

Gedik Yatırım Strateji Raporu

26 Aralık 2025

CDS ve Enflasyonda Gerileme Tahvil ve Borsa için
Elverişli Bir Zemin Oluşturuyor

GedikYatırım

Strateji Raporu: Öne Çıkan Başlıklar



Ekonomik Görünüm

2026'ya girerken Türkiye ekonomisinde risk primindeki düşüş, portföy girişleri ve TL'de kontrollü reel değerlenme, makro çerçevenin ana unsurları olarak öne çıkıyor. CDS primindeki hızlı geri çekilmeden DİBS piyasasının henüz yeterince faydalanamadığını düşünüyoruz. Bu durumun 2026 yılında DİBS piyasası için önemli bir potansiyel barındırdığını düşünüyoruz.

DİBS Faizleri

DİBS piyasasına önümüzdeki dönemde 2024 yılındakine (16 milyar \$) yakın tutarda yabancı girişi potansiyeli olduğunu değerlendiriyoruz. Bu potansiyel girişlerle birlikte, halen %30 civarında seyreden 10-yıllık tahvil faizlerinde %25-26'lı seviyelere doğru geri çekilmeyi olası görüyoruz.

Kur ve Enflasyon

TL'de süregelen reel değerlenmenin reel sektörün rekabet gücünde yarattığı yıpranmayı ve potansiyel iç ve dış gelişmeleri de dikkate alarak \$/TL kurunu 2026 sonu için 52,50 seviyesinde öngörüyoruz. Buna bağlı olarak, TÜFE enflasyonu beklentimiz 2026 sonu için %24,5, yıllık ortalama olarak da kabaca %27,0 olarak şekilleniyor.

Para Politikası

TCMB faiz indirim adımlarını, net mevduat faizinin geçmiş enflasyonun altına düşmesine izin vermeyen bir hızda gerçekleştirmesini bekleriz, ki bu da 100-150 baz puanlık indirim adımlarını destekliyor. Öngördüğümüz enflasyon patikasına göre politika faizini 2026 sonunda %30 seviyesinde bekliyoruz. Bu toplamda kabaca 800 baz puanlık bir indirime işaret ediyor. İndirimlerin önemli bir kısmının da (500-600 baz puan) Haziran/Temmuz itibarıyla tamamlanabileceğini düşünüyoruz.

Piyasalara Dair Beklentiler

Tahminlerimize göre 2026 yılında gerek faaliyet gerekse net karda artış beklemekteyiz.

Bu bağlamda bankacılık ve sanayii segmentlerindeki net kar büyüme tahminimiz %30 iken, FAVÖK büyüme tahminimiz ise %16'ya yakın.

2026 yılında sektörel bazda reel kar performansı ve değerlemeler göz önüne alındığında, öne çıkarmak istediğimiz sektörler, orta vadede **bankacılık, gıda perakendeciliği, sağlık, gıda, seçici olarak taahhüt, ve telekomünikasyon** sektörleridir.

BIST-100 Endeks hedef değerimiz %41'lik yükselme potansiyeliyle 16,069 (Önceki: 14,760).

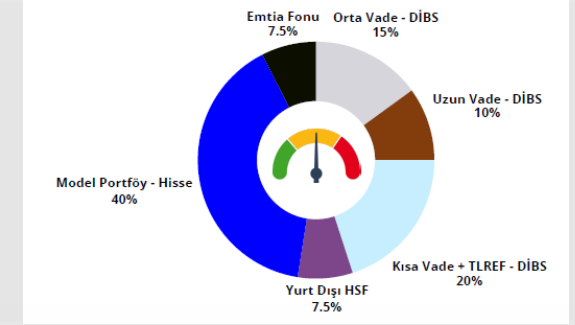
Bu bağlamda, hedef değerler bankacılık sektöründe %46, sanayi sektörlerinde %36 ve holdinglerde %62 yükselme potansiyeline işaret ediyor.

2026 sonu makro beklentiler:

TÜFE enflasyonu: %24,5
Politika faizi: %30,0
\$/TL kuru: 52,50
10-yıllık DİBS faizi: %25,0

GSYH büyümesi: %3,4
Cari açık: 32 milyar \$
Bütçe açığı/GSYH: %3,5

Varlık Dağılımı



Model Portföy

- | | |
|--------------------------|--------------------------------|
| #AKBNK (Akbank) | Migros (Migros) |
| #COLA (Coca-Cola İçecek) | #SAHOL (Sabancı Holding) |
| #DOHOL (Doğan Holding) | #TABGD (Tab Gıda) |
| #ENKAI (ENKA İnşaat) | #THYAO (Türk Hava Yolları) |
| #ISCTR (İş Bankası) | #TCELL (Turkcell) |
| #KCHOL (Koç Holding) | #YKBNK (Yapı ve Kredi Bankası) |
| #MPARK (Mlp Sağlık Hiz.) | |

Hisse Tavsiye Değişikliklerimiz

Endeks Üzerinde Getiri'ye yükselenler: Anadolu Grubu Holding, Akış GYO, İş Bankası, Tofaş, Yapı Kredi Bankası, Zorlu Enerji

Endekse Paralel Getiri'ye düşenler: Anadolu Metal, Koza Altın, Ülker, Kocaer Çelik

Endekse Paralel Getiri'ye yükselenler: Tekfen

CDS ve Enflasyonda Gerileme Tahvil ve Borsa İçin Elverişli Bir Zemin Oluşturuyor

- 2026'ya girerken, Türkiye'nin makro-finansal görünümü belirgin şekilde gerileyen ülke risk primi, güçlü portföy girişleri ve dezenflasyon stratejisinde Türk lirasında kontrollü reel değerlenmeyi merkeze alan bir para politikası çerçevesi tarafından şekilleniyor. Dezenflasyon süreci devam etmekle birlikte, iç talep ve beklenti kanalından gelen desteğin sınırlı kalması nedeniyle bu sürecin hızı başlangıçta öngörülene kıyasla daha yavaş ilerliyor. Bu çerçevede dezenflasyonun yükü büyük ölçüde kur kanalı üzerinde kalmaya devam ediyor. Bu arka plan altında, CDS primlerindeki sert düşüş henüz yurt içi tahvil faizlerine tam anlamıyla yansımış değil. Bu ayrışma, devlet tahvili piyasasında anlamlı bir yeniden fiyatlamaya potansiyeline işaret ederken, bankacılık sektörü ve genel finansal varlıklar açısından da olumlu yansımalar barındırıyor.
- **Küresel ve Yurtiçi Finansal Koşullar:** Küresel risk iştahı, gelişmiş ülkelerde para politikasında gevşeme beklentileri ve görece zayıf bir ABD doları ortamının desteğiyle güçlü seyrini koruyor. Bu küresel çerçevede Türkiye, yatırımcı algısındaki iyileşmeden görece daha fazla faydalanmış durumda. Bu durum, güçlü carry-trade girişleri ve belirgin şekilde gerileyen ülke CDS primleriyle kendini gösteriyor. Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi 210 baz puanının altına gerileyerek 2018 öncesinde görülen seviyelere yaklaşmış durumda. Türkiye-GOÜ ortalama CDS farkındaki kayda değer daralma, ülke risk algısında görece bir iyileşmeye işaret ediyor. Buna karşın, özellikle uzun vadeli devlet tahvilleri başta olmak üzere, yurt içi finansal piyasalar bu iyileşen risk görünümünü henüz tam olarak fiyatlamış değil.
- **Sermaye Akımları ve CDS Dinamikleri:** İyileşen risk algısının temel aktarım kanalı portföy akımları olmaya devam ediyor. Mart-Mayıs döneminde yaşanan geçici çıkışların ardından carry-trade pozisyonları hızla artışa geçmesiyle carry büyüklüğünün 50 milyar doların üzerine çıktığını tahmin ediyoruz. Nisan 2024'ten bu yana toplam net portföy girişleri 80 milyar doları aşmış bulunuyor. DİBS piyasasında yabancı yatırımcı payı toparlanmakla birlikte, tarihsel ortalamaların oldukça altında seyrediyor. 2013 yılında yaklaşık 70 milyar dolar ile (toplam stokun yaklaşık %30'u) zirve yapan yabancı payı, 2021-2023 döneminde 1 milyar doların altına kadar gerilemişti. 2024'ten itibaren artan ilgiyle birlikte yabancı payı yaklaşık %7 seviyesine yükselmiş olsa da, bu oran mevcut CDS seviyeleriyle uyumlu olmaktan hâlâ uzak. **CDS primlerindeki düşüş ile tahvil piyasasındaki yabancı katılımı arasındaki bu ayrışma, 2026 yılına yönelik yatırım tezimizin temelini oluşturuyor.**
- **Devlet Tahvili Piyasası - Daha düşük faizler için fazlaca alan var gözüküyor:** Risk primlerindeki düşüşe rağmen, uzun vadeli devlet tahvili faizleri yüksek seviyelerini koruyor. Kısa vadeli faizler 2025 başından bu yana anlamlı ölçüde gerilerken, getiri eğrisinin uzun tarafında sınırlı bir düzeltme gözleniyor. 2026 yılı boyunca DİBS piyasasına yönelik yabancı girişlerinin, 2024 yılına benzer şekilde yaklaşık 16 milyar dolar seviyelerine ulaşabileceğini ve bu girişlerin önemli bir bölümünün yılın ilk yarısında gerçekleşebileceğini tahmin ediyoruz. Bu senaryo altında, hâlihazırda yaklaşık %30 seviyesinde bulunan 10 yıllık tahvil faizlerinin %25-26 bandına gerileyebileceğini öngörüyoruz. Bu tür bir hareket, iyileşen ülke risk göstergeleriyle uyumlu, gecikmeli ancak rasyonel bir yeniden fiyatlamaya anlamına gelecektir.
- **Kur ve Enflasyon Görünümü - TCMB'nin dezenflasyon stratejisi, büyük ölçüde TL'de reel değerlenmeye dayanıyor. 2025'in son çeyreğinde nominal değer kaybının yavaşlamasının ardından, kur istikrarı çekirdek mal enflasyonunun kontrol altına alınmasında merkezi rol oynamaya devam ediyor. 2026 yılı için baz tahminlerimiz:**
 - **USD/TL (2026 sonu): 52,5, TÜFE enflasyonu (2026 sonu): %24,5 Ortalama TÜFE (2026): ~%27.** Kurların seyrine bağlı olarak, mevcut %31 seviyesinden ilk yarı sonunda %26-27'li seviyelere kadar gerileme görülebilir.

Türk Lirasında nominal değer kaybının daha da yavaşlaması, teorik olarak enflasyonu TCMB'nin hedef aralığına daha fazla yaklaştırabilir. Ancak kalıcı reel değerlenme, özellikle emek yoğun sektörlerde dış rekabet gücü açısından artan riskler barındırıyor. Bu nedenle mevcut politika bileşimini enflasyon için kısa vadede daha destekleyici, ancak orta vadede giderek zorlaşan bir çerçeve olarak değerlendiriyoruz. Bunun dışında, TCMB her ne kadar yurtiçi talepteki yavaşlamayı dezenflasyonun önemli bir kaynağı olarak öne çıkarsa da, söz konusu yavaşlamanın henüz yeterli düzeye ulaşmadığını düşünüyoruz.

- **Para Politikası Görünümü - Politika faizini 2026 sonunda %30 seviyesinde bekliyoruz:** TCMB, 2026 yılı boyunca temkinli ve kademeli bir faiz indirim süreci yürütmesini bekliyoruz. Politika faizinde indirimlerin, dezenflasyonu destekleyecek ölçüde sıkı finansal koşulların korunması taahhüdüne paralel bir şekilde, toplantı başına 100–150 baz puan aralığında gerçekleşmesi muhtemel. Baz senaryomuza göre, politika faizini 2026 sonunda %30 seviyesinde bekliyoruz, ki bu da toplamda kabaca 800 bazpuanlık bir indirime işaret ediyor. Bu indirimlerin önemli bir kısmının da (500-600 bazpuan) Haziran/Temmuz itibarıyla tamamlanmasını olası görüyoruz. TL mevduat kompozisyonuna yönelik makroihtiyati düzenlemelerin, mevduat faizlerini politika faizinin üzerinde tutmaya devam etmesini bekliyoruz. Bu nedenle, özellikle yılın ilk yarısında parasal gevşemenin kredi koşullarına yansması sınırlı kalabilir.
- **GSYH Büyümesi - Ekonomik büyüme tüketim ağırlıklı seyrini sürdürüyor:** Hizmetler ve inşaat sektörü büyümeyi desteklerken, sanayi üretimi belirgin biçimde geride kalıyor. Üretim ile tüketim arasındaki kalıcı ayrışma; sıkı finansal koşullar, yüksek reel faizler, zayıf dış talep ve değerli reel kurdan kaynaklanıyor. Kredi koşullarında anlamlı bir gevşeme veya ihracat pazarlarında belirgin bir toparlanma olmadığı sürece, sanayi tarafındaki toparlanmanın sınırlı kalmasını bekliyoruz. Mevcut görünümde yılın son çeyreğinde ve 2026 yılında da önemli bir değişim görmeyi beklemiyoruz. Buna göre, **GSYH büyümesi 2025 yılında %3,7, 2026 yılında da %3,5 civarlarında gerçekleşebilir.**
- **Cari Açık - İlimli seviyeleri korumasını bekliyoruz:** Cari açığın 2025 yılında yaklaşık 22,5 milyar \$ (GSYH'nin %1,4'ü) seviyesinden 2026 yılında 32 milyar \$'a (GSYH'nin %1,9'u) doğru ilimli şekilde genişlemesini bekliyoruz. Enerji fiyatları ve küresel büyüme görünümü her iki yönde de riskler barındırsa da, genel dış denge görünümü yönetilebilir olmaya devam ediyor.
- **Rezervler ve Döviz Likiditesi - Altın etkisi hariç rezerv birikiminde yavaşlama:** Son veriler, altın fiyatı etkisi dışlandığında rezerv birikiminde bir yavaşlamaya işaret ediyor. Brüt rezervler yeterli seviyelerde kalsa da, altın kaynaklı artan oynaklık, portföy girişlerinin devamının ve dış finansman koşullarındaki istikrarın önemini ortaya koyuyor.
- **Maliye Politikası ve Borç Dinamikleri:** Faiz-dışı denge tarafında görünümde geçen seneye göre belirgin bir iyileşme var. Bu görünüm, güçlü vergi gelir artışı ve faiz dışı harcamalardaki görece kontrol sayesinde destekleniyor. Ancak artan borçlanma ihtiyacı ve enflasyona endeksli tahvil itfalarının etkisiyle hızla yükselen faiz giderleri, manşet bütçe dengesindeki iyileşmeyi sınırlamaya devam ediyor. 2026 Bütçesinde de 600 milyar TL'yi aşan deprem ödeneği öngörülüyor. Buna göre, bütçe açığı/GSYH oranının 2026 yılında da %3,5'in altına gerilemesi zor görünüyor. Orta Vadeli Program'daki (OVP) öngörülleri de artan faiz maliyetlerinin etkisiyle 2026–2028 dönemi için daha yüksek bütçe açığı patikasına işaret ediyordu. Artan bütçe açıkları ile ilişkili olarak, 2026'da iç borçlanma ihtiyacının 5,5–6,0 trilyon TL (aylık ortalama 500 milyar TL) seviyelerine ulaşabileceğini düşünüyoruz.
- **SONUÇ:** Türkiye, 2026 yılına belirgin şekilde iyileşmiş bir risk primiyle giriyor. Dezenflasyon süreci henüz tamamlanmamış olsa da, CDS primlerindeki gerilemenin boyutu, özellikle uzun vadeli tahvil faizlerinde ilave bir aşağı yönlü alan olduğuna işaret ediyor. Bu gecikmeli yeniden fiyatlama, devlet tahvilleri ve bankacılık sektörü için olumlu görüşümüzün temelini oluştururken, önümüzdeki yılın ana yatırım temasını tanımlıyor.

Faiz indirim döngüsünün devamı orta vadede borsaya destekleyici olabilir

- Yılbaşından beri BIST100 Endeksi ABD doları bazında %4,4 değer kaybederken, Lira bazında %10 yükseldi. MSCI EM endeksine göre de %27 geride kalıp, 9 aylık enflasyon baz alındığında yaklaşık %11'lik negatif reel getiri sağladı.
- Şirketler ise 2024'ün ilk çeyreğinin sonundan bu yana giderek daha zor bir faaliyet dönemi geçirdi. Ancak, daha önceki raporlarda da belirttiğimiz üzere, şirket faaliyetlerinde en kötünün geride kalma işaretlerini görmemiz muhtemeldir. Dolayısıyla, yurtiçi ve bölgesel politik risk primi seyirlerine bağlı olarak, faiz düşüş döngüsü ile beraber, risk primlerindeki düşüşler (CDS), düşük bazın da yardımı ile, önümüzdeki dönemde şirket karlılıklarına destek verebilir.
- Halka açık şirketler 2024 yıl sonunda reel anlamda %50 net kar daralması ve %14 FAVÖK daralması yaşadı. Takibimizdeki şirketler ise 2025 yılının ilk 3 ayında Y/Y'a net karda %76, FAVÖK'te ise %16 daralma gerçekleştirmişti. İlk 6 ayın sonunda ise net kar daralması %48'e FAVÖK daralması da %2'ye geriledi. İlk 9 ayda ise FAVÖK %5 artarken, kar daralması %23'e geriledi. Bu eğilim net bir şekilde en kötünün geride kaldığını göstermekte. Daralmanın ana nedenleri olarak azalan alım gücü, talebe bağlı ürün fiyat artışlarının sınırlanması ve göreceli güçlü kalan TL ve zayıf global ekonomik aktivite nedeni ile sınırlanan ihracat gelirleri sayılabilir. Öte yandan FAVÖK ve net kar arasındaki belirgin farkın ana nedeninin parasal kazanç/kayıp kalemi, ve bir nebze de finansman giderlerinden kaynaklandığını belirtmekte fayda var.
- Takibimizdeki şirketlerde, tahminlerimize göre 2026 yılında gerek faaliyet gerekse net karda artış beklemekteyiz. Bu bağlamda bankacılık ve sanayii segmentlerindeki net kar büyüme tahminimiz %30 iken, FAVÖK büyüme tahminimiz ise %16'ya yakın. 2026 yılında sektörel bazda reel kar performansı ve değerlemeler göz önüne alındığında, **öne çıkarmak istediğimiz sektörler, orta vadede bankacılık, gıda perakendeciliği, sağlık, gıda, seçici olarak taahhüt, ve telekomünikasyon sektörleridir.**

BIST-100 Endeks hedef değerimiz %41'lik yükselme potansiyeliyle 16,069 (Önceki: 14,760)

- Bu bağlamda, hedef değerler bankacılık sektöründe %46, sanayi sektörlerinde %36 ve holdinglerde %62 yükselme potansiyeline işaret ediyor.
- Reel bazda (2025/2026) kar büyüme beklentilerimizi ülkeler arası büyüme ve çarpanlara harmanladığımızda Türkiye'nin benzer ülkelere nazaran iskontolu çarpanlarda işlem gördüğünü söyleyebiliriz. **2026 tahminlerimiz gerçekleştiği takdirde, Borsa GOÜ FK çarpanlarına %48, FD/FAVÖK çarpanlarına göre de %38 civarı iskontoda gözükmemektedir ve bu iskintoların %25'lere yaklaşmasını olası görüyoruz.** Buna ek olarak, FAVÖK ve net kar büyümesi açısından Türkiye'nin benzer kategorideki ülkelere nazaran ortalamanın üzerinde büyüme potansiyeli gözükmemekte. **Bankacılık sektörü** ise benzer ülke çarpan averajlarına (PD/DD) göre %50 civarında bir iskintoda işlem görmektedir.
- Bu raporla birlikte **Anadolu Grubu Holding, Kiş GYO, İş Bankası, Yapı Kredi Bankası, Tofaş, ve Zorlu Enerji** tavsiyelerimizi 'Endekse Paralel Getiri' den 'Endeks Üstü Getiri'ye, **Anadolu Metal, Koza Altın, Ülker ve Kocaer Çeliği** 'Endeks Üstü Getiri'den 'Endeks'e Paralel Getiri'ye, **Tekfen'i** ise 'Endeksin Altı Getiri'den 'Endekse Paralel Getiri'ye değiştiriyoruz. Raporun 33. sayfasında hedef fiyat değişikliklerimizi, 37. sayfasında model portföyümüzü bulabilirsiniz.
- **Model portföyümüzdeki şirketler:** Akbank, Coca Cola İçecek, Doğan Holding, Enka İnşaat, İş Bankası, Koç Holding, MLP Sağlık, Migros, Sabancı Holding, Tab Gıda, Türk Hava Yolları, Turkcell, Yapı Kredi Bankası. Detaylı liste ve açıklamalar 37. sayfa ve sonrasında mevcuttur.

Çıkarılanlar:

- TSKB'yi temel olarak beğenmeye ve cazip çarpanlarda bulmamıza rağmen iş modeli gereği faiz indirimlerine duyarlılığının mevduat bankalarına göre düşük olması sebebiyle katalist eksikliği sebebiyle portföyümüzden çıkartıyoruz.
- TAV Havalimanlarını kısa vadede güçlü rölatif performansın ardından kar realizasyonu amacıyla modeli portföyümüzden çıkarıyoruz. Hisse, Eylül sonundan bu yana endeksin %20 üzerinde rölatif performans gösterdi.

Eklenenler:

- Faiz indirimlerinden olumlu yararlanmasını beklediğimiz Yapı Kredi ve İş Bankası'nı model portföye ekliyoruz.

Strateji Raporu

İçerik

- Ekonomik Görünüm
- Varlık Dağılımı Önerileri
- Piyasalara Dair Beklentiler
- Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri
- Model Portföy ve Hisse Önerileri



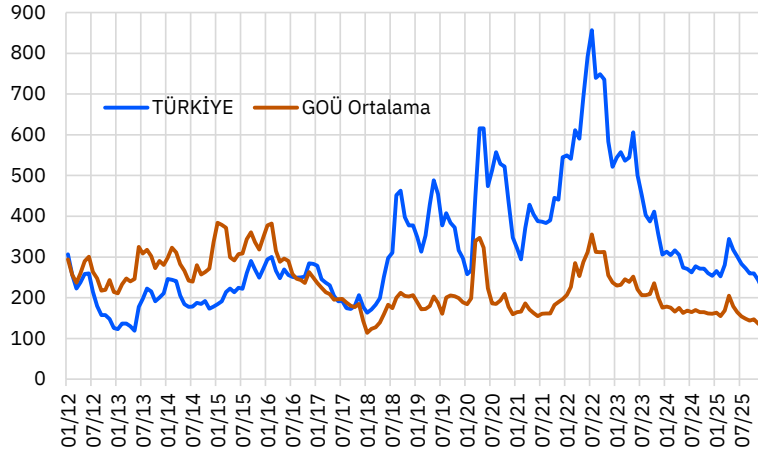
Ekonomik Görünüm: Özet

Baz makro senaryomuza ilişkin makro tahminlerimiz...

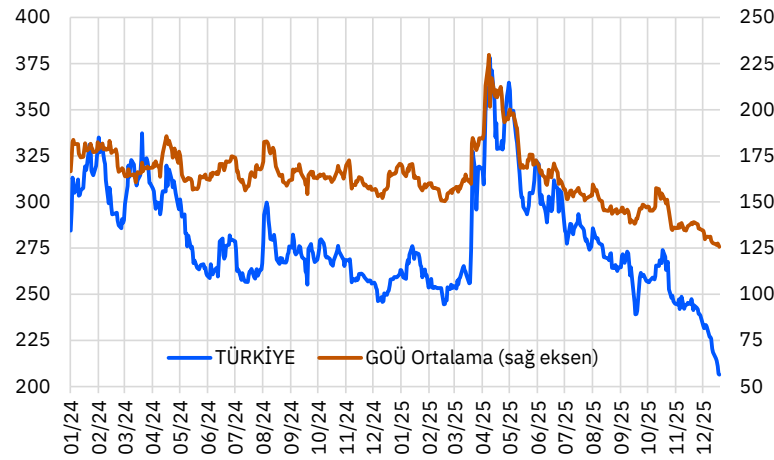


		<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025T</u>	<u>2026T</u>
USD/TL	Dönem sonu	13,33	18,70	29,44	35,28	43,00	52,50
	Dönem ortalaması	8,89	16,62	23,77	32,81	39,49	48,00
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	36,1%	64,3%	64,8%	44,4%	31,2%	24,5%
	Dönem ortalaması	19,6%	72,3%	53,9%	58,5%	34,9%	27,0%
Çekirdek Enflasyon	Dönem sonu	31,9%	51,3%	70,2%	45,3%	31,5%	26,6%
	Dönem ortalaması	18,3%	57,0%	58,3%	59,8%	35,0%	28,6%
10-yıllık Tahvil	Dönem sonu	24,6%	10,6%	26,6%	29,9%	30,2%	25,0%
	Dönem ortalaması	17,6%	18,3%	18,4%	28,3%	31,2%	27,6%
Fonlama Maliyeti	Dönem sonu	14,00%	9,04%	40,00%	47,50%	38,00%	30,00%
	Dönem ortalaması	17,6%	12,7%	20,0%	48,8%	43,6%	33,2%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	11,0%	5,6%	4,5%	3,2%	3,7%	3,5%
GSYH (Milyar TL)	Dönem ortalaması	7.209	15.007	26.260	44.256	61.560	80.581
GSYH (Milyar USD)	Dönem ortalaması	810	893	1.092	1.343	1.554	1.680
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	-2,7%	-0,9%	-5,2%	-5,0%	-3,5%	-3,5%
Faiz-Dışı Denge	GSYH'ye oranı	-0,2%	1,1%	-2,7%	-2,6%	-0,3%	-0,4%
Faiz-Dışı Denge (IMF)	GSYH'ye oranı	-1,6%	-0,2%	-3,7%	-3,4%	n.a.	0,0%
Cari Denge	Milyar \$	-7,3	-48,7	-45,5	-10,1	-22,5	-32,0
	GSYH'ye oranı	-1,7%	-5,5%	-4,2%	-0,7%	-1,4%	-1,9%

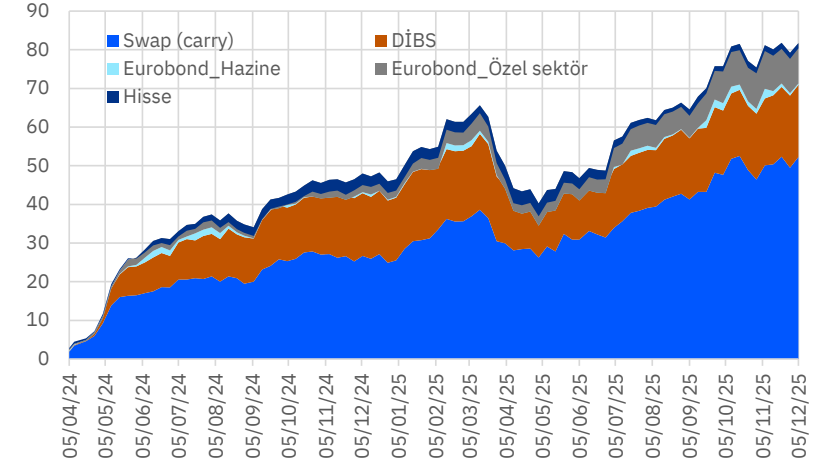
TÜRKİYE CDS - GOÜ Ortalama CDS (2012-2025)



TÜRKİYE CDS - GOÜ Ortalama CDS (2024-2025)

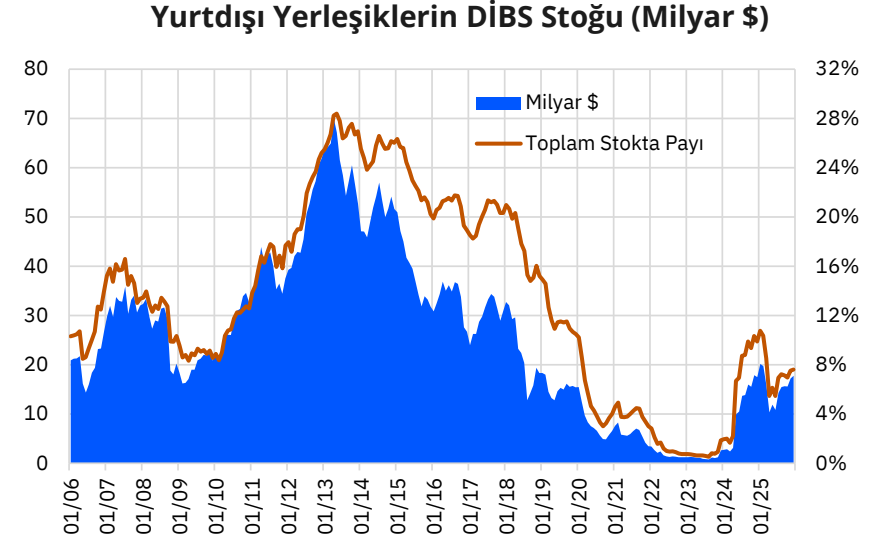
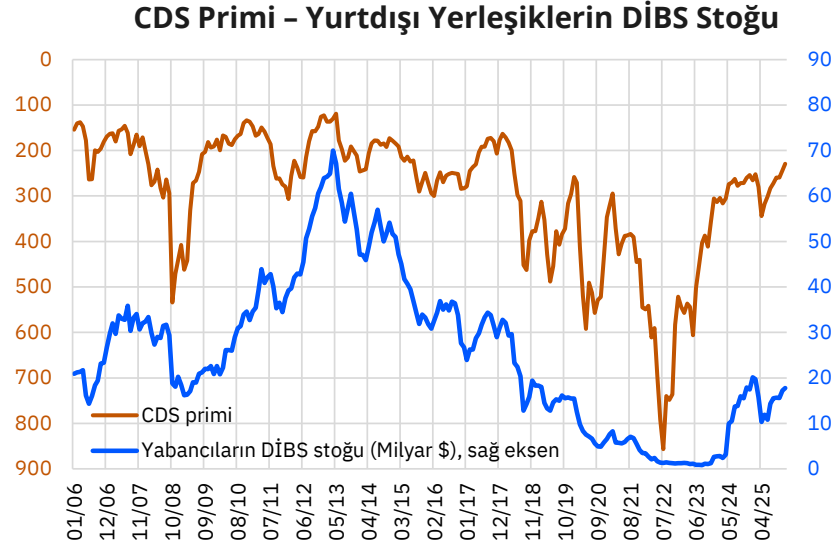


Yurtdışı Yerleşiklerin Portföy Yatırımları, Kümülatif (Milyar \$)



- 9 Ekim tarihinde yayınladığımız «Dirençli Enflasyon Ortamında Diplomasi Desteği» başlıklı son Strateji Raporumuzda, ABD-Türkiye ilişkilerindeki normalleşme çabalarının da desteğiyle risk priminde 250 seviyelerin altına doğru geri çekilmeye dikkat çekmiştik. **CDS seviyesindeki geri çekilmenin son günlerde hız kazandığını ve CDS seviyesinin 210 seviyesinin de altına gerileyerek en son 2018 yılının başlarında gördüğü seviyeleri test ettiğini takip ediyoruz.**
- Bu geri çekilmeye başrolü yapay zeka desteğiyle güçlü seyreden küresel risk iştahı ve zayıf Dolar temasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) olan sermaye akımları oynamakla birlikte, yüksek gelen Eylül ve Ekim enflasyonlarının ardından, düşük Kasım enflasyonu ile birlikte yeniden iyileşen faiz indirim beklentilerinin de önemli bir rolü olduğunu söyleyebiliriz. **Son dönemdeki bu iyileşmeyle birlikte, Mayıs ayı başında 160 baz puana kadar yükselen Türkiye-GOÜ ortalama CDS makası da 80 baz puana kadar gerilemiş durumda. Bununla beraber, aradaki makasın 2018 öncesi seviyelere göre halen çok yüksek olduğunu belirtmek lazım.**
- CDS primindeki gerilemeyle birlikte, swap (carry-trade) kanalı başta olmak üzere portföy girişlerinin de devam ettiği görülüyor. Carry-trade kanalından Mart-Mayıs döneminde yaşanan 12 milyar \$'lık çıkışların ardından 28 milyar \$'a yakın giriş olduğunu ve **carry-trade büyüklüğünün 50 milyar \$'ı aştığını hesaplıyoruz.** Devlet iç borçlanma senetlerinde (DİBS) ise 19 Mart sonrasında 1,5 ayda yaşanan kabaca 9 milyar \$'lık yabancı çıkışının ardından buna yakın bir miktarın geri geldiğini söyleyebiliriz.
- **Sermaye girişlerinde ivmelenmenin başladığı Nisan 2024 tarihinden bu yana bakıldığında, toplam portföy girişleri 80 milyar \$'ı aşmış durumda.**

Kaynak: TCMB, Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma



- Para politikasındaki normalleşmeyle birlikte 2024 yılından itibaren artan yabancı ilgisine rağmen, yurtdışı yerleşiklerin DİBS stoğu içindeki payları halen tarihsel ortalamaların çok altında seyrediyor. Buna göre, **CDS primindeki hızlı geri çekilmeden devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) piyasasının henüz yeterince faydalanamadığını söyleyebiliriz. Bu durumun 2026 yılında DİBS piyasası için önemli bir potansiyel barındırdığını düşünüyoruz.**
- Rakamlarla ifade edecek olursak, 2013 yılında yabancıların tuttuğu DİBS stoğu 70 milyar \$'a kadar yükselmiş, toplam stok içindeki payları da %30'a yaklaştı. Yıllar içindeki geri çekilmeyle birlikte yabancıların DİBS stoğu 2021-2023 döneminde 1 milyar \$'ın, toplamdaki payları da %1'in altına geriledi. Yurtdışı yerleşikler 2024'ü nisan ayından itibaren ise DİBS piyasasına yeniden ilgi göstermeye başladı. DİBS piyasasına net yabancı girişleri 2024 sonuna kadarlık dönemde 16 milyar \$, bu yılın ilk 2,5 aylık döneminde ise 3 milyar \$'ı bulurken, toplam stoktaki payları %11'e kadar yükseldi. Ancak, Mart ortasında yaşanan türbülansla birlikte, Mart-Mayıs arasında 9 milyar \$'ı aşan düşüş yaşandı ve yabancı payı %5'lere geriledi. Mayıs sonrasında yeniden giriş eğilimi olduysa da, bu girişlerin kademeli gerçekleştiği ve yabancı payının %7'lerde seyrettiği görülüyor.
- **CDS priminin 2018 yılı öncesi seviyelere gerilemesi ve ekonomik programın başında öngörülene göre daha yavaş olsa da, devam etmesi beklenen enflasyon düşüşüyle birlikte,, DİBS piyasasına önümüzdeki dönemde 2024 yılındakine (16 milyar \$) yakın tutarda yabancı girişi potansiyeli olduğunu değerlendiriyoruz.**

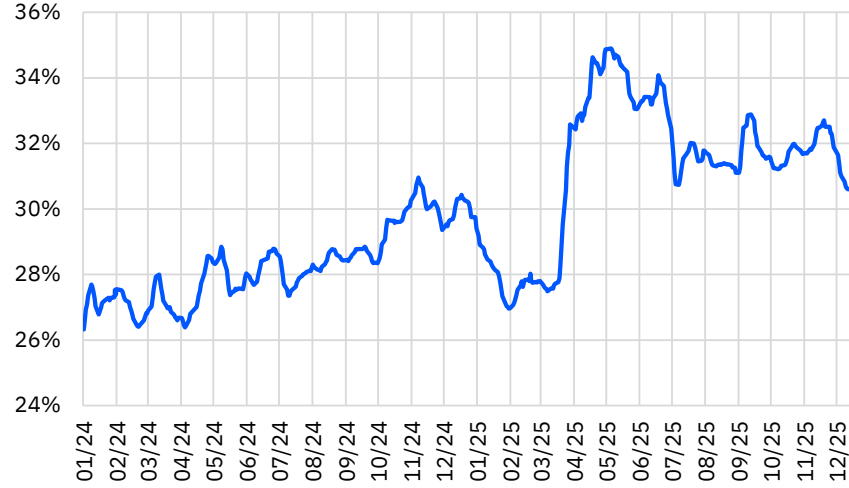
Kaynak: Turkey Data Monitor (TDM), Finnet (Tahvil Expert), TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

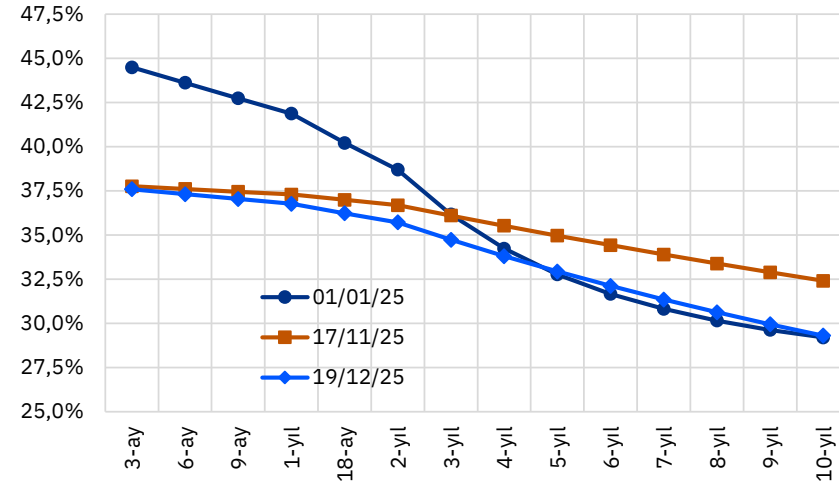
DİBS faizlerinde düşüş potansiyeli Bankacılık endeksine olumlu yansiyabilir



10-Yıllık Tahvil Faizi



Verim Eğrisi



- DİBS piyasasında yılın genelinde yabancı ilgisinin zayıf kalmasının (sene başına göre toplam giriş 3 milyar \$) etkisi DİBS faizlerinde de izleniyor. Kasım enflasyonuna ilişkin olumlu beklentilerle birlikte DİBS faizlerinde yaşanan %2 puanı aşan düşüşe karşın, 10-yıllık tahvil faizi halen 2024 yılı seviyelerinin üzerinde seyretmekte. Sene başına göre ise verim eğrisinin kısa tarafındaki kabaca 750 baz puanlık geri çekilmeye karşın, uzun tarafta neredeyse hiç değişiklik olmadığını görüyoruz. Bu durum, Borsa İstanbul tarafında Bankacılık endeksinde beklenen ivmelenmenin gecikmesine de yol açmış durumda.
- Önceki sayfada da belirttiğimiz gibi, önümüzdeki dönemde **DİBS piyasasına** yabancı yatırımcı ilgisinin yeniden artmasını ve 2026'da 2024 yılındaki **16 milyar \$'lık girişe yakın tutarda bir girişin gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Bu girişlerin önemli bir kısmının da kısa vadede (yılın ilk yarısında) gerçekleşmesini bekliyoruz.**
- **DİBS piyasasına bu potansiyel girişlerle birlikte, halen %30 civarında seyreden 10-yıllık tahvil faizlerinde %25-26'lı seviyelere doğru bir geri çekilmeyi olası görüyoruz.**
- **Böyle bir senaryodan en fazla nemalanacak sektörlerin başında da pek tabii bankacılık sektörü yer alıyor.**

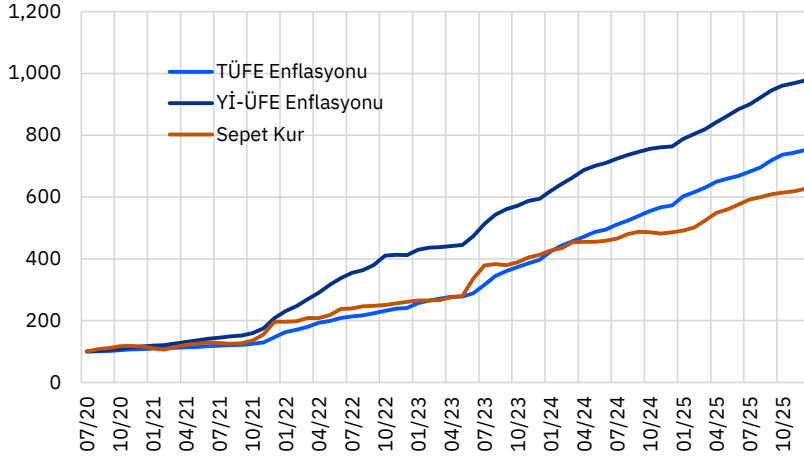
Kaynak: Turkey Data Monitor (TDM), Finnet (Tahvil Expert), TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

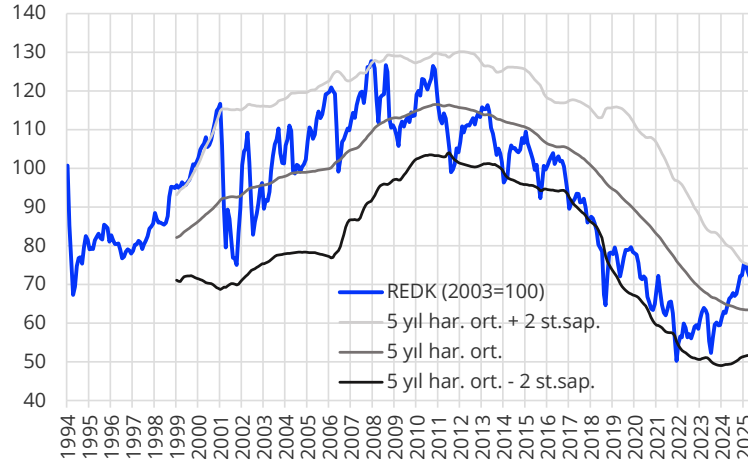
TCMB'nin 2026'da Türk Lirası'nda reel değerlenme stratejisine bağlı kalmasını bekliyoruz.



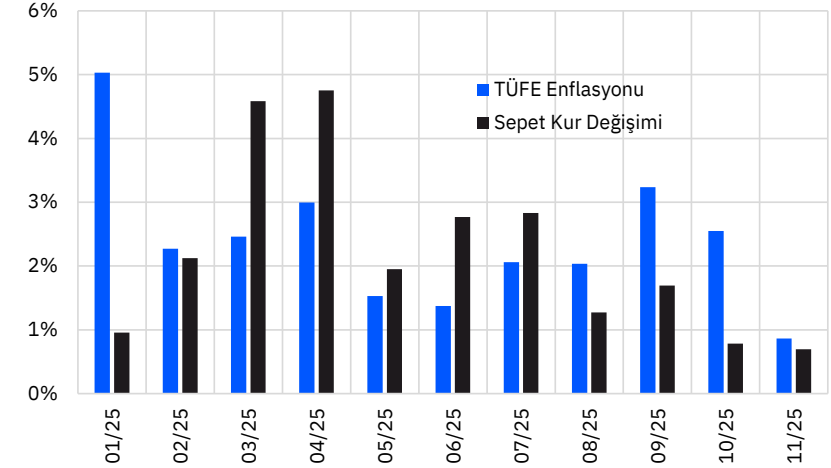
Kümülatif Enflasyon - Sepet Kur Değişimi,
Temmuz 2020=100



Reel Efektif Döviz Kuru (2023=100)



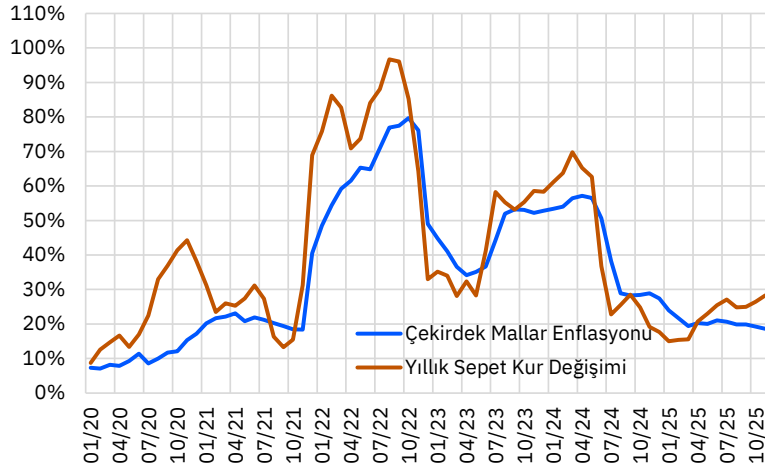
Aylık TÜFE Enflasyonu - Sepet Kur Değişimi



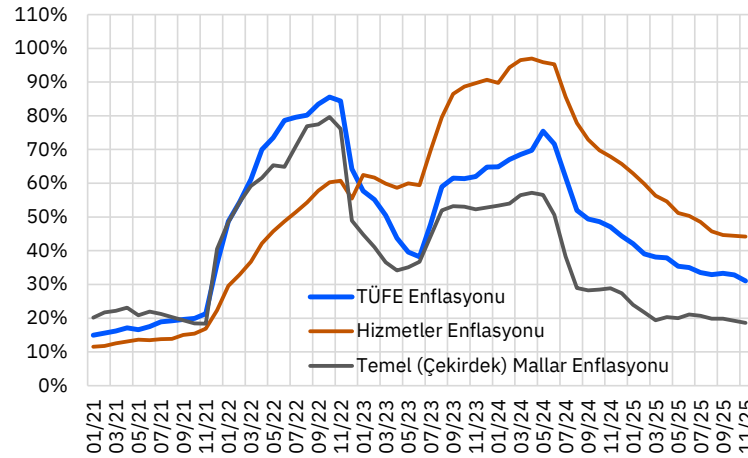
- Türk Lirası'nda 2023'ün ortalarında başlayan reel değerlenme eğilimi 2025'te yavaşlayarak da olsa sürdü. Yıl içinde dalgalı bir görünüm sergilemekle birlikte, yılın geneline bakıldığında 2025'te %31'lik TÜFE enflasyonuna karşılık sepet kur artışı kabaca %29 oldu. Haziran 2023'ten bu yana bakıldığında ise, kümülatif TÜFE enflasyonunun kabaca %171, Yİ-ÜFE artışının %120, sepet kur artışının ise %124 olduğunu görüyoruz.
- Sepet kurda Mart-Temmuz dönemindeki zıplamanın ardından son aylarda aylık artış temposunun yavaşladığı (aylık ortalama %1,0'in altına gerilediği) görülüyor. Bunun başlıca nedeninin, yaz aylarından itibaren gıda ve hizmet enflasyonu kaynaklı olarak manşet enflasyonun öngörülen patikanın dışına çıkmasıyla, dezenflasyon sürecinin kur kanalından daha fazla desteği gerektirmesi olduğunu düşünüyoruz.
- **Sepet kurdaki artış eğiliminin son 3 ayda yavaşlamasıyla birlikte, daha önce sene sonunda 44,50 seviyelerine ulaşmasını beklediğimiz \$/TL kuru da yılı 43,0'e yakın seviyelerden kapatacak gibi görünüyor.**
- **2026 yılında da Türk Lirası'nda reel değerlenme stratejisinin dezenflasyon politikasının en önemli unsuru olmaya devam etmesini bekliyoruz.**

Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

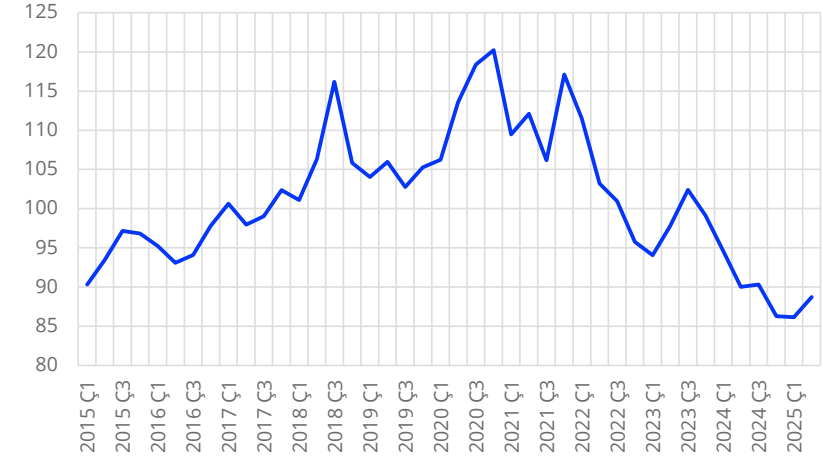
Sepet Kur Değişimi - Temel Mallar Enflasyonu, Yıllık



TÜFE Enflasyonu Alt Kalemler, Yıllık



Maliyet Bazlı Rekabet Gücü Endeksi



- Türk Lirası'nda süregelen reel değerlenme ile birlikte, temel mal enflasyonu uzunca bir süredir %20 civarında seyrediyor. Buna göre, **dezenflasyon sürecine en önemli desteğin kur kanalından geldiği rahatlıkla söylenebilir. 2026 yılında da Türk Lirası'nda reel değerlenme stratejisinin dezenflasyon politikasının en önemli unsuru olmaya devam etmesini bekliyoruz.** ABD ile ilişkilerdeki iyileşme ve risk primindeki düşüş de, TCMB'ye Türk Lirasındaki istikrarı koruma stratejisinde yardımcı olacaktır.
- Ancak, **kurdaki reel değerlenmenin emek yoğun sektörler başta olmak üzere reel sektörün rekabetçiliği üzerinde önemli bir olumsuz yan etkisinin olduğunu da göz ardı etmemek gerekiyor** (rekabet kaybındaki en önemli faktörün kur olmadığı düşünmekle birlikte). Bu açıdan, TL'de reel değerlenmenin devam etmesinin orta/uzun vadede sürdürülebilir bir durum olmadığı yönündeki düşüncemizi koruyoruz. TL'de süregelen reel değerlenme ve de ücretlerdeki reel düşüşler, kısa vadede enflasyonda düşüşe yardımcı olsa da, orta/uzun vadede dezenflasyon sürecinin sektöre uğramasına da yol açabilir.
- Bu nedenle, **dezenflasyon sürecinin kalıcılığı ve sağlığı açısından, talep ve beklenti kanalının daha fazla destek vermesi ve hizmet enflasyonundaki kırılmanın gerçekleşmesi gerekiyor.**

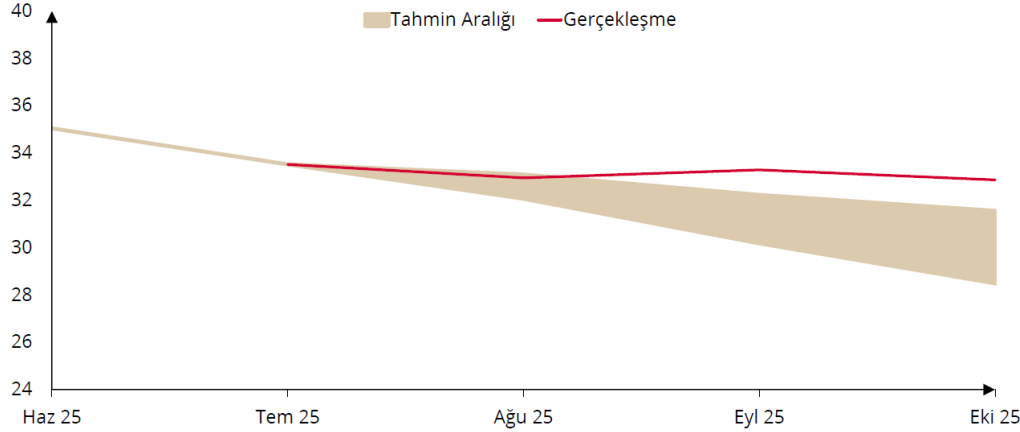
Kaynak: TUSIAD, TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

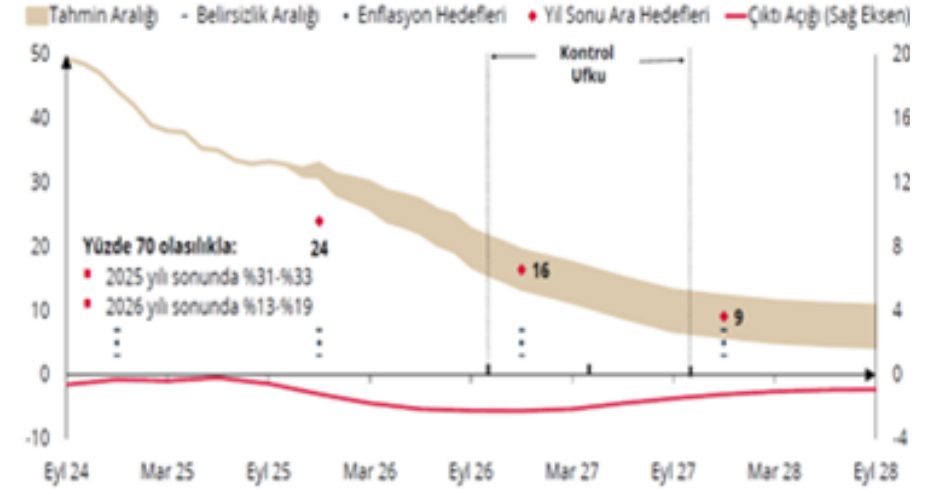
2026 sonu TÜFE enflasyonu beklentimiz %24,5 olarak şekilleniyor



TÜFE Gerçekleşmesi ve ER 2025-III Tahminleri



TCMB'nin Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



- TCMB son Enflasyon Raporunda 2026 sonu enflasyon tahminini %16 seviyesinde (%13-19 aralığı) tutmaya devam etti. Enflasyon patikasındaki sapmaya karşın 2026 tahmininin korunmasının daha önce öngörülenden daha sıkı bir para politikası duruşu mesajı verdiğini söyleyebiliriz. Bununla beraber, TCMB talebin dezenflasyon sürecine verdiği desteğin devam ettiğini belirterek faizleri kademeli indirme eğilimini koruyor.
- TCMB'nin iddialı enflasyon hedefine (tahminine) yaklaşabilmesi için Türk Lirası'ndaki ılımlı artış eğilimini koruması gerekiyor. Bu açıdan, **TCMB'nin 2026 yılı genelinde kur artışını en fazla %15'te (aylık ortalama %1,17 artış temposu) tutmak isteyeceğini düşünüyoruz. Bu da \$/TL'de 2026 sonu için kabaca 49,0-49,5 seviyelerine işaret ediyor.**
- Tüm iç ve dış faktörlerin de desteğiyle kuru bu seviyelerde tutabilirse, 2026 sene sonunda TÜFE enflasyonu %16'lık hedef olmasa da %20 sınırına (%21-22) yaklaşabilir.
- **Bununla beraber, süregelen reel değerlenmenin reel sektörün rekabet gücünde yarattığı yıpranmayı ve potansiyel iç ve dış gelişmeleri de dikkate alarak, \$/TL kurunu 2026 sonu için 52,50 seviyesinde öngörüyoruz. Açıklanan %27'lik asgari ücret artışı, %25'lik artış varsayımımızın hafif üzerinde olsa da enflasyon tahminimizi etkilemiyor.**
- **TÜFE enflasyonu beklentimiz 2026 sonu için %24,5, yıllık ortalama olarak da kabaca %27,0 olarak şekilleniyor.** Kurların seyrine bağlı olarak, mevcut %31 seviyesinden ilk yarı sonunda %26-27'li seviyelere kadar gerileme görülebilir.

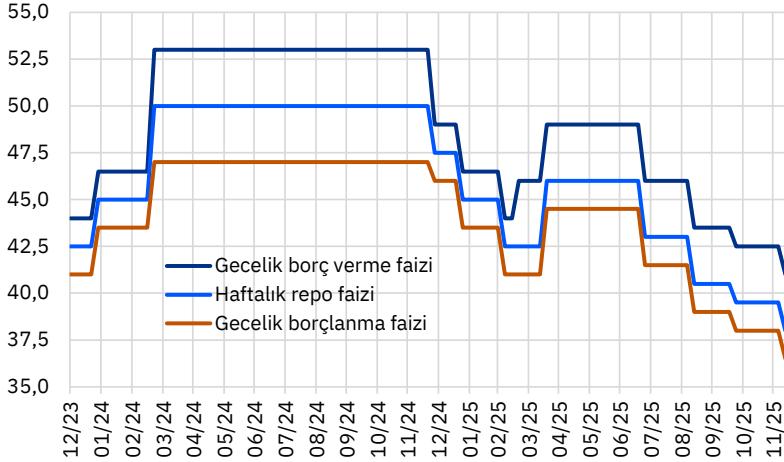
Kaynak: TCMB Enflasyon Raporu 2025/IV, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

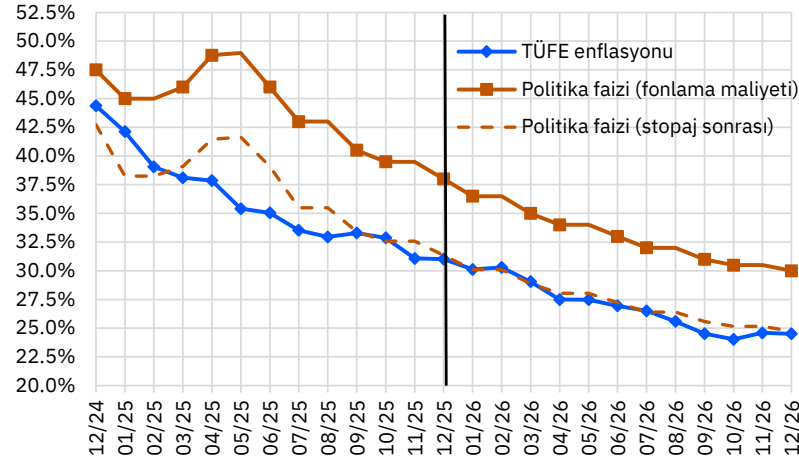
TCMB'nin kademeli faiz indirim sürecini sürdürmesini bekliyoruz



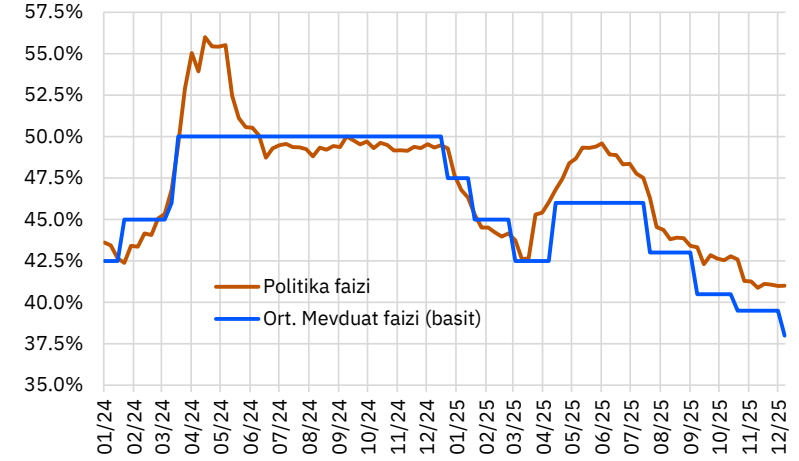
TCMB Faiz Koridoru



TÜFE Enflasyonu ve Politika Faizi Projeksiyonlarımız



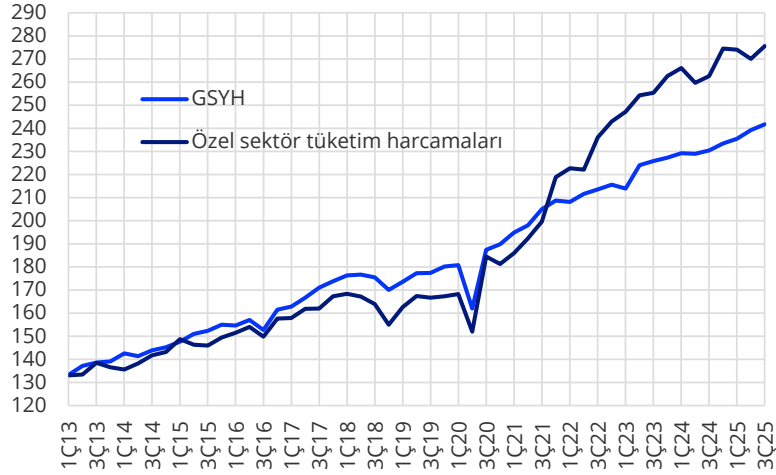
Politika Faizi - Ortalama Mevduat Faizi



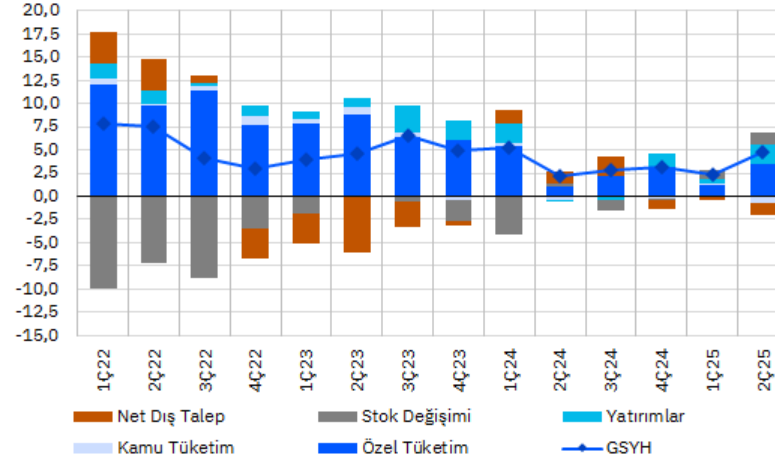
- Enflasyon patikasında Eylül-Ekim'deki sapma ve 2026 sonu için iddialı %16 (13-19 aralığı) hedefi dikkate alındığında, **TCMB'nin politika faiz indirim adımlarına 100-150 baz puanlık adımlarla devam etmesini bekliyoruz.** Ek olarak, kritik Ocak enflasyonunu görmeden TCMB'nin temkinli duruşu koruması gerektiğini düşünüyoruz. TCMB'nin de para politikası adımlarının dezenflasyonun gerektirdiği sıklığı sağlayacak şekilde belirleneceğini belirtmeye devam etmesi bu görüşlerimizi destekliyor.
- TCMB bu bağlamda, faiz indirim adımlarını, örneğin net mevduat getirilerinin (%17,5 stopaj sonrası) geçmiş enflasyonun altına düşmesine izin vermeyen bir hızda gerçekleştirmesini bekleriz, ki bu da 100-150 baz puanlık indirim adımlarını destekliyor.
- **Öngördüğümüz enflasyon patikasına göre politika faizini 2026 sonunda %30 seviyesinde bekliyoruz, ki bu da toplamda kabaca 800 baz puanlık bir indirime işaret ediyor. Bu indirimlerin önemli bir kısmının da (500-600 baz puan) Haziran/Temmuz itibarıyla tamamlanabileceğini düşünüyoruz.**
- Öte yandan, makroihtiyati tedbirler kapsamında TCMB'nin koyduğu TL mevduat payına ilişkin hedefler, TL mevduat faizlerinin politika faizinin üzerinde kalmasına yol açıyor. 2025 yılında altın fiyatlarındaki hızlı yükselişler de, altın mevduatlarının payını arttırdığından TL mevduat faizlerine yukarı yönlü baskı yaptı. Mevduat faizleri 2026 yılında da politika faizi üzerinde kalmaya devam edebilir. TCMB'nin kredi büyüme sınırlarını da yıl ortalarına kadar devam ettirmesi muhtemel görünüyor. Buna göre, politika faizindeki gevşemeler kredi faizlerine de aynı ölçüde yansımayaacaktır.

Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

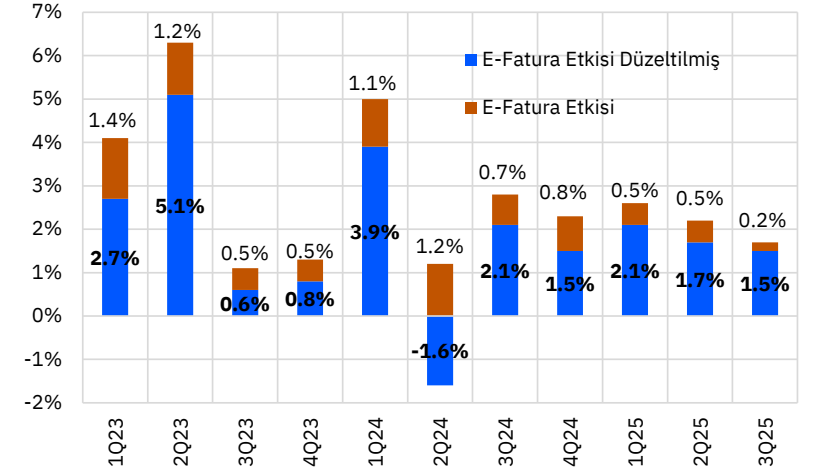
GSYH Hacim Endeksleri



GSYH Büyümesine Katkıları



Perakende Hacim Endeksi, çeyreklik değişim



- TCMB talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin sürdüğünü belirtmeye devam ediyor. TCMB talepteki yavaşlamaya örnek olarak perakende satışların çeyreksele büyüme rakamlarının 2023 yılına göre küçülmesini öne çıkarıyor. TCMB ek olarak, firmaların e-fatura kullanımındaki artışın perakende satışları yukarı yönlü etkilediğini, bu etki dışlandığında, perakende satışların daha ılımlı seyrettiğini belirtiyor.
- E-firma etkisi dışlansa bile, perakende satışlarda çeyreksele bazda %1,5-2,0'lik artış temposunun halen yeterince dezenflasyonist bir etki yaratmadığını düşünüyoruz. Nitekim perakende satışların yıllık artışı çift haneli seviyelerde seyretmeye devam ediyor. Ocak-Ekim dönemindeki ortalama yıllık artış da %13,5 olarak gerçekleşmiş durumda. Buna göre, örneğin perakende satışların çeyreksele bazda küçülmesi güçlü bir dezenflasyonist etki yaratabilirdi.
- 3.çeyrekte %3,7'lik GSYH büyümesi %3,9'luk tahminimizin hafif altında gerçekleşse de, özel tüketim harcamaları yıllık %4,8 büyümeyle beklentimizden daha güçlü gerçekleşti; biz burada %3,5-4,0 civarında bir artış beklentisindeydik. Buna göre, özel tüketimin manşet büyümeye katkısı da yaklaşık %3,2 puan oldu.
- **Özetle, daha önceki raporlarımızda da belirttiğimiz gibi, talepte 2022-2023 yıllarına göre önemli bir yavaşlama olmakla birlikte, biz bu yavaşlamanın TCMB'nin belirttiği ölçüde dezenflasyonist olduğunu düşünmüyoruz.**

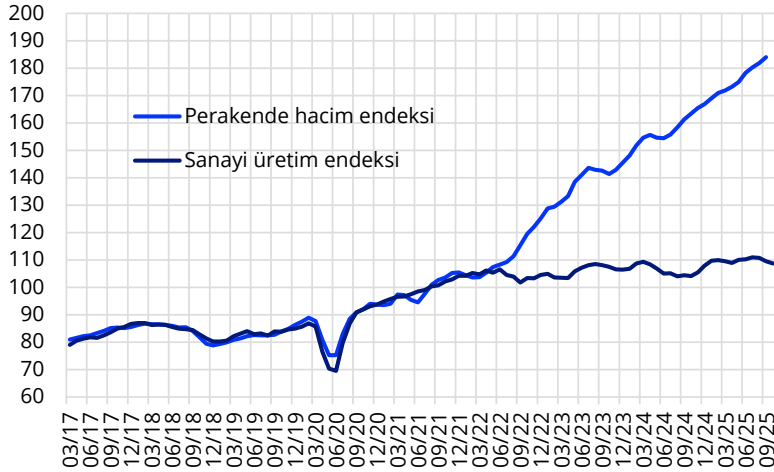
Kaynak: TCMB, TCMB Enflasyon Raporu 2025/IV, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

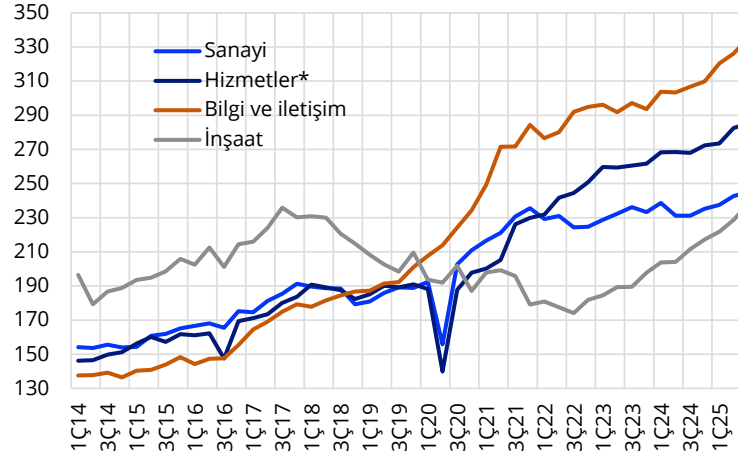
Özellikle emek yoğun sektörlerde üretim zayıflığına karşın, güçlü tüketim eğilimi büyümeyi destekliyor



Sanayi üretimi - Perakende satışlar (2021=100)

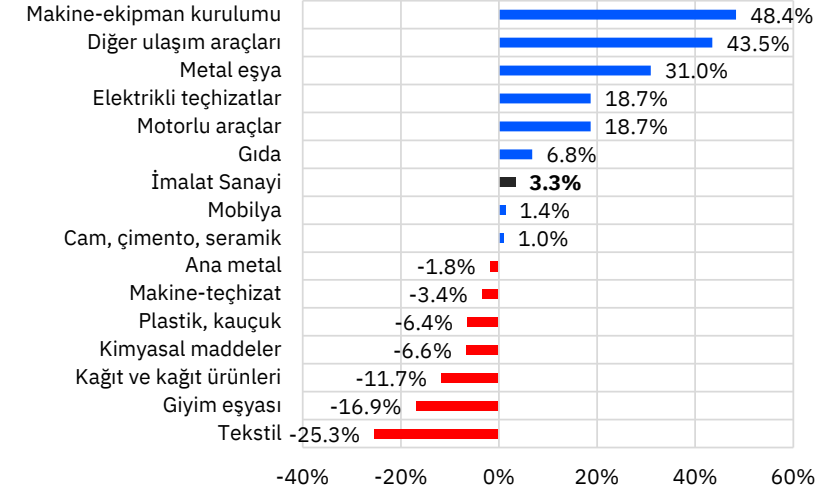


Sanayi üretimi - Perakende satışlar (2021=100)



* Ticaret, ulaştırma ve turizm sektörleri toplamı

Sanayi Üretimi Alt Sektörler, Şubat 2022'den Beri Değişim*

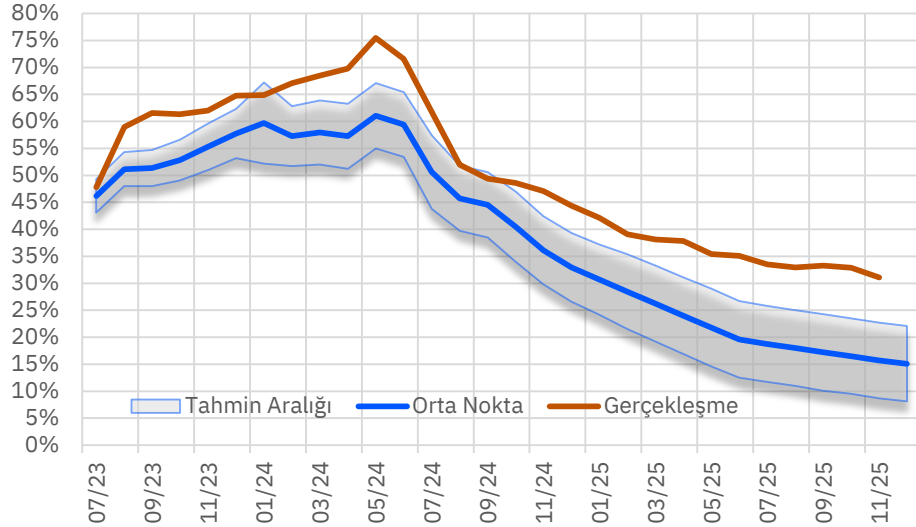


* 3-aylık hareketli ortalama verilerden hesaplanmıştır

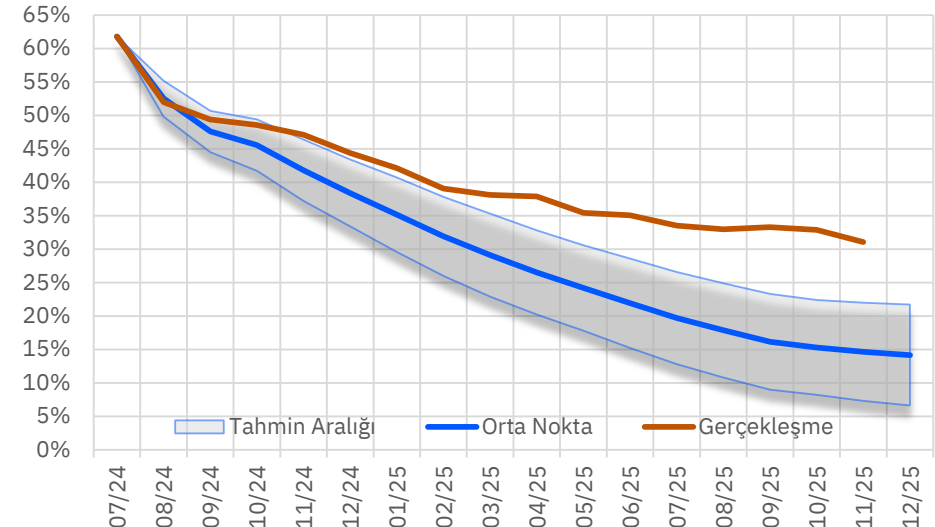
- Son rakamlarla birlikte, 9-aylık GSYH büyümesi %3,7, son 12 aylık dönem GSYH büyümesi ise %3,6 olarak gerçekleşti. Bununla beraber, üretim ve tüketim arasındaki derin ayrışma sürüyor. **Sanayi üretim endeksi halen 2002 yılının başında ulaştığı seviyelere yakın seyrederken, sektörel kırılımdaki farklılıklar da derinleşerek devam ediyor.** Savunma sanayii (diğer ulaşım araçları) başta olmak üzere, metal-eşya, elektrikli teçhizatlar, otomotiv ve gıda sektörleri görece güçlü seyrederken, özellikle tekstil ve hazır giyim gibi emek yoğun sektörlerdeki üretim zayıflığı devam ediyor. Önümüzdeki dönemde kredi koşullarındaki olası gevşeme üretimi destekleyebilir; buna karşın küresel talepteki belirsizlikler, ihracat pazarlarında zayıf görünüm, yüksek finansman maliyetleri ve değerli TL baskısı sanayi üretimi açısından aşağı yönlü risk oluşturmaya devam ediyor.
- Öte yandan, **güçlü tüketim eğilimini yansıtan hizmet sektörleri de büyümenin motoru olmaya devam ediyor.** Ticaret, ulaştırma ve turizm sektörlerini kapsayan ve GSYH'nin kabaca dörtte birini oluşturan oluşan "hizmetler" kaleminde yıllık büyüme 2025'in 3. çeyreğinde %6,3 olurken, diğer hizmet sektörlerinden %10,1 ve %10,8 büyüme performanslarıyla bilgi-iletişim ile finans ve sigorta hizmetleri öne çıkıyor. İnşaat sektörü ise deprem harcamalarının da yardımıyla yıllık %13,9 büyüme performansı ile manşet büyümeye destek veriyor.
- Mevcut görünümde yılın son çeyreğinde ve 2026 yılında da önemli bir değişim görmeyi beklemiyoruz. Buna göre, **GSYH büyümesi 2025 yılında %3,7, 2026 yılında da %3,5 civarlarında gerçekleşebilir.**

Kaynak: TUSIAD, TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

2023 Enflasyon Raporu-III Tahminleri ve Gerçekleşme



2024 Enflasyon Raporu-III Tahminleri ve Gerçekleşme

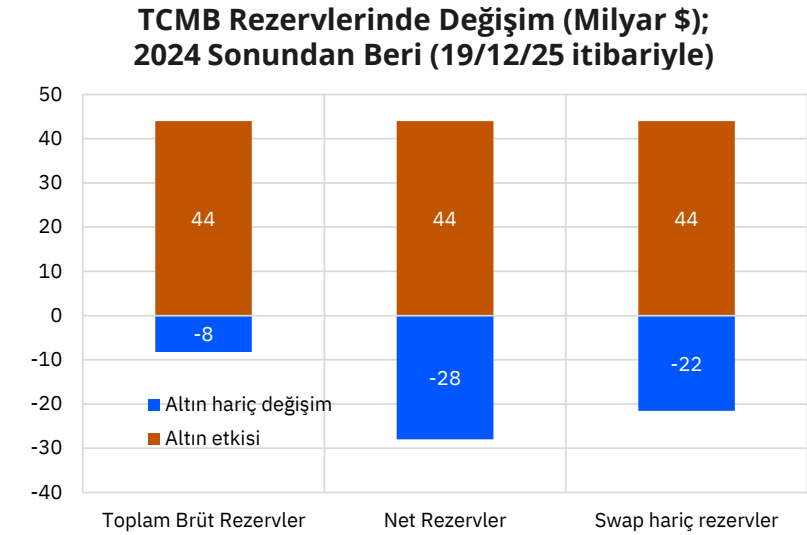
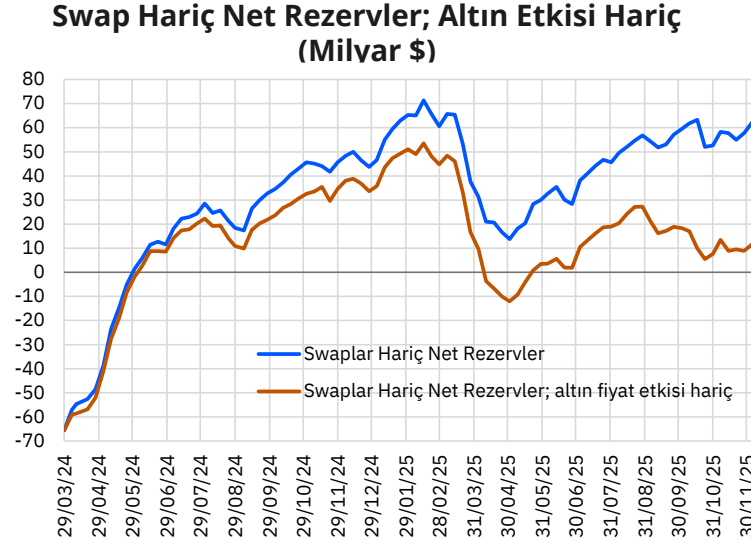
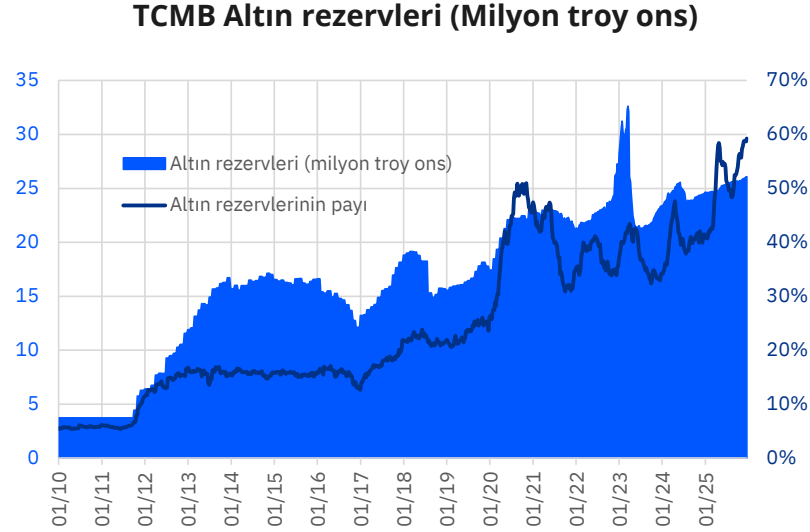


- Üretim tarafındaki sorunlara rağmen, iç talepteki yavaşlamanın çok sınırlı kalmasıyla GSYH büyümesi de yüksek seyretmeye devam ediyor. Son 3 yıllık dönemde ortalama GSYH büyümesi kabaca %4,0 civarında gerçekleşirken, özel tüketim harcamalarında ortalama büyüme %7'yi buldu.
- Dezenflasyon süreci Mayıs 2024'ten beri devam etmekle birlikte, dezenflasyonun hızı 2023 ortasında başlatılan program öngörülerine göre oldukça yavaş gerçekleşiyor. Şöyle ki, **2023'ün Temmuz ayındaki Enflasyon Raporunda TÜFE enflasyonun 2024 sonunda %33, 2025 sonunda da %15'e gerileyeceği öngörülüyordu. Ağustos 2024'teki Enflasyon Raporunda ise, TÜFE enflasyonu 2024 sonunda %38, 2025 sonunda %14 olarak öngörülüyordu. Ancak, 2024'teki gerçekleşme kabaca %44 olurken, enflasyon 2025 yılını %31 seviyesi civarlarında kapatacak.**
- Dezenflasyon sürecinin yavaş ilerlemesi talep ve beklenti kanalından yeterli desteğin alınamaması ile açıklanabilir. Bunun arkasında da parasal sıkışmayı 2023 ortalarında çok kademeli başlatma tercihinin önemli bir payı olduğunu düşünüyoruz.

Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

Altın fiyatlarındaki yükselişin de desteğiyle rezervlerdeki artış sürüyor



- Uluslararası rezervlerde Mart-Nisan dönemindeki 50 milyar \$'ı bulan çıkışların ardından Mayıs başında başlayan artış trendi sürüyor. Mayıs başında 138 milyar \$'a gerileyen brüt rezervler 192 milyar \$'a (19 Aralık itibariyle), 14 milyar \$'a gerileyen swap hariç rezervler de 67 milyar \$'a kadar yükselmiş durumda. Ancak, bu yükselişte altın fiyatlarındaki sert yükselişin önemli bir etkisi olduğunu söylemek lazım.
- TCMB'nin 2010 başlarında 3,7 milyon troy ons olan altın rezervini yıllar içinde kademeli olarak artırarak 26 milyon troy onsa kadar yükseltti. Altın fiyatlarındaki yükselişlerle birlikte, altın rezervlerinin toplam rezervler içindeki payı da %60'a kadar yükselmiş durumda. Dolayısıyla, altın fiyatlarındaki dalgalanmalar TCMB'nin rezerv seviyeleri üzerinde fazlasıyla etkili oluyor. Örneğin, ons altın fiyatının son 1 haftada 4.300 \$ seviyelerinden 4.500 \$'a yükselmesinin TCMB rezervlerine olan etkisi 5 milyar \$'a yaklaşıyor. **Sene başına göre bakıldığında, altın fiyatlarındaki artışın rezervlere olan katkısının 44 milyar \$'a ulaştığını hesaplıyoruz (19 Aralık itibarıyla). Hatta, son 1 haftadaki hareketle bu etki 48 milyar \$'ı buldu.** Altın etkisi dışlandığında, rezervlerde sene başına göre bir gerilemeden bahsedebiliriz.
- Özetle, **son dönemde altın fiyat etkisi hariç tutulduğunda rezerv artışında bir yavaşlama eğilimi takip ediliyor. Buna karşın, swap hariç rezervlerin altın desteğiyle de olsa, Mart başındaki seviyelere geri dönmesi, TCMB'nin kurda olası dalgalanmalara müdahale etme alanı sağlıyor.**

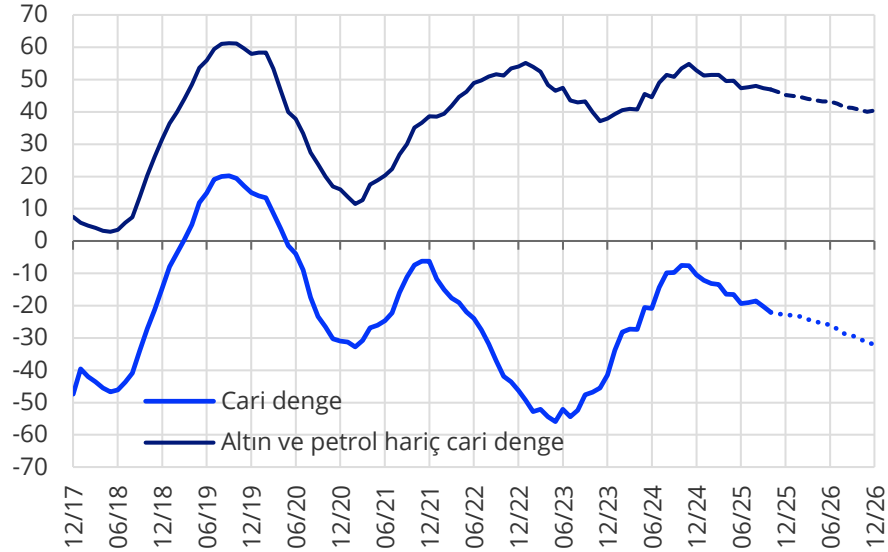
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

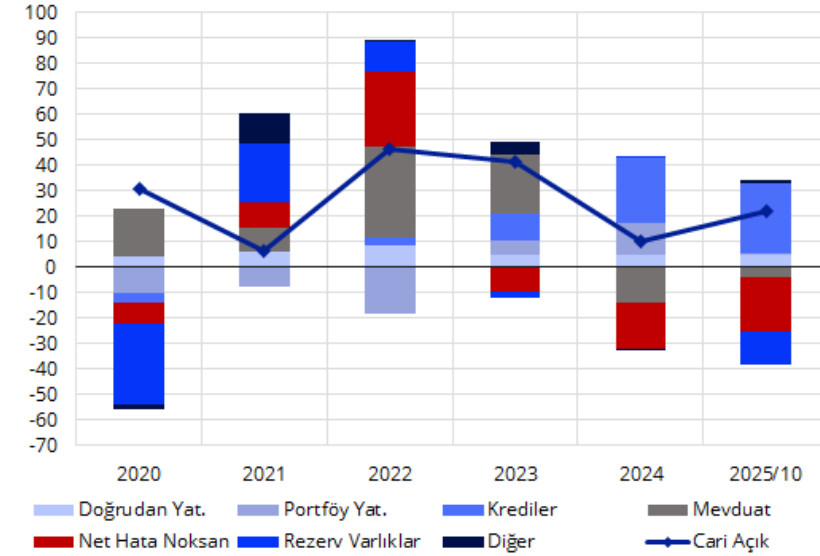


Cari açık/GSYH oranı 2025'teki %1,4, 2026'da %1,9 seviyelerinde ılımlı kalmaya devam edebilir

Cari Denge, 12-Ay Birikimli (Milyar \$)



Cari Açığın Finansmanı (Milyar \$)



- **Cari açığın** 2025 yılında yaklaşık 22,5 milyar \$ (GSYH'nin %1,4'ü) seviyesinden **2026 yılında 32 milyar \$'a (GSYH'nin %1,9'u) doğru ılımlı şekilde genişlemesini bekliyoruz.** Bu artışın yarıya yakınının altın ithalatı kaynaklı olduğunu söyleyebiliriz.
- **Enerji ve altın fiyatları ve küresel büyüme görünümü her iki yönde de riskler barındırır da, genel dış denge görünümü yönetilebilir olmaya devam ediyor.**

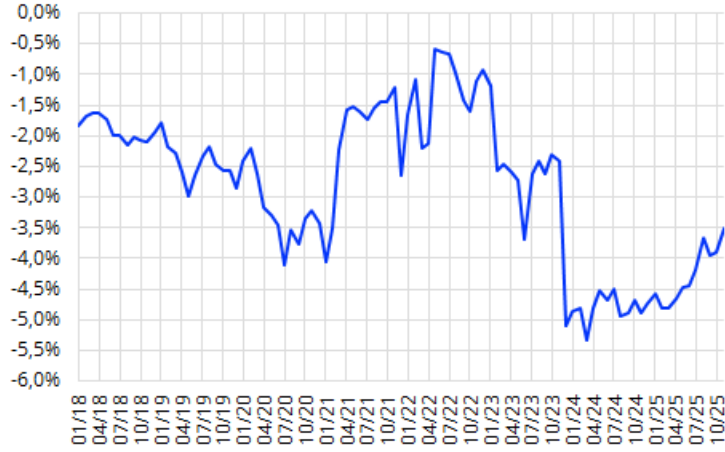
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

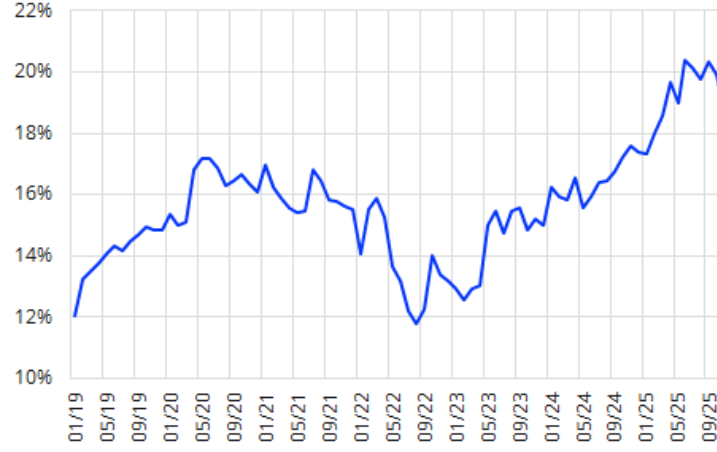
Faiz dışı dengede önemli bir iyileşme var, ancak yüklü faiz harcamaları bütçe açığında iyileşmeyi sınırlıyor



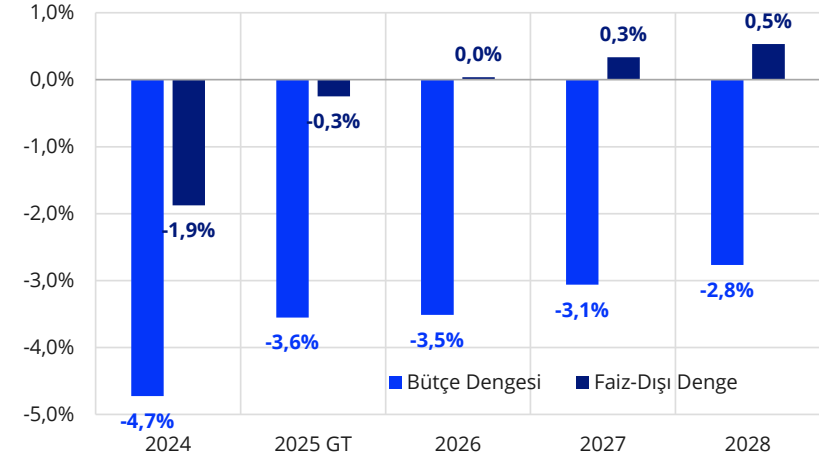
Merkezi Bütçe Dengesi / GSYH



Faiz Harcamaları / Vergi Gelirleri



Merkezi Bütçe Projeksiyonları



- Ocak-Kasım döneminde de vergi gelirlerindeki yıllık %52'lik nominal artışa (toplam gelirlerdeki artış ise %49) karşılık, faiz-dışı harcamalarda artışın %39'da tutulması sayesinde faiz-dışı bütçe performansında önemli bir iyileşme oldu. Şöyle ki, 2024'ün 11 aylık döneminde 82 milyar TL açık veren faiz dışı denge, bu sene aynı dönemde 667 milyar TL fazlaya geçmiş durumda. Buna karşılık, aynı dönemde bütçe açığı 1,27 trilyon TL ile geçen yılın aynı dönemine göre yatay kaldı.
- Faiz-dışı taraftaki ciddi düzelmeye karşın, bütçe açığının artmaya devam etmesinin nedeni daha önce de çok kere belirttiğimiz üzere faiz harcamalarındaki hızlı yükselişler. Faiz harcamaları geçen senenin 11 aylık döneminde 1,2 trilyon TL seviyesinde gerçekleşirken, bu yılın aynı döneminde 1,94 trilyon TL olarak ortaya çıkmış durumda, ki bu da %62'lük bir artışa işaret ediyor. Hazine'nin 2023'ten itibaren hızla yükselen bütçe açığı nedeniyle artan iç borçlanma ihtiyacı, faiz harcamalarındaki zıplamada önemli bir paya sahip. Bununla beraber, geçmiş 10 yılda ihraç edilen TÜFE'ye endeksli tahvillerin yaklaşan itfalarında ödenmesi gereken geçmiş yıllar enflasyon farkları da önümüzdeki dönemde önemli bir faiz harcama yükü doğuracak.
- Ocak-Kasım dönemi sonuçlarına göre, vergi gelirlerinin sene sonunda OVP ile yaklaşık 400 milyar TL aşağı revize edilen hedefin 200 milyar TL kadar üzerinde kalabileceğini görüyoruz. Buna göre, 2025 yılı merkezi bütçe açığı/GSYH oranı %3,6 hedefinin bir miktar altında kalabilir.
- **2026 Bütçesinde 600 milyar TL'yi aşan deprem ödeneği öngörülüyor. Yüklü faiz ödemeleri de hesaba dahil edildiğinde, bütçe açığı/GSYH oranının 2026 yılında da %3,5'in altına gerilemesinin zor görüldüğünü düşünüyoruz.**

Kaynak: Orta Vadeli Plan, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

2026-2028 Dönemi OVP Projeksiyonları

	2024	2025 GT	2026	2027	2028
GSYH Büyümesi	3.3%	3.3%	3.8%	4.3%	5.0%
TÜFE Enflasyonu (dönem sonu)	44.4%	28.5%	16.0%	9.0%	8.0%
Deflatör	59.3%	35.0%	19.7%	10.9%	8.0%
Cari Denge / GSYH	-0.8%	-1.4%	-1.3%	-1.2%	-1.0%
Bütçe Dengesi / GSYH	-4.7%	-3.6%	-3.5%	-3.1%	-2.8%
Faiz Dışı Denge / GSYH	-1.9%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
IMF Tanımlı Faiz Dışı Denge / GSYH	-2.7%	-0.6%	-0.5%	0.0%	0.2%
\$/TL, ortalama	32.83	39.63	46.60	50.71	53.76
\$/TL, değişim	97.6%	20.7%	17.6%	8.8%	6.0%

Merkezi Bütçe Projeksiyonları

	2024	2025GT	2026	2027	2028
Gelirler	8,672.8	12,465.9	16,216.1	18,740.0	21,276.9
Vergi gelirleri	7,305.3	10,733.6	13,783.1	16,033.7	18,294.7
Vergi-dışı gelirler	1,367.6	1,732.3	2,433.0	2,706.3	2,982.1
Harcamalar	10,780.6	14,674.1	18,928.8	21,478.5	24,082.0
Faiz harcamaları	1,270.5	2,052.7	2,741.7	3,039.8	3,346.1
Faiz-dışı harcamalar	9,510.2	12,621.4	16,187.2	18,438.7	20,735.9
Bütçe Dengesi	-2,107.8	-2,208.2	-2,712.7	-2,738.5	-2,805.1
Faiz Dışı Denge	-837.4	-155.5	28.9	301.3	541.0
IMF Tanımlı Faiz Dışı Denge	-1,183.0	-397.9	-372.7	-29.7	246.2
GSYH'ye oranı:					
Bütçe Dengesi	-4.7%	-3.6%	-3.5%	-3.1%	-2.8%
Faiz Dışı Denge	-1.9%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
IMF Tanımlı Faiz Dışı Denge	-2.7%	-0.6%	-0.5%	0.0%	0.2%

- Hükümet, Eylül ayı başında 2026-2028 dönemi için yeni Orta Vadeli Programı (OVP) yayınladı. Yurt dışı talepteki zayıflama ve dezenflasyon sürecinin gerektirdiği sıkı duruş nedeniyle büyümenin hedefin altında kalabileceği öngörülüyor. Buna karşılık, petrol fiyatlarındaki seyrin desteğiyle cari dengede daha olumlu bir görünüm bekleniyor. Öte yandan, hizmet ve gıda fiyatlarındaki katılık nedeniyle enflasyonun program hedefinin üzerinde kalacağı söyleniyor.
- **2025 yıl sonu bütçe açığı projeksiyonu ise 1,9 trilyon TL'den (GSYH'nin %3,1'i) bizim tahminimizle uyumlu olarak 2,2 trilyon TL'ye (GSYH'nin %3,6'sı) revize edildi. Benzer şekilde 2026 yılına ilişkin tahmin de %2,8'den %3,5'e yükseltildi.**
- **Bu revizyonda faiz harcamalarının hedeflerin üzerine çıkmasına ek olarak (önceki sayfaya bakınız) vergi gelirlerinin hedeflerin altında kalması öne çıkıyor.** Şöyle ki, yapılan stopaj artışlarının sağladığı 900 milyar – 1 trilyon TL arası ek gelire rağmen vergi gelir projeksiyonunun 11,1 trilyon TL'den 10,7 trilyon TL'ye çekildiği görülüyor (büyük ölçüde Kurumlar Vergisi tahsilatındaki sapma nedeniyle).
- 2025 yılında vergi gelirlerinde %47'lik bir artış gerçekleşmiştir. Stopaj etkisi hariç tutulduğunda ise artış oranı yaklaşık %35 seviyesinde kalmakta ve bu da GSYH deflatörüyle (%35) paralellik göstermektedir. Ancak 2026 yılı için belirlenen vergi hedefi %28'lik bir artışa işaret ederken, aynı yılın deflatörü %19,7 olarak öngörülmüştür. Bu durum, vergi artış hedefinin fiyat artış öngörülerinin oldukça üzerinde olduğunu ortaya koyuyor. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde stopaj başta olmak üzere ek vergi düzenlemeleri gündeme gelebilir. Aksi durumda 2026 yılının vergi geliri hedefleri de (büyüme ve enflasyon projeksiyonlarına göre) iddialı kalabilir.
- OVP'de 2026 yılı için %3,8'lik GSYH büyümesi öngörürken, burakamın 2027'de %4,3'e, 2028'de de %5,0'e yükselmesini bekliyor
- Enflasyon tarafında ise 2026 sonu için TCMB'nin %16,0'lık projeksiyonu korunurken, 2027'de %9,0'a, 2028'de de %8,0'e düşüş hedefleniyor.

Kaynak: Orta Vadeli Plan, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

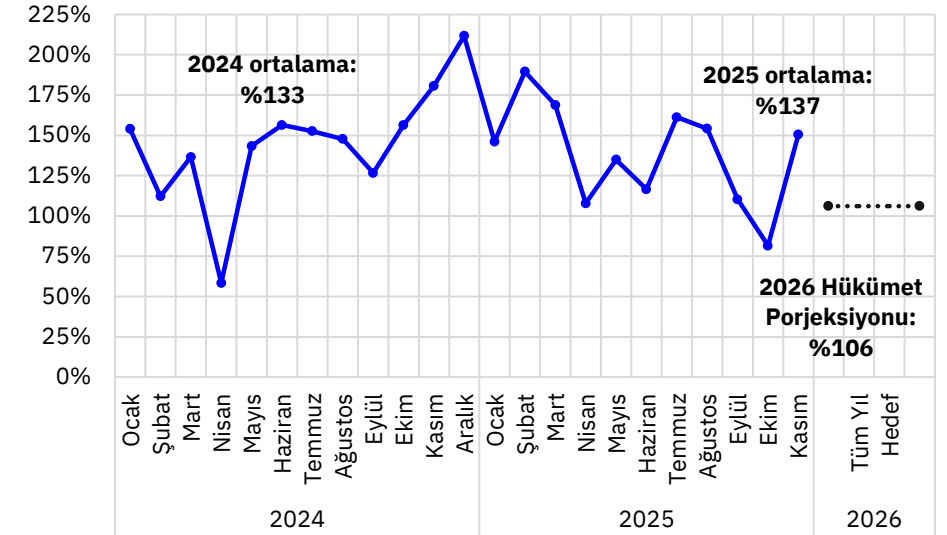


Hazine'nin yoğun borçlanmasıyla iç borç çevirme oranı son 2 yılda da %130'un üzerinde kaldı

Hazine'nin 2025 Yılı Finansman Tablosu

(Milyar TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	10/25	11/25	Ocak-Kasım
Ödemeler	770.5	795.3	998.2	346.5	230.7	3,141.2
İç Borç Servisi	467.0	693.7	893.3	241.2	95.2	2,390.4
Anapara	117.1	166.0	476.9	126.4	0.0	886.4
Faiz	338.2	527.8	416.4	114.8	95.2	1,492.3
Dış Borç Servisi	303.6	101.6	104.9	105.3	135.5	750.8
Anapara	228.5	58.2	24.1	84.3	113.2	508.2
Faiz	75.1	43.4	80.8	21.0	22.3	242.6
Finansman	770.5	795.3	998.2	346.5	230.7	3,141.2
Borçlanma Dışı Kaynaklar	-68.9	-171.3	-600.0	113.7	101.7	-624.8
Borçlanma	839.5	966.6	1,598.2	232.8	129.0	3,766.1
Dış Borçlanma	108.7	96.7	283.3	18.1	0.0	506.8
İç Borçlanma	740.3	869.9	1,314.9	214.8	129.0	3,268.8
Net İç Borçlanma	623.2	703.9	838.0	88.3	129.0	2,382.4
Net Dış Borçlanma	-119.8	38.6	259.2	-66.3	-113.2	-1.4
İç Borç Çevirme Rasyosu	163.4%	127.4%	144.8%	89.0%	135.5%	136.7%

Hazine'nin İç Borç Çevirme Oranları



- Yılın ilk 11 aylık döneminde Hazine yaklaşık 2,4 trilyon TL'lik iç borç geri ödemesine karşılık 3,3 trilyon TL'ye yakın iç borçlanma gerçekleştirdi. Borçlanma tutarının planlananın üzerine çıkmasıyla, **sene başında yıllık ortalama %119 olması öngörülen iç borç çevirme oranı da, Ocak-Kasım döneminde ortalama %136,7 seviyesinde gerçekleşmiş oldu. Hazine'nin fazla borçlanmasına bağlı olarak nakit pozisyonunda 600 milyar TL'nin üzerinde bir iyileşme olduğu görülüyor.** Hazine'nin borç çevirme oranı 2024 yılında da %133 seviyesinde gerçekleşmişti.
- Hazine ilk 11 ayda 20 milyar \$'a yakın dış borç geri ödemesine karşılık kabaca 13 milyar \$'lık dış borçlanma gerçekleştirdi (8,75 milyar USD + 1,50 milyar EUR + 2,5 milyar USD kira sertifikası). Buna göre, Hazine'nin döviz nakit pozisyonundaki değişimlere de bakıldığında, iç borçlanmanın bir kısmının dış borç geri ödemelerine kaydırıldığını da söyleyebiliriz.

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

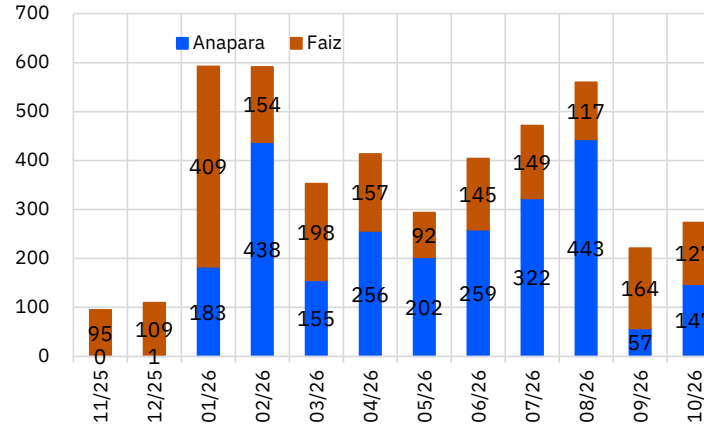
2026 yılında Hazine'yi yoğun bir iç borç geri ödeme takvimi bekliyor



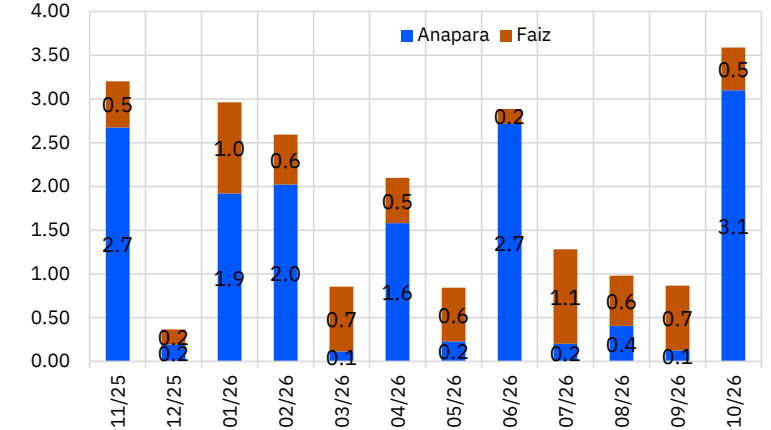
Hazine'nin 2026 Finansman Programı

(Milyar TL)	2025 (Program)	2025 (Tahmini)	2026 (Program)
Toplam Borç Servisi	3,241.9	3,365.4	5,990.0
Anapara	1,373.2	1,407.8	3,289.7
Faiz	1,868.7	1,957.6	2,700.3
İç Borç Servisi	2,385.0	2,566.3	5,042.2
Anapara	822.5	886.9	2,699.7
Faiz	1,562.5	1,679.4	2,342.6
Dış Borç Servisi	856.9	799.2	947.8
Anapara	550.7	521	590
Faiz	306.3	278.2	357.8
Finansman	3,241.9	3,365.4	5,990.0
Borçlanma Dışı Kaynaklar	-62.9	-549.1	40.4
Toplam Borçlanma	3,304.8	3,914.5	5,949.6
Dış Borçlanma	459.4	515.4	605.3
İç Borçlanma	2,845.5	3,399.1	5,344.3
İç Borç Çevirme Rasyosu	119.3%	132.5%	106.0%
Net İç Borçlanma	1,472.3	1,991.3	2,054.6
Net Dış Borçlanma	-91.3	-5.6	15.3

İç Borç Geri Ödemeleri (Milyar TL)



Dış Borç Geri Ödemeleri (Milyar \$)



- Hazine'nin 2026 yılına ilişkin borç servisi projeksiyonlarına göre toplam 6 trilyon TL'ye yakın geri ödeme yapılması öngörülürken, bunun 5,0 trilyon TL'sini iç borç, 948 milyar TL'sini (kabaca 20 milyar \$) ise dış borç ödemeleri oluşturacak.
- Hazine 5,0 trilyon TL'lik iç borç servisini karşılamak için 5,34 trilyon TL iç borçlanma yapmayı planlıyor. Buna göre, iç borç çevirme oranının da %106'ya gerilemesi öngörülüyor. Hazine 20 milyar \$'lık dış borç servisine karşılık da 13 milyar \$ dış borçlanma planlıyor.
- Hazine'nin finansman programına göre 5,0 trilyon TL iç borç geri ödemesi öngörülse de, kısa vadeli borç finansmanı ve altına dayalı senetlere ilişkin ödemelerin öngörülerin üzerine çıkmasıyla, **2026'da toplam iç borç servisinin bu tutarı aşarak 5,5-6,0 trilyon TL'ye ulaşabileceğini düşünüyoruz. Bu da aylık ortalama 500 milyar TL'ye yaklaşan bir geri ödemeye tekabül ediyor. 2026'daki iç borç itfasının 1 trilyon TL'den fazla kısmını geçmiş yıllarda ihraç edilen altına dayalı tahvil ve kira sertifikalarının geri ödemeleri oluşturacak.**

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm



Kredi derecelendirme kuruluşları yılın ilk yarısında Türkiye'nin görünümü durağanda tutmaya devam etti

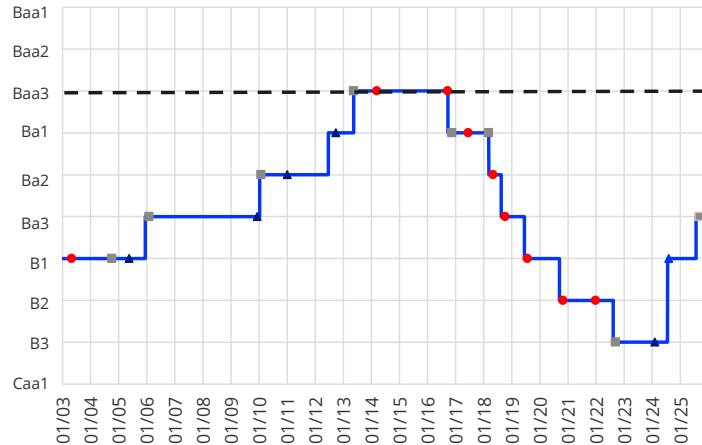
	S&P	Moody's	Fitch
Son güncelleme tarihi:	25/04/25	25/07/25	25/07/25
Kredi notu güncellemesi:	"BB-" teyit edildi	"Ba3"'e yükseltildi	"BB-" teyit edildi
Görünüm güncellemesi:	"durağan" teyit edildi	"durağan" olarak belirlendi	"durağan" teyit edildi
Yatırım yapılabilir kademe:	3 kademe altı	3 kademe altı	3 kademe altı
Değerlendirme takvimi:	17/04/26 - 16/10/26	23/01/26 - 24/07/26	23/01/26 - 17/07/26

* S&P 17/10/25'teki değerlendirmesinde kredi notu güncellemesi yapmadı

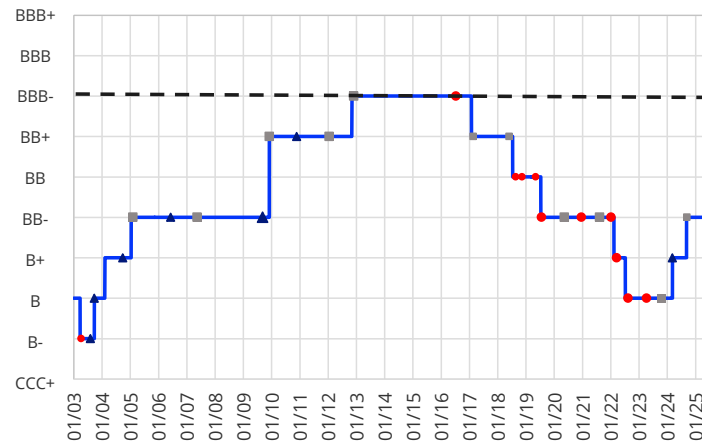
Tarih	Kurum	Kredi Notu	Yön	Görünüm	Yön
25/07/25	Moody's	Ba3	↑	durağan	↓
25/07/25	Fitch	BB-	→	durağan	→
25/04/25	S&P	BB-	→	durağan	→
31/01/25	Fitch	BB-	→	durağan	→
01/11/24	S&P	BB-	↑	durağan	↓
06/09/24	Fitch	BB-	↑	durağan	↓

YATIRIM YAPILABİLİR												J UNK											
Moody's	AAA1	AAA2	AAA3	AA1	AA2	AA3	A1	A2	A3	BAA1	BAA2	BAA3	BA1	BA2	BA3	B1	B2	B3	CAA1	CAA2	CAA3	CA	C
S&P/Fitch	AAA+	AAA	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C
	Prime			Yüksek Not			Yüksek Orta Not			Alt Orta Not			Spekülatif			Çok Spekülatif			Aşırı Riskli			Batık	

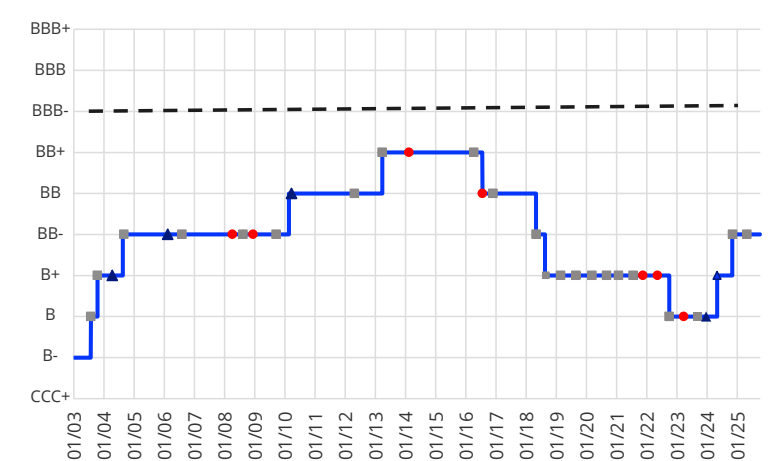
Kredi notunun gelişimi (Moody's)



Kredi notunun gelişimi (Fitch)



Kredi notunun gelişimi (S&P)



▲ Pozitif görünüm ■ Durağan görünüm ● Negatif görünüm

Kaynak: S&P, Moody's, Fitch, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

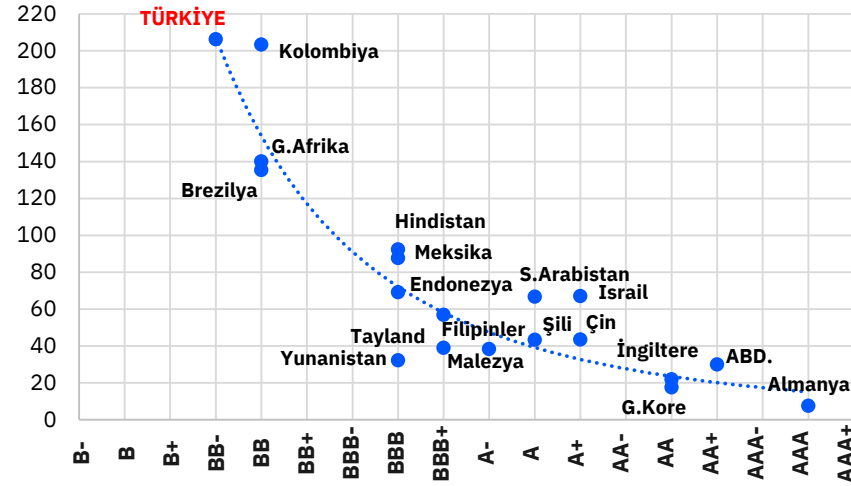
Yeni kredi notu artışları için döviz rezervlerinin en azından eski seviyelerine dönmesi gerekebilir



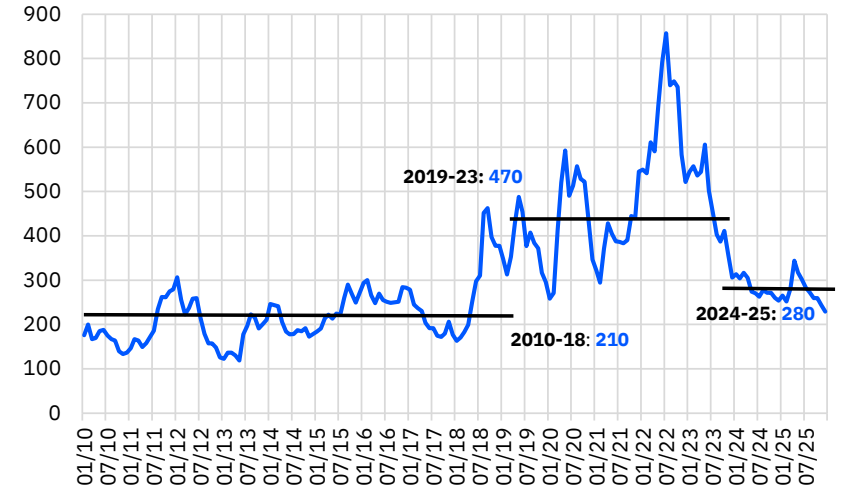
Ülkelerin CDS Primleri (22/12/25 itibariyle)

Ülke	Kredi Notu (S&P)	CDS
Almanya	AAA	8
ABD	AA+	30
G.Kore	AA	22
İngiltere	AA	18
İsrail	A	67
Çin	A+	43
S.Arabistan	A+	67
Şili	A	43
Malezya	A-	38
Tayland	BBB+	39
Filipinler	BBB+	57
Endonezya	BBB	69
Meksika	BBB	92
Hindistan	BBB	88
Yunanistan	BBB	32
Kolombiya	BB	203
Brezilya	BB	140
G.Afrika	BB	135
TÜRKİYE	BB-	206

Ülkelerin CDS Primi – Kredi Notu Matrisi



5-Yıllık CDS Primi (bazpuan)



- Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseldiği 2012'nin sonları ve 2013'ün başlarını kapsayan dönemde Türkiye'nin 5-yıllık CDS primi 110'lu seviyelere kadar gerilerken, bu dönemde ortalama CDS primi kabaca 130 olmuştu. 2015-2017 arasında 300 civarında seyreden CDS primi 2017 içinde 160'lı seviyelere kadar geriledikten sonra 2018'den itibaren yüksek bir patikaya yerleşmişti. CDS priminin 2010-2018 arası ortalaması kabaca 210 bazpuan olurken, 2019-2023 arasında CDS primi ortalaması 470 puan civarında seyretti. 2024 yılında 300 seviyesinin altına yerleşen CDS primi, son dönemdeki iyileşmelerle birlikte 210 seviyesinin altını da test etti.
- Kredi notu görünümünü «durağan» seviyesinde tutulduğu göz önüne alınırsa, çok yakın vadede bir kredi notu artışı ihtimali düşük görünüyor. Bununla birlikte, son dönemdeki CDS primindeki iyileşme, kredi görünümünde durağandan pozitif seviyesine doğru bir düzeltmeyi getirebilir. Hatırlatmak gerekirse, 23 Ocak'ta hem Moody's hem de Fitch'in kredi notu değerlendirmeleri bulunuyor.
- Küresel risk iştahında sert bozulma olması durumunda ülkelerin CDS primlerinde topyekûn yükselişler olabileceği de not edilmeli.

Kaynak: Trading Economics, Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

Ekonomi ve Piyasa Takvimi



Küresel MB Faiz Toplantıları

2026

Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
23 	5  	18 	28 		11 	23 		10 	28 	5 	9 
28 		19   	29 		16 	29 		16 	29 		17  
			30  		17 	30 		17 	30 		18 
					18 	31 		18 			

Önemli Olaylar

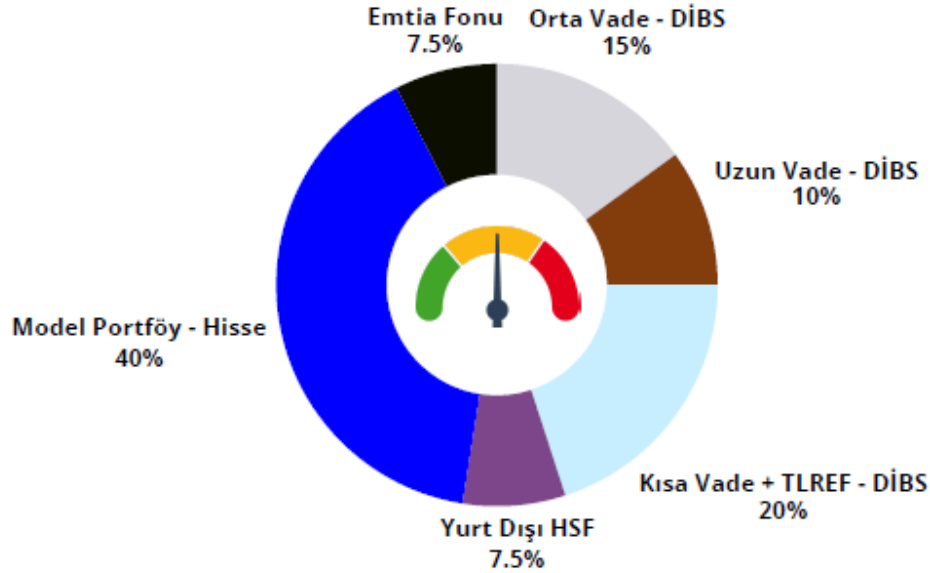
22 Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı 	12 Enflasyon Raporu 	12 Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı 	17 S&P Kredi Notu STANDARD & POOR'S	12 MSCI Endeks Değişiklikleri MSCI	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı 	Moody's Kredi Notu Moody's	12 MSCI Endeks Değişiklikleri MSCI	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı 	16 S&P kredi notu STANDARD & POOR'S	11 MSCI Endeks Değişiklikleri MSCI	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı 
23 Dünya Ekonomik Forumu-Davos WORLD ECONOMIC FORUM	10 MSCI Endeks Değişiklikleri MSCI		18 Dünya Bankası Ekonomik 	Enflasyon Raporu 		Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı 	Enflasyon Raporu 		18 Dünya Bankası Ekonomik 	15 G20 Zirvesi - ABD 	
23 Fitch ve S&P Kredi Notu FitchRatings STANDARD & POOR'S			Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı 	Finansal İstikrar Raporu 		17 Fitch Kredi Notu FitchRatings			Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı 	Enflasyon Raporu 	
										Finansal İstikrar Raporu 	



Kaynak: Trading Economics, S&P, Moody's, Fitch, Gedik Yatırım Araştırma

Varlık Dağılımı Önerileri

Faiz düşüşüne hazırlıklı ve küresel borsalar/emtia ile dengelenmiş bir portföy kurguluyoruz



Makroekonomik görünüm, risk primlerindeki gelişmeler ve faiz beklentilerimiz çerçevesinde portföy varlık dağılımımızı yandaki şekilde kurguluyoruz

Varlık dağılımımızda; Gedik Yatırım Araştırma ekibinin hazırladığı Hisse Model Portföyünün ağırlığı %40 olarak belirlenirken, kısa–orta–uzun vadeli DİBS ve TLREF’e endeksli enstrümanlarla toplam %45 ağırlıkla sabit getirili yapı güçlendirilmekte; emtia/kıymetli madenler (%7,5) ve yurt dışı hisse senedi ve yabancı varlıkları içeren fonlar (%7,5) ile daha dengeli ve çeşitlendirilmiş bir portföy kompozisyonu oluşturulmaktadır.

Politika faizinde önümüzdeki dönemde beklediğimiz kademeli gevşeme, Türkiye CDS primindeki gerileme ve tahvil faizlerinde oluşan düşüş potansiyeli doğrultusunda, orta ve uzun vadeli DİBS’lerin toplam ağırlığını toplam %25 seviyesinde tercih ediyoruz. Orta vadeli DİBS tarafında **TRT120929T12** ve **TRT021030T18** sabit kuponlu tahvillerini, uzun vadede ise **TRT270934T18** ve **TRT050935T13** sabit kuponlu tahvillerini öneriyoruz. Portföy volatilitesini sınırlamak ve faiz belirsizliğine karşı dengeleyici bir yapı oluşturmak amacıyla %20 ağırlık verdiğimiz kısa vadeli DİBS ve TLREF’e endeksli kıymetler tarafında ise **TRT140727T14** sabit kuponlu tahvil, **TRB170626T13** Hazine Bonosu ile **TRT061228T16** ve **TRT040729T14** TLREF’e endeksli tahvilleri öne çıkarıyoruz. Bu segmentte ayrıca mevduata alternatif olarak para piyasası fonlarından **IRY – INVEO Portföy Para Piyasası (TL) Fonu’nu** da değerlendiriyoruz.

Portföylerimizi daha dengeli ve dayanıklı hale getirmek amacıyla çeşitlendirmeyi ön plana çıkarıyoruz. Bu doğrultuda, yurt dışı tarafta **YTD – Yapı Kredi Portföy Yabancı Fon Sepeti Fonu** ile **GBG – Inveo Portföy G-20 Ülkeleri Yabancı Hisse Senedi Fonu’nu** önererek portföyün küresel piyasalara erişimini artırmayı hedefliyoruz. Emtia/kıymetli madenler tarafında ise jeopolitik risklere karşı koruma sağlamak amacıyla **OTJ – OYAK Portföy Kıymetli Madenler Fon Sepeti Fonu**, **TTA – İş Portföy Altın Fonu**, **TPC - TEB Portföy Birinci Fon Sepeti Fonu’nu** ön plana çıkarıyoruz.

Bu önerilerimiz doğrultusunda, Varlık dağılımımızın farklı piyasa koşullarında daha dengeli bir risk-getiri profili sunmasını amaçlıyoruz.

Faiz indirim döngüsün orta vadede borsaya destekleyici olabilir.

- BIST-100 endeksi yılbaşından beri %15.6'lık performansı ile enflasyonun ve mevduatın oldukça altında bir performans sergiledi.
- **Düşen kar döngüsü 2025 yılının ilk yarısında tamamlanmış gözüküyor**
- **Borsa orta vadede mevduat faizinin üzerinde getiri sağlayabilir.** BIST-100 Endeks hedef değerimiz %41'lik yükselme potansiyeliyle 16,069 (Önceki: 14,760).
- Bu raporla birlikte Akiş GYO, Anadolu Grubu Holding, İş Bankası, Yapı Kredi Bankası, Tofaş, ve Zorlu Enerji tavsiyelerimizi 'Endekse Paralel Getiri' den 'Endeks Üstü Getiri'ye, Anadolu Metal, Koza Altın, Ülker ve Kocaer Çeliği 'Endeks Üstü Getiri'den 'Endeks'e Paralel Getiri'ye, Tekfen'i ise 'Endeksin Altı Getiri'den 'Endekse Paralel Getiri'ye değiştiriyoruz.
- Raporun 33-36. sayfalarında hedef fiyat değişikliklerimizi, 37. sayfasından itibaren model portföyümüzü bulabilirsiniz.

Piyasalara Dair Beklentiler (II)

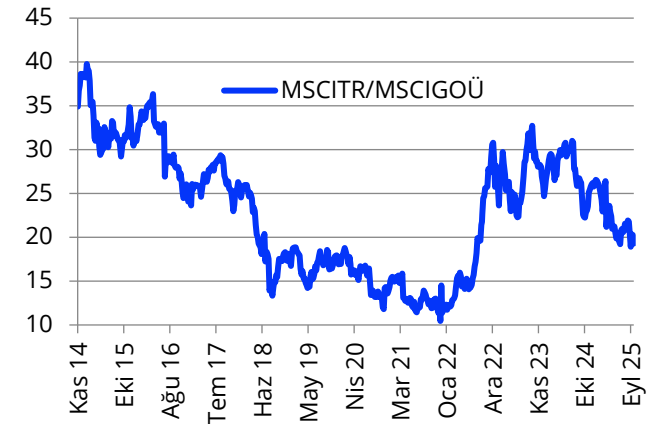
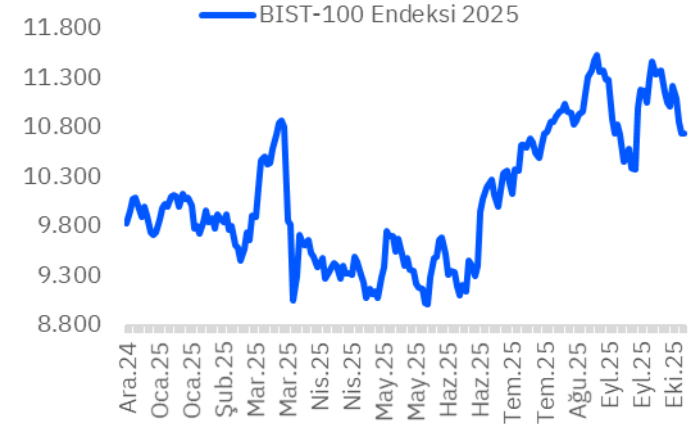
BIST 100 getirisi 2025 yılında enflasyon ve mevduatın gerisinde kaldı...



- Yılbaşından beri BIST100 Endeksi ABD doları bazında %4,4 değer kaybederken, Lira bazında %10 yükseldi. MSCI EM endeksine göre de %27 geride kalıp, 9 aylık enflasyon baz alındığında yaklaşık %11'lik negatif reel getiri sağladı.
- Şirketler ise 2024'ün ilk çeyreğinin sonundan bu yana giderek daha zor bir faaliyet dönemi geçirdi. Ancak, daha önceki raporlarda da belirttiğimiz üzere, şirket faaliyetlerinde en kötünün geride kaldığını göstermekte.
- Dolayısıyla, yurtiçi ve bölgesel politik risk primi seyirlerine bağlı olarak, faiz düşüş döngüsü ile beraber, risk primlerindeki düşüşler (CDS), düşük bazın da yardımı ile, önümüzdeki dönemde şirket karlılıklarına destek verebilir.

	Net Kar Büyümesi (Reel)			FAVÖK Büyümesi (Reel)
	Sanayi	Banka	Tüm İzleme Listesi*	
2025T	-14,6%	15,5%	-1,7%	7,3%
2026T	29,1%	30,1%	29,5%	15,6%

* Holdingler hariç



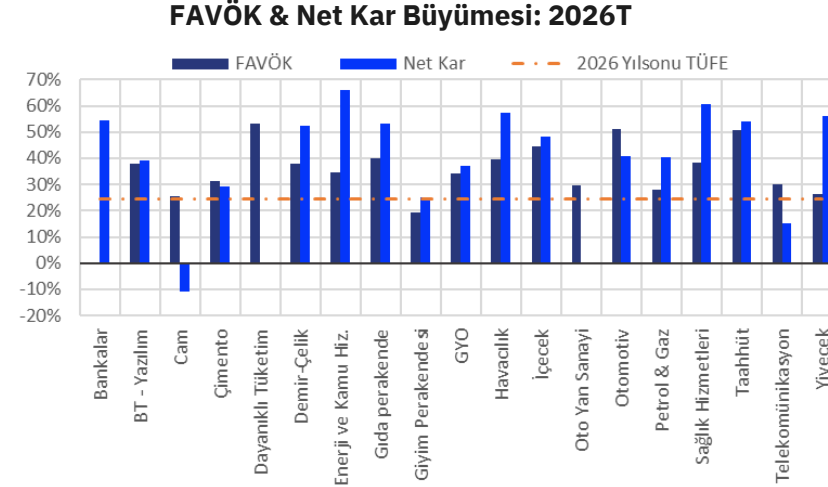
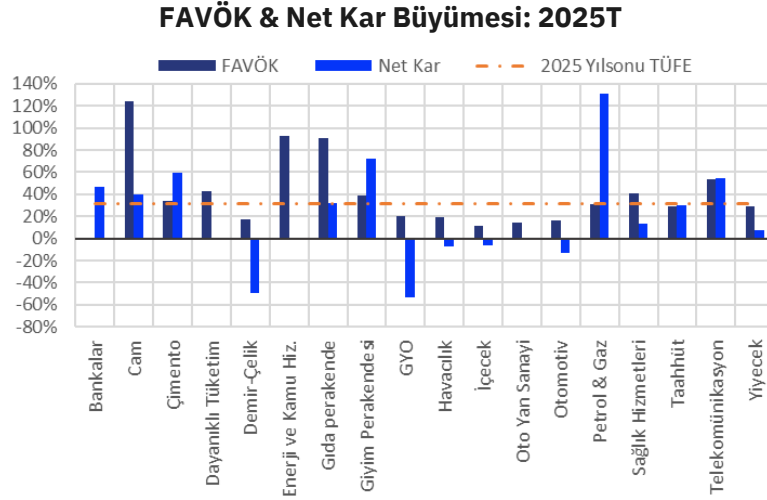
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Piyasalara Dair Beklentiler (III)

Şirket karlarında en kötüsü, yılın geride kalmış gözüküyor...



- Halka açık şirketler 2024 yıl sonunda reel anlamda %50 net kar daralması ve %14 FAVÖK daralması yaşamıştı. Takibimizdeki şirketler ise 2025 yılının ilk 3 ayında Y/Y'a net karda %76, FAVÖK'te ise %16 daralma gerçekleştirmişti. İlk 6 ayın sonunda ise net kar daralması %48'e FAVÖK daralması da %2'ye geriledi. İlk 9 ayda ise FAVÖK %5 artarken, kar daralması %23'e geriledi. Bu eğilim net bir şekilde en kötünün geride kaldığını göstermekte. Daralmanın ana nedenleri olarak azalan alım gücü, talebe bağlı ürün fiyat artışlarının sınırlanması ve göreceli güçlü kalan TL ve zayıf global ekonomik aktivite nedeni ile sınırlanan ihracat gelirleri sayılabilir. Öte yandan FAVÖK ve net kar arasındaki belirgin farkın ana nedeninin parasal kazanç/kayıp kalemi, ve bir nebze de finansman giderlerinden kaynaklandığını belirtmekte fayda var.
- Bir önceki sayfada paylaştığımız tabloda görüldüğü üzere, takibimizdeki şirketlerde, tahminlerimize göre 2026 yılında gerek faaliyet gerekse net karda artış beklemekteyiz. Bu bağlamda bankacılık ve sanayii segmentlerindeki net kar büyüme tahminimiz %30 iken, FAVÖK büyüme tahminimiz ise %16'ya yakın.
- 2026 yılında sektörel bazda reel kar performansı ve değerlemeler göz önüne alındığında, öne çıkarmak istediğimiz sektörler, orta vadede bankacılık, gıda perakendeciliği, sağlık, gıda, seçici olarak taahhüt, ve telekomünikasyon sektörleridir.

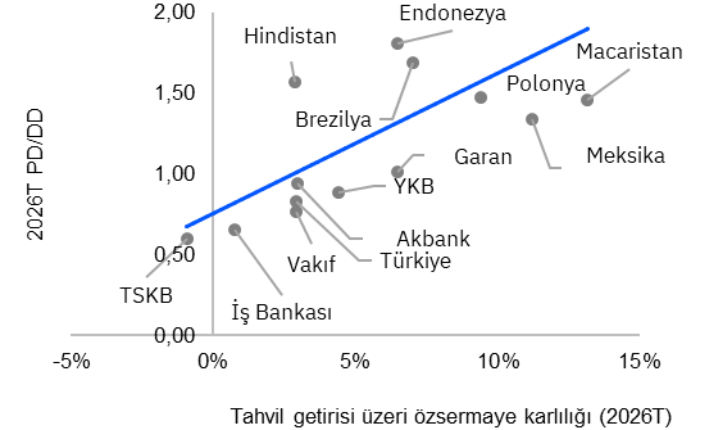
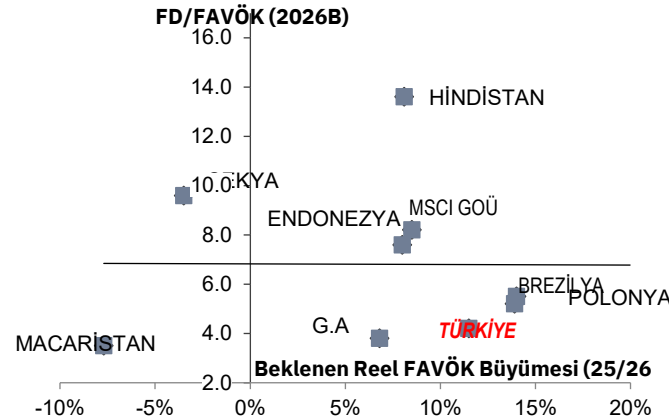
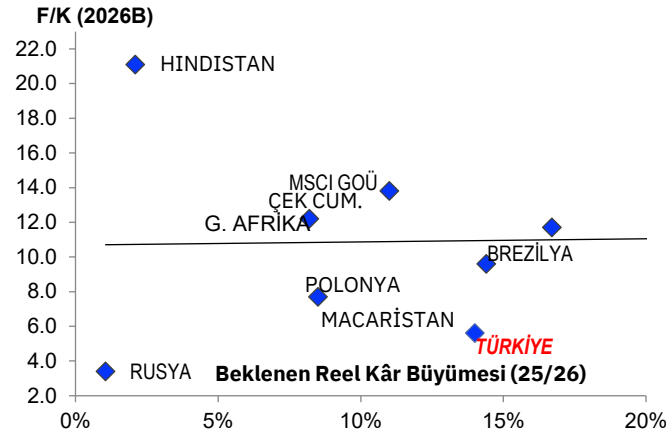


Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Piyasalara Dair Beklentiler (IV)



- **BIST-100 Endeks hedef değerimiz %41'lik yükselme potansiyeliyle 16,069 (Önceki: 14,760).** Bu bağlamda, hedef değerler bankacılık sektöründe %46, sanayi sektörlerinde %36 ve holdinglerde %62 yükselme potansiyeline işaret ediyor.
- Reel bazda (2025/2026) kar büyüme beklentilerimizi ülkeler arası büyüme ve çarpanlara harmanladığımızda Türkiye'nin benzer ülkelere nazaran iskontolu çarpanlarda işlem gördüğünü söyleyebiliriz. **2026 tahminlerimiz gerçekleştiği takdirde, Borsa GOÜ FK çarpanlarına %48, FD/FAVÖK çarpanlarına göre de %38 civarı iskontoda gözükmemektedir ve bu iskontoların %25'lere yaklaşmasını olası görüyoruz.** Buna ek olarak, FAVÖK ve net kar büyümesi açısından Türkiye'nin benzer kategorideki ülkelere nazaran ortalamanın üzerinde büyüme potansiyeli gözükmemekte.
- Bankacılık sektörü ise benzer ülke çarpan averajlarına (PD/DD) göre %50 civarında bir iskontoda işlem görmektedir.
- **Hisse tavsiye ve hedef değer değişikliklerimizi 33-36. sayfalarda görebilirsiniz.**



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Bankalar	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Öneri		Net Kar		F/K		PD/DD		Özsermaye Karlılığı (%)		HB Temettü	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	2025T	2026 T	2025T	2026 T	2025T	2026 T	2025T	2026 T	2025T	2026 T
Akbank	69,75	87,94	99,36	42%	EÜG	EÜG	58.484	98.625	6,2	3,7	1,2	0,9	22,2	29,6	1,7	2,9
Garanti Bankası	140,90	183,50	207,14	47%	EÜG	EÜG	116.494	164.614	5,1	3,6	1,3	1,0	30,7	33,2	4,4	5,5
İş Bankası	13,67	17,46	20,34	49%	EPG	EÜG	72.405	125.181	4,7	2,7	0,8	0,7	20,2	27,4	0,2	0,4
TSKB	12,71	18,32	18,66	47%	EÜG	EÜG	12.674	13.422	2,8	2,7	0,8	0,6	32,4	25,7	-	-
Vakıfbank	29,68	35,82	42,68	44%	EÜG	EÜG	65.502	95.248	4,5	3,1	1,0	0,8	26,2	29,6	-	-
Yapı ve Kredi Bankası	35,74	41,24	52,91	48%	EPG	EÜG	55.094	91.368	5,5	3,3	1,2	0,9	24,6	31,1	-	1,0

* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

****EÜG:** Endeksin Üzerinde Getiri / **EPG:** Endekse Paralel Getiri / **EAG:** Endeksin Altında Getiri / **GG:** Gözden Geçiriliyor a.d.: anlamlı değil

25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2025T			2026T			F/K		FD/FAVÖK		Özsermaye Karlılığı (%)		HB Temettü		
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2025T	2026T	2025T	2026T	2025T	2026T	2025T	2026T	
Akiş GMYO	7,40	9,50	11,00	49%	EPG	EÜG	4.258	2.725	1.870	5.545	3.659	2.561	9,6	7,0	6,8	5,1	4,5	5,4	0,2	0,3	
Akçansa	164,50	164,98	164,98	0%	EPG	EPG	25.036	3.804	1.647	31.670	4.911	2.255	19,1	14,0	8,5	6,6	7,0	10,0	5,6	6,8	
Aksa Akrilik	9,97	13,10	12,50	25%	EPG	EPG	34.614	4.750	1.624	46.807	6.657	1.417	23,9	27,3	12,5	8,2	5,1	4,1	0,7	0,6	
Aksa Enerji	64,10	56,75	71,50	12%	EPG	EPG	42.700	12.538	3.632	51.610	20.449	5.481	21,6	14,3	10,0	6,6	6,6	8,9	-	-	
Anadolu Efes	15,75	18,40	18,40	17%	EPG	EPG	223.147	37.568	10.215	301.256	55.004	13.277	9,1	7,0	4,1	2,8	10,2	13,1	-	-	
Anadolu Holding	28,32	36,05	35,09	24%	EPG	EÜG	-	-	9.218	-	-	13.288	7,5	5,2	-	-	8,2	11,1	5,0	6,0	
Arçelik	108,20	180,00	180,00	66%	EÜG	EÜG	510.678	31.882	(6.270)	642.554	48.822	9.289	a.d.	7,9	7,4	5,3	-	7,3	9,4	-	8,0
Aygaz	211,00	205,94	240,50	14%	EPG	EPG	91.898	3.111	4.047	109.359	3.209	4.322	11,5	10,7	13,9	13,4	6,0	6,0	12,9	15,7	
Bim Mağazaları	548,00	645,00	645,00	18%	EPG	EPG	723.214	40.670	23.127	885.147	58.150	28.569	14,2	11,5	8,9	6,2	16,1	19,0	8,7	14,2	
Brisa	85,00	100,00	105,10	24%	EPG	EPG	42.071	6.106	(492)	52.609	8.004	1.585	a.d.	16,4	5,3	4,2	-	2,0	6,4	-	-
Coca Cola İçecek	60,30	85,30	85,30	41%	EÜG	EÜG	187.538	31.971	16.074	260.862	45.615	25.663	10,5	6,6	6,6	5,1	23,0	30,4	0,9	1,1	
Çimsa	45,94	76,98	76,98	68%	EÜG	EÜG	45.014	9.159	4.394	59.136	12.327	5.879	9,9	7,4	7,8	6,0	13,9	15,9	1,4	1,9	
Doğan Holding	18,74	25,29	25,29	35%	EÜG	EÜG	-	-	1.918	-	-	2.671	25,6	18,4	-	-	2,4	3,2	0,3	0,3	
Doğu Otomotiv	185,70	250,78	250,78	35%	EÜG	EÜG	259.629	18.245	8.895	319.771	24.462	14.355	4,6	2,8	3,4	2,4	12,7	17,9	32,5	37,5	
Enerjisa	89,00	85,55	110,00	24%	EPG	EPG	232.254	59.270	7.588	290.318	78.701	8.870	13,9	11,9	2,6	2,1	8,0	8,9	5,1	6,5	
Enka İnşaat	78,35	105,50	105,50	35%	EÜG	EÜG	162.380	34.035	35.680	224.162	47.333	50.060	13,2	9,4	6,7	3,7	11,2	12,7	4,6	6,4	

* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

**EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeksin Altında Getiri / GG: Gözden Geçiriliyor

a.d.: anlamlı değil

25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2025T			2026T			F/K		FD/FAVÖK		Özsermaye Karlılığı (%)		HB Temettü	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2025T	2026T	2025T	2026T	2025T	2026T	2025T	2026T
Ereğli	24,04	29,22	29,22	22%	EPG	EPG	216.720	20.355	4.511	273.409	28.462	6.538	37,3	25,7	11,7	9,1	1,7	2,1	-	-
Ford Otosan	95,10	118,32	118,32	24%	EPG	EPG	840.124	54.964	33.585	1.055.105	74.912	41.407	9,9	8,1	8,2	6,2	21,5	22,0	10,0	15,0
Galata Wind	24,04	32,50	32,50	35%	EÜG	EÜG	3.113	2.169	1.040	3.891	2.713	1.720	12,5	7,5	6,4	5,1	6,4	8,4	0,8	1,3
Good Year	14,86	21,00	18,40	24%	EPG	EPG	29.621	1.791	(2.114)	33.802	2.228	(203)	a.d.	a.d.	3,1	2,6	- 56,4	- 7,4	-	-
İndeks Bilgisayar	7,24	12,15	12,15	68%	EÜG	EÜG	66.710	2.153	464	68.580	2.220	504	11,7	10,8	1,8	1,8	7,3	6,9	0,5	-
Kardemir	27,00	32,06	32,06	19%	EPG	EPG	68.941	6.963	794	84.627	9.361	1.393	38,8	22,1	5,2	4,1	1,7	2,7	-	-
Kocaer Çelik	10,41	18,30	15,00	44%	EÜG	EPG	24.394	3.081	573	29.737	4.107	1.034	34,8	19,3	7,6	5,9	4,8	7,8	0,3	0,4
Koç Holding	171,00	271,67	291,54	70%	EÜG	EÜG	-	-	22.271	-	-	30.081	19,5	14,4	-	-	3,3	4,3	8,4	10,0
Kordsa	49,34	75,10	61,50	25%	EPG	EPG	31.948	2.206	(1.321)	39.617	2.907	(679)	a.d.	a.d.	11,8	8,7	- 8,8	- 4,2	-	-
Koza Altın	43,92	34,00	36,00	-18%	EÜG	EPG	20.652	6.865	7.770	49.081	24.381	19.353	18,1	7,3	17,6	4,8	18,8	35,3	-	-
Koza Anadolu	107,70	110,00	120,00	11%	EÜG	EPG	21.837	7.060	4.713	51.897	25.074	11.740	8,9	3,6	2,9	0,7	19,6	36,8	-	-
Logo	153,60	192,21	192,21	25%	EÜG	EÜG	5.930	2.077	684	8.319	2.862	952	21,3	15,3	6,5	4,4	21,7	27,9	-	-
Lokman Hekim	18,01	19,00	20,00	11%	EPG	EPG	3.980	885	148	5.183	1.132	202	26,3	19,3	6,4	5,1	6,0	7,2	0,6	0,8
Mavi Giyim	43,00	65,00	65,00	51%	EPG	EPG	57.047	9.714	4.693	64.867	11.577	5.866	7,3	5,8	3,2	2,7	36,5	41,3	5,0	5,0
Migros Ticaret	523,00	824,00	824,00	58%	EÜG	EÜG	413.266	25.617	9.905	556.527	33.409	17.561	9,6	5,4	3,7	3,0	13,0	20,0	6,9	18,5
MLP Sağlık Hizmetleri	378,75	520,00	520,00	37%	EÜG	EÜG	54.186	14.464	6.040	72.175	20.085	9.748	12,0	7,4	5,7	4,0	20,0	27,9	-	15,0
Orge Elektrik	65,95	92,00	85,00	29%	EPG	EPG	3.727	1.971	550	4.645	2.277	905	9,6	5,8	2,7	2,3	15,9	21,7	-	-

* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

****EÜG:** Endeksin Üzerinde Getiri / **EPG:** Endekse Paralel Getiri / **EAG:** Endeksin Altında Getiri / **GG:** Gözden Geçiriliyor
a.d.: anlamlı değil

25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2025T			2026T			F/K		FD/FAVÖK		Özsermaye Karlılığı (%)		HB Temettü				
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2025T	2026T	2025T	2026T	2025T	2026T	2025T	2026T			
Otokar	477,50	580,00	580,00	21%	EPG	EPG	49.500	3.450	1.020	61.627	4.295	1.364	56,2	42,0	23,5	18,5	10,1	11,9	-	-			
Pegasus	206,50	350,00	300,00	45%	EÜG	EÜG	155.202	40.290	15.249	208.507	56.139	21.103	6,8	4,9	6,4	5,3	16,3	15,7	-	-			
Petkim	16,63	21,00	20,10	21%	EPG	EPG	88.435	-1.593	-4.892	131.988	5.821	-1.028	a.d.	a.d.	-	52,5	16,8	-	6,9	-	1,5	-	-
Sabancı Holding	84,60	166,73	179,57	112%	EÜG	EÜG	-	-	118	-	-	11.181	a.d.	15,9	-	-	0,0	3,1	2,0	3,0			
Şişecam	39,68	48,00	48,00	21%	EPG	EPG	216.340	24.289	7.003	259.609	30.485	6.229	17,4	19,5	10,5	8,7	2,9	2,2	0,8	1,5			
Şok Marketler	50,55	67,00	88,00	74%	EÜG	EÜG	277.865	6.946	-127	360.184	10.802	4.221	a.d.	7,1	4,5	3,0	-	0,3	10,7	1,5	1,5		
Tab Gıda	225,50	300,56	300,56	33%	EÜG	EÜG	47.907	9.954	3.496	67.188	14.177	6.499	16,9	9,1	5,6	3,7	16,3	24,8	0,3	0,5			
Tav Airports	294,50	444,00	450,00	53%	EÜG	EÜG	82.674	25.386	4.163	110.914	32.808	14.154	25,7	7,6	7,6	6,0	5,7	13,9	5,7	14,0			
Tekfen Holding	78,00	61,26	75,00	-4%	EAG	EPG	53.129	-182	-2.751	71.571	4.332	556	a.d.	51,9	-	200,3	8,7	-	7,5	1,6	-	-	
Tofaş	247,40	270,98	325,00	31%	EPG	EÜG	306.874	8.810	6.052	480.466	25.032	12.109	20,4	10,2	17,7	7,0	10,7	19,5	5,0	15,0			
Türk Hava Yolları	271,25	480,00	420,00	55%	EÜG	EÜG	961.325	155.465	104.080	1.258.408	219.855	158.774	3,6	2,4	4,8	3,7	12,9	15,3	9,5	12,0			
Türk Telekom	56,50	75,00	90,00	59%	EÜG	EÜG	233.511	96.880	30.064	313.999	125.286	29.914	6,6	6,6	2,6	2,3	15,1	11,8	2,0	-			
Turk Traktor	525,00	650,00	600,00	14%	EAG	EAG	53.378	5.796	1.248	71.624	8.427	2.139	42,1	24,6	11,1	8,2	6,5	10,8	46,5	50,0			
Turkcell	98,65	145,00	160,00	62%	EÜG	EÜG	237.167	102.398	19.346	314.217	133.542	26.914	11,2	8,1	2,6	2,7	7,9	9,2	1,9	-			
Tüpraş	188,30	280,00	280,00	49%	EÜG	EÜG	868.792	65.861	33.402	1.038.621	77.339	42.358	10,9	8,6	4,4	3,1	9,4	10,2	15,2	21,1			
Ülker Gıda	110,30	180,00	180,00	63%	EÜG	EPG	111.847	18.966	6.481	139.585	22.385	9.057	6,3	4,5	4,3	4,2	16,4	20,7	9,3	3,5			
Zorlu Enerji	3,05	4,00	5,02	65%	EPG	EÜG	34.690	16.135	-1.569	42.669	19.362	1.658	a.d.	9,2	4,4	3,3	-	2,2	2,3	-	-		

* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

**EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeksin Altında Getiri / GG: Gözden Geçiriliyor

a.d.: anlamlı değil

25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Model Portföy ve Hisse Önerileri



25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla

Model Portföy	BİST-100 Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (TLmn)	Ort. Günlük Hacim 3A (TLmn)	Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri (%)
Akbank	5,7%	362.700	7.265,3	99,4	42,5%
Coca Cola İçecek	1,2%	168.724	400,9	85,3	41,5%
Doğan Holding	0,5%	49.043	349,0	25,3	35,0%
Enka İnşaat	1,7%	470.100	916,7	105,5	34,7%
İş Bankası (C)	3,2%	341.750	7.195,7	20,3	48,8%
Koç Holding	2,9%	433.639	5.027,5	291,5	70,5%
Mlp Sağlık Hizmetleri	0,9%	72.346	249,5	520,0	37,3%
Migros	1,5%	94.691	1.251,1	824,0	57,6%
Sabancı Holding	2,7%	177.692	2.779,3	179,6	112,3%
Tab Gıda Sanayi	0,4%	58.921	176,0	300,6	33,3%
Türk Hava Yolları	5,6%	374.325	10.302,7	420,0	54,8%
Turkcell	2,9%	217.030	2.514,6	160,0	65,2%
Yapı Ve Kredi Bankası	3,6%	301.898	6.335,0	52,9	48,0%

Değişiklikler

Eklenen	ISCTR, YKBNK
Çıkarılan	TAVHL, TSKB

Portföy Performans	Nominal Getiri (%)	BİST-100 Rölatif
2023	64,6%	21,4%
2024	48,6%	12,9%
2025 Yıl Başından	21,0%	4,9%

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

Model Portföy değişiklikleri

Çıkarılanlar:

- TSKB'yi temel olarak beğenmeye ve cazip çarpanlarda bulmamıza rağmen iş modeli gereği faiz indirimlerine duyarlılığının mevduat bankalarına göre düşük olması sebebiyle katalist eksikliği sebebiyle portföyümüzden çıkartıyoruz.
- TAV Havalimanlarını kısa vadede güçlü rölatif performansın ardından kar realizasyonu amacıyla modeli portföyümüzden çıkartıyoruz. Hisse, Eylül sonundan bu yana endeksin %20 üzerinde rölatif performans gösterdi.

Eklenenler:

- Faiz indirimlerinden olumlu yararlanmasını beklediğimiz Yapı Kredi ve İş Bankası'nı model portföye ekliyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri



Detaylı Model Portföy									25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla				
	Ekleme Tarihi	Ekleme Fiyatı	Son Kapanış	Nominal Getiri	Rölatif Getiri	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli	Piyasa Değeri (TLmn)	3A OGH (TLmn)	FD/FAVÖK		F/K	
										2025T	2025T	2025T	2025T
Akbank	24.10.2025	60,20	69,75	15,9%	11,8%	99,36	42,5%	362.700	7.265	1,2	0,9	6,2	3,7
Coca Cola İçecek	25.08.2025	51,50	60,30	17,1%	18,6%	85,30	41,5%	168.724	401	6,6	5,1	10,5	6,6
Doğan Holding	21.06.2024	16,57	18,74	13,1%	7,5%	25,29	35,0%	49.043	349	0,6	0,6	25,6	18,4
Enka İnşaat	4.04.2025	56,76	78,35	38,0%	14,2%	105,50	34,7%	470.100	917	6,7	3,7	13,2	9,4
İş Bankası (C)	25.12.2025	13,67	13,67	0,0%	0,0%	20,34	48,8%	341.750	7.196	0,8	0,7	4,7	2,7
Koç Holding	20.08.2025	182,90	171,00	-6,5%	-8,2%	291,54	70,5%	433.639	5.028	0,6	0,6	19,5	14,4
Mlp Sağlık Hizmetleri	17.12.2025	360,75	378,75	5,0%	4,5%	520,00	37,3%	72.346	249	5,7	4,0	12,0	7,4
Migros	26.07.2022	50,32	523,00	939,4%	132,6%	824,00	57,6%	94.691	1.251	3,7	3,0	9,6	5,4
Sabancı Holding	22.05.2025	78,30	84,60	8,0%	-9,7%	179,57	112,3%	177.692	2.779	0,5	0,5	a.d.	15,9
Tab Gıda Sanayi	13.03.2025	169,94	225,50	32,7%	25,6%	300,56	33,3%	58.921	176	5,6	3,7	16,9	9,1
Türk Hava Yolları	18.03.2025	319,44	271,25	-15,1%	-19,1%	420,00	54,8%	374.325	10.303	4,8	3,7	3,6	2,4
Turkcell	20.05.2025	94,65	96,83	2,3%	-14,1%	160,00	65,2%	217.030	2.515	2,6	2,7	11,2	8,1
Yapı Ve Kredi Bankası	25.12.2025	35,74	35,74	0,0%	0,0%	52,91	48,0%	301.898	6.335	1,2	0,9	5,5	3,3

Çıkarılan	Ekleme	Ekleme Fiyatı	Çıkarma	Portföye Girişinden		Rölatif Performans				
				Nominal	Rölatif	1 ay	3 ay	6 ay	12 ay	YBB
Tav Havalimanları	18.08.2025	252,00	294,50	16,9%	12,7%	4,1%	24,5%	-0,6%	-8,6%	-6,8%
T.S.K.B.	13.12.2024	12,78	12,71	-0,5%	-11,2%	-4,2%	-7,1%	-6,4%	-10,6%	-9,8%

Performans	Nominal	Rölatif	BIST-100 Endeks Performans
2023 Yılı	64,6%	21,4%	35,6%
2024 Yılı	48,6%	12,9%	31,6%
2025 Yılbaşından Bugüne	21,0%	4,9%	14,8%

* Banka ve Holding için PD/DD

a.d.: Anlamli değil

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

OGH: Ortalama Günlük Hacim

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Akbank



AKBNK TI / AKBNK.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat			99,36	
Hisse Fiyatı (TL)			69,75	
Yükseliş Potansiyeli (%)			42%	
Piyasa Değeri			362.700	
Finansal Göstergeler				
TL mn	2024	2025T	2026T	
Swap Düz. NIM	2,0%	2,4%	3,6%	
Net Kar	42.366	58.484	98.625	
artış	-36,3%	38,0%	68,6%	
Özsermaye Karlılığı	19,0%	22,2%	29,6%	
F/K	6,7	6,2	3,7	
PD/DD	1,5	1,2	0,9	

* 25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Akbank'ın dengeli fonlama yapısı ve TL ağırlıklı bilançosu, faiz indirim sürecinde marj toparlanmasını desteklemektedir. Özellikle kısa vadeli TL fonlama maliyetlerinin hızlı gerilemesine karşın mevduat faizlerinin gecikmeli uyum göstermesi, bankanın net faiz marjında kademeli bir iyileşme sağlamasına olanak tanımaktadır.
- Güçlü ücret ve komisyon performansı, artan maliyet baskılarına rağmen faaliyet karlılığını desteklemeye devam etmektedir. Bankanın ücret komisyonlarının operasyonel giderleri karşılama rasyosu 9A25 sonuçlarına göre %105 (2024: %86) ile oldukça güçlü gerçekleşmiştir. 2026 yılında da ücret komisyonların operasyonel giderleri tamamıyla karşılamaya devam etmesini beklemekteyiz.
- Aktif kalitesi tarafında ihtiyatlı duruş korunurken risk maliyetinin yönetilebilir seviyelerde seyretmesini beklemekteyiz. 9A25 sonuçlarına göre %5,5 seviyesindeki görece düşük Stage 2 kredi oranı ve güçlü karşılık yapısı sayesinde olası bozulmaların bilanço üzerinde sınırlı etki yaratacağını düşünüyoruz.
- Banka 9A25 sonuçlarına göre %17,2 seviyesindeki göreceli güçlü sermaye yeterlilik rasyosu ile olumlu ayrılmaktadır. Modelimize 2026 yılında kredi büyüme sınırlamalarında herhangi bir gevşeme beklentisi yansıtmamış olmakla birlikte potansiyel bir gevşeme olması durumunda Akbank'ın güçlü sermayesi ile kredi büyümesi tarafında benzerlerinden olumlu ayrışabileceğini düşünmekteyiz.
- Banka 2025 ve 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 6.2x – 3.7x F/K ve 1.2x – 0.9x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Coca Cola İçecek



CCOLA TI / CCOLA.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	85,30
Hisse Fiyatı (TL)	60,30
Yükseliş Potansiyeli (%)	41%
Piyasa Değeri (TL mn)	168.724
Firma Değeri (TL mn)	192.911

Finansal Göstergeler

TL mn	2024	2025T	2026T
Gelirler	137.683	187.538	260.862
artış	-6%	36%	39%
FAVÖK	24.662	31.971	45.615
marj	17,9%	17,0%	17,5%
Net Kar	14.813	16.074	25.663
marj	10,8%	8,6%	9,8%
Net Borç	28.391	41.752	65.565
HB Temettü	1,07	0,90	1,10
Tem. Verimi	1,8%	1,5%	1,8%
FD/FAVÖK (x)	8,0	6,6	5,1
F/K (x)	11,4	10,5	6,6
Özsermaye Karlılığı (%)	18,5	23,0	30,4

* 25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- Görünüm ve Beklentiler: Marj ve satış hacminde zayıf geçen 12 ayın ardından 2025 yılının ikinci yarısında marjlarda ve nakit akışında toparlama var ve, eğilimin 2026 yılında devam etmesini beklemekteyiz. Şirket 2025'te; satış hacminin konsolide bazda orta tek haneli büyümesini, kur ayarlı net satış gelirinin düşük 20'lerde büyümesini ve FAVÖK marjının yatay kalmasını beklemektedir.
- Tahminlerimiz ve Finansal Analiz: Tahminlerimiz şirketin beklentilerinden daha muhafazakar kalmaya devam ediyor. Satış gelirleri tahminlerimiz şirketle uyumlu iken, FAVÖK marjı tahminimiz 90bp daha düşüktür. Stok ve ürün gamı ve operasyonel giderler istisnai bir şekilde yönetildiği için, yıl sonunda tahminlerimizde yukarı yönlü bir potansiyel de oluşabilir. 2025'in bir kısmında reel ürün fiyatlarında düşüş varsayımımız, marj daralması varsayımımızın ana nedenidir. Modelimizde şirket için %17,3'lük sürdürülebilir FAVÖK marjı varsayıyoruz. Güçlü net işletme sermayesi yönetimi sayesinde net bor Net Borç/FAVÖK oranının önümüzdeki dönemde 1,1-1,4x aralığında kalmasını bekleriz.
- Hedef fiyatımızı %41 yükseliş potansiyeli ile 85.3 TL'de korumaya devam ediyoruz: Şirket, global benzerlerine kıyasla 2025T FD/FAVÖK'de %29 ve 2025T F/K oranında %32 iskontolu işlem görmektedir. Reel FAVÖK büyüme oranı 2025 yılında global benzerlerinin gerisinde kalabilir, ancak 2026 tahminlerimize göre trend tam tersi olacaktır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Doğan Holding



DOHOL TI / DOHOL.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		25,29	
Hisse Fiyatı (TL)		18,74	
Yükseliş Potansiyeli (%)		35%	
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)		23%	
Piyasa Değeri (TL mn)		49.043	
Firma Değeri (TL mn)		24.948	
Finansal Göstergeler			
TL mn	2024	2025T	2026T
Net Kar	4.317	1.918	2.671
artış	a.d	-55,6%	39,3%
HB Temettü	0,31	0,3	0,3
Tem. Verimi	1,63%	1,3%	1,6%
Özsermaye Karlılığı(%)	4,5	2,4	3,2
F/K (x)	8,7	25,6	18,4
PD/DD (x)	0,62	0,6	0,6

* 25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- Net Aktif Değer (NAD) için mevcut ~USD2.7mr'dan 2030 yılında ~USD4.0mr seviyesine ulaşılması hedefleniyor ancak; yıllık %5-10 büyüme hedefinin (S5Y ortalama: %15) muhafazakar olduğu varsayılıyor. Ayrıca; stratejik odak segmentlerin NAD içindeki payı ~%48 seviyesine ulaşırken, USD617mn solo net nakit pozisyonu yeni yatırımların önünü açmaktadır. Güncel NAD iskontosu %55, PD/DD rasyosu 0.63x'tir.
- Madencilik segmentinde 9A25 itibarıyla USD24mn yatırım harcaması gerçekleşmiş olup, 2026–27 döneminde ilave USD66mn yatırım planlanmaktadır. Bu yatırımlar, üretimin 2024'teki 350bin ton seviyesinden; 2025'te ~500bin tona ve 2026'da ~1.0mn tona ölçeklenmesini desteklemektedir. Konsantre üretimin önümüzdeki iki yıl içinde iki katına çıkması beklenirken; ihracat gelirinin ise 2024'te USD77mn seviyesinden; 2025'te ~USD100mn'a ve 2026'da USD170mn'ın üzerine çıkması öngörülmektedir.
- Sigorta segmentinde yönetilen aktif büyüklüğü USD745mn seviyesinde bulunurken, brüt primin 2024'teki USD527mn seviyesinden; 2025'te USD702mn'a ve 2026'da USD764mn'a yükselmesi hedeflenmektedir. Poliçe sayısının 2024'teki 2.1 mn'dan; 2025'te 2.4mn'a ve 2026'da 3.1mn'a çıkması beklenirken, net kârın da 2024'teki USD57mn seviyesinden; 2025'te USD107mn'a ve 2026'da USD120mn'a ulaşması öngörülmektedir. 9A25 itibarıyla sektör ortalamasının +17 puan üzerinde hasar rezervi tutulmasına rağmen elde edilen finansal performansın güçlü seyretmesi, önümüzdeki dönemde sektöre kıyasla daha olumlu göreceli performans potansiyeline işaret etmektedir.
- Yenilenebilir enerji tarafında 2030 yılına kadar kurulu gücün ~1.1GW seviyesine ulaşması hedeflenmektedir. Bu büyüme, yapısal olarak yüksek FAVÖK marjları (%70–75) ve öngörülebilir, dövizle endekli nakit akışları ile desteklenmektedir.
- Zayıf performans gösteren iştirakler tarafında, Doğan Trend Otomotiv için USD20mn tutarında bir sermaye enjeksiyonu gerçekleştirilmiş olup, yönetim 2026 yılında stratejik bir toparlanma hedeflemektedir. Karel'de ise tahsisli sermaye artışı öncesinde USD16mn tutarında avans ödemesi yapılmış, artışın ardından en zorlu dönemin geride kalacağı düşünülmektedir.
- Daha önce regülasyon kaynaklı olarak elde edilemeyen sigorta ve madencilik segmentlerinden temettü akışının önümüzdeki yıldan itibaren gelmesiyle birlikte, yönetim iyileşmiş bir temettü verimi profili hedeflemektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Enka İnşaat



ENKAI TI / ENKAI.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat		105,50		
Hisse Fiyatı (TL)		78,35		
Yükseliş Potansiyeli (%)		35%		
Piyasa Değeri (TL mn)		470.100		
Firma Değeri (TL mn)		322.879		
Finansal Göstergeler				
TL mn	2024	2025T	2026T	
Gelirler	100.541	162.380	224.162	
artış	31%	62%	38%	
FAVÖK	22.922	34.035	47.333	
marj	22,8%	21,0%	21,1%	
Net Kar	24.691	35.680	50.060	
marj	24,6%	22,0%	22,3%	
Net Borç	-113.553	-243.608	-293.479	
HB Temettü	2,00	4,55	6,39	
Tem. Verimi	2,6%	5,8%	8,2%	
FD/FAVÖK (x)	15,6	6,7	3,7	
F/K (x)	10,5	13,2	9,4	
Özsermaye Karlılığı (%)	9,8	11,2	12,7	

* 25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- Yıl başından bu yana %69 artış ve BIST-100'e göre %53'lük bir üstün performans sergilemesine rağmen, hisse senedi tahminlerimize göre 2025T için 6,7x ve 2026T için 3,7x FD/FAVÖK gibi düşük çarpanlarla işlem görmeye devam ediyor. Güçlü 4Ç25 sonuçları, birikmiş siparişlerin daha da artması, elektrik üretiminin yükselmesi, olası bir Rusya-Ukrayna barış senaryosu ve daha yüksek USD/TL seviyeleri gibi potansiyel katalizörler görüyoruz.
- Enka İnşaat, 1) ağırlıklı olarak USD bazlı gelir akışı, 2) Rusya'daki nakit üreten gayrimenkul işi, 3) 9M25'te enerji üretiminin yıllık bazda önemli ölçüde iyileşmesi ve Kırklareli (850MW) kapasite artışıyla daha da büyüme beklentisi, 4) 2025 yılının üçüncü çeyreği sonu itibarıyla 8,7 milyar ABD doları tutarındaki sipariş birikimi, 5) 5,8 milyar ABD doları tutarındaki net nakit pozisyonu ve 6) gelirinin yaklaşık %75'ini yurt dışından elde etmesi nedeniyle Türkiye riskinin nispeten düşük olması.
- Enka'nın birikmiş inşaat siparişleri, 2024 yılında 5,8 milyar ABD dolarından 2025 yılının ilk dokuz ayında 8,7 milyar ABD dolarına yükseldi. İnşaat segmenti, 2025 yılının ilk dokuz ayında yıllık bazda %61 artışla 13,4 milyar TL FAVÖK elde etti. Avrupa ve Orta Doğu'da, özellikle enerji ve altyapı alanlarında yeni projelerin kazanılmasıyla siparişlerin artmaya devam etmesini bekliyoruz.
- 2024 yılının Temmuz ayında elektrik fiyatlarında yaşanan artışların ardından, üretim hacimleri düşük seviyelerden yükseldi ve enerji segmentinin FAVÖK'ü 2024 yılının ilk dokuz ayında -149 milyon TL'den 2025 yılının ilk dokuz ayında 1,9 milyar TL'ye çıktı. 2025 sonu itibarıyla Kırklareli'de devreye alınması planlanan yeni 850 MW doğal gaz santrali (mevcut varlıkların %56'lık verimliliğine karşılık %63 verimlilik sunacak) gelir ve marjları daha da desteklemesi beklenmektedir. Bu eklemeye birlikte Enka'nın toplam üretim kapasitesi, mevcut 4.140 MW'tan 2025 sonu itibarıyla yaklaşık 5.000 MW'a yükselecektir.
- Rusya'daki gayrimenkul segmenti, kira oranlarındaki artışın etkisiyle 9A25'te yıllık bazda %36 artışla 6,6 milyar TL FAVÖK elde etti. Ayrıca Enka, İngiltere'deki Park House ofis binasını yaklaşık 230 milyon ABD doları karşılığında satın aldı. Bu satın almanın yıllık kira gelirine 15-20 milyon ABD doları katkı sağlayacağını tahmin ediyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

İş Bankası



ISCTR TI / ISCTR.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat		20,34		
Hisse Fiyatı (TL)		13,67		
Yükseliş Potansiyeli (%)		49%		
Piyasa Değeri		341.750		
Finansal Göstergeler				
TL mn	2024	2025T	2026T	
Swap Düz. NIM	-0,5%	1,6%	3,4%	
Net Kar	45.517	72.405	125.181	
artış	-37,0%	59,1%	72,9%	
Özsermaye Karlılığı	15,8%	20,2%	27,4%	
F/K	7,1	4,7	2,7	
PD/DD	1,1	0,8	0,7	

* 25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- İş Bankası 3Ç25'te çeyreklik %18 düşüş, yıllık %157 net kar artışı ile 14.2 milyar TL net kar elde etmişti. Çekirdek Bankacılık gelirleri tarafında güçlü marj iyileşmesine rağmen, iştirak gelirlerindeki mevsimsel zayıflık nedeniyle kârlılık çeyreklik bazda sınırlı kalmıştı. Yılın son çeyreğinde ise net faiz gelirlerindeki toparlanmanın devamının yanısıra iştirak gelirlerinden beklediğimiz güçlü katkı ile net kârlılıkta belirgin bir çeyreklik toparlanma ve relatif güçlü sonuçlar açıklanmasını öngörmekteyiz. Hisseler son 3 ayda endeksin %6, xbank'ın ise %9 altında performans göstermiştir. Kasım ve Aralık ayı aylık bankacılık verilerinin hisseler için katalist oluşturabileceğini düşünmekteyiz.
- 2026 yılında faiz indirimlerinin de desteği ile çekirdek bankacılık gelirlerindeki güçlü toparlanma ile bankanın reel anlamda özsermaye karlılığına erişmesini beklemekteyiz.
- Hisseler 2025-2026 beklentilerimize göre sırasıyla 0.8-0.7 PD/DD ve 4.7-2.7 F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Koç Holding



KCHOL TI / KCHOL.IS	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat	291,54
Hisse Fiyatı (TL)	171,00
Yükseliş Potansiyeli (%)	70%
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)	-39%
Piyasa Değeri (TL mn)	433.639
Firma Değeri (TL mn)	3.453.877

Finansal Göstergeler			
TL mn	2024	2025T	2026T
Net Kar	1.306	22.271	30.081
artış	-98,8%	1605,3%	35,1%
HB Temettü	6,88	8,4	10,0
Tem. Verimi	4,02%	4,9%	5,8%
Özsermaye Karlılığı(%)	0,1	3,3	4,3
F/K (x)	376,6	19,5	14,4
PD/DD (x)	0,65	0,6	0,6

* 25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- Toplam gelirlerinin %46'sı döviz ve döviz bağlantılı kalemlerden oluşmaktadır. Grup 45 farklı para biriminde faaliyet göstermekte, 155'ten fazla ülkeye ihracat yapmakta ve böylece doğal korunmalı bir gelir yapısı yaratmaktadır. Uluslararası gelirlerin toplam gelirler içindeki payı 2024'te %30 iken 9A25'te %31 seviyesine çıkmıştır.
- Enerji segmentinde; Tüpraş, Türkiye rafinaj kapasitesinin %70'ini karşılamakta olup, ayrıca 910 MW (380'i sıfır karbon) elektrik üretim kapasitesiyle enerji dönüşümünde önemli bir oyuncudur. 2027'ye kadar 1 GW sıfır karbon elektrik kapasitesi hedeflenmekte, sürdürülebilir havacılık yakıtı üretiminde mühendislik çalışmalarının tamamlanması planlanmaktadır. Aygaz ise %26,2 LPG pazar payı ile lider konumunu sürdürmektedir.
- Otomotiv segmentinde Ford Otosan, Tofaş, Türk Traktör ve Otokar ile grup hem Türkiye'nin en büyük üreticisi/ihracatçısı hem de Avrupa'da önemli bir ihracat üssüdür. Ford Otosan yılda 934 bin adet üretim kapasitesiyle Avrupa'nın en büyük ticari araç üretim merkezlerinden birisi konumundadır. Tofaş, Stellantis Türkiye operasyonlarını satın alarak portföyünü 8 markaya genişletmiş, 2026 sonuna kadar yeni hafif ticari araç projelerini devreye almayı hedeflemektedir. Türk Traktör 18 yıldır kesintisiz pazar lideri, Otokar ise 857mn EUR tutarında birikmiş savunma araçları siparişleriyle öne çıkmaktadır.
- Dayanıklı tüketim malları tarafında Arçelik, toplam gelirlerinin %67'sini uluslararası pazarlardan elde etmekte ve Whirlpool EMEA & MENA entegrasyonu ile ölçek avantajını artırmaktadır. Finans segmentinde Yapı Kredi, özel bankalar arasında aktif büyüklükte 4. sırada ve tüketici finansmanında 2. sırada yer almaktadır.
- Holding düzeyinde, 2024 sonunda 911mn USD olan net nakit, Eyl25 itibarıyla 874mn USD seviyesinde korunmuştur. Son 5 yılda yapılan toplam yatırım 15,7 milyar USD'ye ulaşmış, yatırımların gelirlere oranı %15–20 bandında tutulmuştur. Ana sektörlerin dışında; sağlık/turizm/teknoloji/mobilizasyon/elektrifikasyon gibi alanlarda yapılan/yapılacak olan yatırımları da düşündüğümüzde; yatırım harcamalarının önemli kısmını gerçekleştirmiş holding'in bilançosunu sağlıklı bulmaya devam ediyoruz.
- 0.67x PD/DD rasyosu ile işlem gören Şirket'in, NAD iskontosu ~%40'tır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

MLP Sağlık



MPARK TI / MPARK.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat				520,00
Hisse Fiyatı (TL)				378,75
Yükseliş Potansiyeli (%)				37%
Piyasa Değeri (TL mn)				72.346
Firma Değeri (TL mn)				84.558
Finansal Göstergeler				
TL mn	2024	2025T	2026T	
Gelirler	39.690	54.186	72.175	
artış	22%	37%	33%	
FAVÖK	10.203	14.464	20.085	
marj	25,7%	26,7%	27,8%	
Net Kar	5.210	6.040	9.748	
marj	13,1%	11,1%	13,5%	
Net Borç	6.599	10.205	8.562	
HB Temettü	0,00	0,00	15,00	
Tem. Verimi	0,0%	0,0%	4,0%	
FD/FAVÖK (x)	7,7	5,7	4,0	
F/K (x)	11,1	12,0	7,4	
Özsermaye Karlılığı (%)	20,0	20,0	27,9	

* 25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- SUT fiyat artışı, özellikle 2026 yılı karlılığı açısından olumlu olacağını düşünüyoruz. Doktorların bordroya geçişine rağmen yeni hastaneler, atılan verimlilik adımları ve güçlü SUT(Sağlık Uygulama Tebliği) tarifesinin artışıyla marjlarda iyileşme bekliyoruz.
- Yıl içerisinde dört hastane eklenmiş olup, toplam yatak kapasitesi yaklaşık 950 yatak artmıştır. Bu artışın, önümüzdeki dönemlerde büyümeyi olumlu yönde destekleyeceğini düşünüyoruz.
- Geçtiğimiz dönemde artan yatırım harcamalarına kıyasla önümüzdeki dönemde Yatırım Harcamaları / Net satışlar oranının %10 civarına gerilemesi bekleniyor. Bu da nakit yaratımını açısından önümüzdeki dönemde destekleyici olacaktır.
- Güçlü nakit yaratımı ve azalan yatırım harcamaları ihtiyacıyla 2027 yılında hisse başı 15TL temettü dağıtılmasını öngörüyoruz.
- 2026 yılında net satışlarda reel büyüme ve FAVÖK marjında iyileşme öngörüyoruz
- Şirket 2026 beklentilerimize göre 4x FD/FAVÖK ve 7.4x F/K rasyosuyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Migros



MGROS TI / MGROS.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		824,00	
Hisse Fiyatı (TL)		523,00	
Yükseliş Potansiyeli (%)		58%	
Piyasa Değeri (TL mn)		94.691	
Firma Değeri (TL mn)		94.532	
Finansal Göstergeler			
TL mn	2024	2025T	2026T
Gelirler	293.780	413.266	556.527
artış	12%	41%	35%
FAVÖK	15.796	25.617	33.409
marj	5,4%	6,2%	6,0%
Net Kar	6.340	9.905	17.561
marj	2,2%	2,4%	3,2%
Net Borç	-1.819	931	4.450
HB Temettü	6,21	6,90	18,53
Tem. Verimi	1,2%	1,3%	3,5%
FD/FAVÖK (x)	5,9	3,7	3,0
F/K (x)	13,5	9,6	5,4
Özsermaye Karlılığı (%)	9,2	13,0	20,0

* 25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- Migros, Türkiye’de gıda perakendesi sektöründe en beğendiğimiz hisse olmaya devam etmektedir.
- Büyüme ve marj görünümü: Bu çerçevede, Şirket’in 2025 ve 2026 yıllarında yaklaşık %5 seviyesinde reel ciro büyümesi yakalayabileceğini düşünüyoruz.
- Öte yandan, daha düşük enflasyon beklentilerinin marjlar üzerinde bir risk oluşturduğuna inanmıyoruz. Aksine, gıda perakendecileri arasında marj daralması riskinin en düşük olduğu şirketin Migros olduğunu değerlendiriyoruz. Bunun temel nedenleri; Şirket’in online kanalda sektörde lider konumda olması, büyüyen fintech faaliyetleri, ve online restoran teslimat işinin hızla büyüyerek ana online platforma ek trafik sağlamasıdır. Bunlara ek olarak, Şirket bu yıl, stoklarda satış harici kayıpları gösteren, ‘shrinkage’ oranında 35 baz puanlık bir iyileşme sağlamış olup, elektronik jet kasalar ve güneş enerjisi yatırımları sayesinde toplamda 60 baz puanlık bir operasyonel verimlilik artışı hedeflemektedir. 2026 yılında Migros’un enerji ihtiyacının yaklaşık %30’unu kendi kaynaklarından karşılamayı planlamaktadır.
- Şirketin güçlü nakit akışı yaratma potansiyelinin, beklenenden daha güçlü bir temettü ödeme potansiyeli yarattığını not etmekte fayda görüyoruz.
- 2026 tahminlerimize göre, hisse 3,0x FD/FAVÖK çarpanından işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Sabancı Holding



SAHOL TI / SAHOL.IS	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat	179,57
Hisse Fiyatı (TL)	84,60
Yükseliş Potansiyeli (%)	112%
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)	-54%
Piyasa Değeri (TL mn)	177.692
Firma Değeri (TL mn)	2.768.002

Finansal Göstergeler			
TL mn	2024	2025T	2026T
Net Kar	-15.475	118	11.181
artış	a.d	a.d	a.d
HB Temettü	3,00	2,0	3,0
Tem. Verimi	3,55%	2,4%	3,5%
Özsermaye Karlılığı(%)	-2,4	0,0	3,1
F/K (x)	a.d.	a.d.	15,9
PD/DD (x)	0,50	0,5	0,5

* 25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- Net Aktif Değeri'nin (NAD) 2029 yılı sonunda 20 milyar USD seviyesine ulaşması hedeflenmektedir. Döviz bazlı gelir oranının %30'un üzerine çıkması beklenmekte olup, uluslararası faaliyetlerin genişletilmesi ve TL bazlı kırılganlığın azaltılması; doğal korunmalı (hedge) gelir yapısı hedeflenmektedir.
- Enerji segmenti, 26 santral ve 3.8 GW kurulu güç ile Türkiye'nin en büyük özel elektrik üreticisi konumundadır. %45,5 yenilenebilir payı ile dikkat çeken segment, yaklaşık 1,5 milyar USD defter değeri ve bağımsız değerlendirme raporuna göre yaklaşık 4 milyar USD piyasa değeri ile Sabancı Holding'in NAD'ına en büyük ikinci katkıyı sağlamaktadır. Parçalı yapıdaki sektörde önemli bir büyüme potansiyeli taşımaktadır.
- Enerji segmenti, 2026 yılına kadar kurulu gücünü 5 GW'a çıkarmayı, yenilenebilir enerji oranını %60'a yükseltmeyi hedeflemektedir. Bu kapsamda portföye 1 GW rüzgar ve 150 MW güneş enerjisi kapasitesi eklenmesi planlanmaktadır. Ayrıca, AB ve ABD'de yeni enerji yatırımları ve hidrojen gibi yeni kaynaklara yönelik keşiflerin sürmesi beklenmektedir.
- Sabancı portföyü, sağlıklı nakit akışı ve güçlü banka dışı özsermaye kârlılığı (ROE) ile kaliteli kârlılık sunmaya devam etmektedir. Sadece holding düzeyinde TL12 milyar net nakit pozisyonu ve 1,7x Finansal Borç / Banka Dışı FAVÖK oranı ile grup, stratejik sermaye dağılımı ve portföy optimizasyonu açısından güçlü bir pozisyonda yer almaktadır.
- Grup, 2024–2029 dönemi için %12 varsayılan AOSM'ye karşılık +120–150 baz puanlık AOSM uyarlanmış getiri hedeflemektedir (2018–2023 ortalaması: %12,43). Yatırım harcamalarının gelirlere oranı %15–20 bandında korunarak büyüme ve dönüşüme yönelik yatırımların sürdürülebilirliği sağlanacaktır. Net Borç/FAVÖK oranının 2.0x altında tutulması hedeflenmekte olup bu durum bilanço disiplini ve finansal esnekliğin altını çizmektedir.
- 0.52x seviyesindeki PD/DD rasyosuna karşılık, güncel holding iskontosu ~%54 seviyesindedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Tab Gıda



TABGD.TI / TABGD.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat			300,56	
Hisse Fiyatı (TL)			225,50	
Yükseliş Potansiyeli (%)			33%	
Piyasa Değeri (TL mn)			58.921	
Firma Değeri (TL mn)			56.562	
Finansal Göstergeler				
TL mn	2024	2025T	2026T	
Gelirler	32.009	47.907	67.188	
artış	11%	50%	40%	
FAVÖK	6.865	9.954	14.177	
marj	21,4%	20,8%	21,1%	
Net Kar	1.912	3.496	6.499	
marj	6,0%	7,3%	9,7%	
Net Borç	-2.966	-3.556	-5.895	
HB Temettü	3,50	0,30	0,50	
Tem. Verimi	1,6%	0,1%	0,2%	
FD/FAVÖK (x)	8,2	5,6	3,7	
F/K (x)	20,9	16,9	9,1	
Özsermaye Karlılığı (%)	10,4	16,3	24,8	

* 25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- Tab Gıda, 2025 yılının ilk dokuz ayında makroekonomik zorluklara rağmen etkileyici bir operasyonel başarı elde etmiş, 165 yeni restoran açılışı, %51'lik sistem genelinde satış büyümesi ve %20,6 seviyesindeki güçlü EBITDA marjı ile hedeflerine paralel bir performans sergilemiştir.
- Tab Gıda'nın 2025 yılında nominal olarak %45'in üzerinde ciro büyümesi gerçekleştirmesi beklenmektedir. Yılın ilk dokuz ayında elde edilen güçlü performans, bu hedefin gerçekleştirilmesi açısından önemli bir güven unsuru oluşturmuştur. Yılın kalan döneminde daha dengeli bir büyüme trendi öngörülse de, ilk 9 aylık veriler ışığında hedefin üzerinde bir gerçekleşme olasılığı artmaktadır.
- EBITDA tarafında ise, 2025 yıl sonu itibarıyla nominal bazda 9 milyar TL seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Güçlü ilk yarının katkısının yanı sıra, hızlanan operasyonel aktivite ve artan satış hacmiyle birlikte bu seviyelere ulaşmak mümkün görünmektedir.
- Yılın ilk dokuz ayında fiş büyümesi %18 seviyesinde gerçekleşmiş, premium segmentte ise daha güçlü bir artış dikkat çekmiştir. Ekonomik segmentte artan talep, tüketicilerin değişen harcama eğilimleriyle örtüşürken, rekabetçi menü ve premium segmentlerin ortak katkısıyla gerçekleşen bu büyüme, sürdürülebilir marjlar için dengeli bir karışım sunmuştur.
- Ürün karmasındaki çeşitlilik ve mevcut fiyatlandırma stratejisi sayesinde marj yapısı dengede tutulabilmekte; ekonomik segmentteki görece düşük marjlar, premium ürünlerdeki hacim büyümesiyle dengelenmektedir. Bu doğrultuda, yıl sonu itibarıyla EBITDA marjının %20,5 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.
- Hisse 2025 ve 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 5.6x ve 3.7x FD/FAVÖK gibi cazip çarpanlarla işlem görmektedir.
- Yılbaşından bu yana hisse %35,1 oranında BIST 100 endeksi üzerinde performans sergilemiştir. Operasyonel ve finansal taraftaki güçlü görünümün etkisiyle, bu pozitif ayrışmanın önümüzdeki dönemde de sürmesini bekliyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Turkcell



TCELL.TI / TCELL.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		160,00	
Hisse Fiyatı (TL)		98,65	
Yükseliş Potansiyeli (%)		62%	
Piyasa Değeri (TL mn)		217.030	
Firma Değeri (TL mn)		261.346	
Finansal Göstergeler			
TL mn	2024	2025T	2026T
Gelirler	158.854	237.167	314.217
artış	7%	49%	32%
FAVÖK	70.686	102.398	133.542
marj	44,5%	43,2%	42,5%
Net Kar	23.523	19.346	26.914
marj	14,8%	8,2%	8,6%
Net Borç	35.779	44.556	145.368
HB Temettü	1,82	1,86	0,00
Tem. Verimi	1,8%	1,9%	0,0%
FD/FAVÖK (x)	3,6	2,6	2,7
F/K (x)	8,1	11,2	8,1
Özsermaye Karlılığı (%)	10,4	7,9	9,2

* 25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- 5G yatırımları öncesinde güncel borçluluk durumunu (Düzeltilmiş Eyl25: 19.9 milyar TL; 0.2x Net Borç/FAVÖK) oldukça sağlıklı olarak yorumluyoruz.
- Turkcell Türkiye abone sayısı Eyl25 itibarıyla ~43.8mn aboneye ulaşırken (Ara24: 43.1, Ara23: 42.5mn, Ara22: 41.7mn), M2M hariç mobil ARPU tarafında 404TL (2024R: 347TL) ve Fiber ARPU'da 468TL (2024R: 389TL)'ye ulaşılmıştır. Alım gücü, hanehalkı talebi ve kullanım alışkanlıkları açısından düşündüğümüzde, reel ARPU büyümesinin ivmelenmesini bekleriz.
- Enflasyonist yansımaların yoğun olduğu 2022 yılında; Telekom sektörünün sözleşmeli müşteri yapısı nedeniyle fiyat yansıtımlarını gerçekleştiremeyen Turkcell payları, 2022 yılında BIST-100 göreceli olarak %30 negatif ayrıştı. Bu derin ayrışmanın ardından fiyat yansıtımların güçlenmesiyle iyileşen finansalların ardından 2023 yılında %11'lik ve 2024 yılında %30'luk endeks göreceli getiri görmüştük. YBB endeks göreceli getiri ise -%6 seviyesindedir. ARPU artışlarının bir miktar daha belirginleştiği finansallara bağlı olarak; 2026 yılında sanayi şirketlerine göre pozitif ayrışma bekliyoruz ancak; müşteri kazanımları tarafında ivmenin kaybolduğunu, bu durumun şirket payları üzerinde aşağı yönlü riskler barındırdığını (bir miktar da fiyatlandığını) düşünüyoruz.
- Uzun vadede ise; mobil penetrasyonun gelişmiş ülkelerde %135 seviyelerine kadar yakınsandığını, Türkiye'de de sosyal medya kullanım alışkanlıkları/genç nüfus oranı/çevre ülkelerden alınan göç/popülasyon artış hızı vb. sebeplerden ötürü gelecek yıllarda penetrasyondaki artışın ivmelenmesini bekliyoruz. Benzer durumun geniş bant tarafında da Turkcell'e büyüme avantajı sunacağını düşünüyoruz.
- Ülke genelinde yatırımlarla genişleyen fiber ağının da etkisiyle 5G teknolojisinin etkin kullanımının gelecek yıllarda başlaması öngörülüyor. Yine uzun vadede; 5G, IOT, Fintech, Metaverse gibi alanların/teknolojilerin olgunlaşmaya başlamasının ardından mobil operatörlerin hali hazırdaki defansif yapılarına ek olarak, gelecek birkaç on yıllık periyotta önemli büyüme avantajlarının bulunduğu da inanıyoruz.
- Şirket payları, 2026 beklentilerimize göre 8,1x F/K çarpanı ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Türk Hava Yolları



THYAO TI / THYAO.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat		420,00		
Hisse Fiyatı (TL)		271,25		
Yükseliş Potansiyeli (%)		55%		
Piyasa Değeri (TL mn)		374.325		
Firma Değeri (TL mn)		759.587		
Finansal Göstergeler				
TL mn	2024	2025T	2026T	
Gelirler	745.430	961.325	1.258.408	
artış	48%	29%	31%	
FAVÖK	136.256	155.465	219.855	
marj	18,3%	16,2%	17,5%	
Net Kar	113.378	104.080	158.774	
marj	15,2%	10,8%	12,6%	
Net Borç	275.917	372.065	434.087	
HB Temettü	6,88	9,50	12,00	
Tem. Verimi	2,5%	3,5%	4,4%	
FD/FAVÖK (x)	4,8	4,8	3,7	
F/K (x)	3,5	3,6	2,4	
Özsermaye Karlılığı (%)	20,0	12,9	15,3	

* 25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- Türk Hava Yolları, pandemi döneminde kapasitesini koruyarak güçlü bir büyüme performansı sergilemiş ve önemli pazar payı kazanımı gerçekleştirmiştir. 2024 itibarıyla kapasitesini 2019'un %30 üzerine çıkarmış olup, Türkiye'nin coğrafi konum avantajını etkin şekilde kullanarak küresel hava yolu pazarındaki payını %1.8 seviyesinden %2.4'e yükseltmiştir.
- 2025 yılında dolar bazlı net satışların %6 artmasını, FAVÖK marjının %23 seviyesinde gerçekleşmesini ve net karın 3.3 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Büyümenin önümüzdeki dönemlerde dolar bazlı devam etmesini ve mevcut faaliyet marjlarının sürdürülebilir olduğunu düşünüyoruz. Sağlam bilanço yapısı ve güçlü nakit akışının da desteğiyle, önümüzdeki yıllarda da şirketin temettü ödemeye devam etmesini öngörüyoruz.
- 2025 tahminlerimize göre hisse, 3.6x F/K ve 4.8x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte olup, global benzerlerine kıyasla sırasıyla %62 ve %28 iskontoludur.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Yapı Kredi Bankası



YKBNK TI / YKBNK.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		52,91	
Hisse Fiyatı (TL)		35,74	
Yükseliş Potansiyeli (%)		48%	
Piyasa Değeri		301.898	
Finansal Göstergeler			
TL mn	2024	2025T	2026T
Swap Düz. NIM	0,8%	2,3%	3,8%
Net Kar	29.017	55.094	91.368
artış	-57,3%	89,9%	65,8%
Özsermaye Karlılığı	15,7%	24,6%	31,1%
F/K	8,2	5,5	3,3
PD/DD	1,6	1,2	0,9

* 25/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Yapı Kredi, yüksek TL para piyasası fonlaması ve güçlü vadesiz mevduat tabanı sayesinde faiz indirim döngüsünde marj toparlanmasını en hızlı yansıtabilecek bankalar arasında öne çıkmaktadır. TL ağırlıklı ve kısa vadeli fonlama maliyetlerinin hızlı gerilemesi, mevduat maliyetlerindeki gecikmeli ayarlamayla birleştiğinde bankanın net faiz marjını destekleyen önemli bir avantaj oluşturmaktadır. Bu doğrultuda marjlardaki iyileşmenin 2026 da da sektör üstü göreceli güçlü şekilde devam etmesini beklemekteyiz.
- Banka aktif kalitesi tarafında mevduat benzerlerine kıyasla daha dayanıklı bir görünüm sergilemektedir. 9A25 sonuçlarına göre kredi risk maliyeti mevduat özel benzer ortalaması olan 200 baz puanının hafif altında 160 baz puan olarak gerçekleşmiştir. Banka TGA girişlerindeki azalma ile sektörden olumlu ayrışmakta ve bu ayrışmanın 2026 yılında da devam etmesini beklemektedir.
- Görece güçlü marj gelişimi ve daha düşük kredi risk maliyeti, büyük ölçüde korunmasını beklediğimiz ücret komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama rasyosu ile bankanın 2026 yılında %31 özsermaye karlılığı ile sektör ortalamasından olumlu ayrışabileceğini düşünmekteyiz. Bankanın hem yılsonu enflasyon beklentimizin hem de sermaye maliyeti beklentimiz olan %29,5'un üzerinde reel anlamda güçlü özsermaye karlılığına erişmesini beklemekteyiz.
- Banka 2025 ve 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 5.5x – 3.3x F/K ve 1.2x – 0.9x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Ali Kerim Akkoyunlu	Araştırma Direktörü	Gıda & İçecek, Gıda Perakende, Giyim, Mobilya, Savunma Sanayii, Yemek&İkram Hizmetleri	ali.akkoyunlu@gedik.com
Serkan Gonençler	Baş Ekonomist	Makro Ekonomi, Strateji	serkan.gonencler@gedik.com
Umut Öztürk	Müdür	Petrol Ürünleri, Enerji, Kimyevi Maddeler, İnşaat Taahhüt, Otomotiv Yan Sanayi.	umut.ozturk@gedik.com
Mehmet Mumcu	Müdür Yardımcısı	Demir-Çelik, Otomotiv, Holdingler, Telekomünikasyon	mehmet.mumcu@gedik.com
Ceren Çapcı	Yönetmen	Yurtiçi Servis ve Koordinasyon	ceren.capci@gedik.com
Çiğdem Ay	Yönetici	Veri Yönetimi	cigdem.ay@gedik.com
Nesrin Aköz	Uzman	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	nesrin.akoz@gedik.com
Burak Pırlanta	Uzman	Makro Ekonomi, Sabit Getirili Menkul Kıymetler	burak.pirlanta@gedik.com
Melek Miray Alkan	Uzman Yardımcısı	Çimento, Perakende, Küçük Ölçekli İşletmeler	miray.alkan@gedik.com
Berk Berensel	Uzman Yardımcısı	Cam, Dayanıklı Tüketim, Havacılık, Madencilik, Sağlık, GMYO	berk.berensel@gedik.com
Bora Kaya	Uzman Yardımcısı	Makro Ekonomi, Veri Yönetimi	bora.kaya@gedik.com

Yasal Uyarı

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bizi Takip Edin



www.gedik.com

[/gedikyatirim](https://www.facebook.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.instagram.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.linkedin.com/company/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.youtube.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://twitter.com/gedikyatirim)



Gedik Yatırım