akbank	AKBNK	EÜ	74.40	105.0	41%	386,880	9,004	6,773	6.5	4.0	1.3	1.0	22.0%	29.0%
T.S.K.B.	TSKB	EP	13.54	16.0	18%	37,912	882	335	3.0	2.3	0.8	0.6	33.0%	31.0%
	Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	Ort. Hacim**	F/K 2025T	F/K 2026T	F/DD 2025T	F/DD 2026T	Özkaynak Get. 2025T	Özkaynak Get. 2026T
Türkiye Sigorta	TURSG	EÜ	11.55	16.2	40%	115,500	2,688	476	6.2	4.8				
Anadolu Sigorta	ANSGR	EÜ	23.58	53.4	126%	47,160	1,098	181	3.9	3.1				
Aksigorta	AKGRT	EÜ	6.95	11.0	58%	11,203	261	87	4.0	3.6				
	Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	Ort. Hacim**	F/K 2025T	F/K 2026T	FD/FVAÖK 2025T	FD/FVAÖK 2026T	FD/Satış 2025T	FD/Satış 2026T
Koç Holding	KCHOL	EÜ	185.10	295.0	59%	469,395	10,925	4,927	12.9	9.0				
Sabancı Holding	SAHOL	EÜ	92.00	143.8	56%	193,235	4,497	2,661	11.0	9.0				
	Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	Ort. Hacim**	F/K 2025T	F/K 2026T	FD/FVAÖK 2025T	FD/FVAÖK 2026T	FD/Satış 2025T	FD/Satış 2026T
* Emlak G.M.Y.O.	EKGYO	EÜ	21.68	36.00	66%	82,384	1,917	3,589	6.3	10.2	6.4	9.5	1.6	2.3
* Avrupakent Gayrimenkul Y	AVPGY	EÜ	53.10	85.0	60%	21,240	494	65	6.4	4.1	6.2	7.7	2.9	4.5
İş G.M.Y.O.	ISGYO	EP	21.56	22.4	4%	20,671	481	112	24.7	18.2	14.8	10.6	6.8	4.3
Torunlar G.M.Y.O.	TRGYO	EÜ	78.20	111.0	42%	78,200	1,820	129	5.4	5.0	7.2	6.5	4.3	3.8
	Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	Ort. Hacim**	F/K 2025T	F/K 2026T	FD/FVAÖK 2025T	FD/FVAÖK 2026T	FD/Satış 2025T	FD/Satış 2026T
Aksa Enerji	AKSEN	EP	68.55	82.8	21%	84,065	1,957	449	9.3	21.7	11.5	6.7	3.5	2.0
Anadolu Efes Biracılık	AEFES	EP	16.40	21.0	28%	97,105	2,260	1,117	8.1	6.0	3.8	2.9	0.6	0.5
Arçelik	ARCLK	EP	110.10	152.0	38%	74,398	1,732	355	-13.6	22.2	7.2	4.8	0.4	0.3
* Aselsan	ASELS	EÜ	257.00	358.0	39%	1,171,920	27,275	5,600	44.9	25.5	25.9	16.5	6.7	4.3
Aydem Yenilenebilir Enerji	AYDEM	EÜ	22.20	41.1	85%	15,651	364	73	91.0	9.1	6.9	5.2	4.1	3.9
* Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	EÜ	573.50	824.8	44%	344,100	8,009	2,954	15.7	12.7	9.2	6.6	0.5	0.4
Coca Cola İçecek	CCOLA	EP	62.05	75.4	22%	173,621	4,041	479	11.1	8.5	6.2	4.8	1.1	0.8
* Ereğli Demir Çelik	EREGL	EP	25.12	30.6	22%	175,840	4,093	4,961	89.2	47.7	13.0	8.4	1.1	0.9
Doğuş Otomotiv	DOAS	EP	198.00	242.7	23%	43,560	1,014	387	6.0	3.9	4.2	3.1	0.3	0.2
İc Enterra Yenilenebilir Ene	ENTRA	EÜ	10.38	16.1	56%	19,151	446	175	16.3	12.9	7.9	6.4	6.2	5.1
Ford Otosan	FROTO	EÜ	98.25	148.5	51%	344,769	8,024	1,446	10.3	5.9	8.4	5.6	0.5	0.4
Galata Wind Enerji	GWIND	EÜ	23.84	39.6	66%	12,874	300	95	31.4	9.6	7.0	5.0	4.9	3.6
* Kardemir (D)	KRDMD	EÜ	27.34	40.9	49%	21,331	496	1,482	21.1	17.0	4.8	3.9	0.6	0.4
Tr Anadolu Metal Madencilik	TRMET	EP	114.00	142.0	25%	44,241	1,030	694	17.3	13.8	5.8	4.1	1.5	1.2
Türk Altın İşletmeleri	TRALT	EP	44.20	56.0	27%	141,551	3,294	3,538	27.6	22.1	27.4	19.3	7.7	5.8
* Mavi Giyim	MAVI	EP	43.44	53.5	23%	34,514	803	450	13.0	9.0	3.7	3.3	0.7	0.5
Migros	MGROS	EÜ	570.00	810.0	42%	103,201	2,402	1,193	14.2	11.8	3.9	3.2	0.2	0.2
Pegasus Hava Taşımacılığı	PGSUS	EÜ	206.80	322.0	56%	103,400	2,407	3,912	6.8	5.5	6.4	5.5	1.6	1.4
Şişe Cam	SISE	EP	40.24	52.0	29%	123,264	2,869	1,713	16.1	13.4	12.2	9.2	1.1	1.0
Şok Marketler Ticaret	SOKM	EÜ	52.75	71.0	35%	31,296	728	294	166.5	39.4	4.8	2.5	0.1	0.1
* Teknosa	TKNSA	EÜ	22.30	38.0	70%	4,482	104	109	-12.2	23.2	1.4	1.3	0.1	0.1
Tofaş Otomobil Fab.	TOASO	EP	277.25	345.0	24%	138,625	3,226	1,285	28.2	10.9	15.5	7.7	0.5	0.4
Turkcell	TCELL	EÜ	99.10	154.0	55%	218,020	5,074	2,521	10.5	8.6	2.6	2.0	1.1	0.8
Türk Telekom	TTKOM	EÜ	59.20	88.0	49%	207,200	4,822	1,360	8.4	7.0	2.8	2.2	1.2	0.9
Türk Hava Yolları	THYAO	EÜ	288.50	456.0	58%	398,130	9,266	10,039	3.4	3.1	4.8	3.7	0.8	0.6
* Tüpraş	TUPRS	EÜ	200.00	264.8	32%	385,359	8,969	3,465	13.1	12.4	5.0	4.5	0.3	0.3
Ülker	ULKER	EÜ	115.90	172.5	49%	42,799	996	678	5.5	4.3	4.2	3.4	0.7	0.6
* Yataş	YATAS	EP	40.06	48.0	20%	6,001	140	41	17.1	9.6	11.2	8.5	0.6	0.6
BIST 100	XU100		12,024			11,895,434	276,855	128,213	9.7	6.8				

*: BIST Katılım Endeksinde Dahildir, **: 6 aylık, (mn TL), EÜ: Endeks Üzeri, EP: Endekse Paralel, EA: Endeks Altı, GG: Gözden Geçiriliyor

BIST-100 Piyasa Beklentileri

2026'da en yüksek FAVOK büyümesi beklenen şirketler	2025T	2026T	24-25 Artış	25-26 Artış	2025T FD/FVAÖK	2026T FD/FVAÖK
EREGL:IS	20,849	42,584	-1%	104%	12.2	6.0
TOASO:IS	10,215	20,577	10%	101%	14.6	7.2
SOKM:IS	6,749	12,771	a.d.	89%	3.3	1.8
SAHOL:IS	95,384	170,131	46%	78%	28.1	15.8
TTRAK:IS	5,766	9,902	-41%	72%	11.8	6.9
VESTL:IS	9,632	16,344	12%	70%	9.9	5.8
AKSA:IS	4,822	7,814	8%	62%	13.2	8.2
OTKAR:IS	4,055	6,444	-627%	59%	21.0	13.2
KRDMD:IS	6,178	9,547	116%	55%	4.4	2.8
SISE:IS	32,181	49,254	197%	53%	7.1	4.6
FROTO:IS	52,650	78,927	32%	50%	8.5	5.6
AKSEN:IS	12,073	17,909	68%	48%	7.2	4.9
ARCLK:IS	33,761	47,489	51%	41%	7.0	5.0
BIMAS:IS	40,822	56,749	81%	39%	8.7	6.2
ASELS:IS	45,263	62,166	50%	37%	22.2	16.2
DOAS:IS	16,015	21,956	-4%	37%	3.9	2.8
ENKAI:IS	34,214	45,230	49%	32%	8.0	6.1
ASTOR:IS	11,303	14,861	42%	31%	8.1	6.2
TTKOM:IS	93,069	121,524	58%	31%	2.5	1.9
CCOLA:IS	31,684	41,127	31%	30%	4.8	3.7

2026'da en yüksek Satış büyümesi beklenen şirketler	2025T	2026T	24-25 Artış	25-26 Artış	2025T F/NS	2026T F/NS
KCHOL:IS	2,324,850	2,747,964	44%	44%	0.2	0.2
TTRAK:IS	55,081	79,217	-18%	44%	1.0	0.7
TOASO:IS	309,331	443,274	157%	43%	0.4	0.3
AKSA:IS	37,844	52,663	33%	39%	1.0	0.7
FROTO:IS	836,033	a.d.	41%	36%	0.4	a.d.
ENKAI:IS	157,936	212,951	57%	35%	3.1	2.3
SAHOL:IS	1,228,011	1,655,109	529%	35%	0.2	0.1
ASELS:IS	180,257	242,935	50%	35%	6.1	4.5
ASTOR:IS	37,069	49,287	39%	33%	3.2	2.4
OTKAR:IS	56,813	75,190	68%	32%	1.0	0.8
KRDMD:IS	65,821	86,994	70%	32%	0.3	0.2
TTKOM:IS	230,126	303,811	42%	32%	0.9	0.7
MGROS:IS	412,345	543,698	40%	32%	0.2	0.2
MPARK:IS	54,552	71,349	37%	31%	1.4	1.0
BIMAS:IS	724,082	942,345	39%	30%	0.5	0.4
ARCLK:IS	542,509	692,148	27%	28%	0.1	0.1
EREGL:IS	217,458	277,215	7%	27%	0.8	0.6
CCOLA:IS	183,688	233,834	33%	27%	0.9	0.7
ULKER:IS	113,073	143,263	34%	27%	0.4	0.3
TCELL:IS	238,398	300,832	50%	26%	0.9	0.7

2026'da en yüksek kar büyümesi beklenen şirketler	2025T	2026T	24-25 Artış	25-26 Artış	2025T F/K	2026T F/K
EREGL:IS	3,731	16,248	-72%	335%	46.0	10.6
SOKM:IS	188	794	207%	323%	159.9	37.8
KCHOL:IS	22,927	78,435	1656%	242%	19.9	5.8
DOHOL:IS	2,891	8,442	-33%	192%	16.2	5.5
TTRAK:IS	1,262	3,434	-78%	172%	41.7	15.3
SISE:IS	9,619	25,694	92%	167%	12.6	4.7
TOASO:IS	4,920	12,674	-6%	158%	27.4	10.7
AKBNK:IS	57,742	102,408	36%	77%	6.6	3.7
TUPRS:IS	32,343	40,429	77%	77%	11.5	9.2
ISCTR:IS	73,466	129,300	61%	76%	4.9	2.8
YKBNK:IS	54,227	95,131	87%	75%	6.0	3.4
FROTO:IS	33,372	58,227	a.d.	74%	10.1	5.8
OTKAR:IS	2,018	3,456	-165%	71%	29.0	17.0
HALKB:IS	29,479	50,293	95%	71%	9.7	5.7
ASELS:IS	25,150	40,661	64%	62%	43.5	26.9
TCELL:IS	19,800	31,606	-16%	60%	10.8	6.7
DOAS:IS	7,236	11,053	-5%	53%	5.9	3.9
MAVI:IS	2,646	3,845	-3%	45%	12.6	8.7
TTKOM:IS	25,807	37,019	205%	43%	7.9	5.5
VAKBN:IS	68,420	96,184	69%	41%	4.7	3.4

Kaynak: EquityRT, Garanti BBVA Yatırım

Araştırma/Y. Danışmanlığı/ U. Piyasalar

ÖZGÜR YURTDAŞSEVEN	Direktör	OYurtdasseven@garantibbvayatirim.com.tr
MAKROEKONOMİ		
NİHAN ZİYA ERDEM	Başekonomist	NihanZ@garantibbvayatirim.com.tr
EMRE MURSA LOĞLU	Döviz, faiz piyasaları	ArifMu@garantibbvayatirim.com.tr
YATIRIM DANIŞMANLIĞI		
HALUK ACAR	BIST, VIOP	HAcar@garantibbvayatirim.com.tr
ULUSLARARASI PİYASALAR		
CEM TÖZGE	Yurt dışı piyasalar, emtia	CTozge@garantibbvayatirim.com.tr
NİHAT UĞUR	Yurt dışı piyasalar, emtia	BurakUg@garantibbvayatirim.com.tr
İLKE SUN, CFA	Yurt dışı piyasalar, emtia	IlkeSun@garantibbvayatirim.com.tr
ARAŞTIRMA - TEMEL ANALİZ		
RECEP DEMİR, CFA	Bankacılık	RDemir@garantibbvayatirim.com.tr
HALİL KAHVE	Cam Dayanıklı Tüketim Havayolları Madencilik Savunma Telekom	HKahve@garantibbvayatirim.com.tr
CENK ÖZDEMİR	Demir Çelik Elektrik Petrol Ürünleri	COzdemir@garantibbvayatirim.com.tr
KASIM EMRE DUMAN	Sigorta Gayrimenkul	KasimDu@garantibbvayatirim.com.tr

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Towers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40