

Türkiye 2026 - “Doğru Patika, Engembeli Yol”

Dezenflasyon patikası korunurken, küresel belirsizlikler ve finansal oynaklık 2026’da temkinli ve seçici bir strateji gerektiriyor.

2025 yılında Türkiye, dezenflasyon patikasında kararlılıkla ilerlerken, küresel ekonomi aynı dönemde artan jeopolitik gerilimler ve ticaret politikalarındaki sertleşme nedeniyle belirsizlik ortamına girmiştir. ABD’de seçimlerin ardından hızla devreye alınan yeni tarifeler küresel ticaret dengelerini kısa sürede bozarken; dünya ekonomisi soğuk ve sıcak çatışmaların iç içe geçtiği, risk primlerinin yükseldiği bir konjonktüre sürüklenmiştir. Bu süreçte müzakere ve uzlaşma zeminleri zayıflarken, ekonomik sonuçların yönünü tayin eden ana unsur yine arz–talep dengeleri, fiyat dinamikleri ve küresel ticaret akımlarının matematiği olmuştur.

2026’ya girerken küresel ekonomi, siyasi gerilimlerin ekonomik karar alma süreçlerini daha doğrudan etkilediği yeni bir döneme adım atmaktadır. **Jeopolitik bloklaşmanın** hızlanması ve tedarik zincirlerinin kalıcı biçimde yeniden kurgulanması, ülkeler ve yatırımcılar açısından jeopolitik dayanıklılığı temel bir fiyatlandırma kriteri haline getirmiştir. **2026 küresel jeopolitik istikrar açısından zorlu bir zeminde ilerlese de, 2024–2025 döneminde yoğun biçimde fiyatlanan risklerin ardından, küresel piyasalarda daha öngörülebilir bir denge zemininin oluşması beklenmektedir.**

Büyüme ve para politikası görünümü 2026’da belirgin biçimde ayrılmaktadır. ABD’de çekirdek enflasyondaki gerileme ve büyümenin potansiyelin altında, yaklaşık %2 seviyelerinde seyretmesiyle birlikte kademeli faiz indirimleri gündeme gelmektedir. Euro Bölgesi’nde ise enflasyonun ECB’nin %2 hedefine gelmesi, 2026 yılında faiz indirimleri için sınırlı ve temkinli bir gevşeme alanı yaratıyor. Japonya ise ücret–fiyat döngüsünün kalıcılığıyla sıkılaşma patikasını sürdürerek küresel para politikası görünümünde istisnai bir konumda yer almaktadır. Bu ayrışma, küresel sermaye akımlarının yeniden konumlanmasına ve döviz piyasalarında oynaklığın artmasına zemin hazırlamaktadır.

2025 boyunca yoğunlaşan ABD–Çin rekabeti, **tarife savaşları**, Rusya–Avrupa **enerji gerilimi** ve Orta Doğu’daki çatışmalar, stratejik sektörlerle yönelik yatırım tercihlerinin yeniden şekillenmesine yol açmıştır. **Bu ortamda tedarik zinciri yapılanmaları, savunma sanayii, kritik mineraller ve siber güvenlik, 2026’da da önemini koruması beklenmektedir.**

Jeopolitik risklerin haber akışı etkisi yüksek olmakla birlikte, piyasa fiyatlamaları üzerindeki kalıcı etkisinin 2024–2025 dönemine kıyasla daha sınırlı kalmasını bekliyoruz. **Orta Doğu, Rusya–Ukrayna, ABD-Venezuela ve Çin–Tayvan** merkezli ticaret gerilimleri küresel gündemde önemini korumaktadır. ABD’de yeni yönetimin görev süresinin ikinci yılına girilmesiyle birlikte, dış politikada daha öngörülebilir ve kontrollü bir çerçevenin öne çıkması, jeopolitik başlıkların risk iştahı üzerindeki etkisini daha kısa süreli ve seçici hale getirebilir.

Bu çerçeve, 2026 yılına ilişkin ılımlı ancak dirençli küresel büyüme görünümüyle uyumludur. Uluslararası kuruluşlarının (OECD, Fitch...) tahminlerine göre 2026 yılında küresel büyümenin %2,9 seviyesinde gerçekleşmesi beklenirken, ABD ekonomisinin %2,0–2,1, Çin ekonomisinin ise %4,4 oranında büyümesi öngörülmektedir. Hindistan ise güçlü iç talep ve yatırım dinamikleri sayesinde %6,2 büyüme tahminiyle küresel büyümenin ana sürükleyicilerinden biri olmayı sürdürmektedir.

Enerji dönüşümü ve iklim odaklı yatırımlar, jeopolitik arz güvenliği ve karbon nötr hedeflerin birleşimiyle 2026'da stratejik önemini koruyacaktır. Yenilenebilir enerji–depolama hibritleri, batarya teknolojileri, şebeke modernizasyonu ve enerji dönüşümü metalleri küresel sermaye akımlarının odağında kalmaya devam etmektedir. Buna paralel olarak, iklim kaynaklı risklerin artması gıda güvenliği ve tarım teknolojilerini de 2026'nın öne çıkan yapısal temalarından biri haline getirmektedir.

2026'da yapay zeka (AI), küresel büyümenin en önemli yapısal itici gücü olmayı sürdürürken aynı zamanda yeni risk alanları da yaratmaktadır. Büyük teknoloji şirketlerinin yüksek ölçekli AI yatırımları donanım, yarı iletkenler ve veri merkezleri üzerinden ekonomik aktiviteyi desteklerken; IMF analizleri, belirsizliklerin azalması halinde AI'nın toplam faktör verimliliğine katkısının küresel çıktıyı yaklaşık %1 artırabileceğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, hızlı yatırım akışı ve değerlendirme baskıları aşırılaşma risklerini gündemde tutmaktadır.

Genel olarak, jeopolitik belirsizliklerin yüksek kalmaya devam ettiği ancak küresel büyüme üzerinde sınırlayıcı etkisinin azaldığı, makroekonomik dinamiklerin ise piyasa fiyatlamalarında daha belirleyici olduğu bir 2026 görünümü öne çıkmaktadır.

Türkiye cephesinde ise 2026 görünümü görece daha olumlu bir ayrışmaya işaret etmektedir. Bu küresel ılımlı büyüme ortamında Türkiye'nin ayrışma potansiyeli; dezenflasyon sürecinin ilerlemesi, yüksek reel faiz ortamı ve tarihsel çarpan iskontosunun sunduğu normalleşme alanından kaynaklanmaktadır.

Güçlenen döviz rezervleri, enflasyon beklentilerindeki gerileme ve para politikasında sıkı duruşun korunması, TL varlıklarda reel getiri ortamının devamını desteklemektedir. Dezenflasyon sürecinin ikinci aşamasında para politikasının temkinli ve veri bağımlı bir gevşeme patikası izlemesi beklenmektedir. Baz senaryomuza göre 2026 yıl sonu itibarıyla USDTRY'nin 51,85, TCMB politika faizinin ise %28 seviyesinde dengelenmesini öngörüyoruz. Bu çerçevede, nominal kur artışının enflasyonun altında kalmasıyla TL'de reel değerlendirme eğiliminin korunmasını bekliyoruz. Mevcut görünüm, döviz yerine reel faiz avantajı sunan TL pozisyonlarının korunmasını desteklemektedir.

Ortodoks ekonomi politikalarının devam ettirilmesi ve bu yöndeki kararlılık, 2026 yılında kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye ilişkin değerlendirmelerinde daha yapıcı bir tona geçmesini sağlayabilir. Baz senaryomuzda 5 yıllık CDS'in 170–180bp bandına gerilemesi mümkündür. Bu senaryoda, Türk Hazine Eurobondları açısından değer artışından ziyade carry odaklı ve sınırlı spread daralmasına dayalı toplam getiri potansiyeli öne çıkmaktadır.

BİST değerlemelerinde dezenflasyon süreci, politika faizi adımları ve büyüme faktörü öne çıkacak. 2026 başından itibaren BIST lehine gelişen olumlu hava, son dönemde yaşanan normalleşme neticesinde 5 Yıllık CDS risk priminde yaşanan düşüş, ve kar büyüme beklentileri ışığında 7,1x seviyesinde bir F/K çarpanının BIST100 için adil düzey olduğunu hesaplıyoruz.

Bu çarpan ve öngörülen kar artışı, endeks için 16.600 seviyesine işaret etmektedir. Bu hedef hem tarihsel çarpan ortalamalarıyla hem de hisse bazlı endeks projeksiyonlarımızla uyumlu görünmektedir. BIST100 beklentimiz 2025 yılı sonuna göre %45 artış potansiyeline işaret etmektedir.

Özetle 2026, küresel ekonomide belirsizliklerin tamamen ortadan kalkmadığı ancak 2025'e kıyasla daha öngörülebilir bir denge zemininin olduğu bir geçiş yılı olarak öne çıkmaktadır. Jeopolitik gerilimler ve korumacı politikalar risk primlerini yüksek tutsa da, dezenflasyon sürecinin kademeli ilerlemesi ve finansal koşulların gevşemeye başlaması ekonomik karar alma süreçlerinde daha rasyonel bir çerçevenin oluşmasına imkan tanımaktadır. Aynı zamanda yapay zeka, savunma sanayii, enerji dönüşümü ve kritik tedarik zincirleri gibi alanlarda süren yatırımlar, **2026'yı yalnızca bir normalleşme yılı değil, küresel ekonomik ve ticari mimarinin yeniden tanımlandığı bir yapılandırma dönemi haline getirmektedir.**

TÜRKİYE



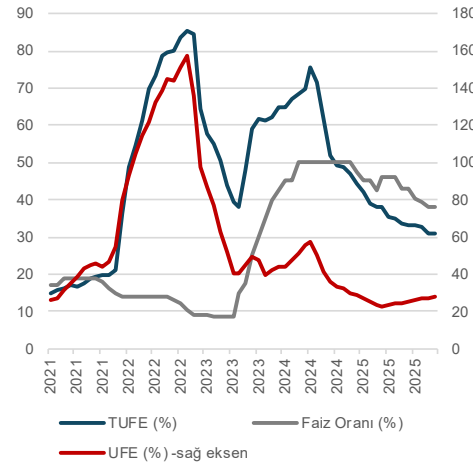
Makro Görünüm

Türkiye - 2026'da enflasyon ve faiz yine gündemin merkezinde, sıkı duruşa devam

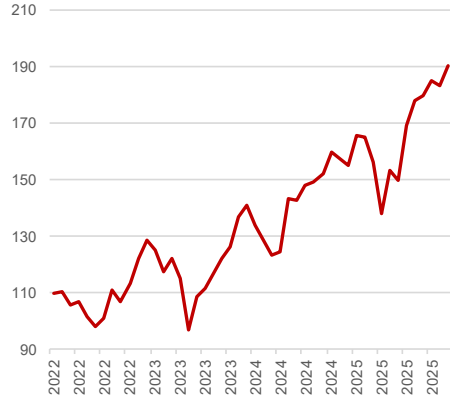
Türkiye 2025 yılında sıkı para politikasını koruyarak TL'de reel değerlenme devam etti. Bu dönemde iklim koşullarındaki tüm elverişsizliklere rağmen enflasyonu 2025 sonundaki %44,4 seviyesinden 2025 sonunda %30,8 seviyesine indirmeyi başardı. TCMB aynı süreçte politika faizini %47,5 seviyesinden 950 baz puan düşürerek yılı %38 seviyesinde kapattı. 2025 yılında dezenflasyon hızının hükümetin beklentilerinden yavaş gerçekleşmesindeki temel sebep gıda başta olmak üzere bazı kalemlerdeki katılımlar oldu.

2026 yılında TCMB'nin orta vadeli planı (OVP) doğrultusunda sıkı para politikasına devam edeceğini öngörüyoruz. Buna karşılık, enflasyondaki katılımların özellikle gıda enflasyonundaki direncin bir süre daha ekonomi programının zorlandığı konu olarak karşımıza çıkacağını tahmin ediyoruz. Dezenflasyon patikası korunurken, para politikasındaki normalleşme hızı 2026 makro görünümün temel belirleyicisi olmaya devam edecek.

Enflasyon düşüş trendini devam ettiriyor



Rezervler yüksek seyrediyor



Kaynak: TCMB

2026 yılının Türkiye ekonomisinde son üç yıldır uygulanan kararlı para politikalarının meyvelerinin alınacağı bir dönem olacağını öngörüyoruz. Mayıs 2023'ten bu yana uygulanan sıkı para politikaları, makro dengesizlikleri azaltırken, yurtiçinde ve yurtdışında güveni artırarak ülke risk primini (CDS) son yılların en düşüğü olan 200'lü seviyelere getirdi. 5 yıllık CDS'lerin düşük seyretmesi daha düşük risk algısı ve daha ucuz finansman erişimi sağlarken, yatırım ortamının da kademeli olarak iyileşmesini ve büyümenin de buna eşlik etmesini bekleriz.

Her ne kadar eğitim tarafındaki fiyat sınırlaması, konut arzının artacak olması, düşen petrol fiyatları ve enflasyon sepetinde değişiklikler yaşanması enflasyonu aşağıya çekecek unsurlar olsa da, yıl sonu enflasyon tahminimizi %22,1 olarak belirliyoruz. 2026 yılında büyümenin %4 seviyesinde olacağını tahmin ederken, yıl içerisinde 1,000 baz puanlık indirim beklemekteyiz.

Daha düşük enflasyon, 2026 ve 2027'de ilave faiz indirimlerine alan açacaktır; ancak enflasyon kalıcı biçimde düşene kadar sıkı para politikası duruşunun korunması gerektiği TCMB tarafından da sıklıkla dile getirilmektedir. Hizmet sektörlerinde piyasaya giriş engellerini azaltmaya yönelik düzenleyici reformlar, uzun vadeli büyüme potansiyelini artırmak açısından kritik görülmekte; buna ek olarak iş gücüne katılımın artırılması ve becerilerin geliştirilmesine yönelik politika adımlarının önemi vurgulanmaktadır.

Para Politikası

Sıkı Duruş 2026 yılında da korunacak

2026 yılında para politikasının, dezenflasyon sürecinin ikinci aşamasında belirginleşen yapışkan fiyat dinamiklerini dikkate alan ve **reel sıkılığı korumayı önceleyen** bir çerçevede sürdürüleceğini öngörüyoruz. TCMB'nin fonlama yapısı ve ortalama fonlama maliyetinin seyri, sıkı duruşun politika faizi ile sınırlı kalmayıp **likidite kanalı üzerinden de desteklendiğine** işaret etmektedir.

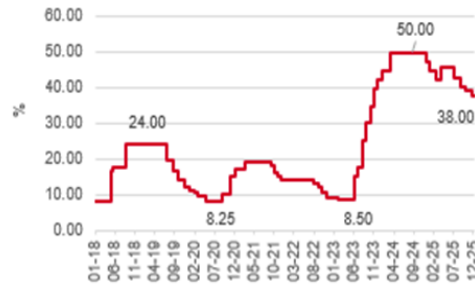
Hizmet enflasyonu ve çekirdek göstergelerdeki katılık, politika faizinde hızlı ve agresif bir gevşeme alanını sınırlamaktadır. Bu görünüm altında, faiz indirimlerinin **ölçülü ve zamana yayılan** bir patika izlemesini; politika faizinin 2026 yıl sonunda **%28 seviyesinde dengelenmesini** bekliyoruz. Ortalama fonlama maliyetinin ise yıl boyunca politika faizinin sınırlı ölçüde üzerinde seyrederek parasal sıkılığı desteklemeye devam edeceğini öngörüyoruz.

Bu patikanın, reel faiz görünümü açısından fiyat istikrarı ile uyumlu bir sıkılık sunduğu görüşündeyiz. Politika faizinin 2026 sonunda %28 seviyesine düşeceğini hesaplıyoruz. **Bu çerçevede reel faizin 2026 boyunca yüksek ancak kademeli olarak azalan bir seyir izlemesini bekliyoruz.**

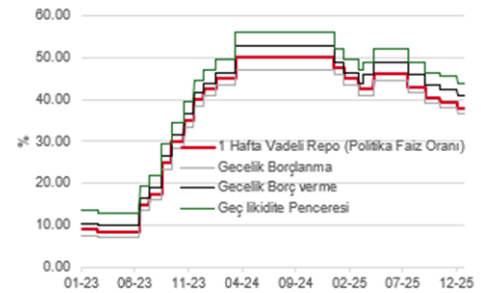
2026 yılında reel faiz vermeye devam edilmesinin, kur geçişkenliğini sınırlayıcı etki yaratacağı ve enflasyon beklentilerindeki normalleşme sürecini destekleyeceği kanaatindeyiz.

Kredi büyümesinin, dezenflasyon patikasıyla uyumlu ve kontrollü bir görünüm sergilemeye devam edeceğini öngörüyoruz. Yılın ilk yarısında kredi büyümesine yönelik mevcut sınırların korunmasını beklerken, dezenflasyonun hız kazanması ve ana eğilimin daha net şekilde aşağı yönlü teyit edilmesi halinde, yılın ikinci yarısında selektif ve sınırlı bir normalleşme alanı oluşabileceğini düşünüyoruz. TL mevduatın toplam mevduat içindeki yüksek payı ve KKM bakiyesindeki belirgin gerileme, para politikasının etkinliğini artıran bir finansal zemin oluşturmaktadır.

Ortalama Fon Maliyeti (%)



TCMB Faiz Oranları (%)



Kaynak: TCMB

Politika Faizinin 2026 sonunda %28 seviyesinde olacağını öngörüyoruz

Merkez Bankası, 2026 yılında da para politikası kararlarını 8 toplantı üzerinden şekillendirmeyi planlamaktadır. Aralık ayı enflasyon verisinin piyasa beklentilerinin altında gerçekleşmesi ve yılın başında devreye alınan destekleyici vergi ayarlamaları, Ocak 2026 PPK toplantısında politika faizinde 150bp (Piyasa Beklentisi) ve üzeri bir indirim beklentisini (Global Menkul: 200bp) güçlendirmiştir. Ocak ayı için aylık enflasyon beklentilerinin %2,5 seviyesinde oluşması (Global Menkul: %2,4), yüksek baz etkisinin yarattığı yukarı yönlü baskının büyük ölçüde ortadan kalktığına işaret etmektedir.

Buna karşın, enflasyon kompozisyonu incelendiğinde gıda, kira ve hizmet kalemlerindeki katılıkların sürdüğü görülmektedir. Bu görünüm, para politikasında Merkez Bankası'nın temkinli ve veri odaklı duruşunu koruyacağını düşündürmektedir. Enflasyondaki iyileşmenin hızına ilişkin belirsizlikler, politika yapımcıların gevşeme sürecini kademeli ve kontrollü biçimde ilerletmesini gerektirmektedir.

2026 yılında petrol fiyatlarında belirgin bir oynaklık öngörülmemesi, maliyet kanalı üzerinden enflasyon görünümünü destekleyen bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Bu çerçevede; zirai don, aşırı kuraklık, böcek veya çekirge istilası gibi öngörülemeyen arz şoklarının yaşanmaması halinde, gıda enflasyonundaki katılıkların 2026 yılı boyunca kademeli olarak yumuşamasını bekliyoruz. Kira enflasyonu tarafında ise, konut arzını artırmaya yönelik adımlar ve genel enflasyon eğilimindeki aşağı yönlü seyrin etkisiyle artış hızında belirgin bir yavaşlama öngörmekteyiz.

Öte yandan, hizmet enflasyonundaki güçlü atalet ve çekirdek mal grubunda kur değer kaybının yavaşlamasına rağmen gözlenen sınırlı iyileşme, çekirdek enflasyon dinamiklerinin yapışkanlığını

koruduğuna işaret etmektedir. Bu durum, dezenflasyon sürecinin politika faizinde hızlı ve agresif bir gevşemeye izin vermeyen, zamana yayılan bir patikada ilerleyeceğini göstermektedir. TCMB'nin, reel faizleri pozitif ve yüksek tutma yaklaşımını sürdürerek erken ve agresif bir gevşemeden kaçınacağını, bu çerçevede 2026 boyunca para politikasının genel olarak sıkı fakat kontrollü şekilde gevşetilen bir duruş sergileyeceğini değerlendiriyoruz

Bu çerçevede, 2026 yılının tamamında TCMB'nin toplam 1.000bp faiz indirimine giderek politika faizini yıl sonunda %28 seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz

Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	Karar Beklentisi	Yeni Politika Faizi
11 Aralık 2025	-150bps (Gerçekleşti)	38.00% (Gerçekleşti)
22 Ocak 2026	-200bps	36.00%
12 Mart 2026	-200bps	34.00%
22 Nisan 2026	-	34.00%
11 Haziran 2026	-100bps	33.00%
23 Temmuz 2026	-150bps	31.50%
10 Eylül 2026	-150bps	30.00%
22 Ekim 2026	-100bps	29.00%
10 Aralık 2026	-100bps	28.00%

Kaynak: TCMB

Enflasyon

Dezenflasyon süreci devam edecek

2026 yılında enflasyona ilişkin beklentimiz, 2025 boyunca devam eden dezenflasyon sürecinin etkisiyle yıllık enflasyonun kademeli ancak hız kaybederek gerilemeye devam etmesi yönündedir. 2025 sonunda %20'ler seviyesine gerileyen yıllık enflasyonun, gıda, kira ve hizmet enflasyonundaki görece katılık nedeniyle daha yatay bir patikaya oturarak yıl sonunda %15–17 bandında dengelenmesini bekliyoruz. Bu görünüm, hızlı bir düşüşten ziyade kontrollü ve zamana yayılan bir dezenflasyon sürecine işaret etmektedir.

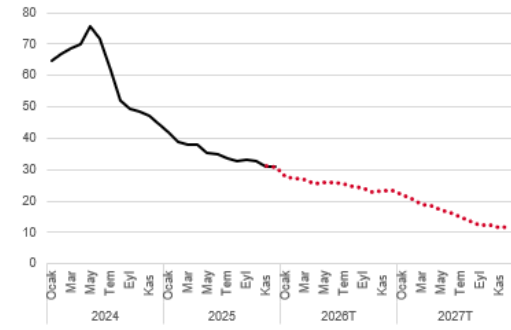
2025 yılına Ocak ayında %5 seviyesinde gerçekleşen aylık enflasyonla başlanması, yıl geneline yayılan yüksek baz etkisi yaratmıştı. Buna karşılık, 2026 Ocak ayı enflasyonunun %2,4 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu görünüm, enflasyonda 2026 yılına belirgin bir iyileşme ile başlanmasına ve yıllık TÜFE'de düşüş eğiliminin yılın başından itibaren daha net şekilde hissedilmesine olanak tanıyacaktır.

Bu çerçevede, 2026 yılı sonunda yıllık TÜFE'nin %23,4 seviyesinde oluşacağını öngörüyoruz. Tahminimizi, dezenflasyon sürecinin ilk aşamasında kaydedilen hızlı iyileşmenin ardından, ikinci aşamada gıda ve konut gibi fiyatlama ataleti yüksek kalemlerdeki yapışkanlığın daha belirleyici olacağı varsayımı üzerine kuruyoruz. Çekirdek göstergelerin son aylarda sınırlı bir iyileşme sergilemesi ve arındırılmış ana eğilim göstergelerinin aylık yaklaşık %2 seviyesinde seyretmesi, 2025'te %40 seviyelerinden %31'in altına gerileyen enflasyonun, 2026 boyunca %30'lu seviyelerden %20'li seviyelere geçişte daha yavaş ve kademeli bir patika izleyeceğine işaret etmektedir. Hizmet enflasyonundaki katılık ve gıda fiyatlarındaki oynaklık, dezenflasyon sürecinin hızını sınırlayan ana unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

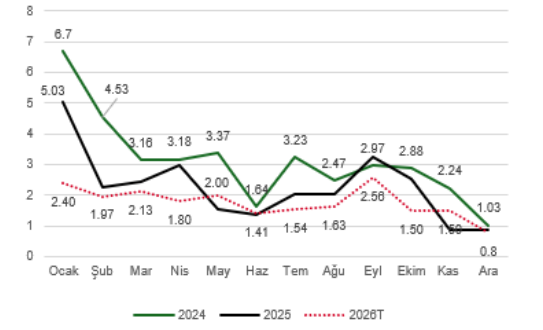
Risk unsuru olarak, 2026 yılında zirai don kaynaklı arz şoklarının yeniden yaşanmayacağını baz senaryomuzda varsayıyoruz. Bununla birlikte, tarımsal üretimi ve gıda fiyatlarını doğrudan etkileyebilecek bu tür hava koşullarının, gerçekleşmesi halinde enflasyon beklentilerini kısa sürede yukarı yönlü revize edebilecek önemli bir risk faktörü olmaya devam ettiğini göz ardı etmiyoruz.

Bu görünüm altında, enflasyonun 2025 yılını %30,9 seviyesinde tamamlamasının ardından 1Ç26 sonunda %26,8 2Ç26 sonunda %26,0, 3Ç26 sonunda %24 ve 2026 yıl sonunda %23,4 seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Tahmin setimizi oluştururken, 2026 yılı boyunca reel kurda belirgin bir değer kaybı yaşanmadığı, reel büyümenin yaklaşık %4 seviyesinde seyrettiği ve petrol başta olmak üzere enerji fiyatlarında yukarı yönlü bir ivmelenmenin olmadığı bir makro çerçeve varsayıyoruz.

Enflasyonun düşüş trendi, (%)



Aylık enflasyon beklentileri

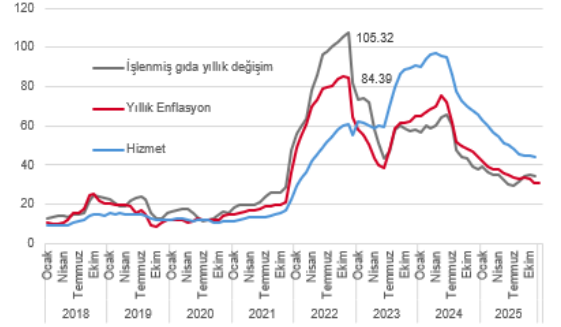


Kaynak: TUIK, Global Menkul Değerler

Gıda Fiyatları (Yıllık Değişim, %)



Enflasyon Çekirdek Grup (Yıllık Değişim, %)

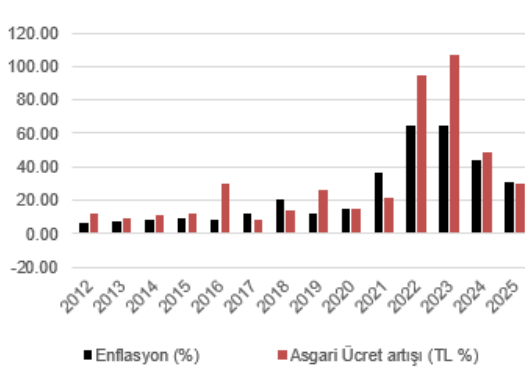


Kaynak: TUIK, Global Menkul Değerler

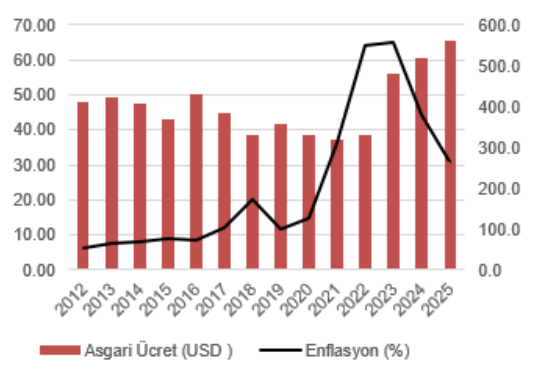
Döviz piyasasında oynaklığın dezenflasyon hedefiyle uyumlu biçimde sınırlı kalacağını; bu doğrultuda nominal kur artışlarının yıl genelinde enflasyonun altında seyredeceğini ve fiyatlama davranışlarında ilave bir kur şoku oluşmayacağını öngörüyoruz.

Asgari ücrete yapılan %27'lik artış, beklentilerimizle uyumlu gerçekleşmiş olup, söz konusu oran 2026 yıl sonu TÜFE tahminimizle tutarlı bir görünüm sunmaktadır.

Enflasyon - Asgari Ücret artışı (TL %)



Enflasyon Artışı - Asgari Ücret (USD)



Özetle, 2026 yılı, enflasyon açısından hızlı düşüşlerin tamamlandığı, para politikası açısından ise ihtiyatlı normalleşmenin öne çıktığı bir dengeleme yılı olarak öne çıkmaktadır.

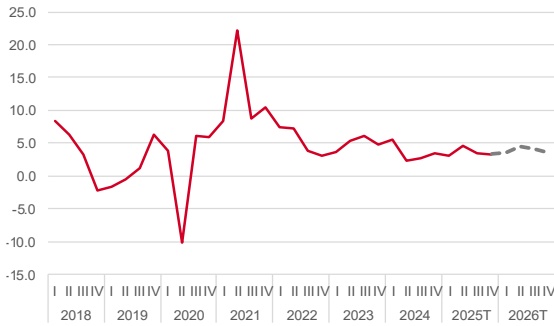
Büyüme

Büyümenin 2025'te %3,8, 2026'da ise %4 seviyesine yükselmesini bekliyoruz. 2026 büyümesine ilişkin risklerin yukarı yönlü olduğunu değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde büyümeyi destekleyecek temel mekanizmaların; başta Avrupa ekonomilerinde beklenen toparlanma olmak üzere dış talepte iyileşme, finansal koşullarda kademeli gevşeme, kamu harcamalarında beklenen artış ve hanehalkı tüketimindeki dayanıklı seyir olacağını öngörüyoruz.

2026 yılında büyümenin hızından ziyade bileşiminin daha dengeli bir yapıya evrilmesi öne çıkmaktadır. Faiz indirim sürecine girilmesine rağmen para politikasının reel anlamda sıkı kalması ve kredi artışını sınırlayan makro ihtiyatı çerçevesinin korunması, özel sektör tüketiminde ani bir ivmelenmenin önüne geçmektedir. Bu durum, iç talebin kontrollü ve öngörülebilir bir patika izlemesini sağlamaktadır. Kamu maliyesi tarafında belirgin bir sıkılaşma öngörmemekle birlikte, kamu harcamalarının büyümeyi destekleyen ancak dengeleyici bir rol üstlenmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda kamu tüketiminin ılımlı bir genişleme sergileyeceğini değerlendiriyoruz.

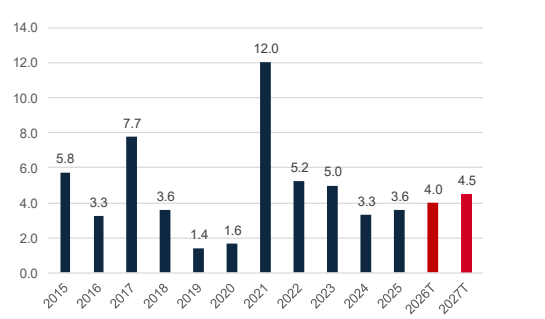
Hanehalkı tüketimi, sıkı finansal koşullara ve reel gelirlerdeki sınırlı toparlanmaya rağmen dirençli görünümünü korumaktadır. Bu eğilimde, geçmiş dönemde bozulan beklentiler sonrası öne çekilen talep davranışı ve tüketimin ertelenmesine yönelik isteksizlik etkili olmaktadır. Kamu harcamalarının büyümeye katkısının sürmesi ve gayrisafi sabit sermaye oluşumundaki artış eğiliminin korunması, büyüme dinamiklerinin destekleyici unsurları olarak öne çıkmaktadır.

GSYİH Büyüme Oranı (Çeyrekse, %)



Kaynak:TUIK

GSYİH Büyüme Oranı (Yıllık, %)



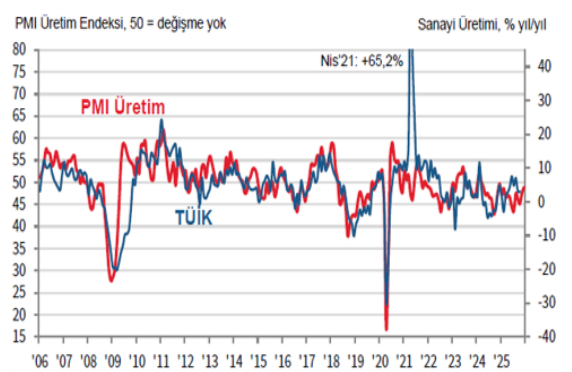
Kaynak:TUIK, Global Menkul Değerler

Sanayi Üretimi Yıllık (%)



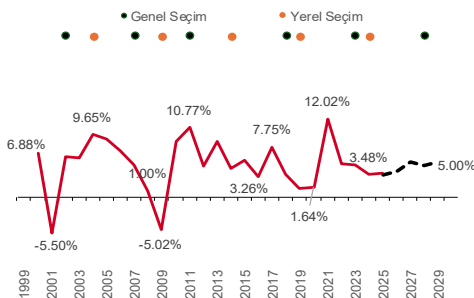
Kaynak:TUIK

PMI Üretim Endeksi - Sanayi Üretimi artış



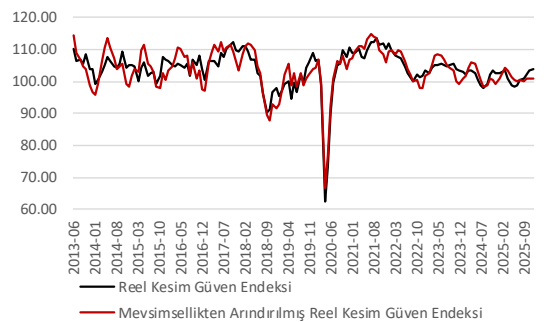
Kaynak:ISO

Seçimler ve Büyüme



Kaynak:TUIK, Global Menkul Değerler

Reel Kesim güven Endeksi



Kaynak:TUIK



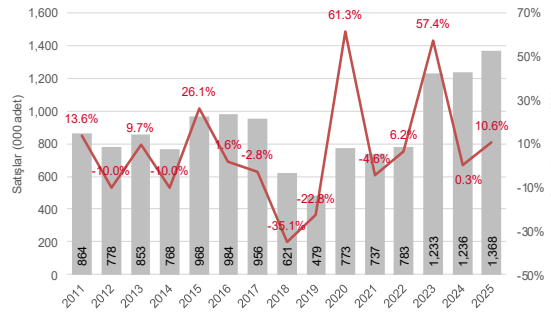
Sanayi üretiminde yıllık bazda artışlar gözlenmekle birlikte, büyümenin inşaatla bağlantılı kalemler ve savunma sanayi gibi sınırlı sektörlerde yoğunlaştığını görüyoruz. Bu görünüm, sanayi kaynaklı büyümenin henüz genel ve dengeli bir yayılım göstermediğine işaret etmektedir. Öncü göstergeler ve güven endeksleri, sektörler arası ayrışmanın devam ettiğini; buna karşın iç talep ve kamu destekli büyüme eğiliminin korunduğunu teyit etmektedir. Dış talebin ise 2026 yılında büyümeye sınırlı ancak pozitif katkı sağlamasını bekliyoruz.

Büyüme görünümünü şekillendiren bir diğer unsur ise seçim döngüsüdür. Türkiye’de seçimlerin büyüme dinamikleri üzerindeki etkisi tarihsel olarak kamu harcamaları, kredi koşulları ve beklenti kanalı üzerinden hissedilmektedir. 2028 Genel Seçimleri öncesine yaklaşılan dönemde, büyümeyi destekleyici yönde kamu harcamalarının ve iç talebi canlı tutmaya yönelik politikaların daha görünür hale gelmesi olasıdır. Bu çerçevede, seçim takviminin yaklaşması büyüme üzerinde kısa vadeli yukarı yönlü bir eğilim yaratabilir.

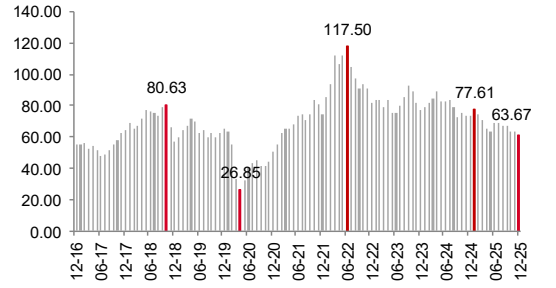
Buna karşılık, mevcut politika çerçevesi altında seçim sürecine yaklaşıırken dahi makro istikrar ve dezenflasyon önceliklerinin korunması hedeflenmektedir. Bu durum, geçmiş seçim döngülerine kıyasla büyümenin daha kontrollü ve seçici bir şekilde destekleneceğine işaret etmektedir. Dolayısıyla, seçim öncesi dönemde büyümenin hızlanmasından ziyade, büyüme bileşiminin kamu harcamaları ve iç talep ağırlıklı bir yapıya evrilmesi daha olası görünmektedir.

Bu perspektiften bakıldığında, 2026–2027 döneminde seçim öncesi hazırlık sürecinin etkisinin kademeli olarak artması, büyümenin potansiyelin üzerinde seyretmesini destekleyebilir. Ancak bu etkinin, finansal istikrarı önceleyen politika duruşu nedeniyle önceki dönemlere kıyasla daha sınırlı ve yönetilebilir kalacağını değerlendiriyoruz. Genel olarak, 2028 Genel Seçimleri öncesine yaklaşıırken büyümenin desteklenmesi yönünde bir eğilim oluşmakla birlikte, politika sürekliliği sayesinde büyümenin daha dengeli ve kalıcı bir kompozisyonla sürdürülmesini bekliyoruz.

Otomotiv Satışları -Büyüme



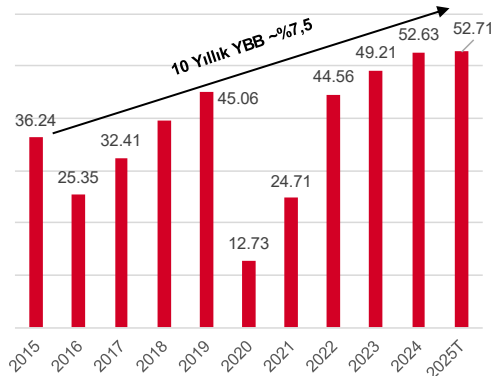
Aylık Ortalama Petrol Fiyatları (USD/bbl)



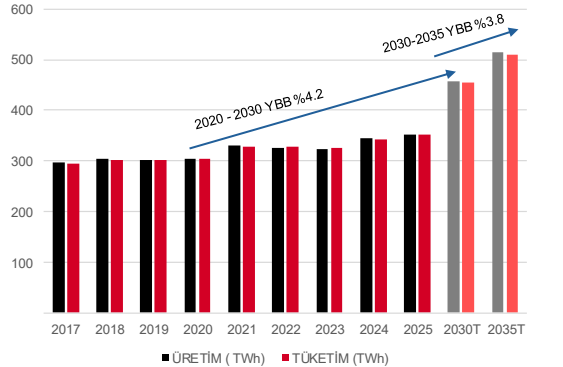
Kaynak:ODMD

Kaynak:Matrks

Gelen Turist Sayısı (milyon kişi)



Elektrik Üretim/Tüketim



Kaynak:Tursab,Global Menkul Değerler

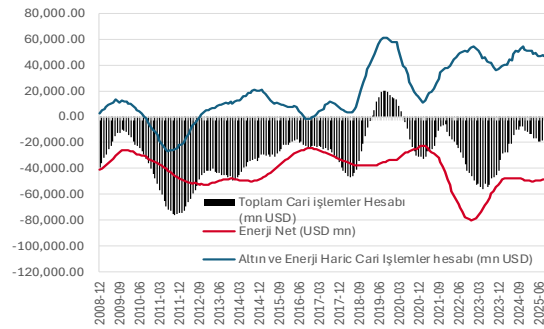
Kaynak:TUIK, Global Menkul Değerler

Cari İşlemler Dengesi ve Dış Finansman Görünümü

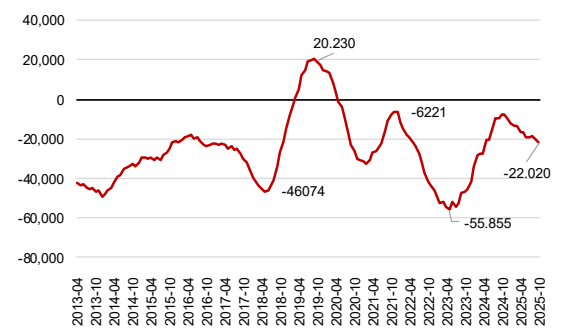
Cari işlemler açığının 2025 yılını yaklaşık USD21mrlr (GSYİH'nın %1,3'ü) seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz. 2026 yıl sonu için cari açık tahminimiz ise USD24,8mrlr (GSYİH'nın %1,5'i) düzeyindedir. Yılın ikinci yarısında cari dengede gözlenen toparlanmaya ek olarak, altın ve enerji hariç cari dengenin fazla vermeye devam etmesi, cari açığın kontrol altında kalmasını sağlayan temel unsur olmuştur. Bu görünüm, cari açığın seviyesinden ziyade kompozisyonunun sağlıklı olduğuna işaret etmektedir.

Cari işlemler dengesinin Temmuz–Ekim döneminde toplam USD8,6mrlr fazla vermesinin ardından, 2025 yılının son iki ayında yeniden açık verilmesini bekliyoruz. Altın ve enerji ithalatındaki artışın etkisiyle, Kasım–Aralık döneminde kümülatif olarak yaklaşık USD5,5–6,0mrlr cari açık oluşabileceğini hesaplıyoruz. Söz konusu bozulmanın geçici olduğu ve büyük ölçüde altın ve enerji fiyatlarına bağlı gelişmelerden kaynaklandığı görülmektedir.

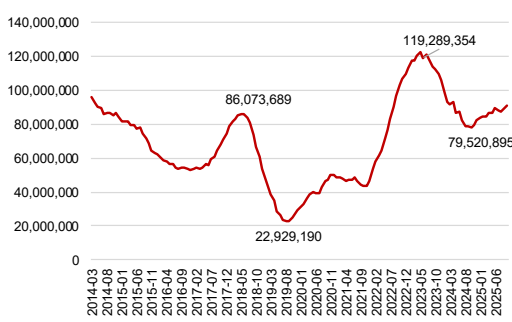
Cari İşlemler Hesabu (milyon USD)



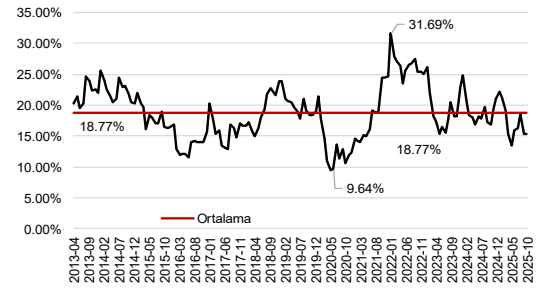
12 Aylık Kümülatif Cari Açık (Milyon \$)



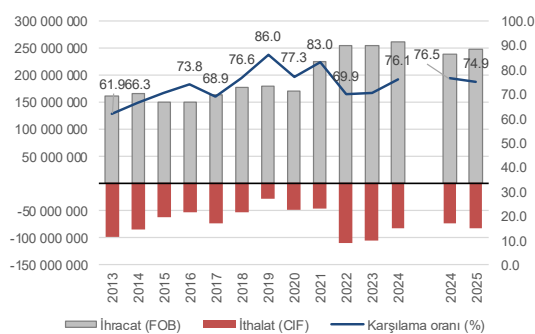
12 Aylık Kümülatif Dış Ticaret Açığı (Bin \$)



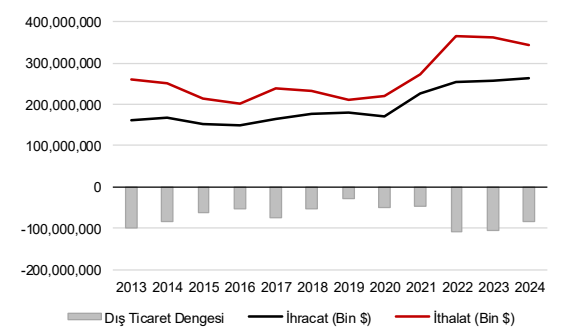
Enerji İthalatının Toplam İthalattaki Payı % (Aylık)



Dış ticaret Dengesi



Yıllık İthalat- İhracat ve Dış Ticaret Dengesi (Bin \$)

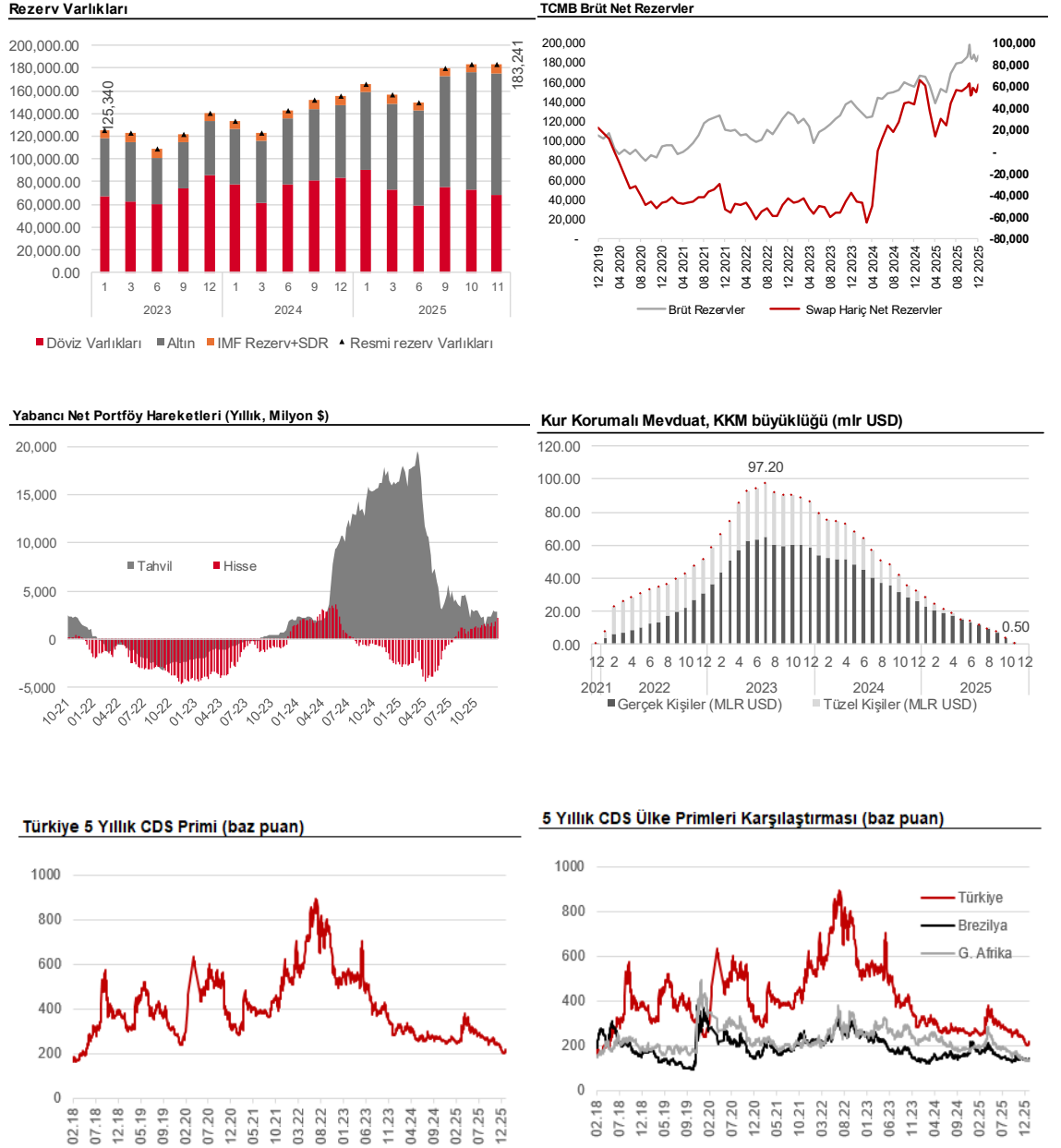


Kaynak: TUIK, TCMB

2026 yılında ise altın ithalat talebinin ve yüksek altın fiyatlarının korunmasının, cari denge üzerinde yukarı yönlü risk yaratabileceğini değerlendiriyoruz. Buna karşılık, ihracat gelirlerinde öngördüğümüz artış ile enerji fiyatlarında (özellikle ham petrol) beklediğimiz görece istikrarlı seyir, bu baskıları dengeleyici unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Bu çerçevede, cari açığın GSYİH'ye oranının tarihsel ortalamaların altında seyretmeye devam etmesi, dış finansman ihtiyacının yönetilebilir kalmasını ve makro kırılganlıkların sınırlı olmasını sağlayan temel çıpa niteliğini korumaktadır.

Cari açığın finansmanı yanında ise, borçlanmanın yanı sıra portföy yatırımlarının yeniden net sermaye girişine dönmesi belirleyici olmaktadır. 2025'in son çeyreğinde hız kazanan yabancı yatırımcı girişlerinin, 2026 yılında da dezenflasyon sürecindeki ilerleme, sıkı para politikasının korunması ve finansal göstergelerdeki iyileşmenin desteğiyle devam etmesini bekliyoruz. Bu durum, cari açığın finansman kalitesinin daha çeşitlenmiş ve sürdürülebilir bir yapıya evrildiğine işaret etmektedir.

Küresel piyasalarda artan risk iştahı, gelişmekte olan ülke varlıklarına yönelik talebi desteklerken, Türkiye'nin risk primi de bu eğilimle uyumlu biçimde gerilemektedir. Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi, Aralık ayı itibarıyla 215 bp (31 Aralık:204bp) seviyesine gerileyerek 2018'den bu yana en düşük düzeyine inmiştir. Türkiye-GoÜ CDS farkının 90bp'nin altına gerilemesi, göreceli risk algısında belirgin bir iyileşmeye işaret etmektedir. Brezilya ve Güney Afrika ile karşılaştırıldığında CDS seviyesinin halen 2018 öncesinin üzerinde kalması ise, 2026 yılı için ilave bir normalleşme alanı bulunduğunu göstermektedir.



Kaynak: TCMB, Bloomberg

Ülke kredi notunda son dönemde kaydedilen iyileşmeler, her ne kadar Türkiye halen yatırım yapılabilir seviyenin altında konumlanıyor olsa da, risk algısındaki normalleşmeyi teyit eden önemli bir gösterge niteliği taşımaktadır. Kredi notu ve görünüm tarafındaki pozitif revizyonlar, CDS primindeki gerileme ve portföy girişlerindeki artışla birlikte değerlendirildiğinde, 2026 yılında dış finansman koşullarının daha elverişli hale geleceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, kredi notu dinamiklerinin doğrudan bir seviye değişiminden ziyade, finansman maliyeti, yatırımcı tabanının genişlemesi ve sermaye akımlarının kalitesi üzerinden cari açığın finansmanını destekleyen bir rol üstlenmesini bekliyoruz.

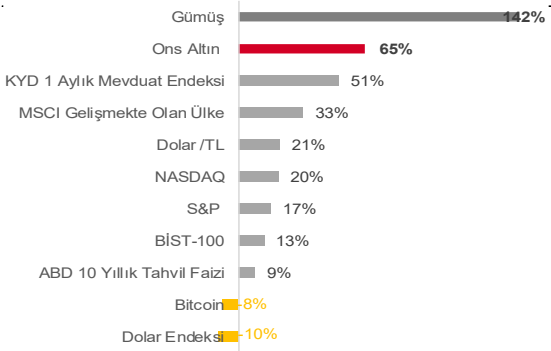
Rezerv cephesinde de iyileşme belirgindir. TCMB brüt döviz rezervleri USD190mlr seviyesinde yüksek seyrederken, swap hariç net rezervler USD65–70mlr bandına yerleşmiştir. Rezerv birikiminin, altın hariç ve parite etkisinden arındırılmış DTH çözülmesiyle desteklenmesi, bu iyileşmenin geçici sermaye hareketlerinden ziyade daha kalıcı bir finansal normalleşmeye dayandığını teyit etmektedir. 2026 boyunca TL'de reel değer kaybı olmayacağı beklentimiz doğrultusunda, yerleşiklerin DTH eğiliminin tarihsel ortalamaların altında seyretmeye devam edeceğini öngörüyoruz.

Küresel ölçekte, jeopolitik risklerin enerji fiyatları üzerindeki baskısına rağmen arz fazlası ve zayıf talep dinamikleri nedeniyle enerji fiyatlarının daha istikrarlı bir görünüm sergilemesi, TL varlıklardaki volatilitenin sınırlanması ve gümrük tarifelerine ilişkin belirsizliklerin azalması, cari dengenin finansmanı açısından daha destekleyici bir çerçeve sunmaktadır. En büyük ihracat pazarımız olan Avrupa'nın 2026 yılında 2025'e benzer bir büyüme performansı sergilemesi ve ticaret politikalarına ilişkin belirsizliklerin azalması, AB ekonomisine öngörülebilirlik açısından olumlu yansırken, Avrupa pazarlarında ekonomik aktivitenin güçlenmesi 2026 yılında cari denge görünümünü destekleyen ana unsurlar arasında yer almaktadır.

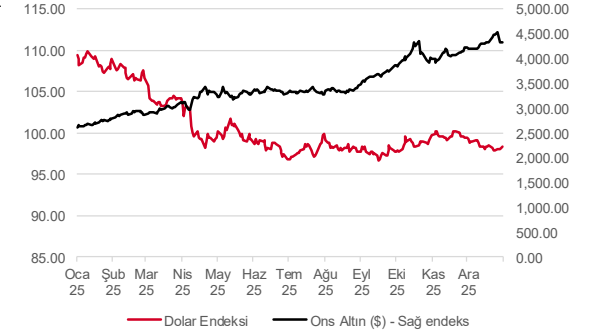
Altın: Reel Getiri Döngüsünde Stratejik Dengeleyici

2025 yılı, altının fiyatlamada dinamikleri açısından istisnai bir dönem olarak öne çıkmıştır. Yıl içinde 50'nin üzerinde yeni zirve seviyesinin görülmesi, altını yalnızca bir korunma aracı olmaktan çıkararak yüksek getiri üreten stratejik bir varlık konumuna taşımıştır. Bu görünümde, yıl boyunca yüksek seyreden jeopolitik riskler güvenli liman talebini yapısal olarak desteklerken, dolardaki zayıflama altının fırsat maliyetini belirgin biçimde düşürmüştür. Tahvil getirilerinin zayıf seyrettiği ve hisse senedi piyasalarında aşırı değerlenme endişelerinin arttığı bir konjonktürde, portföy çeşitlendirme ihtiyacının güçlenmesi altını hem riskten korunma aracı hem de alternatif yatırım unsuru olarak öne çıkarmıştır.

Finansal Entrümanların Getirisi



Altın/USD Getirisi



Kaynak: Bloomberg

Altın fiyatlaması ile faiz ve reel getiri arasındaki ilişki temelde fırsat maliyeti kanalı üzerinden çalışmaktadır. Reel getirilerin yükseldiği dönemlerde altının elde tutma maliyeti artarken, reel getirilerin gerilediği veya para politikasında gevşeme beklentisinin güçlendiği dönemlerde altın daha destekleyici bir zemin bulmaktadır. Bununla birlikte, son dönemde gözlenen fiyatlamada davranışı, altın-faiz ilişkisinin kısa vadede bire bir ve doğrusal bir yapı sergilemediğini; jeopolitik riskler, USD'nin yönü ve merkez bankası talebi gibi faktörlerin belirleyici olduğunu göstermektedir.

2025 yılında fiziki altın talebi tarihi zirve seviyelerine ulaşarak, rekor fiyat ortamına rağmen yükselişi destekleyen temel unsurlardan biri olmuştur. Bu süreçte merkez bankası alımları ve ETF kaynaklı girişler talep tarafında belirleyici rol oynamıştır. Merkez bankalarının artan fiziki altın alımları; rezerv çeşitlendirme ihtiyacı, jeopolitik risklere karşı varlık güvenliği ve dolara bağımlılığı azaltma stratejisinin bir yansımasıdır. ETF tarafında ise güçlü girişler, dolar bazında 2020 rekorunu aşarken, tonaj bazında pandemi dönemine yakın bir düzeye ulaşmıştır.

2026 yılında da fiziki altın talebinin merkez bankaları öncülüğünde güçlü seyrini sürdürmesi beklenmektedir. Artan alımlar sonucunda altının, yaklaşık 30 yıl sonra ABD Hazine tahvillerini geride bırakarak dünyanın en büyük resmi rezerv varlığı konumuna yükselmesi, küresel rezerv tercihlerinde altına doğru yapısal bir yön değişimine işaret etmektedir. Çinli sigorta şirketleri ve Hindistan'daki emeklilik fonları gibi yeni kurumsal yatırımcı grupları, talebi destekleyen tamamlayıcı unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Bu çerçevede, destekleyici para politikası beklentileri, jeopolitik belirsizlikler ve güçlü fiziki talep dikkate alındığında, altın fiyatının 2026 yılı sonunda 5.400 USD/ons seviyesinde dengelenmesini bekliyoruz. 2026 strateji yaklaşımımızda altını; agresif getiri beklentisinden ziyade makro belirsizliklere karşı sigorta, reel getiri döngüsünde dengeleyici unsur ve portföy volatilitesini azaltan stratejik varlık olarak konumlandırıyoruz.

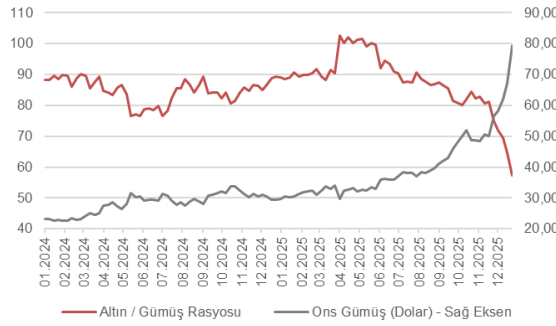
Gümüş: Yapay Zeka ve Enerji Dönüşümüyle Güçlenen Talep

2025 yılı, gümüşün altına kıyasla daha güçlü bir performans sergileyerek kıymetli metaller içerisinde belirgin biçimde ayrıştığı bir dönem olmuştur. Bu ayrışmanın temelinde, gümüşün yalnızca bir değer saklama aracı değil; güneş enerjisi, elektrifikasyon, elektronik ve yeşil dönüşüm odaklı teknolojilerde yoğun biçimde kullanılan stratejik bir endüstriyel metal olması yer almaktadır. Artan endüstriyel talep, altın –gümüş rasyosunun tarihsel ortalamaların altına gerileyerek son yılların en düşük seviyelerine yaklaşmasına da yansımıştır.

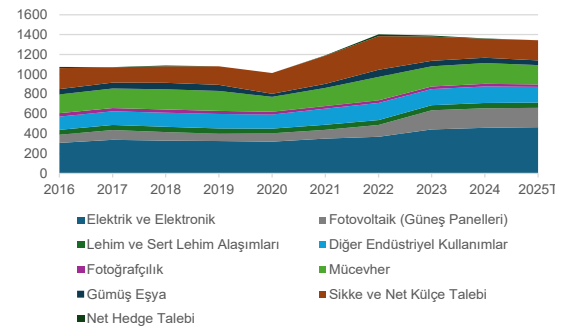
Güçlü talep görünümü, gümüş piyasasında son yıllarda belirginleşen arz kısıtlarıyla birleşerek yapısal bir dengesizlik yaratmaktadır. Endüstriyel tüketimin maden arzının üzerinde seyretmesi nedeniyle piyasa üst üste beşinci yıl arz açığı verme eğilimindedir. Gümüş üretiminin büyük ölçüde bakır, kurşun ve çinko gibi metallerin yan ürünü olması, arzın talep artışına hızlı yanıt vermesini zorlaştırmakta ve fiyatlar açısından aşağı yönlü hareketleri sınırlamaktadır.

2026'ya ilişkin görünümde, gümüşün endüstriyel talep ağırlıklı yapısı sayesinde altına kıyasla görece güçlü seyrini korumasını bekliyoruz. Küresel enerji dönüşümü ve elektrifikasyon yatırımları talebi desteklemeye devam ederken, sınırlı arz artışı yapısal arz açığının sürmesine neden olmaktadır. Küresel para politikasında kademeli gevşeme ve reel faizlerde gerileme değerli metaller için destekleyici bir zemin sunsa da, gümüşte fiyatlamada dinamiklerinin ana belirleyicisi yatırım talebinden ziyade endüstriyel kullanımın sürekliliği olmaya devam edecektir.

Altın - Gümüş Rasyosu (%)



Endüstriyel kullanımda gümüş talebi (mn ons)



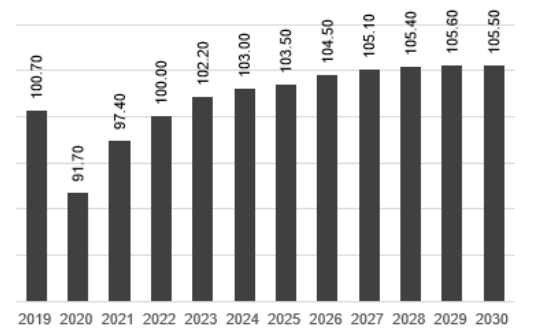
Petrol Piyasası: Jeopolitik Riskler Fiyat Dinamiklerini Belirliyor

Küresel petrol ürünleri talebi 2024 yılında yaklaşık 103,4mn varil/gün seviyesine ulaşarak yüksek seyrini korumuştur. IEA'nın Aralık 2025 tarihli Oil Market Report'una göre, küresel petrol talebi 2026'da da artmaya devam edecek; dünya genelinde 2026'da talep yaklaşık 860 bin varil/gün yükselecektir. Ancak bu artış, daha önceki dönemlere kıyasla yavaş bir seyir izlemekte ve mevcut ekonomik yavaşlama, enerji verimliliği artışı ve alternatif enerji geçişi gibi yapısal eğilimlerle uyumlu bir şekilde talepten ziyade arz cephesini görece geride bırakmaktadır.

Petrol Fiyatlarının Seyri



Dünya Petrol Talebi

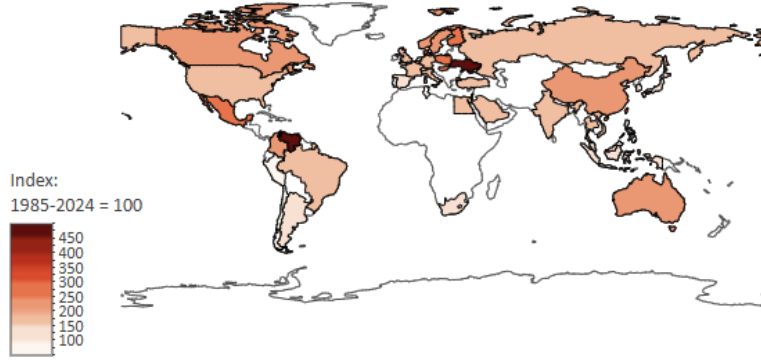


Kaynak: IEA, Matriks

EIA'nin kısa vadeli enerji görünümünde, Brent petrol için 2026 yılında ortalama ~USD55/varil civarına gerilemesi beklenmektedir. Bu görünüm, arzın talebi aşması ve stokların yükselmesi beklentileriyle uyumludur. IEA, OECD, OPEC arzın 2026 daha stabil kalacağını öngörmektedir; IEA'ya göre, küresel petrol arzı 2026'da yaklaşık 108,6–108,7mn varil/gün seviyesine yükselecektir.

Jeopolitik riskler ise petrol fiyatları üzerinde önemli bir yukarı yönlü baskı unsuru olmaya devam etmektedir. 2025'te İsrail'e yönelik saldırılar ve Ukrayna'daki enerji altyapısına dönük saldırılar gibi gelişmeler, jeopolitik risk priminin ham petrol fiyatlarını desteklediğini göstermiş; bu durum düşük talep ve arz bolluğu ortamında bile fiyatların belirli bir seviyenin altına hızlı inmesine katkı sağlamıştır. Ayrıca Venezuela'nın mevcut üretim kapasitesinin çok altında kalması ve ABD'nin bu ülkeye yönelik politikaları, arz tarafında belirsizlik yaratmaktadır; Venezuela dünyanın en büyük kanıtlanmış rezervlerine sahip olsa da üretimi teknik ve siyasi engeller nedeniyle çok daha düşük düzeydedir.

Ülkelerin Jeopolitik Risk endeksi (Ocak 2025—Günümüz)



Kaynak: GPR Index

Buna ek olarak, Çin'in bağımlı olduğu ağır ham petrol tedarikinde Venezuela sevkiyatlarda yaşanan kesintilerin ardından İran'dan ağır ham petrol ithalatına yönelmesi, piyasada belirsizlik yaratmaktadır. İran'ın petrol ihracatını artırma çabaları ve yaptırımlara yönelik ticaret kanallarındaki dinamikler, tedarik tarafında yeni riskleri gündeme getirmektedir.

Bu konjonktürde, petrol piyasası mevcut arz-talep dengesinin yanı sıra jeopolitik risk primleri ile de şekillenmektedir. Arz-talep dengesinin 2026'da da nispeten gevşek kalması beklenirken, risk primleri fiyatlamalar üzerinde yukarı yönlü anlık etkiler yaratmaya devam edecektir. Bu çerçevede baz senaryomuz, EIA ve IEA öngörülerıyla paralel olarak Brent petrolün 2026 boyunca geniş bantta yaklaşık USD55–65/varil seviyelerinde seyretmesidir. Jeopolitik risklerin tırmanması, bu bandın geçici olarak yukarı kaymasına neden olabilir; tersine, global ekonomik yavaşlama ve arz artışının hızlanması fiyatlar üzerinde aşağı yönlü baskıyı güçlendirebilir.

Makro Tahminler

Makro Ekonomik Göstergelere İlişkin Tahminler						
	2023	2024	OVP		Global Menkul Değerler Tahminleri	
			2025P	2026P	2025T	2026T
TÜFE Enflasyon (dönem sonu)	64.8%	44.4%	28.5%	16.0%	31.0%	23.4%
Çekirdek Enflasyon (dönem sonu)	70.6%	45.3%			28.6%	24.5%
GSYH (Milyar TL)	26,546	44,587	62,179	77,257	62,329	77,592
GSYH (Milyar \$)	1,130	1,358	1,569	1,658	1,581	1,627
GSYH Büyüme	5.1%	3.3%	3.8%	4.3%	3.6%	4.0%
Cari Denge (Milyar \$)	-40.5	-10.2	-22.6	-22.3	-20.6	-24.8
İhracat (Milyar \$)	255.6	273.8	282.0	294.0	275.0	290.0
İthalat (Milyar \$)	362.0	344.0	367.0	378.0	367.5	387.0
Cari Denge / GSYH	-3.5%	-0.8%	-1.4%	-1.3%	-1.3%	-1.5%
Politika Faizi (dönem sonu)	42.5%	47.5%	38.0%		38.0%	28.0%
Gösterge 10Y Tahvil Faizi (dönem sonu)	25.1%	29.5%	30.8%		29.0%	22.0%
Gösterge 10Y Tahvil Faizi (ort)	18.1%	28.3%			31.3%	23.8%
USD/TRY (dönem sonu)	29.44	35.28	42.96	55.28	42.85	51.85
USD/TRY (ortalama)	23.49	32.81	36.21	46.60	39.41	47.69
Bütçe açığı / GSYH	5.2%	4.7%	3.6%	3.5%	4.1%	3.4%
Faiz dışı fazla / GSYH	-2.7%	-1.9%	0.30%	0.0%	-0.3%	-0.3%

Makro Takvim

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

* FED toplantılarında ekonomik projeksiyonlar açıklanacak

Makro Takvim – Kredi Notu Görünümü

2025 yılında kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye'ye yönelik temkinli duruşlarını korumuştur. Yıl içinde yalnızca Moody's tarafından kredi notu artışı yapılmış; S&P ve Fitch cephesinde notlar teyit edilmiştir. Mevcut durumda üç kuruluşun da verdiği kredi notları, yatırım yapılabilir seviyenin üç kademe altında yer almaktadır. Bu çerçevede 2025, kredi notu tarafında iyileşmenin sınırlı kaldığı, ancak olumsuz bir bozulmanın da yaşanmadığı bir dengeleme yılı olarak öne çıkmaktadır.

2026 yılına girerken ise, dezenflasyon sürecindeki ilerleme, makro istikrarın güçlenmesi ve ortodoks politika çerçevesinin korunması sayesinde, kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye ilişkin değerlendirmelerinde daha yapıcı bir tona geçmesini bekliyoruz. Baz senaryomuzda 2026 yılında hem kredi notu hem de görünüm tarafında kademeli iyileşme olasılığının arttığını; özellikle görünüm revizyonlarının not artışlarının önünü açabilecek bir zemin oluşturduğunu değerlendiriyoruz.

Son Kredi Notu Güncellemeleri

	Son Güncelleme Tarihi	Kredi Notu	Not Yönü	Görünüm	Yatırım Yapılabilir Seviyeye Uzaklık
S&P	25/04/2025	BB-	Teyit Edildi	Durağan	3 kademe altı
Moody's	25/07/2025	Ba3	Yükseltildi	Durağan	3 kademe altı
Fitch	25/07/2025	BB-	Teyit Edildi	Durağan	3 kademe altı

Değerlendirme Takvimi

Beklenen Değerlendirme Aralığı	
S&P	17/04/2026 – 16/10/2026
Moody's	23/01/2026 – 24/07/2026
Fitch	23/01/2026 – 17/07/2026

Kredi Dereceleri

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

KÜRESEL GÖRÜNÜM

Küresel Görünüm

Küresel ekonomi, son yıllarda art arda yaşanan jeopolitik, finansal ve ticari şoklara rağmen beklenenden daha dirençli bir performans sergilemiştir; ancak bu dayanıklılık, belirsizliklerin azaldığı bir dengeye işaret etmemektedir. 2026'ya girerken büyüme görünümü halen aşağı yönlü risklerle çevrili olup, küresel ekonomi pandemi öncesi dönemin altında kalan bir patikada ilerlemektedir.

Küresel büyümenin 2025–2026 döneminde yaklaşık %3 civarında seyretmesini bekliyoruz; bu seviye, COVID öncesi ortalama %3,7 büyümenin belirgin şekilde altında kalmaya devam etmektedir. ABD ekonomisi resesyon senaryosunu şimdilik bertaraf etmiş görünse de, son veriler büyümenin kademeli olarak yavaşladığına işaret etmektedir. Bu çerçevede 2026'da getiri üretimi, geniş tabanlı risk alma yerine ülke ve sektör bazında seçici pozisyonlama gerektirecektir.

Global GSYH büyüme görünümü - OECD

	Ortalama 2013-2019	2024	2025	2026	2027	2025 4Ç	2026 4Ç	2027 4Ç
%								
Reel GSYH Büyümesi								
Dünya	3.4	3.3	3.2	2.9	3.1	3.0	3.0	3.1
G20	3.5	3.4	3.2	2.9	3.1	2.9	3.0	3.2
OECD	2.3	1.7	1.7	1.7	1.8	1.5	1.8	1.8
Amerika Birleşik Devletleri	2.5	2.8	2.0	1.7	1.9	1.8	1.6	1.9
Euro Bölgesi	1.9	0.8	1.3	1.2	1.4	1.0	1.5	1.4
Japonya	0.8	-0.2	1.3	0.9	0.9	0.5	1.3	0.7
OECD Disi	4.4	4.5	4.4	3.9	4.0	4.1	3.9	4.1
Çin	6.8	5.0	5.0	4.4	4.3	4.7	4.3	4.3
Hindistan	6.8	6.5	6.7	6.2	6.4			
Brezilya	-0.4	3.4	2.4	1.7	2.2			
Türkiye		3.3	3.6	3.4	4.0			
OECD İssizlik Oranı	6.5	4.9	5.0	5.0	4.9	5.0	5.0	4.9
Enflasyon								
G20	3.0	6.3	3.4	2.8	2.5	2.9	2.6	2.4
OECD	1.6	5.0	4.2	3.5	2.8	4.2	3.1	2.6
ABD	1.3	2.6	2.7	3.0	2.3	3.0	2.9	2.1
Euro Bölgesi	0.9	2.4	2.1	1.9	2.0	2.0	1.9	2.0
Japonya	0.9	2.7	3.2	2.2	2.1	2.7	2.2	2.1
OECD Mali Denge	-3.1	-4.7	-4.5	-4.6	-4.6			
Dünya Reel Ticaret Büyümesi	3.3	3.9	4.2	2.3	2.8	3.3	2.7	2.9

Kaynak: OECD Economic Outlook

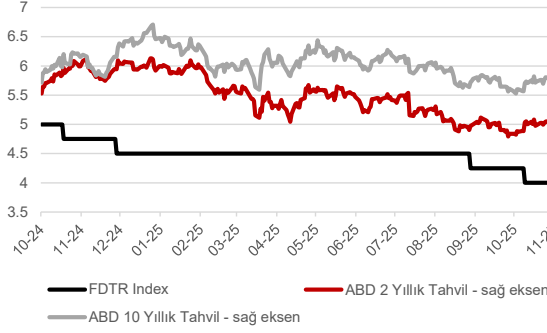
2026 görünümünde en belirleyici unsurun belirsizlik düzeyi olmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Güvenli liman talebinin güçlenmesiyle altın fiyatlarının 4.000 USD/ons seviyesini aşarak tarihi zirvelere ulaşması, küresel risk algısındaki bozulmanın somut bir göstergesi niteliğindedir. Ticaret politikalarında yön değişikliklerinin sıklaşması, ABD tarifelerinde nominal gerilemeye rağmen ikincil tarife tepkilerinin ve dolaylı korumacılığın sürmesi, küresel enflasyon risklerini canlı tutmaktadır. Finansal piyasalarda değerlendirme seviyelerinin 2000'li yılların dot-com dönemine benzer düzeylere yaklaşması ise, ani bir risk istihali değişiminin özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından kırılganlık yaratabileceğine işaret etmektedir.

Para politikası cephesinde 2026'nın belirgin bir küresel ayrışma yılı olacağını tahmin ediyoruz. ABD'de çekirdek enflasyondaki yavaşlama ve büyümenin %2 civarında beklenmesi kademeli faiz indirimlerinin gündeme gelmesi beklenirken; Euro Bölgesi'nde enflasyonun ECB'nin %2 hedefiyle uyumlu hale gelmesi, 2026 yılında faiz indirimleri için sınırlı ve temkinli bir gevşeme alanı yaratıyor. Japonya ise uzun bir aradan sonra kalıcı hale gelen ücret-fiyat döngüsünün etkisiyle sıkışma patikasını sürdürmektedir. Bu üç yönlü ayrışma, küresel sermaye akımlarının bölgesel bazda yeniden konumlanmasına ve döviz piyasalarında oynaklığın artmasına zemin hazırlamaktadır.

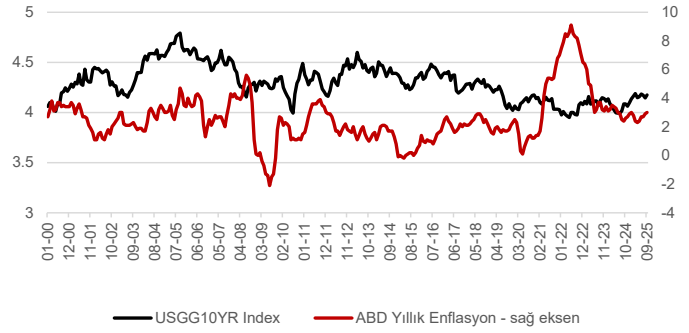
ABD Ekonomisi ve Para politikası / Fed kararları / siyasi riskler

2026'ya ilişkin baz senaryomuzda ABD ekonomisi, son yıllardaki sert dalgalanmaların ardından yumuşak inişe yakın bir denge patikasına yerleşmektedir. Büyümenin 2026 yılında yaklaşık %2 civarında seyretmesi; işsizlik oranının ise %4,3–4,8 bandında dengelenmesi beklenmektedir. Yatırımlar arasında yapay zeka (AI), veri merkezleri, enerji dönüşümü ve savunma sanayii odaklı sermaye harcamaları öne çıkmaktadır. Buna karşın, geçmiş sıkılaştırma döngüsünün gecikmeli etkileri ve ticaret politikalarındaki belirsizlikler büyüme üzerinde baskı oluşturmaktadır.

ABD- FED Faiz -2Yıllık/10 yıllık tahvil (%)



ABD - Enflasyon - 10Yıllık Tahvil (%)

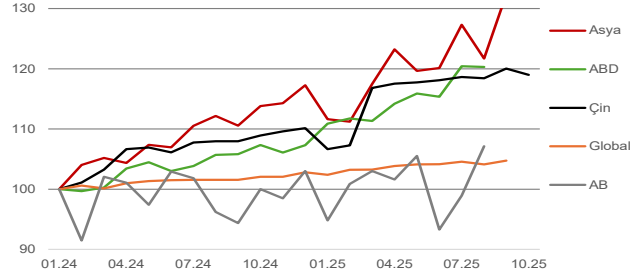


Kaynak: Bloomberg

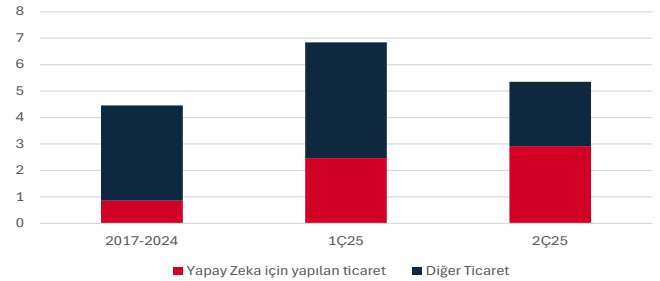
ABD'nin orta vadeli stratejisinde **CHIPS Act** önemli bir yer tutmaktadır. Intel, TSMC ve Samsung öncülüğünde 100mlr USD'yi aşan yarı iletken yatırımları, kısa vadede sınırlı büyüme etkisi yaratmakla birlikte, ABD'nin AI ve savunma teknolojilerinde iç kapasitesini artırmayı ve tedarik zinciri risklerini azaltmayı hedeflemektedir.

ABD Temmuz ayında açıkladığı AI Action Plan'a göre, yapay zeka alanında küresel liderliği sürdürmeyi stratejik bir ulusal öncelik olarak görüyor. ABD, özel sektör öncülüğünde inovasyonu hızlandırmayı, federal regülasyonları sadeleştirmeyi, veri merkezleri, yarı iletkenler ve enerji altyapısı gibi kritik fiziksel kapasite yatırımlarını desteklemeyi hedefliyor.

Bilgisayar ve elektronik ürünlerin sanayi üretimi



Yapay Zeka ticaretinin toplam ticarete katkısı G20 ve Asya



Kaynak: Bloomberg

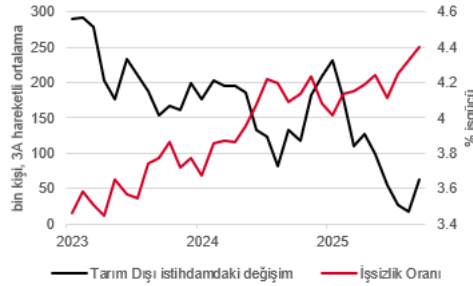
Enflasyon cephesinde 2021—2023 döneminin ardından normalleşme sürerken, çekirdek PCE'nin 2026'da %2,0–2,1 bandında kalarak Fed'in hedefleriyle uyumlu olması beklenmektedir. FED için 2026 yılında toplam 100–150 baz puanlık ilave faiz indirimiyle yıl sonuna doğru politika faizinin %2,5–2,75 (en son: 3,5-3,75) bandına gerileyeceğini öngörüyoruz. Fed'in iletişiminin de bu dönemde "uzun süreli ama ölçülü sıkılık, veri geldikçe ayarlama" çerçevesinde şekillenmesi beklenebilir.

Buna karşın artan tarifeler, yüksek bütçe açıkları ve yüksek değerlemeli teknoloji/AI varlıklarında olası düzeltmeler, 2026 görünümüne yönelik başlıca risk unsurlarıdır. Tarifelerin ekonomiye olan toplam etkisinin, her ülkenin ABD'ye ihraç ettiği ürünlerin yapısına ve bu ülkelere uygulanan tarife oranlarının farklılığına bağlı olarak ülkeler arasında belirgin şekilde değişmesi beklenmektedir. Sonuç olarak 2026, ılımlı büyüme ve kontrollü gevşeme ana senaryosu altında, yatırımcılar açısından temkinli duruş ve aktif risk yönetimi gerektiren bir yıl olmaya devam edecektir.

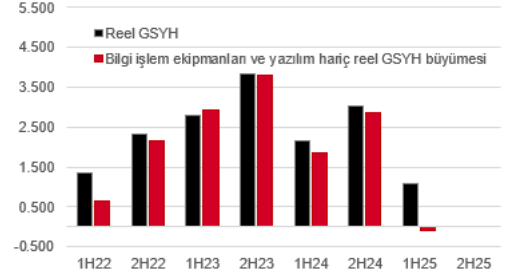
OECD'ye göre ABD'nin büyüme beklentileri uzun vadede %1,8–2,0 aralığında kalırken, yüksek faizlerin gecikmeli etkisi, tüketicinin pandemi sonrası tasarruf fazlasının tükenmesi ve artan tarifelerin büyüme üzerinde baskı oluşturmaları, geçici ivmelenmelerin yerini daha ılımlı bir tempoya bırakmasına yol açıyor. IMF, Fed ve piyasa konsensüsü tahminlerinin tamamının 2026 için benzer şekilde %2 etrafında buluşması, ekonomik aktivitenin daha normalleşmiş bir patikaya ilerlediğini teyit ediyor.

Yapay zeka (AI) yatırımlarının 2026'da küresel büyümenin en önemli yapısal destek unsurlarından biri olmayı sürdüreceğini öngörüyoruz. Büyük teknoloji şirketlerinin donanım, yarı iletkenler ve veri merkezleri ekseninde hızlanan yatırımları kısa vadede ekonomik aktiviteyi desteklerken; aynı zamanda sektör içinde aşırı değerlendirme ve finansal kırılganlık risklerini de beraberinde getirmektedir. IMF analizleri, belirsizliklerin azalması halinde AI'nın toplam faktör verimliliği üzerinden küresel çıktıya yaklaşık %1 ilave katkı sağlayabileceğine işaret etmektedir; ancak bu potansiyelin realizasyonu finansal istikrarın korunmasına bağlıdır.

2025 yılında istihdam artışı yavaşlamış, ancak işsizlik oranı yalnızca sınırlı bir artış göstermiştir.



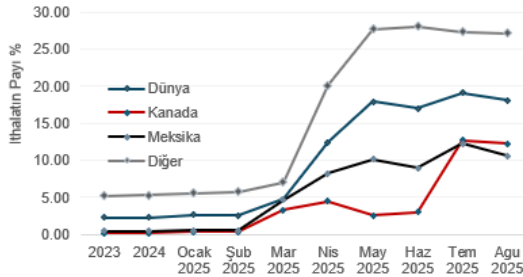
AI ile ilişkili yatırımlar hariç tutulduğunda, GSYH büyümesi 2025'in ilk yarısında belirgin şekilde yavaşladı.



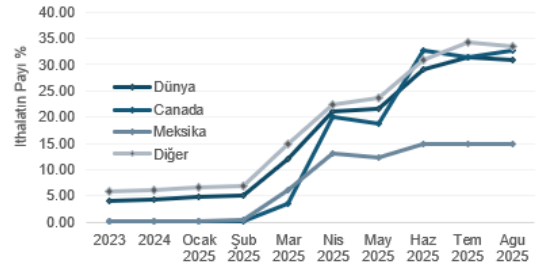
Kaynak :OECD

Bununla birlikte, ABD ekonomisi açısından 2026 yılı tamamen risksiz değil. Artan tarifeler ve ticaret savaşı dinamikleri hem küresel büyüme hem de ABD enflasyonu için oynaklık kaynağı olmaya devam ediyor. Yüksek federal bütçe açıkları ve artan faiz yükü, uzun vadeli tahvil faizlerinde kalıcı bir risk primi artışı yaratma potansiyeli taşıyor; bu da özellikle yüksek değerlemeli büyüme hisseleri açısından kırılganlık anlamına geliyor. Yapay zeka ve teknoloji temalı varlık fiyatlarının geldiği seviyeler, olası bir "düzeltme"yi gündeme taşıırken, Fed'in bağımsızlığına yönelik siyasi baskılar ve olası politika hataları, yumuşak iniş senaryosunu resesyona evirebilecek başlıca riskler olarak kenarda duruyor. Bu nedenle 2026 görünümü, temelinde "ılımlı büyüme ve kontrollü gevşeme"ye dayansa da, yatırımcı perspektifinden bakıldığında senaryo planlaması gerektiren bir yıl olmaya devam edecek.

Binek Araç ve aksam ile ilgili ortalama tarifeler



Demir Çelik ve Alüminyum tarifeleri



Kaynak :OECD

Enerji dönüşümü, savunma sanayii, kritik mineraller ve tedarik zincirlerinin yeniden yapılanması, 2026'da jeopolitik temaların merkezinde olmasını bekliyoruz. ABD'de IRA teşvikleri ve Avrupa'da enerji otonomisi hedefleri bu alanlara yönelik sermaye akımlarını desteklerken, artan iklim riskleri gıda güvenliği ve tarım teknolojilerini de yapısal yatırım başlıkları arasına taşımaktadır.

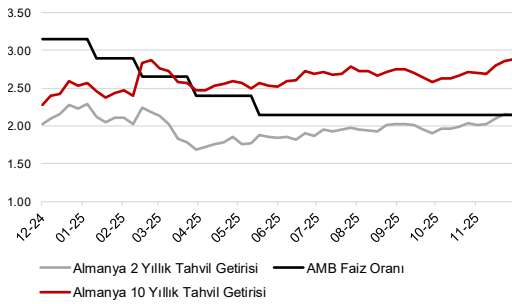
Bu çerçevede, IMF'nin de vurguladığı üzere küresel kamu borcunun 2029'da GSYH'nin %100'ünü aşması beklenirken, **ülkelerin mali disiplin, borç sürdürülebilirliği ve üretkenliği artıran yapısal reformlara odaklanması kritik önem taşımaktadır.**

Avrupa Ekonomisi: Düşük Büyüme, Yüksek Borçluluk ve Sınırlı Politika Alanı

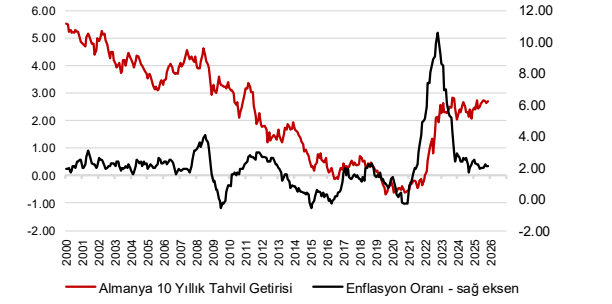
Avrupa ekonomisi, yüksek enflasyon ve agresif parasal sıkılaştırmanın ardından 2025 itibarıyla yumuşak iniş görünümüne girmiştir. Enflasyon oranlarının ECB'nin %2 hedefine yaklaşması ve işsizlik oranının 1999'dan beri görülen en düşük seviyelerde seyretmesi, iç talepte keskin bir daralma yaşanmasını engellemiştir. Bununla birlikte büyüme görünümü düşük tempolu seyrini korumakta; zayıf verimlilik artışı, yaşlanan nüfus ve küresel ticaret gerilimleri Avrupa ekonomisinin toparlanma kapasitesini sınırlayan temel faktörler olarak öne çıkmaktadır.

Avrupa Bölgesi'nde büyümenin 2026 yılında düşük tempolu kalması beklenmektedir (~%1-1,3 aralığı). ABD'nin artan korumacı ticaret politikaları ve yükselen gümrük tarifeleri, Avrupa'nın özellikle ABD pazarına yönelik ihracatını sınırlandırarak büyüme üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmaktadır. Buna karşılık, Avrupa Birliği'nin Mercosur ülkeleriyle imzaladığı serbest ticaret anlaşması, özellikle otomotiv sektörü açısından ABD pazarına yönelik ihracat için sınırlı bir alternatif arayışına işaret etmekle birlikte, büyüme görünümünde belirleyici bir iyileşme yaratması beklenmemektedir. Büyüme rakamlarında Polonya öne çıkmaktadır. Polonya savunma harcamalarında da bütçesindeki artışla dikkat çekmektedir.

AB - AMB Faiz Oranı - Almanya 2 Yıllık/10 Yıllık Tahvil Getirisi(%)



AB - Enflasyon - Alman 10 Yıllık Tahvil Getirisi (%)



Kaynak: Bloomberg

Almanya'da yeni yönetimle birlikte borç freni (debt brake) uygulamasının hafifletilmesi, maliye politikası açısından önemli bir kırılmaya işaret etmektedir. **Savunma ve altyapı odaklı yaklaşık 500milyar EURO büyüklüğündeki harcama programının, Almanya ekonomisine yaklaşık 0,5 yüzde puanlık ilave bir büyüme katkısı sağlaması beklenirken, bu etkinin Euro Bölgesi geneline yansımalarının yaklaşık 0,2 yüzde puan ile sınırlı kalacağı değerlendirilmektedir.**

Avrupa Birliği'nin 2026 yılı itibarıyla GSYH'sinin nominal olarak 22,52 trilyon USD, satın alma gücü paritesine (PPP) göre ise 30,18 trilyon USD seviyesinde olması ve küresel ekonominin yaklaşık altıda birini temsil etmesi beklenmektedir.

Avrupa ekonomisinde yapısal kırılganlığın ana kaynağı, yüksek borçluluk ve buna bağlı olarak daralan mali manevra alanı olmaya devam etmektedir. Fransa'nın yanı sıra İtalya, İspanya ve Belçika'da da kamu borcunun GSYH'ye oranının %100'ün üzerinde seyretmesi, Euro Bölgesi genelinde borçluluğun yapısal bir sorun haline geldiğine işaret etmektedir. **Bu yüksek borçluluk seviyesi, yeşil dönüşüm, savunma ve sosyal harcamaların eş zamanlı baskısı altında kamu maliyesinin manevra alanını belirgin şekilde daraltmaktadır.**

Bu mali kırılganlık ortamı, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) 2026 yılına yönelik para politikası duruşunun neden temkinli olduğunu açıklamaktadır. Enflasyonda görülen iyileşmeye rağmen yüksek borçluluk ve daralan mali manevra alanı, faiz indirimleri için temkinli sınırlı gevşeme alanı yaratmaktadır.

Japonya: Normalleşme Sürecinde Para ve Maliye Dengesi

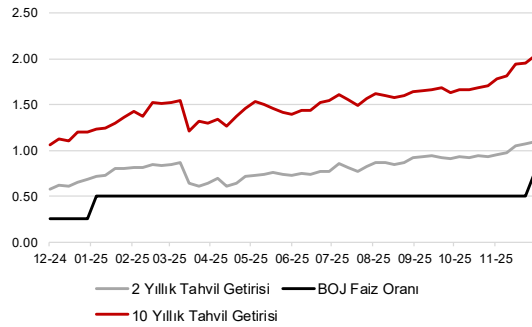
2026'ya girilirken Japonya'da enflasyon görünümü, para politikasında normalleşmenin kalıcılılaşmasına zemin hazırlamaktadır. 2025 başında %4 seviyelerinde seyreden enflasyon karşısında Bank of Japan (BoJ), Ocak ayında politika faizini 25 baz puan artırarak uzun süredir uygulanan ultra gevşek duruştan belirgin bir kopuş sergilemiştir. Yıl boyunca baz etkileri ve kademeli sıkılaştırmanın katkısıyla enflasyon %2,9 seviyelerine gerilerken, Aralık ayında yapılan ilave 25 baz puanlık artış, enflasyonun halen hedefin üzerinde seyretmesi ve ücret-fiyat etkileşiminin sürdüğüne işaret eden temkinli yaklaşımın bir yansıması olmuştur. Bu çerçevede BoJ, enflasyonun geçici maliyet şoklarından ziyade iç talep ve ücret dinamiklerinden beslendiği görüşünü pekiştirmiştir.

Para politikasındaki bu normalleşmeyi destekleyen temel unsur, 2026'ya taşınan güçlü ücret artışları ve dirençli iç talep görünümüdür. İş gücü arzındaki yapısal daralma ve birçok sektörde devam eden personel açığı, nominal ücret artışlarını yukarı çekmeye devam etmektedir. 2025 mali yılı ücret müzakerelerinde kaydedilen güçlü artışların, 2026'da da benzer ölçekte yansıması beklenmektedir. Ücret artışlarının reel harcanabilir gelirleri desteklemesiyle özel tüketim dayanıklılığını korurken, yüksek şirket karlılıkları ve kamu destekleri yatırımların sürdürülmesine katkı sağlamaktadır.

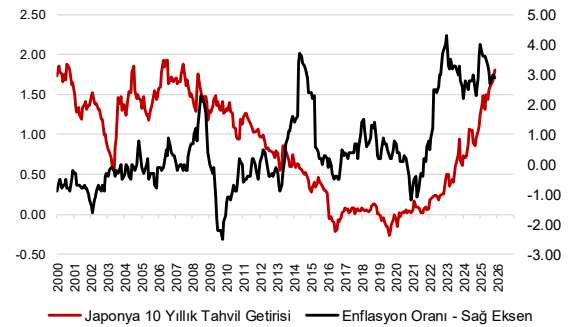
Japonya ekonomisinin 2026–2027 döneminde yıllık yaklaşık %0,9 büyümesi öngörülmektedir. Büyümenin ana sürükleyicisi yurt içi talep olmaya devam ederken, ücret artışlarının desteklediği özel tüketim ve güçlü bilanço yapılarının beslediği yatırımlar ekonomik aktivitenin dayanıklılığını korumaktadır. Buna karşılık, ABD tarifelerinin etkisiyle dış talebin büyümeye katkısının sınırlı kalması beklenmektedir. Bu ortamda kamu politikaları ve teşvikler, büyüme kompozisyonunda daha belirleyici bir rol üstlenmektedir.

2026 görünümünde maliye politikası tarafı da öne çıkmaktadır. Sanae Takaichi liderliğinde şekillenen yeni hükümet, para politikasındaki normalleşmeye rağmen maliye politikası üzerinden ekonomiyi desteklemeyi önceliklendiren bir yaklaşım benimsemektedir. Savunma, teknoloji, yarı iletkenler ve yapay zeka gibi stratejik alanlara yönelik mali genişleme adımları, kısa vadede iç talep ve yatırımları destekleyerek büyüme üzerindeki aşağı yönlü riskleri sınırlamaktadır. Bu çerçevede 2026, Japonya'da para politikasının daha normal bir zemine oturduğu; maliye politikasının ise büyümeyi dengeleyici ve tamamlayıcı bir rol üstlendiği bir yıl olarak öne çıkmaktadır.

Japonya - BOJ Faiz Oranı - 2 Yıllık/10 Yıllık Tahvil Getirisi(%)



Japonya - Enflasyon - 10 Yıllık Tahvil Getirisi (%)



Kaynak: Bloomberg

Çin: Yüksek Büyüme Döneminden daha Dengeli bir Yapıya Geçiş

2026'ya girilirken Çin ekonomisinde büyüme görünümü, sert bir makro düzeltmeden ziyade potansiyel büyümenin kademeli olarak aşağı yönlü yeniden dengelendiği bir süreçte işaret etmektedir. 2024–2025 döneminde %5 civarında seyreden büyümenin, 2026'da %4,4, 2027'de ise %4,3 seviyelerine gerilemesi beklenmektedir. Bu yavaşlama, ani bir talep çöküşünden ziyade nüfusun yaşlanması, verimlilik artışındaki ivme kaybı ve borç dinamiklerinin etkisiyle daha düşük ama sürdürülebilir bir büyüme patikasına geçişi yansıtmaktadır. Bu çerçevede Çin için öne çıkan tema, büyüme hızının korunmasından çok büyümenin bileşimi ve kalitesi olmaktadır.

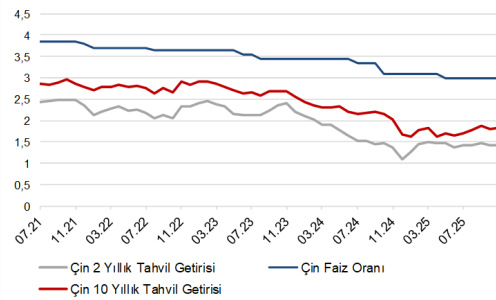
Büyümenin ana kaynağı yurt içi talep olmaya devam etmekle birlikte, bu katkı geniş tabanlı ve kalıcı bir tüketim toparlanmasından ziyade kamu destekleri ve yatırım harcamaları üzerinden şekillenmektedir. Devlet teşvikleri ve ücret artışları hanehalkı harcamalarını geçici olarak desteklese de, yüksek tasarruf eğilimi nedeniyle tüketimde güçlü ve sürdürülebilir bir ivmelenme henüz oluşmamıştır. Bu durum, Çin büyümesinin kısa vadede tüketim odaklı bir modele geçmekte zorlandığını göstermektedir.

Yatırım tarafında ise tablo daha karmaşıktır. Gayrimenkul sektöründeki düzeltme süreci devam ederken, ABD ve Avrupa'nın korumacı politikaları ve tarifeleri, aşırı kapasiteyi azaltmayı ve verimliliği artırmayı hedeflese de bazı imalat kollarında özel sektör yatırımlarını baskılamaktadır. Buna karşılık, yeni Beş Yıllık Plan kapsamında devreye alınması beklenen altyapı, sanayi ve teknoloji yatırımları, büyüme üzerinde dengeleyici bir rol üstlenmektedir. Özellikle stratejik sanayiler ve ileri teknoloji alanları, büyüme kompozisyonu içinde daha belirleyici hâle gelmektedir.

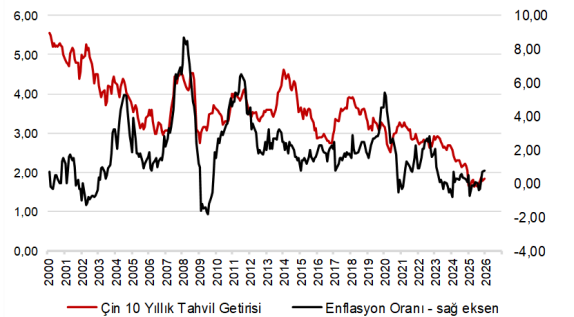
Makro çerçevede önemli bir diğer gelişme, Çin'in deflasyonist baskılardan çıkarak düşük tek haneli pozitif enflasyon ortamına geçmesidir. Enflasyonun pozitif bölgeye yerleşmesi, şirketler üzerindeki fiyatlama baskısını azaltarak nominal büyümeyi ve kârlılığı desteklerken, aşırı ısınma riski yaratmadan hedefli mali ve parasal destek için politika alanı açmaktadır. Bu politika seti, geniş tabanlı talep teşviklerinden ziyade stratejik sanayi, teknoloji ve altyapı odaklı bir yaklaşımı yansıtmaktadır.

Dış denge tarafında ABD ile ticarete artan tarifeler ihracat üzerinde sınırlayıcı bir unsur olmaya devam ederken, Çin'in diğer pazarlara yönelimi ve bazı stratejik sektörlerdeki rekabet gücü bu etkinin tamamını yumuşatmaktadır. Bu çerçevede Çin'de büyüme hikâyesi, kısa vadeli makro ivmeden ziyade endüstriyel dönüşümü ticarileştirebilen sektörler ve şirketler üzerinden şekillenmektedir.

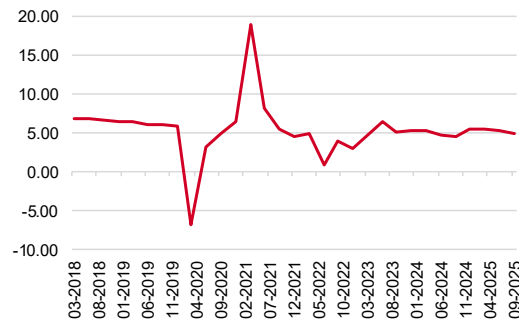
Çin Merkez Bankası Faiz ve Tahvil Getirisi (%)



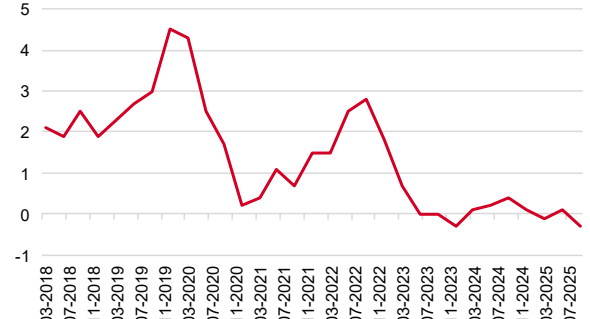
Çin Enflasyon - Çin 10 Yıllık Tahvil Getirisi (%)



Yıllık Büyüme (%)



Yıllık Enflasyon (%)



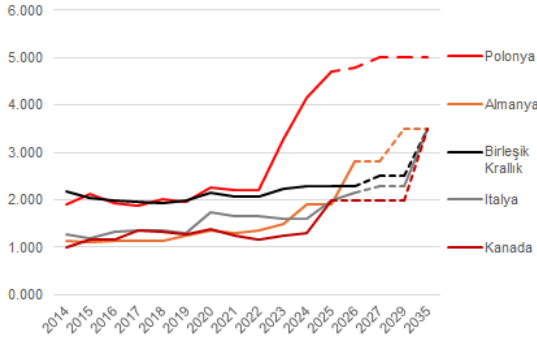
Kaynak: Bloomberg

Artan jeopolitik riskler, savunma harcamalarının GSYH'den aldığı payı artırdı

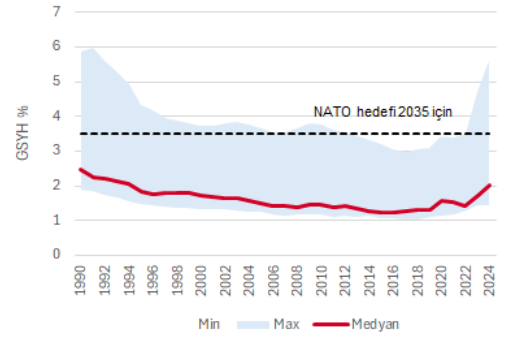
Avrupa'da askeri harcamaların jeopolitik risk algısındaki kalıcı artışla birlikte yapısal bir yukarı trendine girdiğini göstermektedir. Özellikle Polonya'nın GSYH'ye oranla %4–5 bandına yaklaşan savunma harcamaları, Almanya ve Birleşik Krallık'ta son yıllarda hızlanan artış eğilimi ve Kanada'nın kademeli yükselişi, Avrupa güvenlik mimarisinin 2022 sonrası dönemde geçici bir tepki değil, uzun vadeli bir yeniden konumlanma içinde olduğunu teyit etmektedir. NATO'nun %3,5 hedefinin 2035 perspektifiyle daha bağlayıcı hale gelmesi, birçok OECD Avrupa ülkesinde savunma harcamalarının orta vadede yapısal olarak yüksek seviyelerde kalacağını düşündürmektedir.

Artan jeopolitik gerginlikler bu eğilimin temel itici gücünü oluşturmaktadır. Rusya–Ukrayna savaşının uzaması, Orta Doğu'daki istikrarsızlık, Çin–ABD rekabetinin Avrupa'ya yansıyan güvenlik boyutu ve NATO'nun caydırıcılık kapasitesini güçlendirme ihtiyacı, savunma harcamalarını büyüme döngüsünden bağımsız bir politika önceliği haline getirmiştir. Bu çerçevede askeri harcamalar, kısa vadede kamu maliyesi üzerinde baskı yaratma potansiyeli taşısa da, savunma sanayi yatırımları ve yerli üretim kapasitesinin artırılması yoluyla bazı ülkelerde sektörel büyüme ve sanayi politikası aracı olarak da kullanılmaktadır. Genel resim, Avrupa'da savunma harcamalarının artık konjonktürel değil, jeopolitik risklerin normalleştiği bir dünyada kalıcı bir bütçe kalemi haline geldiğine işaret etmektedir.

Ülkelerin Askeri Harcamalarının GSYH Oranı (%)



10 OECD Avrupa Ülkesinin Askeri Harcamalarının GSYH Oranı (%)



Kaynak :OECD

Sonuç olarak 2026'yı, yalnızca büyüme–enflasyon dengesinin değil; ticaret, finans, teknoloji ve güvenlik eksenlerinde küresel ekonomik mimarinin kalıcı biçimde yeniden tanımlandığı bir yapılandırma yılı olarak değerlendiriyoruz. Bu ortamda yatırım stratejilerinin, yüksek belirsizlik altında seçici risk alma, dayanıklılığı fiyatlama ve yapısal temalara yönelme prensipleri etrafında şekilleneceğini öngörüyoruz.

Endeks 2026 Strateji

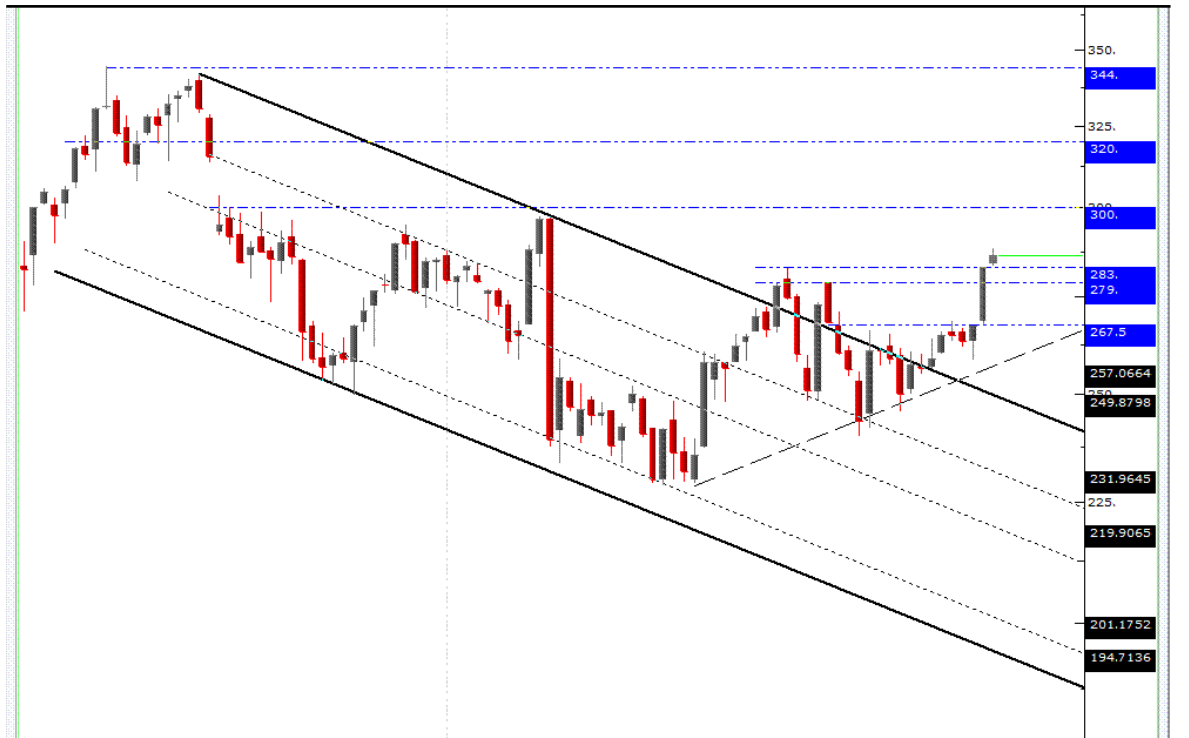
BIST100 endeksi USD bazında 2025 yılı boyunca ağırlıklı olarak negatif bir trend içinde hareket etmiş, yılın ilk yarısında sert dalgalanmalarla yatırımcı güveninin zayıfladığı bir fiyatlama yapısı sergilemiştir. Yılın başında 282 USD seviyelerinden başlayan endeks, Şubat ayı sonuna doğru 258–260 USD bandına gerilemiş, Mart ayında ise kısa süreli güçlü bir toparlanma ile 298 USD seviyelerine yaklaşmıştır. Ancak Mart ayının ikinci yarısında yaşanan sert satış dalgası endeksi 237 USD seviyelerine kadar baskılamış ve ardından yaklaşık 14 hafta süren dalgalı ve zayıf bir seyir izlenmiştir. 30 Haziran haftası itibarıyla başlayan toparlanma sürecinde endeks yeniden güç kazanmış ve Ağustos sonunda 279–283 USD direnç bölgesine kadar yükselerek mevcut negatif eğilimden çıkmak için ilk denemesini yapmıştır. Bu bölgenin aşılamamasıyla birlikte endeks yeniden dalgalı ve negatif bir yapıya dönmüş, yılın son bölümünde düşen trend çizgisine paralel 250–260 USD bandında denge arayışına girmiştir. Sınırlı tepki alımlarıyla birlikte yıl, 267,50 USD direnç bölgesi altında 262 USD civarında tamamlanmıştır. **BIST -100 endeksinde 2025 yılında USD bazında -%7,09 kayıp oluşmuştur.**

2026 yılının ilk günlerinde oluşan pozitif momentum ile ilk olarak 267,50 USD direnç seviyesinin yukarı yönlü kırılması, ardından 279-283 USD direnç bölgesinin aşılması endeksin USD bazlı teknik görünüm açısından önemli bir eşik aşımı olarak karşımıza çıkmaktadır. **Teknik olarak 1,5 yıldır aşılamayan 298–300 USD direnç alanı son kazanımlarla birlikte tekrar hedef konumuna gelmiş durumda.** Son dönemde oldukça baskı altında kalan endekste bu direnç bölgesinin aşılması ise orta vadeli trendin pozitif faza geçtiğini teyit edecek kritik bir eşik niteliği taşıyacaktır.

2026 yıl sonu için USD/TRY 51,85 kur varsayımı altında BIST'in TL bazında 15.550 seviyelerinin, USD bazında 300 USD'ye karşılık geldiğini değerlendiriyoruz. Bu seviye ara hedefimiz olmakla birlikte orta vadeli trendin pozitif faza geçmesi ile oluşacak momentumda dolar bazında 320USD, TL bazında yaklaşık 16.600 seviyelerini diğer bir potansiyel hedef olarak takip edeceğiz. **Endeksin söz konusu seviyelere ulaşması durumunda, dolar bazında sırasıyla %14,50 ve %22 getiri oluşması olasılık dahilinde olacaktır.**

Genel stratejide, 267,50 USD bandı üzerinde kalındığı sürece geri çekilmelerin alım fırsatı olarak değerlendirilmesi ve ana trend yönünde pozisyonların korunması gerektiğini düşünüyoruz ve endeks hareketlerini bu yönde izliyoruz.

USD bazlı BIST-100 (haftalık)



Kaynak: Matriks

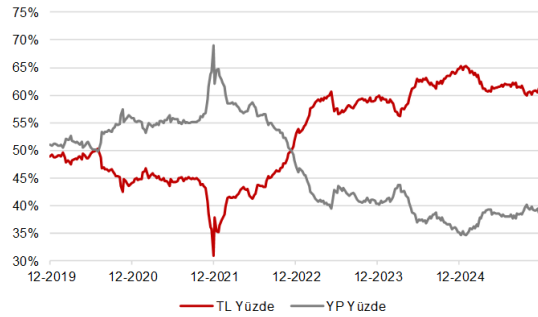
TL–YP Dengesi ve Kur Riski

Mevduatlarda TL–YP (yabancı para) oranları, hanehalkı ve şirketlerin kur beklentisi, risk algısı ve para politikasına duyduğu güvenin en doğrudan yansımalarından biridir. Grafikte 2022 sonrasında belirgin biçimde TL mevduat payının arttığı, YP mevduat oranının ise yapısal bir gerileme eğilimine girdiği görülmektedir. Bu dönem, sıkı para politikası, TL faizlerinin reel olarak cazip hale gelmesi ve makro-ihtiyati düzenlemelerle birlikte TL'ye dönüşün teşvik edildiği bir çerçeveye işaret etmektedir. 2024–2025 döneminde TL oranının %60–65 bandında dengelenmesi, dolarizasyon eğiliminin kırıldığını ve mevduat kompozisyonunda görece bir istikrar sağlandığını göstermektedir. Bu açıdan TL–YP dağılımı, yalnızca kur beklentisi değil; aynı zamanda para politikasının etkinliği ve finansal istikrar algısı açısından da kritik bir gösterge niteliği taşımaktadır.

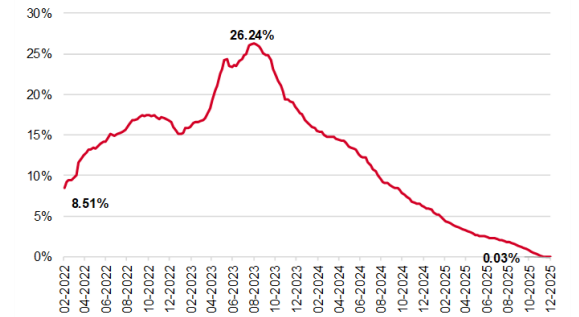
Bu görünümü destekleyen önemli bir diğer unsur ise KKM'nin toplam mevduatlar içindeki payındaki hızlı ve istikrarlı gerilemedir. **KKM bakiyelerindeki çözülmeye rağmen, bu fonların ağırlıklı olarak YP mevduata yönelmemesi ve büyük ölçüde TL mevduat kanalı içinde kalması, TL'ye olan güvenin korunduğuna ve çözümlenin kur üzerinde ilave bir baskı yaratmadığına işaret etmektedir.** Bu durum, mevduat kompozisyonundaki normalleşmenin daha sağlıklı bir zeminde ilerlediğini göstermesi açısından önemlidir.

YP mevduat oranında olası bir yukarı yönlü kırılma ya da kalıcı artış eğilimi ise, USD/TRY açısından yukarı yönlü risklerin arttığına dair öncü bir sinyal olarak değerlendirilebilir. YP payındaki artış, tasarruf sahiplerinin yeniden dövizle yönelmesi ve TL varlıklarda kalma isteğinin zayıflaması anlamına gelir ki bu durum genellikle kur beklentilerinde bozulma, faiz-getiri dengesinin TL aleyhine dönmesi veya jeopolitik/makro belirsizliklerin artması ile eş zamanlı gelişir. Ancak bu gösterge tek başına yeterli değildir; YP oranındaki artışın anlamlı bir sinyal üretebilmesi için süreklilik kazanması, kredi ve mevduat faizleri, CDS, sermaye akımları ve rezerv dinamikleriyle birlikte teyit edilmesi gerekir. Bu çerçevede, grafikte YP oranında başlayabilecek kalıcı bir yükseliş trendi, Dolar/TRY tarafında yukarı yönlü risklerin arttığına dair tamamlayıcı ve erken uyarı niteliğinde bir gösterge olarak kullanılabilir.

Mevduatlarda TL - YP Oranları



KKM - Toplam Mevduata Oranı



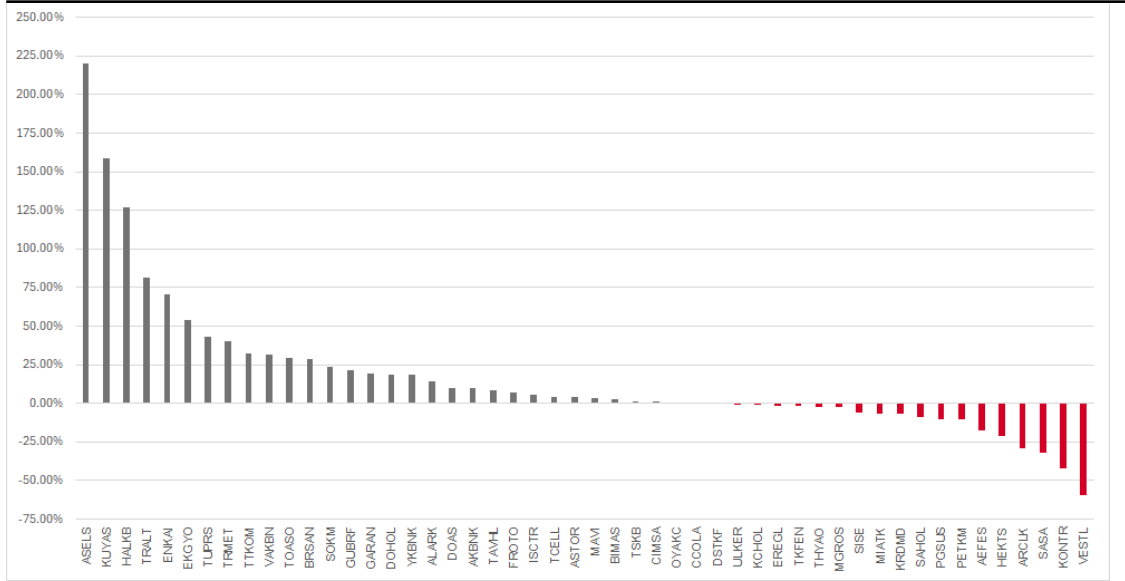
Kaynak: BDDK

2025'in Kazanan Stratejisi: Momentum Trade

Momentum trade, en basit tanımıyla güçlü fiyat performansı gösteren varlıklarda yükseliş eğiliminin bir süre daha devam edeceği varsayımına dayanan bir yatırım stratejisidir. Bu yaklaşımda yatırımcılar ucuzluk veya değerlendirme yerine, fiyat trendi, hacim desteği ve göreceli güç göstergelerini esas alır. **2025 yılında BIST100 endeksi TL bazında %14,55 gibi görece sınırlı bir artış kaydetmiş olsa da, endeks geneline yayılan bir yükselişten ziyade yüksek derecede seçici ve tematik bir piyasa yapısı öne çıkmıştır.**

Sıkı para politikası, yüksek risksiz getiri ve dalgalı makro zemin, endeksin bütün olarak yukarı gitmesini sınırlarken; yatırımcılar bu ortamda endeksten ziyade kendi hikayesi olan, veya tematik akıştan beslenen hisselerle yönelmiştir. Bu durum, momentum trade'in 2025'te BIST100 içinde marjinal bir strateji olmaktan çıkıp, getiri üretiminin ana kaynağı haline gelmesine neden olmuştur.

BIST50 Hisseleri 2025 % Getirileri

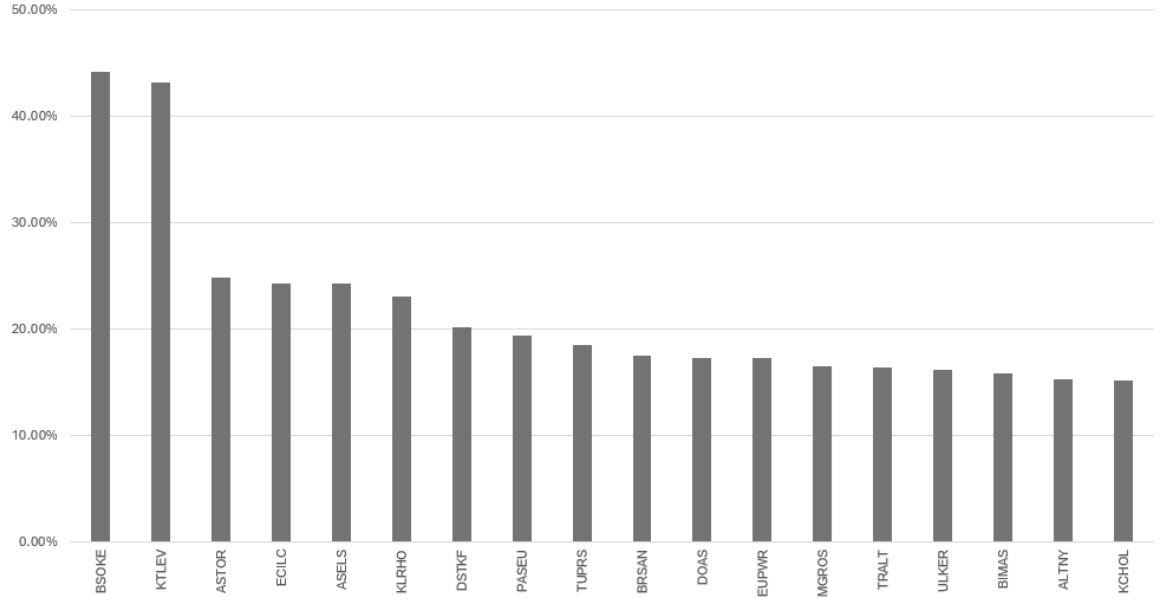


Kaynak: Matriks

Nitekim 2025 yılı performanslarına bakıldığında, BIST50 hisseleri arasında bile endeksin oldukça üzerinde getiri sağlayan çok sayıda hisse öne çıkmıştır. Savunma sanayi, finansal hizmetler hisseleri başta olmak üzere; **Aselsan, Kuyas Yatırım, Halk Bankası, Türk Altın** gibi hisseler, yüksek fiyat momentumu ve artan yatırımcı ilgisiyle belirgin şekilde pozitif ayrılmıştır.

2025'in Kazanan Stratejisi: Momentum Trade

BIST100 Endeks Hisseleri Arasında 2026 Başından Beri En Yüksek Getiri Sağlayanlar



Kaynak: Matriks

2026 yılına girilirken endekste gözlenen ortalama %10 yukarı yönlü hareketle birlikte benzer bir tablo oluşmuş; son dönemde güçlü performans sergileyen, işlem hacmi artan ve göreceli gücü yüksek hisselerin endekse liderlik ettiği, hatta birçok hissenin endeks getirisinin belirgin şekilde üzerine çıktığı görülmektedir.

Bu çerçevede 2025 deneyimi, BIST100'de getiri yaratmanın anahtarı olarak "endeks almak" yerine doğru momentum hisselerini seçmenin öne çıktığı bir dönem olarak kayda geçerken, 2026'ya girerken de momentum trade'in önemini koruyan temel stratejilerden biri olmaya devam ettiğine işaret etmektedir.

2026'da Değer Odaklı Strateji

Dip–zirve analizi, değer odaklı strateji çerçevesinde fiyatın tarihsel bant içindeki konumunu esas alarak görelî iskonto ve toparlanma potansiyelini ölçen tamamlayıcı bir araç sunar. Mevcut fiyatın zirveye olan uzaklığı, geçmişte fiyatlanan beklentilere kıyasla piyasanın bugün ne ölçüde temkinli davrandığını gösterirken; dipten uzaklık ise aşağı yönlü marjın ne ölçüde daraldığına dair fikir verir. Bu yaklaşım, mutlak değerlendirme sonuçlarını tek başına ikame etmez; ancak fiyat davranışı üzerinden piyasa algısını okumayı mümkün kılar ve değer odaklı kararların zamanlamasına katkı sağlar.

2026 perspektifinde değer odaklı strateji, zirvesine uzaklığı yüksek ancak dip seviyelerden anlamlı ölçüde ayrılmış hisseleri ön plana çıkarır. Bu tür hisseler, beklentilerin zayıfladığı veya ertelendiği dönemlerin ardından, yeni bir denge arayışı içinde işlem görebilir. Dip–zirve analizi bu noktada yatırımcıya asimetrik bir risk–getiri profili sunar; aşağı yönlü riskin görece sınırlı, yukarı yönlü potansiyelin ise tarihsel bant nedeniyle daha görünür olduğu alanları işaret eder. Portföy bazında bakıldığında, bu yaklaşım rotasyon ve seçicilik gerektiren dönemlerde etkin bir filtre görevi görür.

Değer yatırımıyla ilişkisi açısından dip–zirve analizi, “ucuzluk” kavramını yalnızca çarpanlar üzerinden değil, fiyatın geçmiş davranışı ve piyasa hafızası üzerinden de değerlendirmeye imkan tanır. Temel göstergeleri sağlam olan ancak zirvesine belirgin uzaklıkta işlem gören hisseler, piyasanın geçici olarak temkinli fiyatladığı alanları temsil edebilir. Bu nedenle analiz, değer tuzağı riskini azaltmak amacıyla temel analizle birlikte kullanıldığında daha dengeli ve disiplinli bir değer odaklı strateji çerçevesi sunar.

Kod	Ad	Fiyat	En Düşük	En Yüksek	Dip Uzaklık %	Zirve Uzaklık %
KONTR	Kontrolmatik Teknoloji	\$0,23	\$0,23	\$0,56	-0,01%	-58,45%
HEKTS	Hektaş	\$0,07	\$0,07	\$0,13	-0,01%	-48,15%
SASA	Sasa Polyester	\$0,05	\$0,05	\$0,14	1,04%	-61,08%
PGSUS	Pegasus	\$4,57	\$4,46	\$7,86	2,32%	-41,91%
PETKM	Petkim	\$0,39	\$0,38	\$0,54	4,77%	-27,10%
THYAO	Türk Hava Yolları	\$6,49	\$6,14	\$9,09	5,84%	-28,55%
CIMSA	Çimsa	\$1,05	\$0,98	\$1,59	7,15%	-33,56%
ARCLK	Arçelik	\$2,58	\$2,32	\$4,14	11,29%	-37,63%
EREGL	Ereğli Demir Çelik	\$0,59	\$0,53	\$0,79	12,53%	-24,93%
TCELL	Turkcell	\$2,36	\$2,07	\$2,95	13,94%	-20,01%
SISE	Şişe Cam	\$0,89	\$0,78	\$1,11	14,81%	-19,88%
KRDMD	Kardemir (D)	\$0,64	\$0,54	\$0,93	18,81%	-31,40%
MIATK	Mia Teknoloji	\$0,82	\$0,68	\$1,28	21,08%	-35,81%
TTKOM	Türk Telekom	\$1,38	\$1,14	\$1,62	21,39%	-14,87%
TSKB	T.S.K.B.	\$0,31	\$0,25	\$0,39	22,82%	-19,69%
AEFES	Anadolu Efes	\$0,39	\$0,32	\$0,52	23,08%	-24,48%
SAHOL	Sabancı Holding	\$2,16	\$1,75	\$2,90	23,60%	-25,37%
BTCIM	Batı Çimento	\$0,10	\$0,08	\$0,15	24,08%	-33,96%
FROTO	Ford Otosan	\$2,35	\$1,89	\$2,73	24,50%	-13,65%
ULKER	Ulker Bisküvi	\$2,91	\$2,31	\$3,59	26,12%	-18,99%
OYAKC	Oyak Çimento	\$0,57	\$0,45	\$0,85	26,61%	-33,10%
DOAS	Doğuş Otomotiv	\$5,11	\$3,98	\$5,92	28,31%	-13,62%
DOHOL	Doğan Holding	\$0,45	\$0,35	\$0,47	29,26%	-5,66%
ISCTR	İş Bankası (C)	\$0,34	\$0,26	\$0,45	29,82%	-24,14%
KCHOL	Koç Holding	\$4,51	\$3,47	\$4,89	30,00%	-7,89%
ALARK	Alarko Holding	\$2,36	\$1,80	\$2,76	31,10%	-14,38%
GARAN	Garanti Bankası	\$3,39	\$2,56	\$3,84	32,47%	-11,80%
AKBNK	Akbank	\$1,71	\$1,25	\$2,04	37,66%	-15,85%
BIMAS	Bim Mağazalar	\$14,40	\$10,43	\$15,91	38,03%	-9,47%
TAVHL	TAV Havalimanları	\$7,27	\$5,20	\$8,15	39,82%	-10,79%
MAVI	Mavi Giyim	\$1,07	\$0,76	\$1,14	40,18%	-5,79%
MGROS	Migros Ticaret	\$14,09	\$9,99	\$16,44	40,99%	-14,28%
VAKBN	Vakıflar Bankası	\$0,73	\$0,51	\$0,80	43,15%	-8,39%
CCOLA	Coca Cola İçecek	\$1,56	\$1,09	\$1,73	43,87%	-9,60%
YKBNK	Yapı ve Kredi Bank.	\$0,86	\$0,58	\$0,95	49,79%	-8,98%
ENKAI	Enka İnşaat	\$1,86	\$1,22	\$1,91	52,14%	-2,82%
GUBRF	Gübre Fabrik.	\$8,53	\$5,37	\$8,93	58,87%	-4,47%
TRMET	TR Anadolu Metal Madencilik	\$2,75	\$1,72	\$2,83	59,63%	-2,90%
SOKM	Şok Marketler Ticaret	\$1,29	\$0,80	\$1,30	60,59%	-1,43%
TOASO	Tofaş Oto. Fab.	\$6,47	\$3,95	\$6,85	63,78%	-5,57%
ASTOR	Astor Enerji	\$3,38	\$2,04	\$3,62	65,72%	-6,49%
EKGYO	Emlak Konut GMYO	\$0,48	\$0,28	\$0,54	72,14%	-9,93%
TUPRS	Tüpraş	\$5,06	\$2,92	\$5,11	73,31%	-0,92%
HALKB	T. Halk Bankası	\$0,95	\$0,48	\$1,04	99,18%	-8,55%
BRSAN	Borusan Boru Sanayi	\$15,11	\$7,53	\$15,69	100,64%	-3,70%
TRALT	Türk Altın İşletmeleri	\$1,11	\$0,52	\$1,15	110,70%	-3,60%
KUYAS	Kuyas Yatırım	\$1,29	\$0,58	\$1,81	123,41%	-28,54%
ASELS	Aselsan	\$6,67	\$2,14	\$6,84	211,98%	-2,41%
PASEU	Pasifik Eurasia Lojistik	\$3,75	\$0,82	\$3,92	358,34%	-4,32%
DSTKF	Destek Finans Faktoring	\$15,46	\$1,44	\$22,84	973,10%	-32,33%

Kaynak: Matriks



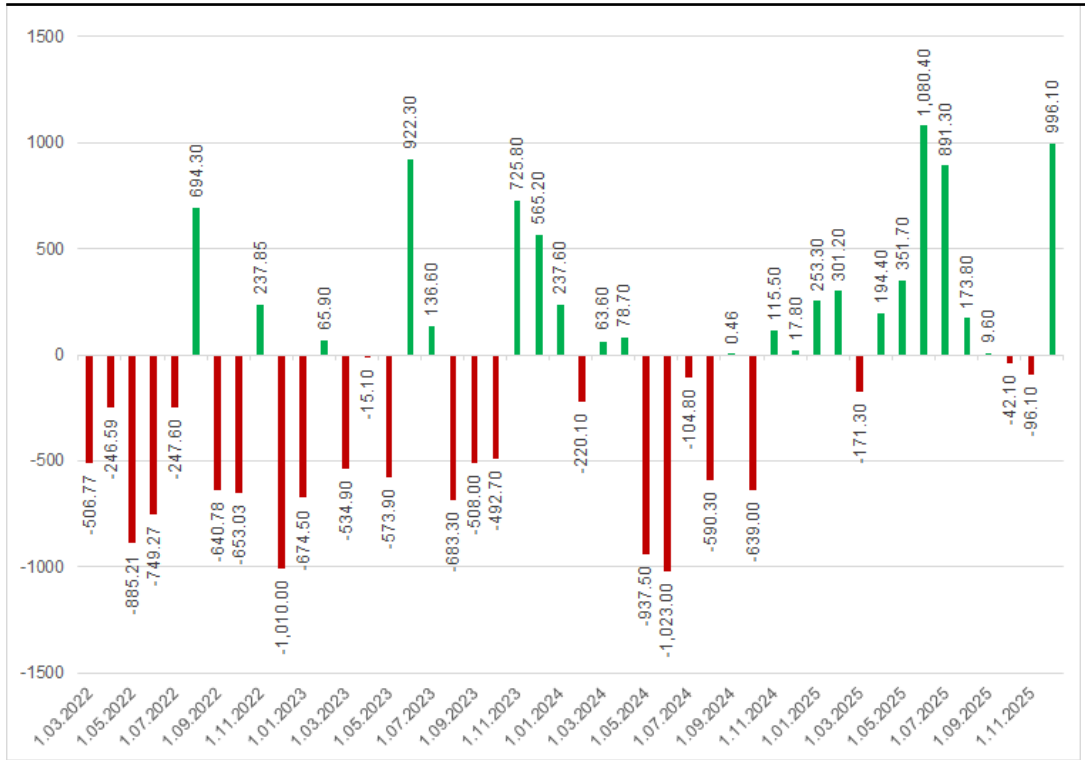
Diğer Stratejik Başlık: Yabancı Akımları

Yabancı yatırımcıların hisse senedi alımları, BIST100 açısından likidite derinliği, fiyatlama kalitesi ve trendin sürdürülebilirliği bakımından kritik bir göstergedir; zira yabancı girişleri genellikle yalnızca kısa vadeli getiri arayışını değil, ülke risk primi, makro politika çerçevesi ve değerlendirme algısındaki iyileşmeyi de yansıtır. Grafiğin işaret ettiği üzere 2025 yılında yabancı yatırımcılar toplamda USD3.942mn net alım gerçekleştirerek, 2023 ve 2024'e kıyasla belirgin şekilde daha güçlü bir giriş sergilemiştir; bu tablo, sıkı para politikası, CDS'teki gerileme, TL varlıklara yönelik güvenin artması ve hisse senetlerinde oluşan göreceli değerlendirme iskontosunun yabancı ilgisini yeniden canlandırdığını göstermektedir.

Bu ölçekte bir yabancı girişinin devamı, endeks genelinden ziyade bankacılık, büyük ölçekli sanayi ve likit hisselerde yoğunlaşarak BIST100'ün yukarı yönlü hareketini destekleyebilir, aynı zamanda endekste yaşanan geri çekilmelerin daha çok kar realizasyonu niteliğinde ve sınırlı kalmasına zemin hazırlayabilir.

Stratejik açıdan bakıldığında, yabancı girişlerinin devam ettiği bir konjonktürde BIST100 için ana senaryo yukarı yönlü trendin korunması, ara düzeltmelerin ise alım fırsatı olarak değerlendirilmesi yönündedir; bu çerçevede yüksek yabancı payına sahip, bilanço görünürlüğü güçlü ve endeks ağırlığı yüksek hisselerin, orta vadede endeksin üzerinde performans sergileme potansiyelinin daha yüksek olduğu değerlendirilmektedir.

2025 yılında yabancı yatırımcılar toplamda USD3.942mn net alım gerçekleştirdi

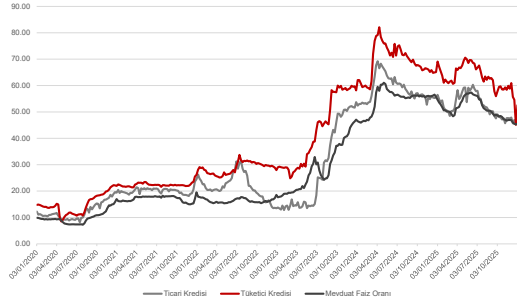


Kaynak: Borsa İstanbul Verileri

SEKTÖREL GÖRÜNÜM

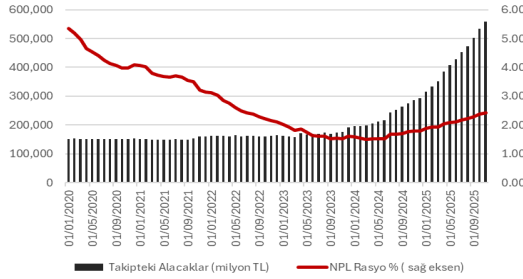
Bankacılık Sektörü: Marj Toparlanması Ana Tema

Kredi ve Mevduat Oranları



Kaynak: EVDS

Takipteki Alacaklar ve Oranı

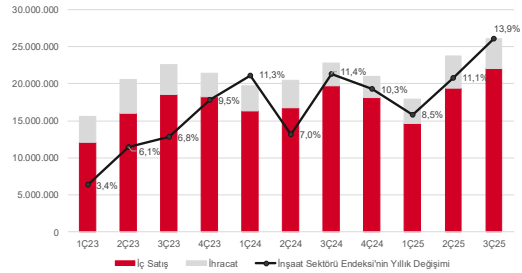


Kaynak: BDDK, Global Menkul Değerler

- 2026'da bankacılık sektörü görünümünü, makro normalleşmenin hız kazanması ve faiz indirim döngüsünün marjlar üzerindeki kademeli etkisi belirleyecektir. TCMB'nin 2025'te politika faizini 9,5puan düşürerek %38 seviyesine indirmesinin ardından, 2026'da ilave 10puan indirimle politika faizinin %28 civarına gerilemesini bekliyoruz. Enflasyonun 2025'te %30,9 seviyesinden 2026'da %22,4 seviyesine inmesiyle birlikte daha öngörülebilir bir para politikası zemini oluşması, bankaların bilanço yönetimini ve kârlılık görünümünü destekleyebilir. Bu çerçevede, özellikle özel bankalarda ROE'nin tarihsel ortalamaların üzerinde kalması ve hisse performanslarına olumlu yansımaları bekliyoruz.
- 2026 yılında Türk bankacılık sektörü için ana temanın, faiz indirim döngüsünün fonlama maliyetleri üzerinden net faiz marjlarında kademeli fakat belirgin bir toparlanma yaratması olacağını düşünüyoruz. 2025'te beklentilerin altında kalan faiz indirimleri nedeniyle geciken marj iyileşmesinin 2026'da daha görünür biçimde kârlılığa yansımaları bekliyoruz. Dezenflasyonla birlikte TÜFE'ye endeksli menkul kıymet katkısının zayıflaması marjlarında daha "operasyonel" bir ayrışma zemini yaratırken, bankalar arasındaki performansları ağırlıklı olarak fonlama kompozisyonu, kredi fiyatlaması disiplini ve bilanço yönetimi belirleyecektir. Bu çerçevede swap maliyetlerine göre düzeltilmiş marjlar tepe seviyenin yılın ikinci yarısında görülmelerini, sonrasında ise marjlarda normalleşme eğiliminin başlamasını öngörüyoruz.
- Gelir kompozisyonunda ise 2026'da net ücret ve komisyon gelirlerinin önceki yıl kadar güçlü bir belirleyici olmasını beklemiyoruz. Faizlerin gerilemesi ve baz etkisiyle komisyon büyümesinin hız kesmesi, komisyon/gider rasyosunda kısmi normalleşmeyi beraberinde getirebilir. Bununla birlikte, ödeme sistemleri, dijitalleşme ve ürün çeşitliliği kaynaklı gelirlerin desteğinin sürmesi sayesinde söz konusu normalleşmenin sınırlı kalacağı kanaatindeyiz. Operasyonel gelirler içinde çekirdek faiz gelirlerinin ağırlığının artması, sektörde kârlılık görünümünü daha "marj odaklı" bir yapıya taşırken; maliyet yönetimini etkin yapan bankaların bu dönemde daha rahat bir kârlılık patikası izleyebileceğini düşünüyoruz.
- Aktif kalitesi tarafından sorunlu kredilerde artış eğiliminin devam etmesi olası olmakla birlikte, bu artışın sektör genelinde yönetilebilir seviyelerde kalmasını bekliyoruz. Sıkı para politikasının gecikmeli etkileri belirli segmentlerde baskı yaratabilir de, karşılık tamponları ve daha seçici kredi büyümesi yaklaşımı riskleri dengeleyebilir. Bu ortamda takipteki kredi oranı düşük, karşılık oranları yüksek ve risk maliyetini kontrol edebilen bankaların görece olarak olumlu ayrışmasını bekliyoruz. Makro tarafta risk primindeki iyileşmenin korunması da değerlendirme çarpanları açısından destekleyici bir çerçevede sunmaktadır; dolayısıyla 2026'da sektör getirilerinin temel belirleyicisinin marj toparlanması ve buna eşlik eden daha öngörülebilir bilanço dinamikleri olacağını düşünüyoruz.

Çimento: Yüksek Talep ve Fiyatlamada Normalleşme

Türkiye Çimento Satışları ve İnşaat Sektörü Endeksi Yıllık Değişimi



Kaynak: Türk Çimento, TÜİK

Dünyada Çimento Entegre Tesisi ve Öğütme Kapasitesi Sayıları

Sıra	Ülke	Entegre Tesis Sayısı	Entegre Kapasite (Mt/yıl)	Öğütme Tesis Sayısı	Öğütme Kapasitesi (Mt/yıl)	Toplam Tesis Sayısı	Toplam Kapasite (Mt/yıl)
1	Çin	798	1358,1	56	123,5	854	1481,6
2	Hindistan	165	362,7	106	127,8	271	490,5
3	Vietnam	79	150,1	14	12,1	93	162,2
4	Amerika Birleşik Devletleri	89	120,2	20	10,8	109	131
5	Rusya	73	125,6	4	3,2	77	128,8
6	Endonezya	31	105,9	9	45	40	110,4
7	Türkiye	54	102,3	15	5,1	69	107,4
8	Brezilya	63	82,5	26	15,48	89	97,98
9	İran	71	84,8	4	2,1	75	86,9
10	Mısır	24	76	2	2,1	26	78,1
	Diğerleri (153 Ülke ve Bölge)	904	1456,9	420	255,3	1324	1712,1
	TOPLAM	2351	4025,1	676	561,9	3027	4587

Kaynak: Global Cement

Yüksek Hacim, Fiyatlamada Normalleşme ve Düşük Karbonlu Yatırımda Ayrışma

- Türkiye çimento sektörü, talep tarafında konut, kentsel dönüşüm ve kamu altyapı yatırımlarına yüksek derecede bağlı bir yapı sergilemektedir. Kamu ve yeniden inşaa odaklı dönemlerde talep görünürülüğünün artması, bölgesel bazda fiyatlamada gücünü destekleyebilmektedir. Buna karşılık, talebin özel sektör yatırımları kaynaklı olduğu dönemlerde finansman koşulları ve yatırım iştahı daha belirleyici olmakta; bu ortamlarda fiyatlamada gücü sınırlanırken maliyet yönetimi ve operasyonel verimlilik ön plana çıkmaktadır. İhracat tarafında ise sektör, küresel inşaat faaliyetleri, lojistik maliyetler ve regülasyonlar çerçevesinde daha seçici bir yapı sergilemekte olup, döviz bazlı satışlar iç talepteki dalgalanmalara karşı dengeleyici bir rol üstlenmektedir.
- 2026'ya girerken küresel çimento sektöründe temel görünüm kapasite artışından ziyade fiyatlarda normalleşme ve dekarbonizasyon etrafında şekillenmektedir. Avrupa'da Sınırlı Karbon Mekanizması'nın (CBAM) 1 Ocak 2026 itibarıyla mali yükümlülüğü dönüşmesi, karbon maliyetini fiyatlamada denkleme dahil ederken; Orta Doğu ve Afrika'da devam eden altyapı projeleri talebi canlı tutmaktadır. Bu çerçevede, küresel büyümenin devam etmesini beklerken yurt içindeki yüksek talebin devamını bekliyoruz. Karbon-nötr yatırımı yapan şirketlerin Avrupa'da daha yüksek fiyatlı ürün satışlarının kârlılığa yansımaları ve düşük karbonlu üreticiler lehine yapısal ayrışmanın 2026'da belirgin hale gelmesini öngörüyoruz.
- Türkiye'de talep güçlü seyrini korumaktadır. 2024'te yaklaşık %9 büyüme kaydeden çimento talebi, 2025'e hem iç pazarda hem de ihracatta güçlü bir momentumla girmiştir. 2025 yılı Ocak-Eylül döneminde çimento üretimi yıllık bazda %7,5 artarken, iç satışlar %6,3, ihracat ise %13,7 yükselmiştir. Yılın ilk aylarında baz etkisiyle görülen geçici zayıflığın ardından iç satışlarda hızlı bir toparlanma gerçekleşmiş ve yüksek hacimli seyrin korunmuş. Mevcut talep görünümü dikkate alındığında, 2026'da da satış hacimlerinin tarihsel ortalamaların üzerinde seyretmesini bekliyoruz.
- Bu güçlü görünümün 2026'ya taşınmasında ana belirleyici kamu projeleri olmaya devam etmektedir. 2023 depremi sonrası hız kazanan yeniden inşaa süreci kapsamında 2025 yıl sonuna kadar toplam teslimat sayısının 453 bine ulaşması beklenmektedir. Deprem bölgesinde 850 bin yapının ağır hasarlı olduğunun tespit edilmesi, talebin tamamen ortadan kalkmayacağına işaret ederken, 2026'nın ikinci yarısında bölge kaynaklı satışlarda sınırlı bir normalleşme öngörüyoruz. Buna ek olarak, TOKİ'nin 500 bin sosyal konut projesi kapsamında 2026'da kamu temelli talebin güçlü kalmasını ve 2018'den bu yana en yüksek seviyelere ulaşan yapı ruhsatı (9A24: 119,8mn m²; 9A25: 147mn m²) etkisinin 2026'ya taşınmasını bekliyoruz. Bu çerçevede, satış hacmindeki güçlü seyrin korunması ve 2025'te sınırlı ölçüde baskılanan çimento fiyatlarında 2026 itibarıyla daha dengeli bir görünüm oluşması yönünde bir sektör dinamiği öngörüyoruz. Bu gelişmeler sebebiyle hem CIMA'yı hem de OYAKC hissesini beğeniyoruz.
- Başlıca katalizörler yeniden inşaa ve kentsel dönüşüm görünürülüğünün artması; temel riskler ise enerji ve petrokok fiyatlarındaki oynaklık, yüksek faiz ortamı ve regülasyon uygulamalarına ilişkin belirsizliklerdir.

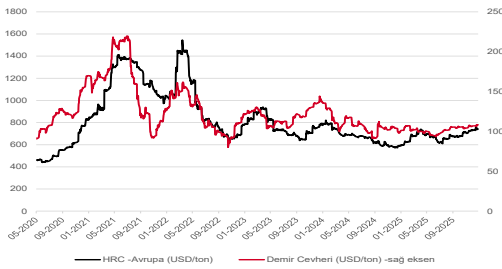
Demir Çelik: Eski karlılığından uzak bir yıl daha

En büyük ekonomilerin çelik üretim kapasitesi (2020–2024)

Bölge (mn ton)	2021	2022	2023	2024	Yıllık Değişim (%)	2024 Payı (%)	YBB (%)
Çin	1,146.50	1,149.90	1,141.50	1,141.50	0%	46.2	0.0%
AB	205.6	205.6	205.7	205.7	0%	8.3	0.0%
Hindistan	143.9	154	161.2	179.5	11.40%	7.3	3.2%
ABD	113.9	118.9	119.3	119.3	0%	4.8	1.0%
Japonya	122.4	122.4	117.8	117	-0.70%	4.7	-2.0%
Rusya	90.1	90.8	90.8	90.8	0%	3.7	0.6%
G. Kore	81.6	81.6	81.6	81.6	0%	3.3	0.0%
İran	54.8	57.4	58.2	59.2	1.70%	2.4	7.0%
Türkiye	54.0	55.2	57.4	59.0	2.80%	2.4	4.2%
Brezilya	50.9	50.9	50.9	50.9	0%	2.1	0.0%
Dünya Toplam	2,427.40	2,453.80	2,456.30	2,472.10	0.60%	100	0.02%

Kaynak: OECD

Avrupa HRC fiyatları ile demir cevheri karşılaştırması (USD/ton)



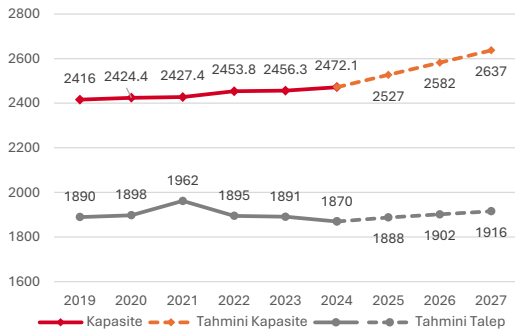
Kaynak: Bloomberg

Çelik talebi toparlanmaya devam etmekle birlikte, büyüme kademeli ve sınırlı kalmaktadır.

- Küresel çelik talebi.** Küresel çelik talebinin, üç yıl üst üste yaşanan daralmanın ardından 2024–2030 döneminde kademeli bir toparlanma sergilemesi beklenmektedir. 2026'da talebin 2025'e kıyasla daha güçlü olacağını öngörmekle birlikte, 2015–2020 dönemindeki büyüme ve karlılık seviyelerinin belirgin biçimde gerisinde kalacağını düşünüyoruz. 2026'daki toparlanmanın ağırlıklı olarak gelişmekte olan ekonomiler tarafından sürüklenmesi; altyapı harcamaları, kentleşme ve sanayi genişlemesinin desteğiyle Hindistan'ın temel büyüme motoru konumunu koruması beklenmektedir. Buna karşılık, başta Çin kaynaklı olmak üzere mevcut arz fazlası, zayıf talep ortamında sektör karlılığı üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir.
- "Worldsteel" verilerine göre, küresel çelik tüketimi 2024 yılında yaklaşık %0,9 gerileyerek 1,75mlr ton seviyesine düşmüş; 2025 yılında ise talebin yaklaşık %1,2 artışla 1,77mlr ton seviyesine yükselmesi beklenmektedir. Bu görünüm, uzun süren daralmanın ardından ilk anlamlı istikrar sinyaline işaret etmektedir. **2026'ya girerken, talebin küresel büyümeyle uyumlu biçimde kademeli ve sınırlı bir toparlanma sergilemesini bekliyoruz.**
- Çin, demir çelik sektöründe büyüme motoru yerine bir denge unsuru olacak.** Çin'in çelik talebi artık küresel büyümenin itici gücü olmasa da, mali genişleme ve altyapı yatırımları yoluyla sağlanan politika desteğinin aşağı yönlü talep risklerini sınırlaması, büyümeye destek olması beklenmektedir. Çin, Beş Yıllık Kalkınma Planı kapsamında 2026–2030 döneminde çelik sektöründe arz disiplinini sıkılaştıracak; ham çelik üretimine yönelik katı kontrolleri sürdürecektir ve ruhsatsız ya da kayıt dışı indüksiyon fırını kapasitesini kapatmayı ve/veya yasaklamayı planlıyor. Böylece kontrolsüz bir arz fazlasının da önüne geçmiş olacak. Gayrimenkul sektörünü istikrara kavuşturmaya yönelik devam eden önlemler, özel hazine tahvil ihracındaki artış ve destekleyici para politikası, yeni bir daralmanın önüne geçmeye yardımcı olabilir; ancak yapısal kapasite fazlası temel bir kısıt olmaya devam etmektedir. Bu çerçevede Çin'in, küresel çelik talebi açısından bir büyüme motorundan ziyade dengeleyici rol üstlenmesi beklenmektedir.
- Küresel çelik arzı ve ticaret dinamikleri.** Küresel arz koşulları görece gevşek seyrini sürdürse de, kapasite artışında temkinli yaklaşım ve geçici üretim azaltımları sayesinde piyasaların zaman içinde yeniden dengeye oturmasını bekliyoruz. Sektörün gelişimi korumacı politikalar, tarifeler, kotalar vs. şekillenecek olup; ABD yüksek tarifelerini korurken, AB ise kotalar yoluyla koruma mekanizmalarını sıkılaştırmaktadır. Buna karşılık, Çin'de zayıf iç talep ihracatı belirgin ölçüde artırmış; bu durum küresel fiyat rekabetini yoğunlaştırarak koruma altında olmayan piyasalarda marjlar üzerinde baskı yaratmıştır.

Demir Çelik: Eski karlılığından uzak bir yıl daha

Küresel çelikte güncel ve öngörülen kapasite fazlası

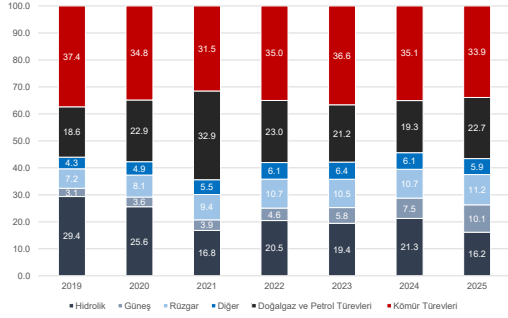


Kaynak: OECD

- Avrupa, CBAM ve 2026'daki stratejik kırılma.** AB'nin Sınırdan Karbon Dönüştürme Mekanizması'nın (CBAM) 2026'da devreye girmesi, çelik sektörü açısından yapısal bir dönüşüme işaret etmektedir. Ton başına yaklaşık EUR60 seviyesinde öngörülen CBAM kaynaklı karbon maliyetlerinin; daha sıkı AB kotaları ve kota dışı ithalata uygulanan daha yüksek tarifelerle birleşerek, mevcut ticaret dengesini bozacak ve ticaret akımlarını yeniden şekillendirecek ölçekte bir etki yaratması beklenmektedir. Türk üreticiler açısından risk, yalnızca marj baskısıyla sınırlı olmayıp; özellikle Haziran 2026 sonrasında, koruma önlemlerini sıkı bir şekilde hayata geçirmeleri halinde ihracat hacim kaybı riskini de içermektedir.
- Çelik fiyatları ve marj görünümü.** Son yıllarda gözlenen sert marj daralmasının ardından, talepte istikrar ve arz kontrolünün desteğiyle çelik fiyatlarının kademeli bir iyileşme sergilemesi beklenmektedir. Bununla birlikte, toparlanmanın güçlü bir fiyat döngüsünden ziyade marjların normalleşmesi şeklinde gerçekleşmesi; yüksek enerji, işçilik ve karbon maliyetlerinin yukarı yönlü potansiyeli sınırlaması öngörülmektedir. Önümüzdeki dönemde karlılık ayrışması, yüksek marjlı ürünlere yönelim, maliyet verimliliği ve koruma altındaki pazarlara erişim gibi unsurlara bağlı olacaktır.
- Strateji görüşü.** 2026'da çelik sektörünün tam ölçekli bir genişleme döngüsüne girmesinden ziyade, 2025 yılında yaşanan dip seviye sonrası normalleşme fazına geçmesini bekliyoruz. Dengeleyici gelişmeler—özellikle CBAM ve ticaret koruma mekanizmaları—performans ayrışmasının ana belirleyicileri olacaktır. Daha düşük karbon yoğunluğuna sahip, güçlü bilançolarla desteklenen ve ticaret koruması bulunan iç pazarlara maruziyeti olan üreticiler bu geçiş sürecini daha sağlıklı yönetebilecek konumdayken; AB'ye yönelik hacimler, zamanında politika koordinasyonu sağlamadığı takdirde yapısal risk altında kalmaya devam edecektir.
- Özetle:** Çelik talebi yavaş da olsa toparlanma göstermektedir. Son dönemdeki demir cevheri ve HRC fiyatlarındaki artış bu görüşümüzü desteklemektedir. 2026'da çelik değer zinciri genelinde kazanılan ve kaybedenleri belirleyecek olan unsur, döngüsel talepten ziyade politika tercihleri, maliyet optimizasyonu, karbon ekonomisi ve ticaret rejimleri olacaktır.

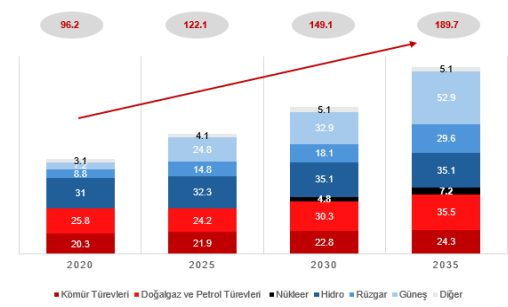
Enerji Sektörü: Enerjide artan altyapı ihtiyacı

Kaynakların Toplam Üretimdeki Payı



Kaynak: TEİAŞ

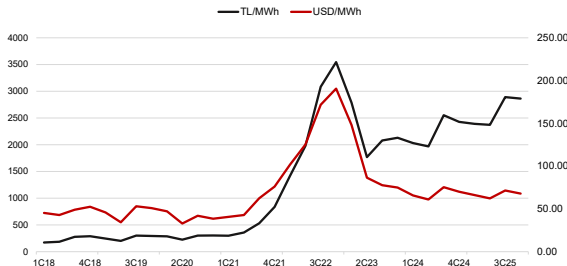
Kaynaklara Göre Kurulu Güç Hedefi (GW)



Kaynak: TUIK, Global Menkul Değerler

- Son dönemde artan jeopolitik riskler küresel enerji piyasalarında arz güvenliğini ön plana çıkarırken, ülkeler hem tedarik kaynaklarını çeşitlendirmeye hem de yenilenebilir enerji yatırımlarını hızlandırmaya yönelmiştir. Aynı dönemde iklim politikalarının sıklaşması, karbon vergileri ve emisyon ticareti sistemlerinin genişletilmesi ile birlikte güneş ve rüzgar teknolojilerindeki maliyet düşüşleri yenilenebilir enerjinin yaygınlaşmasını desteklemekte.
- Türkiye elektrik üretiminde rüzgar ve güneş enerji santrallerinin toplam payı 2025 yılında %21.3 seviyesine yükselmiştir. Enerji Bakanlığı, 2035 yılına kadar ek 28.1GW güneş ve 14.8GW rüzgar santrali kulumu hedeflemekte. Buna Ek olarak, nükleer enerji alanında yeni iş birlikleri için görüşmeler yürütülmekte. 2035 yılına kadar 7.2GW nükleer kapasitenin devreye alınması planlanmaktadır. Bu adımlar, enerji arz güvenliğini artırarak ithal yakıtlara bağımlılığı azaltmayı hedefliyor.
- Türkiye'de kişi başı elektrik talebinin OECD ortalaması olan 7.1MWh %44 altında kalması, orta-uzun vadede güçlü bir talep artışı potansiyeline işaret etmektedir. Türkiye Ulusal Enerji Planı çalışmasının sonuçlarına göre elektrik tüketiminin 2030 yılında 455,3 TWh, 2035 yılında ise 510,5 TWh seviyesine ulaşması beklenmektedir. Bu görünüm, üretim tarafında ilave kapasite ihtiyacını beraberinde getirmektedir.
- 2025 yılında elektrik fiyatlarında dolar bazında %3 oranında azalış ve TL enflasyonunun altında artış görülmesi enflasyon muhasebesinin de etkisiyle gelirlerinin büyük ölçüde serbest piyasaya bağlı olan, şirketlerin finansal performansında zayıflamaya yol açtı. Buna karşılık, portföyünde Eski YEKDEM kapsamında döviz bazlı ve sabit fiyatlı santraller bulunan şirketler, PTF düşüşünden sınırlı etkilenerek daha istikrarlı ve öngörülebilir gelir yapısını korudu. Ayrıca, kapasite artışı, yeni yenilenebilir yatırımlar ve hibrit projelerle üretim esnekliğini artıran şirketlerin 2025 yılında operasyonel olarak pozitif ayrıştığı bir yıl oldu.
- 2026 itibarıyla yenilenebilir enerji kapasite artışları, yeni santrallerin kademeli devreye girmesi, elektrik depolama yatırımlarının hızlanması ve Akkuyu Nükleer Santrali'nin ilk ünitelerinin devreye alınmasıyla birlikte elektrik arzında belirgin bir genişleme beklenmektedir. Bu kapasitenin sisteme sağlıklı biçimde entegre edilebilmesi, iletim ve dağıtım altyapısında eş zamanlı yatırımları gerektirmektedir.
- Üretim kapasitesindeki artış, iletim hatları ve trafolarla yönelik yatırımların artmasını zorunlu hale getirmektedir. EPDK'nın 2026–2030 dönemi için reel makul getiri oranını artırması ve yatırım esnekliği sağlaması, altyapı yatırımlarını desteklemektedir. Bu süreçte elektrik altyapısı ve şebeke teknolojileri alanında faaliyet gösteren şirketlerin daha olumlu bir görünüm sergilemesi bekliyoruz. Talep tarafında faiz indirimi ile artması beklenen sanayi üretimi, elektrifikasyon eğilimi, veri merkezleri ve elektrikli araçlar elektrik talebini canlı tutmaktadır. Elektrik tavan fiyatının artırılması üretici şirketler için olumlu olacaktır.

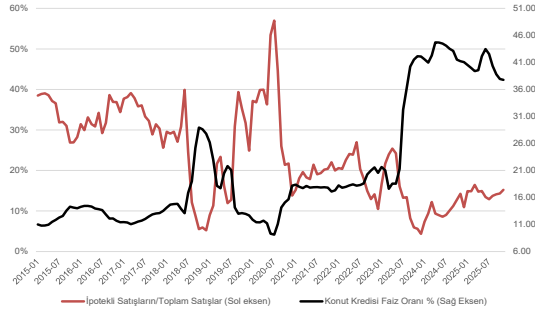
PTF Fiyatları (USD/MW saat, TL/MWsaat)



Kaynak: EÜAŞ

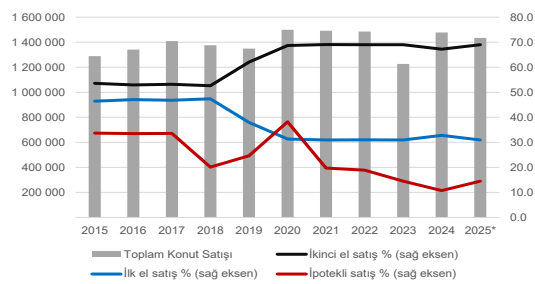
Gayrimenkul Sektörü: Artan Konut İhtiyacı

Konut Faiz Oranı ve İpotekli Satışlar



Kaynak: EVDS

Toplam Konut Satışları ve Satış Şekline/Türüne Göre Oranları



Kaynak: TUIK, Global Menkul Değerler

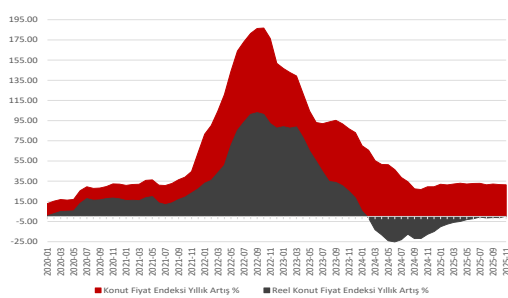
Gayrimenkulde Yeni Denge

2025 yılı Ocak-Kasım döneminde toplam konut satış adedi %13,3 artarak yaklaşık 1,4 milyon adet seviyesine ulaşmıştır. Önceki yılın aynı dönemine göre en belirgin artış %53,5 ile ipotekli satışlarda yaşanmıştır. Bu dönemde faizlerde düşüş beklentisi, buna bağlı olarak konut fiyatlarında oluşan ve oluşması beklenen yukarı yönlü eğilim, konut kredilerine önceki yıla kıyasla erişilebilirliğin artması ve alternatif yatırım araçlarından (faiz, altın, KKM vb.) elde edilen getirilerin gayrimenkule yönelmesi, sektör performansını destekleyen temel faktörler olmuştur.

- 2026 yılında talep tarafının güçlü seyrini korumasını bekliyoruz. İhtiyaç kaynaklı talebin yanı sıra, servet etkisiyle yatırımların yeniden gayrimenkule yönelmesi ve faiz indirim döngüsünün başlamasıyla birlikte ipotekli satışların yeniden ivme kazanması, toplam konut talebini destekleyecektir. %25 kira artış sınırının kaldırılmasının etkisiyle, kiracıların satın alma yönünde fırsatları değerlendirme eğiliminin artması da talebi ilave olarak desteklemeye devam edecektir. Finansman maliyetlerinin gerilemesinin özellikle birinci el konut satışlarını olumlu etkilemesini, bunun da yeni projelere başlama iştahını artırmasını bekliyoruz.
- Yapı ruhsatları istatistiklerine göre, daire başına ortalama büyüklüğün son 10 yılda yaklaşık %16 azalarak 102 m² seviyesine gerilemiş olması, arzın daha küçük metrekareli ve erişilebilir konutlara eğilimi belirtmekte.
- Türkiye'de her yıl ortalama 800 bin – 1 milyon adet yeni konuta ihtiyaç duyulması, bu ihtiyacın hem yeni hane oluşumlarından hem de kentsel dönüşüm ve yenileme gereksiniminden kaynaklanması, talebin yapısal olarak canlı kalmasına neden olmaktadır. Buna karşılık, arz tarafında yaşanan aksaklıklar ve tamamlanma sorunları, konut fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaya devam etmektedir. 2019–2024 döneminde yapı ruhsatı ortalamasının, önceki beş yıllık döneme kıyasla yaklaşık %30 gerilemiş olması, bu arz kısıtını destekleyen önemli bir göstergedir.
- 2024 yılında ikamet amaçlı verilen daire yapı ruhsatı sayısı 851 bin adet iken, aynı dönemde 638 bin adet yapı kullanma izin belgesi alınmış ve tamamlanma oranı yaklaşık %75 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2025 yılının ilk dokuz ayına ilişkin istatistiklere göre, ikamet amaçlı dairelerde yapı ruhsatı izinleri yıllık bazda %39 artarken, yapı kullanma izinleri son iki çeyrekte ivme kaybederek yalnızca %7 oranında artış göstermiştir.

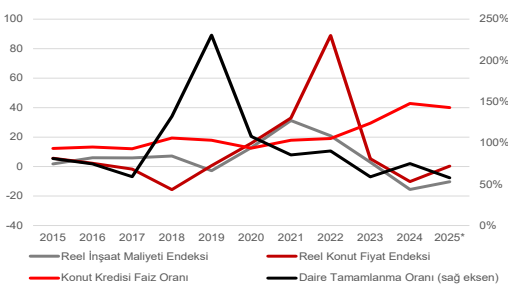
Gayrimenkul Sektörü: Artan Konut İhtiyacı

Reel Konut Fiyat Endeksi



Kaynak: EVDS

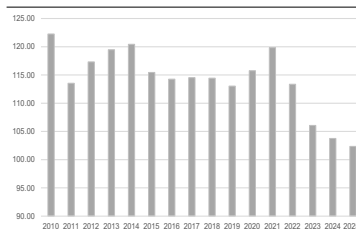
Türkiye Konut Piyasası Maliyet, Fiyat, Finansman ve Arz Dinamikleri



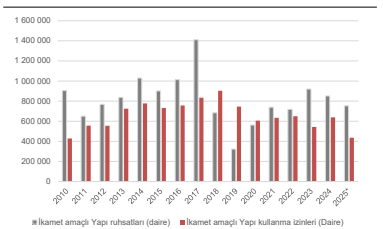
Kaynak: EVDS, TUIK

- İnşaat maliyet endeksinin reel olarak yaklaşık %10 gerilemiş olması (Ekim 2025 verisi), projelerin tamamlanma hızını artıracak önemli bir destekleyici unsur olarak öne çıkmaktadır. Bu çerçevede, yapı ruhsatlarındaki artışın devam etmesini, buna paralel olarak yapı kullanma izinlerinin ruhsatlara oranında (yapı tamamlanma oranı) kademeli bir iyileşme görülmesini bekliyoruz. Konut Fiyat Endeksi'nin (KFE) 2025 yılını enflasyona paralel bir artışla tamamlamasını bekliyoruz. 2026 yılında ise, arz tarafında kademeli bir normalleşme görülmesine karşın, faiz indirim döngüsü ve alternatif yatırım araçlarındaki getirilerin realizasyonu ile talep tarafının güçlenmesi nedeniyle KFE'nin enflasyonun üzerinde sınırlı bir reel artış göstermesini öngörüyoruz.
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları açısından 2026 yılının, hem arz hem de talep tarafındaki iyileşmelerin büyüme potansiyelini artırdığı bir dönem olmasını bekliyoruz. Özellikle güçlü arsa ve konut portföyüne sahip, proje geliştirme kabiliyeti yüksek şirketlerin bu süreçte olumlu ayrışacağını değerlendiriyoruz.

Yapı Ruhsatlarına göre Daire başına M2



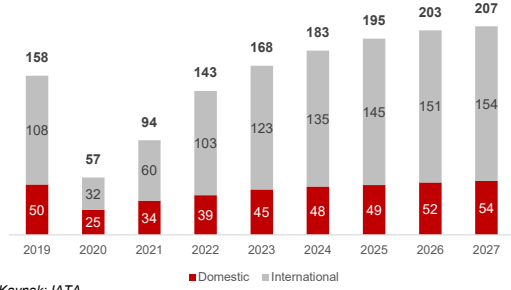
Yapı İzin ve Ruhsatları Gelişimi



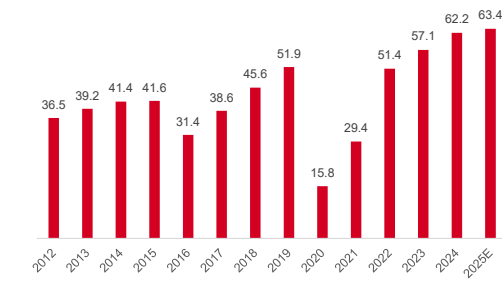
Kaynak: EVDS, TUIK

Havacılık: Türkiye önemli bir havacılık merkezi haline geliyor

Türk Havacılık Pazarı (mn Yolcu)



Yabancı Ziyaretçiler (mn Yolcu)



Yolcu büyümesi devam ediyor, doluluk oranları 2026 yılında da yüksek seyredecek

Türkiye turizm sektöründe gözlenen olumlu ivmenin 2026'ya taşınmasını ve küresel belirsizliklerin sürmesine rağmen havayolu şirketleri için yapıcı bir görünümü desteklemesini bekliyoruz. Son yıllarda artan ziyaretçi sayısı ve turizm gelirlerinin ardından, Türkiye'nin çeşitlendirilmiş turizm yapısı ve bölgesel bir havacılık merkezi (aviation hub) olarak stratejik konumu sayesinde talep dinamiklerinin elverişli kalması öngörülmektedir.

- 2026 yılında havayolları şirketlerinin, agresif büyümeden ziyade getiri yönetimi ve kârlılığı önceleyen daha kontrollü bir kapasite artışı gerçekleştirmesini bekliyoruz. Yolcu sayılarının daha normalleşmiş bir hızda da olsa artmaya devam etmesi, yolcu gelirlerinin ise güçlü uluslararası talep ve etkin kapasite yönetimi sayesinde dayanıklılığını koruması öngörülmektedir. Havayolu kargo talebinin de, e-ticaretteki yapısal büyüme ve Türkiye'nin bölgesel ve kıtalar arası lojistik akışındaki artan rolü ve deniz taşımacılığindeki zorlukların devam etmesiyle destekleyici seyrini sürdürmesi bekliyoruz.
- Maliyet tarafında, jet yakıtının en büyük gider kalemi olması nedeniyle, daha düşük petrol fiyatlarının 2026'da havayolu şirketleri için genel olarak destekleyici olacak. Böylece birim maliyetlerini düşürerek nakit yaratımını iyileştirecek ve kârlılık desteklenecek. Bu olumlu maliyet ortamı, fiyatlama esnekliğini artırırken başa baş doluluk oranlarını aşağı çekerek, daha normalleşmiş yolcu büyümesi koşullarında bile kârlılığın korunmasına yardımcı olacak. Bununla birlikte, kalıcı düşük yakıt fiyatları sektör genelinde kapasite artışını teşvik ederek arzın talebi aşması halinde gelirler üzerinde baskı yaratabilir; ayrıca daha yüksek seviyelerden yakıt hedge'i bulunan taşıyıcılar geçici hedge zararlarıyla karşılaşabilir. Genel olarak havacılık sektörü için 2026 yılında olumluyuz; kontrollü ve kârlılık odaklı kapasite yönetimi şirketler arasındaki temel ayrıştırıcı unsur olacak.
- Jeopolitik risklerin 2026'da yüksek seyretmesi beklenmekle birlikte, özellikle Rusya-Ukrayna-ABD ve Orta Doğu kaynaklı gerilimlerin etkilediği uçuş koridorlarında kısmi bir normalleşme senaryosu operasyonel verimliliği daha da artırabilir. Hava sahası kısıtlarının azalması ve daha kısa uçuş rotaları, yakıt tüketimini düşürerek filo kullanımını iyileştirecek ve kârlılığa ilave katkı sağlayacaktır.
- Hava taşımacılığı sektörü Türkiye ekonomisine önemli katkı sunmaktadır. 2026'da havayolu şirketlerinin; istikrarlı yolcu artışı, dayanıklı gelirler, destekleyici kargo dinamikleri ve artan operasyonel verimlilikle karakterize edilen daha dengeli bir talep-maliyet ortamında faaliyeti göstermesini ve sektör genelinde olumlu bir kârlılık görünümünün korunmasını bekliyoruz.

Havacılık: Yatırımlar tam hızla devam ediyor

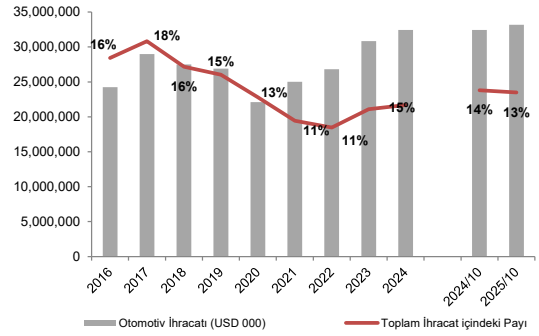
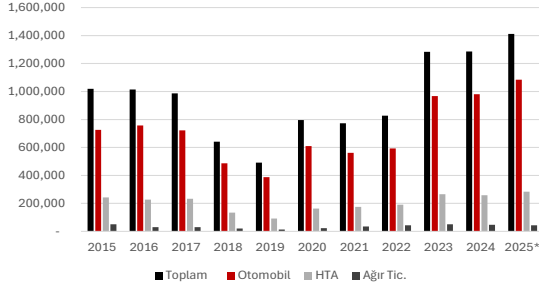
THY FLEET: December 2024		Total	Pegasus FLEET - 9M25-End		Total
Wide Body	A330-2/3	49	BOEING	B737-800	9
	B777-3ER	34	AIRBUS	A320 - 200 ceo	9
	A350-9	24	AIRBUS	A320 - 200 neo	46
	B787-9	23	AIRBUS	A321-200 neo	66
	TOTAL	130	TOTAL	130	
Narrow Body	B737-8/9 MAX	39	Countries Served		54
	A321/320 NEO	82	Number of Destinations		156
	B737-8/9	109	International Destinations		118
	A321/320/319	108	Source: Pegasus		
Cargo	TOTAL	338			
	A330-200F	10			
	B777F	8			
	Wet Lease	6			
TOTAL		24			
GRAND TOTAL		492			
Countries Served		131			
Number of Destinations		352			
International Destinations		302			

Kaynak: THY

- Yolcu trafiğindeki artışın 2026 yılında, pandemi sonrası toparlanma yıllarına kıyasla daha normalleşmesini bekliyoruz. Sektör genelinde uygulanan kontrollü kapasite yönetimi, artan talebin fiyatlama gücünü zayıflatmadan karşılanmasını mümkün kılacaktır. Bu çerçevede, güçlü uluslararası talep, iyileşen ağ optimizasyonu ve daha etkin, talep odaklı kapasite planlaması sayesinde doluluk oranlarının yapısal olarak yüksek seviyelerde seyretmesini bekliyoruz. 2026'yı, havayollarının agresif hacim odaklı büyümeden ziyade doluluk oranı istikrarını ve gelir kalitesini önceliklendirdiği bir yıl olarak değerlendiriyoruz.
- Türk Hava Yolları.** 2026'da yolcu sayısındaki artışın Türk Hava Yolları özelinde, ağ genişliği, İstanbul'un bir ticaret merkezi konumundaki lojistik avantajı ve uzun menzilli trafik akışlarının desteğiyle sürmesini bekliyoruz. Kapasitenin filo teslimatlarıyla paralel olarak artması beklenmekle birlikte, büyümenin kontrollü, seçici ve talep odaklı bir çerçevede gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Etkin bağlantıları, güçlü transfer yolcu trafiği ve çeşitlendirilmiş hat yapısının desteğiyle doluluk oranlarının tarihsel olarak güçlü seviyelerini koruması beklenmektedir. Artan filo verimliliği ve iyileşen uçuş kullanım oranları ise operasyonel performansı desteklerken, ilave kapasiteden kaynaklanabilecek marj ve birim gelir seyrini sınırlayıcı bir unsur olacaktır.
- Pegasus Hava Yolları.** Pegasus'un, turistik ve bireysel seyahat talebinin yanı sıra fiyat odaklı yolcu segmentlerinin desteğiyle 2026 yılında güçlü yolcu büyümesini sürdürmesi beklenmektedir. Kapasite artışlarının talep dinamiklerine paralel şekilde planlanması, düşük maliyetli iş modeli çerçevesinde yüksek doluluk oranlarının korunmasını destekleyecektir. Verimli uçuş kullanımı ve talep odaklı hat seçimi, yoğun rekabet ortamına rağmen doluluk oranları ile birim gelirlerin korunmasına katkı sağlayacaktır.
- Özetle,** 2026'da hem THY hem de Pegasus için yolcu artışının pozitif seyretmesi, doluluk oranlarının ise kontrollü kapasite yönetimi ve dayanıklı talep görünümünün desteğiyle yüksek seviyelerini koruması beklenmektedir. Bu görünümün, gelir performansını desteklemesini bekliyoruz.

Otomotiv Sektörü : Binek Araç Pazarında Yeni Referans Seviye: 1milyon adet!

Üretimin Segment Bazında Dağılımı (adet)

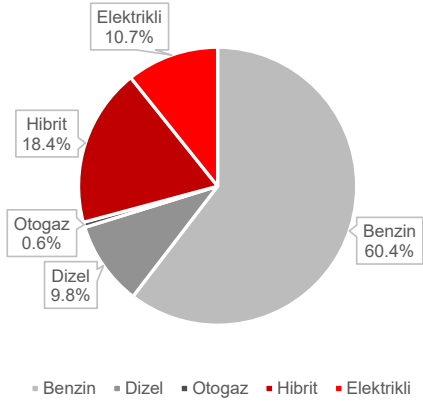


Kaynak: TUIK, Global Menkul Değerler

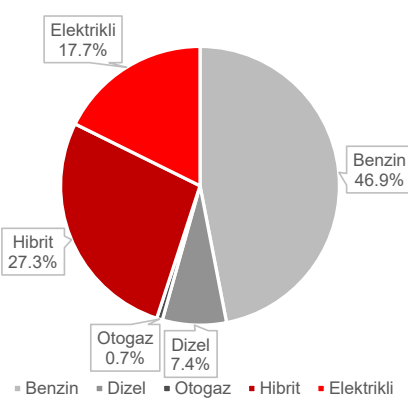
- 2025 yılında Türkiye otomotiv pazarı 1.4mn adet satış ile tarihsel rekorunu yenilerken, otomobil ve hafif ticari araç satışları %10'un üzerinde artış kaydetmiş, ağır ticari araç segmenti ise %4 daralmıştır (Ağır Tic. Aralık verileri tahmindir).
- Otomotiv sektöründe yeni marka ve modelleri ile artan rekabet, yoğun kampanya ortamı, ÖTV düzenlemesi öncesinde öne çekilen talep. Yıl boyunca satış momentumunu desteklemiştir. Buna ek olarak, altın ve faiz getirisi gibi yatırım araçlarından elde edilen kazançların bir bölümünün dayanıklı tüketim talebine yönelmesi, destekleyici ikincil bir unsur olarak öne çıkmıştır. Reel TL'deki değerlendirme ithal araç fiyatlamasına alan yaratırken, artan finansman maliyetlerine markaların kendi bünyelerinde sunduğu alternatif finansman çözümleri de satışları destekleyen tamamlayıcı bir unsur olmuştur.
- 2025 yılında elektrikli araç satışları 191.763 adet ile yıllık %82 artış kaydederek toplam pazar payını %17,7 seviyesine taşırken, Hibrit araç satışları 295.960 adet ile toplam payını %27,3'e yükseltirken, benzinli araçlar 509.144 adet ve %46,9 pay ile liderliğini korumaya devam etmiştir.
- 11A25'te toplam üretim adetleri yıllık bazda sınırlı, %2,7, artış göstererek 1.32mn adet olarak gerçekleşirken (11A24: 1.28mn adet) toplam ihracat adetleri ise 11A25'te yıllık %4,6 artışla 11A24'deki 928,4 bin adetten 971,4 bin adete ulaşmıştır.
- 11A25'te otomobil ihracatı adet bazında %8,4 gerilerken, toplam ihracat adedi %4,9 artışla sınırlı bir artış kaydetmiştir. Buna karşın, toplam ihracat geliri USD37.1mlr seviyesine yükselerek %11,4 artış kaydetmiş; adet düşüşüne rağmen birim fiyatların ve ürün miksinin ihracat gelirlerini desteklemiştir.
- 2025'te en büyük ticaret partnerimiz AB'nin otomotiv pazarında talep; ekonomik büyümedeki zayıflık, yüksek borçlanma maliyetleri ve tüketici güvenindeki düşük seyir nedeniyle sınırlı kalmıştır. Elektrikli araçlara geçiş süreci öngörülen hızın altında gerçekleşmiş; destekleyici teşviklerin geri çekilmesi ve şarj altyapısının yeterince yaygınlaşmaması, elektrikli araç satışlarının ivme kaybetmesine neden olmuştur.
- AB'nin son dönemde sanayi politikası çerçevesinde öne çıkardığı "Made in Europe" yaklaşımı, üretimin, tedarik zincirinin ve katma değer AB sınırları içinde konumlanmasını esas almaktadır. Bu çerçevede; AB dışı ülkelerde üretilen veya yeterli yerel içerik şartını sağlamayan ürünler, teşvikler, kamu alımları ve stratejik sektör destekleri kapsamında dezavantajlı konuma düşebilmektedir. Türkiye'nin bu kapsama dahil edilmemesi halinde, zaten zayıf seyreden AB talep ortamıyla birlikte, otomotiv başta olmak üzere ihracat hacimleri üzerinde ilave baskı oluşma riski bulunmaktadır.
- 2026 yılında yurtdışı pazarının önceki yıla benzer gerçekleşmesini faiz indirim döngüsünün satışları destekleyeceğini buna karşın artan rekabetin marjlar üzerinde etkisinin devam etmesini bekliyoruz. Avrupa pazarı için belirsizliklerin devam etmesi ve büyümenin zayıf seyretmesi dolayısıyla Pazar koşullarının yatay seyretmesini tahmin ediyoruz.

Motor Tipine göre dağılım

(2024)



(2025)



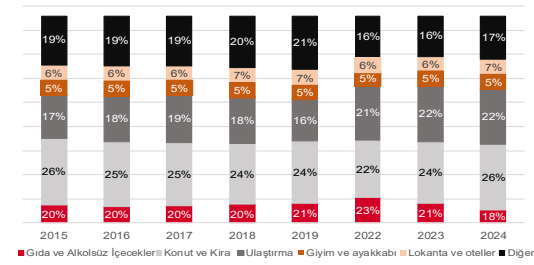
Perakende Gıda: Dezenflasyon Döneminde Öncü Sektör Olmaya Devam Edecek

Perakende Gıda Şirketlerinin Mağaza Sayısı Değişim Oranı



Kaynak: Şirketler, Global Menkul Değerler

Hanehalkının Ana Tüketim Türlerinin Kendi Arasında Dağılımı



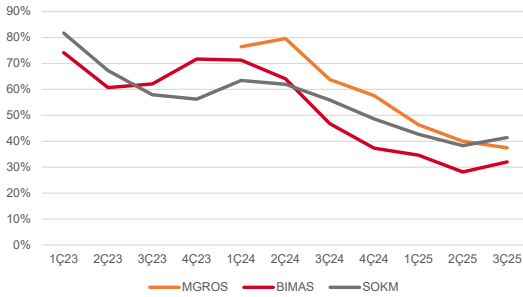
*2020 ve 2021 verisi bulunmamaktadır

Kaynak: TÜİK

Dezenflasyon Döneminde Operasyonel Verimlilik Yatırımları Fark Yaratacak

- Türkiye perakende gıda sektörü**, zorunlu tüketim niteliği nedeniyle makroekonomik dalgalanmalara karşı görece daha dayanıklı bir talep yapısı sergilemektedir. Sektör performansı, yalnızca gelir artışlarından değil; fiyatlama ortamı, tüketici davranışları ve operasyonel verimlilikten beslenmektedir. Yüksek enflasyon dönemlerinde fiyatlama gücü ön plana çıkarken, dezenflasyon sürecinde büyüme daha çok satış hacmi, müşteri trafiği ve pazar payı kazanımı üzerinden şekillenmektedir. Bu çerçevede, perakende gıda sektöründe sürdürülebilir kârlılık; geniş mağaza ağı, maliyet yönetimi ve tedarik zinciri etkinliği gibi unsurların başarısına daha fazla bağlı hale gelmektedir.
- 2026 yılında perakende gıda sektörünün performansı, dezenflasyon süreci, gelir dinamikleri ve operasyonel verimlilik ekseninde şekillenecektir.** 2024–2025 döneminde yüksek gıda enflasyonu ve TÜFE sebebiyle sektör oyuncularının LFL (benzer) mağaza sepet fiyatlamalarında esneklik imkanı tanımış ve nominal büyümeyi desteklemiştir. Enflasyondaki düşüşle birlikte 2026'da bu esnek fiyatlama avantajının zayıflamasını ve büyümenin daha ılımlı bir patikaya oturmasını bekliyoruz. Bu ortamda büyümenin fiyat artışlarından ziyade satış hacmi ve müşteri trafiği üzerinden şekilleneceğini; özel marka payı yüksek ve tedarik zinciri verimliliğini etkin yöneten şirketlerin brüt marjlarını daha dengeli koruyabileceğini düşünüyoruz.
- Enflasyon görünümünde normalleşme ile operasyonel yönetim ön plana çıkacak.** Daha öngörülebilir bir enflasyon görünümü, personel ücret artışlarının kontrol edilebilir bir bantta gerçekleşmesini sağlayarak personel maliyetlerinin daha etkin yönetilmesine imkân tanımaktadır. Bu durum, şirketlerin operasyonel verimlilik odaklı stratejilerinde esneklik sağlamaktadır. Buna karşılık, kira sözleşmelerinin TÜFE'ye endeksli yapısı nedeniyle bu kalemdaki maliyet katılığı korunmaktadır. Düşük petrol fiyatlarıyla birlikte enerji ve lojistik maliyetlerinde artış hızının yavaşlamasını bekliyoruz. Bu çerçevede, 2026'da mutlak bir maliyet düşüşünden ziyade, maliyet artış temposunun yavaşladığı ve verimlilik odaklı ayrışmanın öne çıktığı bir görünüm öngörüyoruz. Güneş enerji santrali (GES), otomasyon, self-checkout ve stok yönetimi yatırımlarının bu ayrışmayı destekleyen başlıca unsurlar olacağını değerlendiriyoruz.
- Sonuç olarak** 2026'da perakende gıda sektöründe büyümenin ana belirleyicileri; pazar payı kazanımı ve operasyonel verimlilik olacaktır. Geniş mağaza ağı, özel marka ürünleriyle marj esnekliği yaratan ve maliyetlerini etkin yöneteceğini düşündüğümüz MGROS ve BIM'i öne çıkarıyoruz.
- Katalizörler**; ücret artışlarının normalleşmesiyle marjların toparlanması, verimlilik projelerinin hız kazanması ve enerji maliyetinin düşük kalması. Başlıca **riskler** ise ücret ve kira kaynaklı maliyetlerde artış, artan rekabet ve promosyonlarda artış ile marjlar üzerinde baskı.

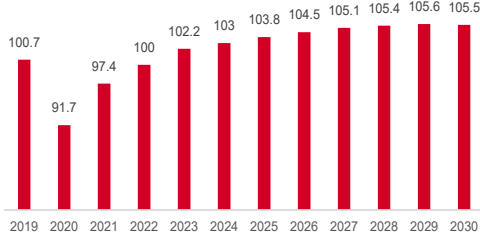
Yıllık LFL Mağaza Satış Geliri Büyümesi



Kaynak: Şirketler, Global Menkul Değerler

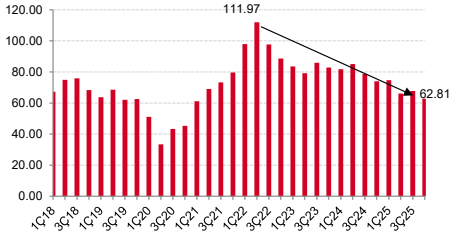
Petrol: Brent fiyatları aşağı yönlü eğilim sergilerken, jeopolitik risklerin düşüşleri sınırlamasını bekliyoruz.

Küresel Petrol Talebi 2019-2030 (günlük mn varil)



Kaynak: IEA, Oil 2025 Analysis

Brent (USD/bbl)



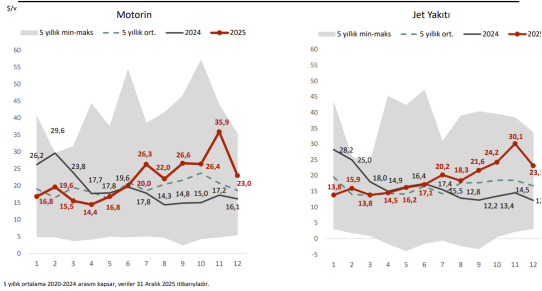
Kaynak: Matriks

Petrol talebi artmaya devam etmekle birlikte, büyüme hızı yavaşlamaktadır.

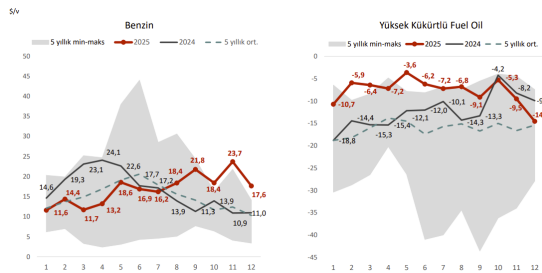
- Küresel petrol talebi.** Küresel petrol talebinin, 2024–30 görünüm dönemi boyunca toplam 2.5mb/d artarak on yılın sonunda 105.5mb/d seviyesine ulaşması beklenmektedir. Ancak bu artışlar belirgin şekilde öne çekilmiş olup, büyümenin 2025–26 döneminde yaklaşık 720kb/d seviyelerinden orta vadede yatay bir görünüme doğru yavaşlaması öngörülmektedir. Talep artışının büyük bölümü gelişmekte olan ekonomilerden kaynaklanırken, OECD dışı petrol talebinin %1.2 CAGR ile büyümesi beklenmektedir. Büyümenin Asya ülkelerinden gelmesi beklenmektedir.
- IEA'nın Aralık ayı Petrol Piyasası Raporu, talep büyümesine ilişkin sınırlı bir yukarı yönlü revizyona işaret etmekte; küresel tüketimin 2025'te iyileşen makroekonomik koşullar ve ticarete ilişkin endişelerin azalmasıyla 835.000bpd artarak 103,92mn bpd'ye ulaşması beklenmektedir. Büyüme, OECD dışı ekonomilerde yoğunlaşmaya devam ederken (+822.000bpd), OECD talebinin genel olarak yatay seyretmesi öngörülmektedir. 2026'da ise küresel petrol talebinin ilave 863.000bpd artarak 103,4mn bpd seviyelerinden 104,79mnbpd'ye yükselmesi beklenmekte olup, ivme kaybeden bir tüketim artışına işaret etmektedir.
- 2026 yılında petroldeki talep artışı 2024 ile karşılaştırılabilir görünüyor, ancak ülke bazında değişiklikler var. ABD petrol talebinin, daha düşük pompa fiyatlarının desteğiyle yaklaşık 1,1mb/d artarak ~20mb/d seviyesine yükselmesi beklenmektedir. Buna karşılık Çin'deki talep artışı elektrikli araç adaptasyonunun etkisiyle yaklaşık +30kb/d ile sınırlı kalarak 18,7mb/d seviyesine ulaşacaktır. Suudi Arabistan'da ise petrol talebinin, elektrik üretiminde petrol kullanımının doğal gaz ve yenilenebilir kaynaklar lehine kademeli olarak azaltılmasıyla yaklaşık 620kb/d gerilemesi beklenmektedir. Bu dönüşüm gelecek on yıl içinde petrol tüketimini yaklaşık 1mb/d azaltıcı rol oynayacaktır.
- Küresel petrol arzı.** Talepteki görece yavaşlama ve yüksek stoklar üretim artışını kısıtlamarken devam eden jeopolitik riskler ise petrol fiyatlarında aşağı yönlü riskleri sınırlamaktadır. 2026 yılında petrol arzının günlük 3.1mn varil, 2027'de ise 2.5mn varil artması beklenmektedir. Bu artış, piyasada arz yönlü bir sıkışıklık yaşanmadığına ve küresel petrol piyasasının yapısal olarak rahat bir arz dengesine sahip olduğuna işaret etmektedir. Bu çerçevede OPEC' yapısız arz fazlası ortamında ham petrol fiyatlarındaki aşağı yönlü baskıyı sınırlamayı hedefleyen bir fiyat dengeleyici olarak hareket etmesi olasıdır.
- Küresel petrol fiyatları ve rafinaj görünümü.** Stokların 2026'ya kadar artmaya devam etmesinin ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı yaratmasını bekliyoruz; bu çerçevede Brent petrolün 1Q26'da ortalama yaklaşık USD60/varil seviyesinde seyretmesi ve sonrasında genel olarak bu bandta kalması öngörülmektedir. Bununla birlikte, OPEC+'ın üretim disiplinini koruması, devam eden Rusya-Ukrayna gerilimleri, ve diğer jeopolitik gelişmeler fiyatlardaki olası düşüşü sınırlayıcı unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Petrol: Mevcut ortamdan en fazla fayda sağlayan kesim rafineriler olmuştur.

Orta Distilat Ürün marjları



5 yıllık ortalama 2020-2024 arası hesap, veriler 31 Aralık 2025 itibarıdır.



5 yıllık ortalama 2020-2024 arası hesap, veriler 31 Aralık 2025 itibarıdır.

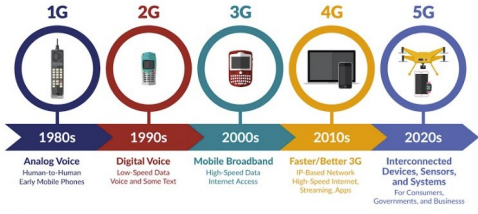
Kaynak: Tüpraş

Arz fazlası ham petrol fiyatları üzerinde baskı yaratırken, orta distilat marjları güçlü seyretmektedir.

- 2026'da yüksek jeopolitik riskler devam edecek.** Jeopolitik riskler ham petrol fiyatları üstünde etkin olmaya devam etmektedir. Artan arz fazlası endişeleri ham petrol fiyatları üzerinde baskı yaratırken, rafine edilmiş ürünlerdeki yapısal arz açıkları nedeniyle orta distilat ürün marjları güçlenmeye devam etmektedir. Bu ayrışma; jeopolitika kaynaklı arz kesintileri, Rusya'nın Avrupa'ya ihracatındaki azalma ve küresel rafinaj kapasite ilavelerinin sınırlı kalması sonucunda özellikle dizel ve jet yakıtı tedarikindeki sıkışıklığı yansıtmaktadır.
- Mevcut dinamikler rafineri marjını desteklemektedir.** AB'nin Rus enerji kaynaklarına yönelik kısıtlamalarıyla güçlenen dizel ve jet marjları 3Q25'te çok yüksek seyrederek karlılığa katkıda bulunurken bu durum kış mevsimine rağmen 4Q25'e de taşınmıştır. 3Q25'te görülen olağanüstü seviyelerin 4Q25'te normalleşmesi beklenmekle birlikte yıllık bazda karşılaştığımızda tarihi seviyeler görülmemiştir. 2Y25 marjlarının 1Y25 ortalamalarının belirgin şekilde üzerinde kalması öngörülmektedir. Bu görünüm; sonbahar rafineri bakımları, mevsimsel ısınma ve elektrik talebi ile kalıcı olarak sıkı seyreten stoklar tarafından desteklenmektedir. Kasım ayı marjları artan jeopolitik gerilimler ve rafinerilere yapılan drone saldırıları nedeniyle geçici olarak yükselmiş olup, Aralık ayında normalleşmiş ve mevsim normallerinin üzerindeki sıcaklık koşullarına rağmen yüksek seviyelerini korumuştur.
- Elektrifikasyon ve petrol talebi.** Elektrifikasyon, küresel petrol talebinin büyüme hızını yapısal olarak aşağı çekse de henüz talepte süreklilik arz eden bir düşüşe neden olmamıştır. Avrupa'da elektrifikasyon sürecinin politika ayarlamaları, altyapı kısıtları ve maliyet unsurları nedeniyle yavaşlaması, petrol tüketimi üzerindeki kısa vadeli aşağı yönlü baskıyı azaltmıştır. Petrokimya, havacılık ve denizcilik gibi elektrifikasyonun zor olacağı sektörlerin yanı sıra gelişmekte olan piyasaların desteğiyle talep; daha yavaş olmakla birlikte artışı sürdürmektedir.
- Tüpraş.** Bu çerçevede, mevsimsel etkiler sınırlayıcı olsa da, dayanıklı rafinaj marjlarının desteğiyle Tüpraş'ın 4Q25'te güçlü bir operasyonel performans sergilemesini bekliyoruz; çeyrek sonuna doğru bir miktar normalleşme görülsa dahi marjların destekleyici kalacağı kanaatindeyiz. 2026'ya bakıldığında, sektör verileri dizel marjlarının uzun dönem ortalamalarının yapısal olarak üzerinde seyredeceğine işaret etmekte olup, bu durum karmaşık rafineriler için sürdürülebilir kârlılık dayanıklılığını desteklemektedir. Tüpraş için 2026 yılında ortalama 6,4USD/bbl net rafinaj marjı ve yalnızca rafineri operasyonlarından yaklaşık 1,3mlr USD FAVÖK'ü öngörüyoruz.

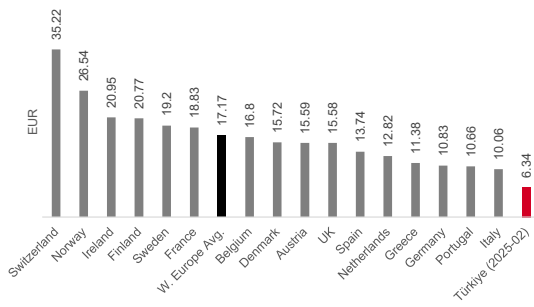
Telekomünikasyon: 5G yolculuğu, yapay zekâ ve Nesnelerin İnterneti (IoT)

5.0G Frekansına Olan Yolculuk



Kaynak: Hwp

Ülkelere Göre Mobil ARPU (EUR)

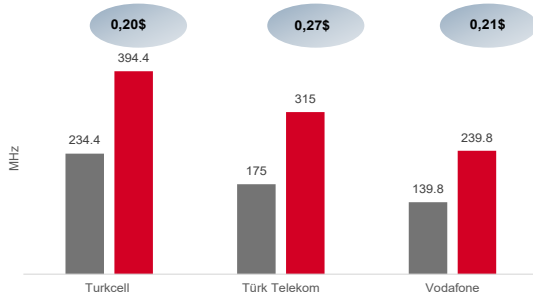


Kaynak: GSMA Intelligence

- Daha volatil bir dünyada internet bağlantı altyapısının gücü.** Küresel ölçekte gittikçe artan oynaklık ortamında bağlantı altyapısı her zamankinden daha kritik bir konuma gelmiştir. Jeopolitik ayrışma, tedarik zincirlerinin yeniden yapılanması ve hızlanan dijitalleşme, telekomünikasyon sektörünün küresel ekonomide stratejik işlevine daha yüksek değer katmaktadır. Sektör, geleneksel bir internet altyapı sağlayıcısı olmanın ötesine geçerek; tüketici odaklı hizmetlerin yanı sıra kritik endüstriyel uygulamaları destekleyen dijital ekosistemlerin temel yapıtaşı haline gelmektedir. Yapay zekâ, otonom sistemler, Nesnelerin İnterneti (IoT) ve sürdürülebilir enerji çözümlerindeki ilerlemeler, hem günlük yaşamın hem de kurumsal operasyonların ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir. Bu dönüşüm, dijitalleşmeyi daha görünür kılarken; telekom altyapısını verimlilik artışı, operasyonel etkinlik ve sektörler genelinde inovasyon için temel bir girdi konumuna taşımaktadır.
- Yapay zekâ (AI) kaynaklı veri büyümesi ve ağ zekâsı.** 2026 itibarıyla yapay zekâ tabanlı uygulamaların daha yaygın hale gelmesi, veri tüketimini ve ağ yoğunluğunu yapısal olarak artıran bir unsur olarak öne çıkmaktadır. AI destekli servisler, bulut bağlantıları ve düşük gecikmeli ağ ihtiyacı; mobil veri kullanımı ve kurumsal bağlantı çözümlerine olan talebi desteklemektedir. Bu eğilim, telekom operatörleri açısından hacim bazlı büyümenin yanında daha istikrarlı kullanıcı başına gelirlerin (ARPU) artışı da beraberinde getirmektedir. Aynı zamanda yapay zekânın ağ yönetiminde kullanımı; bakım, kapasite planlaması ve servis sürekliliği açısından operasyonel verimliliği artırmaktadır.
- 5G, 5.5G ve sonrası.. Altyapıdan platforma geçiş.** 5G ihaleleri ve lisanslama süreçlerinin tamamlanmasının ardından, ticari 5G kullanımının Nisan 2026'da başlaması planlanmaktadır. 2026 boyunca, 5.5G'ye yönelik erken aşama kullanım senaryolarının da gündeme gelmesiyle birlikte; yüksek bant genişliği, düşük gecikme ve daha güvenilir bağlantı özellikleri ön plana çıkacaktır. Bu gelişmeler, IoT, endüstriyel otomasyon ve akıllı şehir uygulamalarında benimsemeyi hızlandırarak, telekom operatörlerini salt bağlantı sağlayıcısından stratejik altyapı ortağı konumuna taşımaktadır.
- Kurumsal talep ve IoT genişlemesi.** Artırılmış ve sanal gerçeklik (AR/VR) tabanlı çözümlerin eğitim, sağlık ve kurumsal eğitim alanlarında daha geniş kabul görmesi beklenmekte; bu durum yüksek kapasiteli ve düşük gecikmeli ağlara olan talebi artırmaktadır. Buna paralel olarak, gelişen IoT ekosistemlerinin özellikle lojistik, imalat ve enerji yönetimi alanlarında ilave kurumsal gelirler yaratması ve telekom sektöründe daha yüksek katma değerli dijital hizmetlere doğru kademeli bir geçişi desteklemesi öngörülmektedir.
- Strateji görüşü.** 2026'yı, telekom operatörlerinin döngüsel talep unsurlarından ziyade yapısal teknoloji rüzgârlarından fayda sağladığı bir yıl olarak görüyoruz. Yapay zekâ kaynaklı veri kullanımı, IoT'nin yaygınlaşması ve 5G ile erken aşama 5.5G hizmetlerinin devreye alınması; gelir görünürlüğüne güçlendirerek sürdürülebilir kârlılığı destekleyecektir. 2026'da teknoloji trendleri telekomu dönüştürmekten ziyade stratejik önemini pekiştirmekte; uzun vadeli büyüme için bağlantısallık, veri ve dijital altyapı ekseninde sağlamlaştırmaktadır.

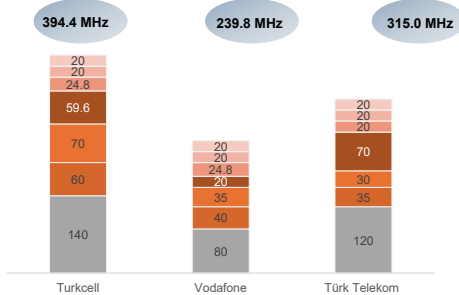
Telekomünikasyon: Yeni bir dönem ve Rekabet

5G Frekans İhalesi Sonuçları



Kaynak: Turkcell

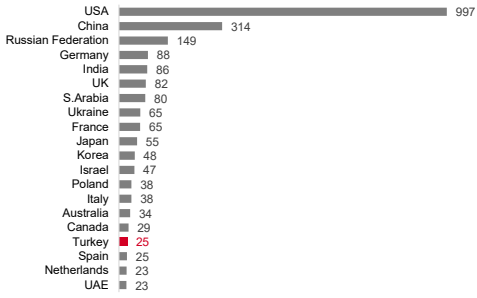
Frekans Bantları (MHz)



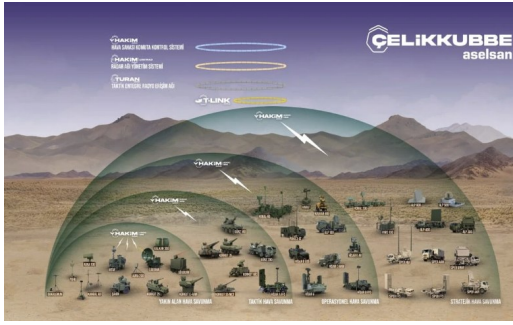
- Türk telekom şirketleri için sırada ne var?** Türk telekomünikasyon sektörünün; enflasyonist ortamda korunan güçlü fiyatlama gücü, yüksek faturalı abone oranı ve yapısal olarak artmaya devam eden veri tüketiminin desteğiyle, diğer sektörlerle kıyasla görece daha dayanıklı bir performans sergilemesini bekliyoruz. Mobil ve sabit geniş bant segmentlerinde devam eden tarife güncellemeleri, artan mobil veri kullanımı ve hizmetler arası satışların derinleşmesi reel ARPU büyümesini desteklerken, geniş bant penetrasyonundaki artış da devam etmektedir. Türkiye'de mobil ARPU'nun (6,34EUR) AB ortalamasının (17,2EUR) belirgin şekilde altında kalması, sektör açısından anlamlı bir yakınsama alanına işaret etmektedir. Kullanım yoğunluğundaki artış, hizmet kalitesindeki iyileşme ve ürün karmasının kademeli olarak Avrupa standartlarına yaklaşması, orta vadede ARPU büyümesi için ek bir manevra alanı yaratmaktadır. Bu çerçevede, sektör genelinde gelir görünürlüğüne ve sürdürülebilir nakit akışı üretimini desteklemeye devam etmektedir.
- 5G ihalesiyle yeni büyüme fazi.** 5G hizmetlerinin Nisan 2026 itibarıyla ticari olarak devreye alınması, telekom operatörleri açısından yeni bir büyüme evresinin başlangıcına işaret etmektedir. Erken aşamada 5.5G kullanım senaryolarıyla birlikte 5G'nin veri yoğunluğunu artırması; özellikle IoT, kurumsal çözümler ve düşük gecikme gerektiren uygulamalar üzerinden ilave gelir alanları yaratması beklenmektedir. Yatırım gereksinimlerinde artış öngörülse de, güçlü FAVÖK üretimi bilanço yapısını koruyacaktır. Verimlilik odaklı yatırım harcamaları ile yenilenebilir enerji yatırımlarının da marj sürdürülebilirliğini desteklemesi beklenmektedir.
- Spektrum dağılımı ve rekabet dengesi.** Türkiye'de tamamlanan 5G yetkilendirme ihalesi, sektör açısından önemli bir dönüm noktasıdır. Toplam ihale geliri KDV dahil USD3,53milyar ile USD2,13milyar seviyesindeki asgari hedefin belirgin biçimde üzerine çıkmıştır. Turkcell, beş pakette toplam 160MHz ile azami spektrum tahsisini elde ederek 5G'deki lider konumunu güçlendirmiştir. Türk Telekom 140MHz için USD1,09milyar, Vodafone ise 100MHz spektrum hakları için USD627milyon ödeme taahhüdünde bulunmuştur.
- Stratejik dönüşüm ve yatırım döngüsü.** Spektrum dağılımı ve yatırım döngüsü. Türkiye'de tamamlanan 5G yetkilendirme ihalesi sektör açısından önemli bir dönüm noktasıdır. Toplam ihale geliri, KDV dahil USD3,53milyar ile USD2,13milyarlık asgari hedefin belirgin biçimde üzerine çıkmıştır. Turkcell 160MHz ile en geniş spektrum tahsisini elde ederken, Türk Telekom 140MHz için USD1,09milyar, Vodafone ise 100MHz için USD627milyon ödeme taahhüdünde bulunmuştur. Yetkili otoriteler ihaleyi yalnızca bir frekans tahsisine değil, Türkiye'nin dijital altyapısında stratejik bir dönüşüm adımı olarak konumlandırmaktadır.
- Starlink etkisi ve 2026 görünümü.** Starlink, erişimi sınırlı bölgelerde tamamlayıcı bir alternatif sunmakla birlikte, maliyet ve kapasite kısıtları nedeniyle ana akım mobil ve sabit genişbant gelirleri için sınırlı bir tehdit oluşturmaktadır. Genel olarak sektörün 2026 görünümü; istikrarlı gelir büyümesi, güçlü nakit üretimi ve teknoloji destekli yapısal kârlılığa işaret etmektedir..

Savunma: Ulusal güvenlik stratejik bir zorunluluk olarak öne çıkmaktadır

2024 Savunma Harcamaları — İlk 20 ülke ve Türkiye (USD mlr)



Kaynak: World Bank



- **Global ölçekte artan savunma harcamaları.** Jeopolitik risklerin yüksek seyretmesi ve ulusal güvenliğin politika önceliği olmaya devam etmesiyle birlikte, savunma harcamalarının 2026 yılında da artış eğilimini sürdürmesini bekliyoruz. 2023'te jeopolitik gelişmelerin tetiklediği küresel harcama artışı, 2024 ve 2025 döneminde hem hacim hem de bütçe bazında güçlenerek devam etmiştir. 2026 itibarıyla güvenlik endişeleri ve uzun vadeli savunma planlamaları yapısal bir ihtiyaç halien gelmiştir. Avrupa'da artan güvenlik endişeleri bu eğilimin ana itici gücü olurken; Fransa, Almanya, İtalya, İspanya ve Avusturya dahil birçok AB ülkesinin savunma bütçelerini 2024'teki yaklaşık %2 seviyesinden GSYH'nin %5'ine yakın oranlara taşımaya yönelmesi dikkat çekmektedir. ABD'nin NATO ülkelerinden savunma harcamalarını %3,5'i doğrudan ekipman ve %1,5'i altyapı yatırımı olmak üzere toplamda GSYH'nin %5'ine yükseltme talebi, 2026 ve sonrasında yönelik en güçlü yapısal katalizörlerden biri olarak öne çıkmaktadır.
- Bu çerçevede Türkiye, NATO üyesi kimliği, stratejik jeopolitik konumu, çok cepheli güvenlik ihtiyaçları ve yerli-millî çözümlere yönelik politika tercihi sayesinde istikrarlı yüksek savunma harcaması yapan ülkeler arasında ayrılmaktadır. 2024'te askeri harcamalarda ~USD25bn seviyesindeki harcama ile Türkiye 17. sıraya yükselmiştir. Türkiye'nin coğrafi konumu savunma yatırımlarının devam edeceğine işaret etmektedir. 2026'da savunma ekipmanları bütçesinin yaklaşık USD18bn seviyesine yükseltilmesi ve artışın önemli bir bölümünün Çelik Kubbe projesi kaynaklı olması, önemli adıma işaret etmektedir. Ukrayna-Rusya savaşının sona ermesi senaryosunda dahi savunma harcamalarında kalıcı bir geri çekilme beklemiyoruz.
- **ASELSAN: bütçe kesişiminde güçlü konumlanma.** Bu makro ve sektörel çerçevede ASELSAN, hava savunma, radar, elektronik harp, elektro-optik, C4ISR, aviyonik ve güdüm sistemleri başta olmak üzere yüksek katma değerli savunma elektroniği alanlarında Türkiye'nin en önemli oyuncusudur. NATO uyumlu, ağ-merkezli bir savunma mimarisi olarak tasarlanan Çelik Kubbe'nin katmanlı yapısında ASELSAN'ın sistem ve alt sistem düzeyindeki rolü belirgindir. Entegre Savunma Sistemleri kapsamında; hava ve füze savunma, kara ve silah sistemleri, deniz ve sualtı sistemleri, komuta-kontrol ve insansız sistemlere yayılan geniş ürün portföyü, artan ihracat ayak izi ve maliyet odaklı ürün portföyü, ASELSAN'ın hem yurt içi yatırımlardan hem de küresel ölçekte elektronik harp ve ağ-merkezli savunma konseptlerine geçişten faydalanmasını sağlamaktadır. 3Ç25 itibarıyla USD17,9bn seviyesine ulaşan iş yükü, güçlü talep görünümünü teyit etmektedir.
- **Riskler ve sektör görünümü.** 2026'da izlenmesi gereken başlıca riskler; yüksek sipariş hacmi altında operasyonel icra, tedarik zinciri yerleşmesi, ihracat ölçeklenirken artan işletme sermayesi ihtiyacı ve küresel ana yüklenicilerle rekabetçi ihalelerde fiyat baskısıdır. Genel olarak sektörün 2026'da incumbent ağırlıklı bir yapı sergilemesini; elektronik sistemler, hava savunma ve elektronik harp alanlarının en yüksek ikna gücüne sahip büyüme başlıkları olmaya devam etmesini bekliyoruz. İhracat performansı ise sürdürülebilir ayrışmanın temel belirleyicisi konumundadır.

MODEL PORTFÖY

2026 Uzun Vadeli Model Portföy

Ortaya çıkan makroekonomik görünüm ve küresel konjonktür çerçevesinde, 2026 stratejimizi dezenflasyon süreci ve kademeli faiz indirimi beklentileri ekseninde şekillendiriyoruz. Bu doğrultuda,

- **Bankacılık; GYO; Çimento; Enerji; Perakende Gıda; Taahhüt; Petrol; Holding** beğendiğimiz sektörler olarak öne çıkarken;

Daha düşük faiz ortamı, faiz marjında iyileşme, reel olarak istikrarlı kur görünümü, belirleyici küresel ekonomilerde eğilim/öngörü/ekonomi politikaları, ihracat pazarlarında görünüm ve cazip çarpanlar tercihlerimizi belirleyici ana unsurlar olmaktadır.

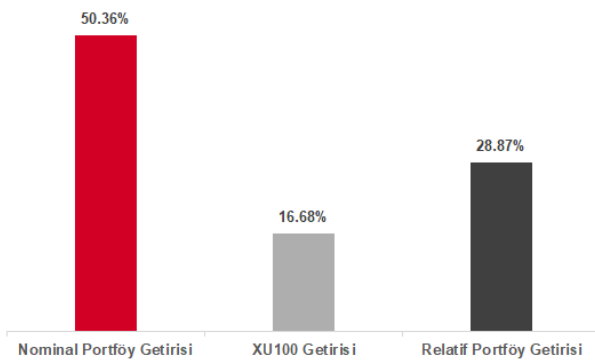
BİST100 endeksi için 12 aylık hedef fiyatımızı 16.600TL olup, 2025 yıl sonuna göre %45 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Öne Çıkardığımız Hisse Senetleri					
Hisse	Piyasa Değeri (mn TL)	Fiyat (TL)	12A Hedef Fiyat	Tavsiye	Getiri Pot.
AKBNK	384,800	74.00	104.00	AL	41%
ASTOR	145,608	145.90	203.50	AL	39%
CIMSA	43,024	45.50	72.80	AL	60%
EKGYO	79,420	20.90	34.00	AL	63%
ENKAI	480,900	80.15	116.70	AL	46%
KCHOL	493,232	194.50	286.00	AL	47%
MGROS	110,081	608.00	885.70	AL	46%
TUPRS	421,005	218.50	285.00	AL	30%

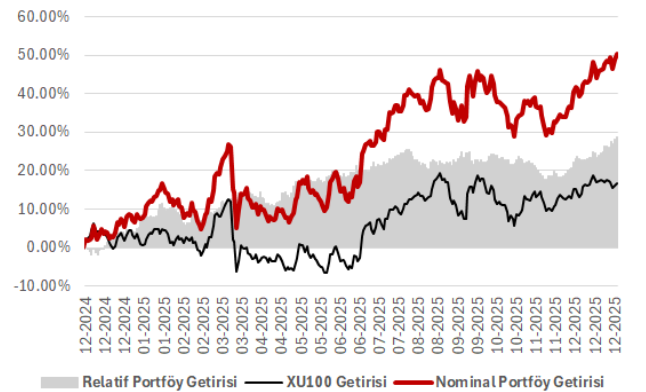
2026 yılı için Uzun Vadeli Model Portföyümüzde beğendiğimiz hisseler ise aşağıdaki gibidir

- **Akbank (AKBNK):** Güçlü sermaye yeterliliği ve yüksek likidite
- **Astor Enerji (ASTOR):** Yüksek sipariş görünürlüğü ve ihracat odaklı büyüme
- **Çimsa (CIMSA):** Yüksek marjlı ürünler ve küresel yatırımlarla defansif oyuncu
- **Emlak Konut GYO (EKGYO):** Faiz düşüşüne duyarlı güçlü arsa ve konut portföyü
- **Enka İnşaat (ENKAI):** Yüksek net nakit ve uzun vadeli iş yükü, öngörülebilir karlılık
- **Koç Holding (KCHOL):** Çeşitlendirilmiş portföy yapısı ve istikrarlı nakit üretimi
- **Migros (MGROS):** Operasyonel verimlilik yatırımları ve güçlü online satışları
- **Tupras (TUPRS):** Güçlü rafineri marjları, yüksek karlılık ve FAVÖK

Model Portföy Getirisi 2025



BIST 100 Getirisi - Araştırma Model Portföy



Akbank (AKBNK)

Öneri	AL
Hedef Fiyat:	₺104.00
Getiri Potansiyeli:	41%
Hisse Fiyatı (TL):	74.00
Piyasa Değeri (milyon TL):	384,800
Hisse Adedi (milyon):*	5,200.0
Fili Dolaşım Oranı (%):	52.00
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (milyon TL):	200,096
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Banka
Hisse Performans (14/01/2026)	
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	47.88 - 75.2
	1H 1A 3A ybb
Nominal	2.4% 6.4% 38.3% 6.0%
Rölatif (BIST-100)	-0.5% -2.7% 15.4% -3.5%
BIST-100'deki ağırlığı	5.36
Yabancı Payı	Mevcut 12A önce
	47.48% 48.46%
Finansal Göstergeler	
(TL milyon)	2023 2024 2025T 2026T
Net Faiz Geliri	63,547 65,045 96,862 172,594
Net Kar	66,479 42,366 65,423 122,156
Net Faiz Marjı	4.9% 3.3% 3.1% 4.4%
F/K	2.9x 7.96x 5.88x 3.15x
FD/DD	0.9x 1.4x 1.2x 0.9x
Öz Sermaye Karlılığı	36% 19% 25% 30%
Hisse Başı Getiri	12.78 8.15 12.58 23.49

- 2026 yılında faiz indirim döngüsünün belirginleşmesiyle birlikte güçlü sermaye yapısı, yüksek döviz likiditesi ve artan pazar payı ile Akbank'ın özel bankalar arasında olumlu ayrışmasını bekliyoruz.
- TL ağırlıklı bilanço yapısı faiz indirim sürecinde net faiz marjının kontrollü biçimde toparlanmasını desteklemektedir. Kısa vadeli TL fonlama maliyetlerinin politika faizine hızlı uyum göstererek gerilemesine karşılık, mevduat faizlerinin daha gecikmeli ayarlanması, net faiz marjı üzerinde kademeli bir iyileşme sağlamasına olanak tanımaktadır. Banka, yurt içinde yaygın şube ağı ve güçlü müşteri tabanı ile vadesiz ve düşük maliyetli kaynaklara erişimde rakiplerine kıyasla daha kolay konumlanabilmektedir; bu da faiz indirimlerinin negatif etkilerinin sınırlanmasına yardımcı olacaktır.
- Akbank, 2022 yılında %14 olan komisyon gelirleri pazar payını 2025'in ilk 9 ayı itibarıyla %18'e çıkararak bu alandaki gücünü pekiştirmiştir. Banka, %105'e ulaşan komisyon/gider oranıyla operasyonel maliyetlerini karşılama konusunda sektör ortalamasının üzerinde bir verimlilik sergilerken, %12,4'lük çekirdek sermaye oranıyla da en dirençli ikinci banka konumundadır. Ayrıca %91 seviyesindeki TL kredi/mevduat rasyosu, büyüme potansiyelini desteklemektedir.
- Aktif kalitesi tarafında ihtiyatlı duruşun korunması ve güçlü karşılık politikası, risk maliyetinin yönetilebilir seviyelerde kalmasına olanak sağlamaktadır. Takipteki krediler için yüksek karşılık oranı ve düşük Aşama 2 kredi payı, aktif kalitesindeki bozulmaların kârlılık üzerindeki etkisini sınırlamaktadır.
- Bankanın güçlü döviz likiditesi ve yüksek kaliteli likit varlık yapısı, oynak piyasa koşullarında dahi bilanço esnekliğini korumasına olanak sağlamaktadır. Likidite yönetiminin muhafazakar yapısı, fonlama tarafında ilave maliyet baskısının oluşmasını sınırlayan bir unsur olarak öne çıkmakta.
- Banka, güçlü sermaye tamponları ve ihtiyatlı karşılık politikası sayesinde kredi büyümesini seçici biçimde sürdürürken aktif kalitesini koruma kapasitesine sahiptir. Ücret ve komisyon gelirleri tarafında ise ödeme sistemleri ve yaygın müşteri tabanının katkısıyla faaliyet giderlerini dengeleyen bir yapı devam etmektedir. Akbank'ı, dengelenmiş bilanço yapısı sayesinde 2026 yılında marj iyileşmesinde en iyi konumlanmış bankalardan biri olarak değerlendiriyoruz.

Astor Enerji (ASTOR)

Öneri	AL
Hedef Fiyat:	₺203.50
Getiri Potansiyeli:	39%
Hisse Fiyatı (TL):	145.90
Piyasa Değeri (milyon TL):	145,608
Hisse Adedi (milyon):*	998.0
Fili Dolaşım Oranı (%):	37.00
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (milyon TL):	53,875
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Elektrik Malzemeleri
Hisse Performans (14/01/2026)	
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	80.6 - 147.5
	1H 1A 3A ybb
Nominal	25.3% 39.9% 64.9% 24.8%
Rölatif (BIST-100)	21.9% 27.9% 37.5% 13.6%
BIST-100'deki ağırlığı	1.44
Yabancı Payı	Mevcut 12A önce
	19.97% 44.93%
Finansal Göstergeler	
(USD milyon)	2023 2024 2025T 2026T
Ciro	24,421 26,624 37,540 59,628
FAVÖK	8,369 7,971 11,682 18,460
Net Kar	6,639 5,025 7,742 16,896
FAVÖK marjı	34.3% 29.9% 31.1% 31.0%
Net marj	27.2% 18.9% 20.6% 28.3%
FD/FAVÖK (x)	13.3 14.0 12.0 7.6
F/K (x)	17.5 23.1 18.8 8.6
FD/Satış (x)	4.57 4.19 3.73 2.35
Net Borç/FAVÖK (x)	-0.3x -0.7x -0.3x -0.4x

- ASTOR Enerji, transformator ve anahtarlar ekipmanları alanında Türkiye'nin en güçlü üreticilerinden biridir. Şirket, ölçek avantajı ve yüksek kârlılığı sayesinde sektörde belirgin bir ayrışma göstermektedir. Dikey entegre üretim yapısı, geniş ürün gamı ve kamu ile özel sektör müşterileriyle kurduğu uzun vadeli ilişkiler, bu güçlü konumun temelini oluşturmaktadır.
- Ankara'da inşası süren 228bin m² kapalı alana sahip yeni üretim tesisi, şirketin orta-uzun vadeli büyüme stratejisinin temel bileşenidir. İlk fazı tamamlanan ve makine kurulumları başlayan tesisin 1Ç26'da devreye alınması, finansallara anlamlı katkının ise 2Ç26 itibarıyla görülmesi beklenmektedir. Yeni yatırımla birlikte toplam üretim kapasitesinin kademeli olarak yaklaşık iki katına çıkması, operasyonel verimlilikte ve ölçek ekonomilerinde belirgin iyileşme sağlaması öngörülmektedir. Ayrıca bakır ve alüminyum iletkenlerin şirket bünyesinde üretilmesi, maliyet kontrolünü güçlendirirken tedarik zinciri risklerini azaltmaktadır.
- Talep tarafında, Türkiye'de artan elektrik tüketimi, şebeke genişletme çalışmaları ve mevcut altyapının yenilenme ihtiyacı, transformator talebini desteklemeye devam etmektedir. Talebin önemli bir kısmının yenileme kaynaklı olması, sektöre görece istikrarlı bir zemin sunmaktadır. Küresel ölçekte ise elektrifikasyon ve yenilenebilir enerji yatırımlarının hız kazanması, transformator ve anahtarlar ekipmanlarına yönelik talebi yapısal olarak artırmaktadır.
- ASTOR Enerji'nin ihracat ağı, geniş coğrafi yayılımı ve farklı pazarlara erişimi, şirketi iç pazara bağımlılıktan uzaklaştırırken döviz bazlı gelir üretme kapasitesini güçlendirmektedir. Şirket 90'dan fazla ülkeye satış yapmakta olup, ihracatın toplam gelirler içindeki payı 2025/09 itibarıyla %46 seviyesine ulaşmıştır. Orta vadede bu oranın %50 seviyelerine çıkması hedeflenmektedir. 786milyonUSD seviyesindeki güçlü sipariş bakiyesi, gelir görünürlüğünü desteklemektedir.
- ABD, Avrupa, Orta Doğu ve Afrika öncelikli ihracat pazarları olmaya devam ederken; ABD'de eskiyen altyapı ve veri merkezlerinin artışı, Ukrayna ve Suriye'de olası yeniden yapılanma süreçleri, şirket açısından ilave orta vadeli fırsatlar sunmaktadır. Buna karşın artan rekabet, hammadde fiyat oynaklığı ve küresel yatırım döngüsüne ilişkin belirsizlikler, yakından izlenmesi gereken temel risk unsurlarıdır.

Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Öneri	AL
Hedef Fiyat:	₺72.80
Getiri Potansiyeli:	60%
Hisse Fiyatı (TL):	45.50
Piyasa Değeri (m TL):	43,024
Hisse Adedi (mn):*	945.6
Fili Dolaşım Oranı (%):	45.00
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (m TL):	19,361
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Çimento, Beton

Hisse Performans (14/01/2026)				
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):				41.18 - 56.69
	1H	1A	3A	ybb
Nominal	-0.7%	-6.2%	6.7%	-2.2%
Rölatif (BIST-100)	-3.4%	-14.2%	-11.0%	-10.9%
BIST-100'deki ağırlığı				0.89
Yabancı Payı				Mevcut 12A önce
				8.47% 7.57%

Finansal Göstergeler				
(TL mn)	2023	2024	2025T	2026T
Ciro	29,604	28,151	45,470	58,257
FAVÖK	5,284	5,560	8,172	11,214
Net Kar	3,596	2,688	3,429	5,564
FAVÖK marjı	17.8%	19.8%	18.0%	19.3%
Net marj	12.1%	9.5%	7.5%	9.6%
FD/FAVÖK (x)	9.7	10.1	8.0	5.8
F/K (x)	9.5	12.8	12.9	7.9
FD/Satış (x)	1.73	1.82	1.44	1.12
Net Borç/FAVÖK (x)	0.6x	2.4x	2.6x	2.5x

- Çimsa'nın son yıllarda hız kazanan küresel büyüme stratejisi, şirketi yerel bir çimento üreticisinden yüksek katma değerli ve yapı malzemeleri ürünlerine odaklanan uluslararası bir oyuncuya dönüştürmektedir. Buñol ve Mannok satın alımlarıyla Avrupa'daki varlığını güçlendiren, Houston tesisinde beyaz çimento öğütme hattına ek olarak 4Ç25'te devreye giren gri çimento öğütme tesisiyle Kuzey Amerika'da kapasitesini artıran Çimsa, döviz bazlı gelir payını Mannok satın alımıyla birlikte %70 seviyesine çıkarmış ve operasyonel ve finansal dayanıklılığını artırmıştır. Bu yapı, şirketi yerel talep ve fiyatlamaya oynaklığına karşı daha korunaklı hale getirirken coğrafi konumunu genişleterek satış seçeneklerini artırmaktadır.
- Ürün karmasında beyaz çimentoda dünyada ikinci, kalsiyum alüminat çimentosunda (CAC) ise dünyada ilk üç büyük üretici arasında yer alan Çimsa, yüksek marjlı ürünlerde sektörde ayrılmaktadır. Şirket, CAC tarafında 2026'da yaklaşık 66bin ton klinker kapasite artışıyla toplam kapasitesini 197bin ton klinker seviyesine çıkarmayı hedeflemekte olup FAVÖK marjına olumlu yansımaları bekliyoruz. Mannok ile portföye eklenen yapı malzemeleri, ürün çeşitliliğini artırıp büyüme hikâyesini desteklerken şirketin gelir yapısını sektörel risklere karşı dengeli hale getirmektedir.
- Enerji verimliliği ve sürdürülebilirlik yatırımları, Çimsa'nın maliyet yapısında kalıcı iyileşme sağlayan bir diğer önemli unsurdur. Buñol, Afyon ve Eskişehir fabrikalarında devreye alınan GES yatırımları ve 2026'da tamamlanmasını beklediğimiz Atık Isı Geri Kazanım projeleriyle birlikte enerji maliyetlerinin satışlara oranında düşüş öngörürken, alternatif yakıt kullanımı ve klinker oranındaki azalış sayesinde karbon yoğunluğu da aşağı çekilmektedir. Bu yaklaşım, şirketi artan enerji maliyetleri ve karbon regülasyonlarına karşı daha dirençli bir konuma taşımaktadır.
- Buna ek olarak, Çimsa'nın Sabancı Grubu bünyesinde sahip olduğu kurumsal yapı ve Ar-Ge altyapısı, küresel büyüme stratejisinin başarılı biçimde uygulanmasını desteklemektedir. Sabancı Teknoloji Merkezi ile yürütülen ürün geliştirme çalışmaları, üretim verimliliğini artırırken yeni yatırımların farklı coğrafyalarda daha hızlı şekilde devreye alınmasına imkan tanımaktadır. Bu yapı, Çimsa'nın ölçek büyürken operasyonel kontrolü korumasını ve uzun vadeli büyüme stratejisini öngörülebilir bir zeminde sürdürmesini sağlamaktadır.
- Finansal açıdan, devam eden yatırımlara rağmen Çimsa'nın güçlü operasyonel nakit üretimi sayesinde finansal yapısını dengeli biçimde yönetmeye devam edeceğini ve borçluluğun orta vadede kademeli olarak azalmasını bekliyoruz. Artan döviz bazlı gelirler, yüksek katma değerli ürünlerin payındaki artış ve enerji verimliliği yatırımlarının katkısıyla şirketin sürdürülebilir değer yaratma potansiyelini güçlü buluyor ve risklere karşı dayanıklı olduğunu düşünüyoruz.
- Bu çerçevede, Çimsa'yı uzun vadeli büyüme görünümü açısından cazip görüyoruz; hisse için 12 aylık hedef fiyatımızı 72,80 TL olarak koruyor ve mevcut seviyelere göre %60 getiri potansiyeli öngörüyoruz.

Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (EKGYO)

Öneri	AL
Hedef Fiyat:	₺34.00
Getiri Potansiyeli:	63%
Hisse Fiyatı (TL):	20.90
Piyasa Değeri (m TL):	79,420
Hisse Adedi (mn):*	3,800.0
Fili Dolaşım Oranı (%):	51.00
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (m TL):	40,504
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Gayrimenkul Yat. Ort.

Hisse Performans (14/01/2026)				
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):				10.69 - 22.06
	1H	1A	3A	ybb
Nominal	-2.2%	0.4%	15.7%	2.3%
Rölatif (BIST-100)	-4.9%	-8.2%	-3.5%	-6.9%
BIST-100'deki ağırlığı				1.08
Yabancı Payı				Mevcut 12A önce
				25.36% 17.28%

Finansal Göstergeler				
(USD mn)	2023	2024	2025T	2026T
Ciro	40,283	31,523	79,455	87,451
FAVÖK	6,984	3,563	18,754	21,422
Net Kar	-5,506	12,787	12,150	14,257
FAVÖK marjı	17.3%	11.3%	23.6%	24.5%
Net marj	-13.7%	40.6%	15.3%	16.3%
FD/FAVÖK (x)	14.6	28.5	6.8	6.0
F/K (x)	-11.5	5.0	6.5	5.6
FD/Satış (x)	2.52	3.22	1.60	1.46
Net Borç/FAVÖK (x)	-2.2x	1.4x	1.7x	-0.3x

- Emlak Konut GYO'nun, 2026 yılında faiz indirim döngüsü ve güçlü iç talep ortamında, konut odaklı GYO'lar arasında olumlu ayrışmasını bekliyoruz. Şirketin geniş ve stratejik arsa portföyü, gelir paylaşımı modeli sayesinde sermaye riski sınırlı büyüme yapısı ve yüksek ön satış görünürlüğü, mevcut konjonktürde EKGYO'yu sektörde öne çıkaran temel unsurlardır.
- EKGYO, özellikle İstanbul, Ankara ve İzmir gibi talep derinliği yüksek büyükşehirlerde yoğunlaşan yaklaşık 4,5 milyon m² büyüklüğünde ve 73,4 milyar TL ekspertiz değerine sahip arsa portföyüyle, artan arsa kıtlığı ortamında rakiplerinden belirgin şekilde ayrılmaktadır. Kentsel dönüşüm, demografik büyüme ve altyapı yatırımlarıyla desteklenen bölgelerde konumlanması sayesinde, şirketin uzun vadeli gelir üretme kapasitesini ve net aktif değerini (NAD) yapısal olarak desteklemektedir.
- EKGYO'nun Gelir Paylaşımı Modeli (GPM), şirketin sermaye bağlama ihtiyacını sınırlarken yüksek çarpanlı ve sürdürülebilir bir gelir akışı sağlamaktadır. 2025 itibarıyla devam eden 37 GPM projesinden yaklaşık 93 milyar TL gelir ve önlümüzdeki beş yılda en az 37,7 milyar TL kâr potansiyeli öngörülmektedir. GPM kapsamında EKGYO'nun genellikle %40-50 aralığında minimum garantili pay elde etmesi, şirketin risk-getiri profili dengeli kılacaktır.
- EKGYO'nun hem gelir paylaşımı hem de anahtar teslimi projelerden oluşan iş modeli, şirketin nakit akışları ve kârlılığı açısından yüksek öngörülebilirlik sunmaktadır. 2025 yılı için belirlenen 77 milyar TL satış geliri ve 12 milyar TL net kâr hedeflerine 9A25 itibarıyla sırasıyla %75 ve %78 oranlarında ulaşılmış olması, şirketin güçlü operasyonel disiplini ve tahsilat kabiliyetini teyit etmektedir. EKGYO'nun bu performansı yatırımcı açısından önemli bir güven unsuru oluşturmaktadır.
- 2026 yılında politika faizinde indirim döngüsü ile birlikte konut kredisine erişim kademeli olarak iyileşmesini bekliyoruz. Bu ortamda, EKGYO'nun, talep artışından sektör ortalamasının üzerinde fayda sağlayacağını düşünüyoruz. Güçlü ön satış performansı ve teslimat takviminin hızlanması, şirketin ciro ve nakit akışı büyümesini öne çıkarmaktadır.
- EKGYO için orta vadede öne çıkan katalizörler arasında; Emlak Proje Planlama İnşaat (EPP) ve Emlak Konut Asansör (EKA) için olası halka arz süreçleri, Suudi Arabistan'da Vizyon 2030 kapsamında geliştirilen projeler ve gayrimenkul sertifikası gibi alternatif finansman modelleri yer almaktadır. Özellikle Suudi Arabistan'daki Hayat Mekke projesi ve Damla Kent sertifikası ihracı, şirketin hem uluslararası gelir çeşitliliğini artırması hem de bilanço dışı danışmanlık gelirleri yaratması değerlemeye yukarı yönlü katkı sağlayabileceğini düşünüyoruz.

Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. (ENKAİ)

Öneri	AL
Hedef Fiyat:	₺116.70
Getiri Potansiyeli:	46%
Hisse Fiyatı (TL):	80.15
Piyasa Değeri (milyar TL):	480,900
Hisse Adedi (milyon):*	6,000.0
Fili Dolaşım Oranı (%):	12.00
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (milyar TL):	57,708
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Bayındırık ve İnşaat

Hisse Performans (14/01/2026)				
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	43.85	-	82.24	
	1H	1A	3A	ybb
Nominal	-0.4%	1.0%	16.5%	2.7%
Rölatif (BİST-100)	-3.1%	-7.6%	-2.8%	-6.5%
BİST-100'deki ağırlığı				1.55
Yabancı Payı				Mevcut 12A önce
				25.30% 32.00%

Finansal Göstergeler				
(TL mn)	2023	2024	2025T	2026T
Ciro	3,229	3,066	3,480	3,883
FAVÖK	634	699	773	831
Net Kar	714	753	786	841
FAVÖK marjı	19.6%	22.8%	22.2%	21.4%
Net marj	22.1%	24.6%	22.6%	21.7%
FD/FAVÖK (x)	9.1	8.2	7.4	6.9
F/K (x)	15.6	14.8	14.2	13.3
FD/Satış (x)	1.78	1.87	1.65	1.48
Net Borç/FAVÖK (x)	-8.0x	-7.7x	-6.3x	-5.4x

- ENKA'yı 2026'ya girerken de güvenli liman olarak beğenmeye devam etmemizin temel nedenleri; yüksek görünürlüğe sahip iş yükü, segmentler arası dengeli ve sürdürülebilir FAVÖK üretimi, güçlü net nakit pozisyonu ve aşağı yönlü risklere karşı sağladığı korumadır. 3Ç25 itibarıyla yaklaşık 8,7mlr USD seviyesine ulaşan bakiye iş yükü, önümüzdeki yıllar için gelir ve kârlılık görünürlüğünü yüksek tutmaktadır. Buna ek olarak, 5,8mlr USD net nakit pozisyonu (NAD'ın %40'i) şirketi hem makro oynaklığa karşı korumakta hem de yeni yatırım ve proje fırsatlarında önemli bir opsiyon değeri sunmaktadır. Güncel SOTP bazlı hedef değerimiz TL116,7 olup, mevcut seviyelere göre %46 getiri potansiyeline işaret etmektedir.
- Taahhüt segmenti, rekor seviyelere ulaşan iş yükü sayesinde büyümenin ana sürükleyicisi olmaya devam etmektedir. Yılın ilk dokuz ayında imzalanan 4,5mlr USD tutarındaki yeni projeler, özellikle enerji ve altyapı yatırımlarının hızlandığı Irak gibi pazarlarda bölgesel talebin belirgin biçimde toparlandığını göstermektedir. Değerleme dönemi boyunca ortalama USD7,3bn seviyesinde sürdürülebilir bir iş yükü öngörmekteyiz. Bechtel, GE ve Siemens gibi global oyuncularla yürütülen teknik iş birlikleri ve artan mühendislik kapasitesi, ENKA'nın büyük ölçekli ve yüksek katma değerli projelerden pay alma kabiliyetini güçlendirmektedir. Olası bir Rusya-Ukrayna normalleşme senaryosunda, ENKA'nın geçmişte aktif olduğu pazarlarda yeni proje fırsatlarının yeniden gündeme gelmesi ek bir yukarı yönlü potansiyel oluşturmaktadır. Taahhüt segmentinin NAD içindeki payı %35 seviyesindedir.
- Enerji segmentinde toplam kurulu gücün iki yeni projeyle birlikte yaklaşık 4.895MW seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Kırklareli'nde yapımı süren 850MW doğalgaz kombine çevrim santralinin 2025 yıl sonunda devreye girmesi ve Bulgaristan Burgaz'daki 45MW güneş santrali, portföyün hem ölçeğini hem de çeşitliliğini artırmaktadır. Mevcut doğalgaz santralleri ve yeni yatırımlarla birlikte enerji segmentinin 2028 itibarıyla yıllık yaklaşık USD87mn FAVÖK, 2031 itibarıyla ise USD121mn FAVÖK üretimini öngörüyoruz. Enerji segmentinin NAD içindeki payının görece düşük (%6) olması, olası operasyonel dalgalanmaların değerlendirme üzerindeki etkisini sınırlamaktadır.
- Gayrimenkul segmenti, ENKA'nın dengeli yapısı içinde istikrarlı nakit üreticisi olmaya devam etmektedir. Bu segmentten yıllık USD225-240mn FAVÖK ve yaklaşık %64 sürdürülebilir FAVÖK marjı bekliyoruz. Moskova ofis pazarında yüksek doluluk oranları korunurken, rubledeki dalgalanmaların USD bazlı gelirler üzerindeki etkisinin mevcut seviyelerde yönetilebilir olduğunu değerlendiriyoruz. Gayrimenkul segmentinin NAD içindeki payı %18'dir.
- Genel olarak ENKA, yüksek nakit pozisyonu, çeşitlendirilmiş iş modeli ve güçlü görünürlük sunan iş yükü sayesinde 2026'da belirsiz küresel ortamda aşağı yönlü riskleri sınırlayan, yukarı yönlü opsiyonları açık tutan nadir hisselerden biri olmaya devam etmektedir.
- Riskler: Küresel inşaat harcamalarının beklentilerin altında kalması, yeni yatırımlardan beklenen getirinin elde edilememesi, RUB'un USD karşısında yüksek değer kaybı.

Koç Holding (KCHOL)

Öneri	AL
Hedef Fiyat:	₺286.00
Getiri Potansiyeli:	47%
Hisse Fiyatı (TL):	194.50
Piyasa Değeri (milyar TL):	493,232
Hisse Adedi (milyon):*	2,535.9
Fili Dolaşım Oranı (%):	22.00
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (milyar TL):	108,511
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Holding

Hisse Performans (14/01/2026)				
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	133.7	-	194.9	
	1H	1A	3A	ybb
Nominal	6.3%	10.9%	24.0%	15.2%
Rölatif (BİST-100)	3.4%	1.4%	3.4%	4.9%
BİST-100'deki ağırlığı				2.91
Yabancı Payı				Mevcut 12A önce
				36.47% 48.14%

Finansal Göstergeler				
(TL mn)	2023	2024	2025T	2026T
Ciro	2,316,773	2,317,907	2,594,331	3,485,176
FAVÖK	359,817	136,399	177,845	284,651
Net Kar	108,176	1,306	23,152	59,746
FAVÖK marjı	15.5%	5.9%	6.9%	8.2%
Net marj	4.7%	0.1%	0.9%	1.7%
FD/FAVÖK (x)	2.8	7.4	7.1	4.4
F/K (x)	3.6	301.1	21.3	8.3
FD/Satış (x)	0.43	0.43	0.48	0.36
Net Borç/FAVÖK (x)	1.1x	3.8x	4.8x	3.9x

- Koç Holding, enerji, otomotiv, finans ve sanayi ekseninde şekillenen dengeli portföy yapısı sayesinde sektörel ve dönemsel dalgalanmalara karşı yüksek dayanıklılık sunmaktadır. Holding 2026 yılına güçlü bir finansal pozisyonla girmektedir. Holding'in USD1bn'yi aşan net nakit pozisyonu ve yakın dönemde Uluslararası bankalardan oluşan konsorsiyumdan sağlanan USD600mn tutarında kredi ile likidite gücünü artırarak hem organik büyüme hem de olası fırsatçı satın alımlar açısından bilanço esnekliğini güçlendirmektedir.
- Koç Holding portföy kompozisyonu, sektörel ve döngüsel dalgalanmalara karşı yüksek dayanıklılık sunan dengeli bir yapı sergilemektedir. Net Aktif Değeri (NAD) dağılımı itibarıyla portföyün %24'si Enerji, %37'si Otomotiv, %6'sı Dayanıklı Tüketim, %21'i Finans ve %12'i Diğer Varlıklar ve Nakit segmentlerinden oluşmaktadır. Gelir kompozisyonu tarafında ise Holding'in kombine gelirlerine Enerji %32, Otomotiv %30, Dayanıklı Tüketim %13, Finans %20 ve Diğer segmentler %5 oranında katkı sağlamaktadır (09/2025 itibarıyla). Bu yapı, farklı konjonktürlerde gelir ve kârlılık oynaklığını sınırlayan önemli bir denge unsuru oluşturmaktadır.
- Enerji segmenti, 2026'da da Holding performansının ana taşıyıcılarından biri olmaya devam etmesini bekliyoruz. Yüksek kapasite kullanım oranları ve görece sınırlı bakım takvimi nakit üretimini desteklerken, Tupras tarafında rafineri marjlarına ilişkin beklentilerin yukarı revize edilmesi (yaklaşık USD6,5/bbl) 2025 yılsonu ve sonrasında kazanç görünümünü güçlendirmektedir.
- Otomotiv segmenti, 2025-2026 döneminde marj tarafında daha temkinli bir görünüm öne çıkmaktadır. Yurt içi talepte güçlü seyir ve finansman koşullarındaki görece iyileşme olumlu unsurlar olarak öne çıkarken, Yurt içi ve Avrupa pazarında artan fiyat rekabeti segmentin kısa vadeli kârlılığını sınırlayan temel faktörlerdir. Bu çerçevede otomotiv, yüksek ölçek ve ihracat kapasitesine rağmen, 2026'da Holding portföyü içinde daha dengelenen bir katkı profili sunmaktadır.
- Dayanıklı tüketim segmentinde Whirlpool entegrasyonu sonrasında elde edilen ölçek ve maliyet sinerjileri operasyonel yapıyı desteklemekte; ancak mevcut konjonktürde bu katkı Holding kârlılığına sınırlı ölçüde yansımaktadır.
- Finans segmentinde Yapı Kredi Bankası'nın katkısı, faiz indirimi döngüsünün kredi büyümesi, fonlama kompozisyonu ve marjlar üzerindeki destekleyici etkisiyle birlikte operasyonel tarafta kademeli bir iyileşmeye işaret etmektedir. Enflasyon muhasebesi etkisinin azalmasıyla birlikte, bankanın operasyonel performansının holding finansallarına yansımalarının önümüzdeki dönemde daha görünür hale gelmesi bekliyoruz.

Migros Ticaret A.Ş

Öneri	AL
Hedef Fiyat:	₺885.70
Getiri Potansiyeli:	46%
Hisse Fiyatı (TL):	608,00
Piyasa Değeri (m TL):	110,081
Hisse Adedi (mm):*	181.1
Fili Dolaşım Oranı (%):	51.00
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (m TL):	56,141
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Perakende Ticaret

Hisse Performans (14/01/2026)				
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	412.49 - 615.			
	1H	1A	3A	ybb
Nominal	4.6%	14.1%	39.3%	16.5%
Rölatif (BIST-100)	1.8%	4.3%	16.2%	6.0%
BIST-100'deki ağırlığı				1.50
Yabancı Payı				Mevcut 12A önce
				32.07% 26.95%

Finansal Göstergeler				
(TL mn)	2023	2024	2025T	2026T
Ciro	262,132	293,780	411,057	536,312
FAVÖK	4,537	15,796	26,022	34,330
Net Kar	12,747	6,340	6,459	9,380
FAVÖK marjı	1.7%	5.4%	6.3%	6.4%
Net marj	4.9%	2.2%	1.6%	1.7%
FD/FAVÖK (x)	19.3	5.5	4.1	3.1
F/K (x)	6.9	13.8	16.6	11.4
FD/Satış (x)	0.33	0.30	0.26	0.20
Net Borç/FAVÖK (x)	-0.8x	-0.1x	-0.1x	0.1x

- Migros**, süpermarket ve hipermarket formatlarını online kanallarla entegre eden iş modeli sayesinde perakende gıda sektöründe güçlü bir konuma sahiptir. Geniş mağaza ağı ve farklı gelir gruplarına hitap eden bu yapı, deflasyon sürecinde satış hacmi ve müşteri trafiğini desteklemekte; fiyatlama gücünün sınırlı olduğu dönemlerde dahi şirketin hızlı tüketim ürünleri pazar payının 9A24'te %9,5'ten 9A25'te %10,1'e yükselmesini mümkün kılmıştır. Yaygın sadakat programı ve veri odaklı müşteri yönetimi, kampanya etkinliğini ve sepet büyüklüğünü destekleyerek pazar payı kazanımını güçlendirmektedir.
- Operasyonel tarafta Migros**, verimlilik yatırımlarını sistematik ve ölçülebilir hedeflerle derinleştirerek rakiplerinden belirgin biçimde ayrılmaktadır. Kayıp-kaçak (shrinkage) tarafında devreye alınan yapay zeka destekli stok ve tedarik yönetimi uygulamaları sayesinde 9A25 itibarıyla yaklaşık 35 baz puanlık iyileşme sağlanmış olup, bu kazanım operasyonel marjlar açısından kalıcı bir destek sunmaktadır. Otomasyon yatırımları kapsamında yaygınlaştırılan self-checkout sistemleri ve elektronik fiyat etiketleri ile önümüzdeki 12 ayda yıllıklandırılmış bazda yaklaşık 30 baz puan operasyonel gider tasarrufu hedeflenmektedir. Lojistik tarafta ise dağıtım merkezi yatırımları ve rota optimizasyonu sayesinde yeni dağıtım merkezlerinin kapsama alanında %30 verimlilik artışı sağlanmaktadır. Enerji tarafında, devreye alınan ve 2026'da tamamlanması planlanan güneş enerji santrali (GES) yatırımlarıyla Migros'un toplam enerji ihtiyacının 2026 sonu itibarıyla yaklaşık üçte birinin kendi üretiminden karşılanması hedeflenmekte; bu sayede enerji maliyetlerine karşı koruma sağlanırken operasyonel kârlılık ve nakit akışı görünürlüğü güçlendirilmektedir.
- Online ve dijital kanallar**, Migros'un büyüme stratejisinde giderek daha belirleyici bir rol oynamaktadır. 9A25 döneminde perakende ürünleri sipariş sayısı %12 artışla 56,7mn adede ulaşırken, e-ticaret FMCG pazar payının 190bp artışla %22'ye yükselmesi online kanaldaki rekabet gücünün güçlendiğine işaret etmektedir. Aynı dönemde online operasyonlarda yıllık 140bp operasyonel kârlılık iyileşmesi sağlanması, dijital ölçeğin kârlılığa katkısının arttığını göstermektedir. Genişleyen teslimat seçenekleri ve kapsama alanı, online kanalın fiziksel mağazaları tamamlayıcı bir yapı oluşturmaya başladıkça; güçlü veri altyapısı ve müşteri analitiği sayesinde kampanya, ürün gamı ve stok kararlarının mağaza bazında optimize edilmesi stok devir hızını ve sepet kârlılığını desteklemektedir.
- Finansal açıdan Migros**, güçlü nakit üretimi sayesinde büyüme ve yatırım harcamalarını borçluluğu artırmadan finanse edebilmektedir. Deflasyon süreciyle birlikte ücret artışlarının daha öngörülebilir hale gelmesi, operasyonel maliyetlerin daha kontrollü yönetilmesine olanak tanıyarak, verimlilik odaklı yatırımların kârlılığa katkısının 2026 ve sonrasında daha belirgin hale gelmesini bekliyoruz. **Bu çerçevede, Migros'u uzun vadeli büyüme perspektifi açısından cazip buluyor; hisse için 12 aylık hedef fiyatımız 885,7 TL olup %46 getiri potansiyeline işaret etmektedir.**

Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. (TUPRS)

Öneri	AL
Hedef Fiyat:	₺285.00
Getiri Potansiyeli:	30%
Hisse Fiyatı (TL):	218.50
Piyasa Değeri (m TL):	421,005
Hisse Adedi (mm):*	1,926.8
Fili Dolaşım Oranı (%):	49.00
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (m TL):	206,292
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Petrol

Hisse Performans (14/01/2026)				
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	111.89 - 220.5			
	1H	1A	3A	ybb
Nominal	9.7%	10.6%	25.5%	18.5%
Rölatif (BIST-100)	6.7%	1.1%	4.7%	7.9%
BIST-100'deki ağırlığı				5.52
Yabancı Payı				Mevcut 12A önce
				33.50% 24.20%

Finansal Göstergeler				
(TL mn)	2023	2024	2025T	2026T
Ciro	991,203	810,386	728,097	874,588
FAVÖK	138,950	50,704	59,164	78,809
Net Kar	77,354	18,315	39,209	50,668
FAVÖK marjı	14.0%	6.3%	8.1%	9.0%
Net marj	7.8%	2.3%	5.4%	5.8%
FD/FAVÖK (x)	2.0	5.4	5.9	4.4
F/K (x)	4.3	18.3	10.7	8.3
FD/Satış (x)	0.28	0.34	0.48	0.40
Net Borç/FAVÖK (x)	-0.7x	-1.1x	-1.3x	-0.9x

- Tüpraş'ı 2026'ya girenken beğenmeye devam etmemizin temel nedenleri; **güçlü ve sürdürülebilir nakit üretimi, defansif kârlılık profili, cazip temettü getirisi ve makul değerlendirme çarpanlarıdır.** Mevcut görünüm altında Tüpraş'ın 2026T için yaklaşık **4,4x FD/FAVÖK ve 8.3x civarı F/K** çarpanlarıyla işlem görmesi, yüksek kompleksiteye sahip rafineri yapısı, ölçeği ve temettü geçmişi dikkate alındığında hâlen cazip bir risk-getiri dengesi sunmaktadır.
- Operasyonel tarafta, küresel jeopolitik gelişmelerin petrol fiyatlarından ziyade rafineri ürün marjları üzerinde daha belirleyici olduğu bir dönemdeyiz.** Bu çerçevede Tüpraş'ın **orta distilat ağırlıklı ürün karması**, esnek ham petrol tedarik yapısı ve yüksek kapasite kullanım oranı marj oynaklığını yönetme açısından önemli avantaj sağlamaktadır. Arz-talep dengesinin zamanla daha "normal" bir yapıya evrilmesi halinde ürün marjlarında sınırlı bir normalleşme riski bulursa da, marjların tarihsel ortalamaların üzerinde kalmaya devam etmesini bekliyoruz. Yüksek operasyonel verimlilik ve maliyet disiplini, kârlılığın korunmasında destekleyici unsurlar olmaya devam etmektedir.
- Yurt içi talep tarafında görünüm 2026'ya girenken de güçlüdür.** Artan elektrifikasyon eğilimine rağmen, Türkiye'de petrol ürünleri talebinin kısa ve orta vadede yüksek seviyelerde kalması; özellikle benzin ve dizel satışlarının ürün karmasına pozitif katkı sunması beklenmektedir. Mobilite kaynaklı talep artışı, rafineri kullanım oranlarını desteklerken; düşük stok seviyeleri ve jet yakıtı talebindeki canlılık marjlar açısından olumlu bir zemin oluşturmaktadır. Bu yapı, Tüpraş'ın defansif gelir profilini güçlendirmektedir.
- Tüpraş'ın net rafineri marjının 2025'te 6,4\$/varil, 2026'da ise 6,5\$/varil seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.** Bu görünüm, yüksek kapasite kullanımı ve güçlü orta distilat marjları ile desteklenmektedir. Ham petrol diferansiyellerinde de son dönemde bir genişleme olması, şirketin esnek ham petrol tedarik yapısı ve yüksek marjlı ürünlerle odaklanması sayesinde kârlılığını korumasını bekliyoruz. 4Ç25 ürün marjlarının mevsimsellik etkisine rağmen güçlü kaldığı bir dönem oldu. 2026 yılında da ürün marj yapının genel olarak yüksek seyretmesini bekliyoruz. Orta vadede, Türkiye'nin petrol ürünleri talep kompozisyonunda belirgin bir değişim beklenmiyor; talebin yüksek seviyelerde seyretmeye devam edeceğini öngörüyoruz.
- Tüpraş, -1,4x Net Borç/FAVÖK (2025T) oranı ile bölgesel emsalleri arasında en sağlıklı bilançolardan birine sahiptir.** 2025 yılı 600 milyon USD yatırım programı, büyük ölçüde iç kaynaklarla finanse edilmekte olup; bu durum şirketin finansal esnekliği ve temettü ödeme kapasitesini korumaktadır. Güçlü serbest nakit akışı sayesinde şirketin **yüksek temettü ödeme kapasitesini 2026'da da koruyacağını**, bunun da hisseyi belirsiz makro ortamda öne çıkan defansif alternatiflerden biri haline getirdiğini düşünüyoruz.
- Tüpraş'ın SAF ve yeşil hidrojen yatırımlarının, kârlılık açısından katma değer yaratmasını ve özellikle marjların sıkıştığı dönemlerde kârlılığı destekleyici bir rol üstlenmesini bekliyoruz.** Risk tarafında, Rusya-Ukrayna arasında olası kalıcı bir barış senaryosu petrol arzına yönelik endişeleri azaltarak rafineri marjları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturabilir. Bununla birlikte, 2026 yılında kalıcı bir barışın tesis edileme olasılığını düşük görüyoruz. Savaş döneminde desteklenen marjların normalleşmesi ve Ural petrolünün Brent'e göre sağladığı fiyat avantajının daralması, rafineri kârlılığı üzerinde baskı yaratabilecek başlıca risk unsurları arasında yer almaktadır.

ÇEKİNCE

Burada yer alan bilgiler Global 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 genel nitelikte olup, 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. Bu bildirimde dayanarak yapılan yatırım sonucunda ortaya çıkabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu teyit edilmez ve içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Global Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu bildirimlerden elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz, kısa vadeli model portföyümüze eklenecek/ kısa vadeli model portföyümüzden çıkartılacak hisse senedi ile ilgili bildirimlerimizde belirtilen anlık alım/satım fiyatları, maliyetler ve diğer veriler, bildirimlerin yayınlandığı an itibarıyla, Global Menkul tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Yatırım aracına ait fiyat ve maliyet bilgileri piyasalarda oluşabilecek dalgalanmalar ve sistemsel kısıtlar sebebiyle değişiklik gösterebilir.

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü analistleri tarafından BIST TUM şirketleri arasından seçilmektedir. Hisselerin seçimi, şirketlerin finansal ve piyasa tahminlere dayalı olarak yapılan teknik ve temel analizlerin beklentilerine göre periyodik olarak yapılmaktadır. Kısa vadeli model portföye hisse ekleme ve hisse çıkarma konusunda gönderilen bildirimlerde yer alan getiriler, portföyde yer alan hisse senetlerinin son kapanış fiyatı ve ekleme bildiriminde yer alan anlık fiyat bilgisi kullanılarak hesaplanmaktadır. Bildirimde yer alan bilgiler Global Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

© 2025 Global Menkul Değerler A.Ş