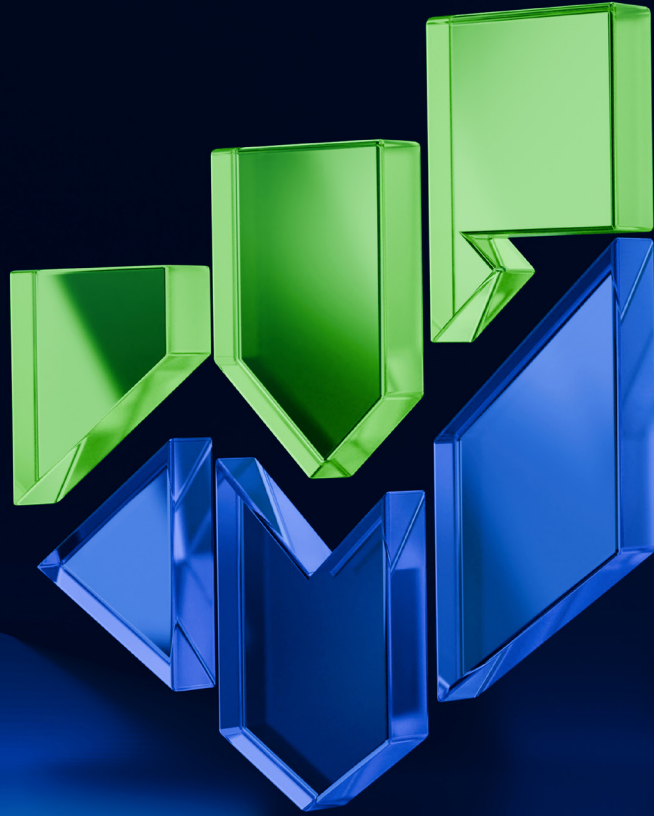


2026 Yılı

Strateji Raporu

**UMUT VEREN
SENARYOLAR**



İÇİNDEKİLER

2025 Yılı Değerlendirmesi.....	1
2026 Yılı Temel Senaryo	7
Ana Fırsatlar ve Riskler	9
Varlık Dağılımı	10
Küresel Görünüm.....	13
2026 Yılı Makro Görünüm.....	19
2026 Yıl Sonu Endeks Hedefi	28
Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Piyasası	29
2026 Yılı Kur Tahminleri	33
SEKTÖREL GÖRÜNÜM	35
Bankacılık Sektörü	35
Sigortacılık Sektörü.....	38
Holdingler.....	39
Beyaz Eşya Sektörü.....	40
Çimento Sektörü	41
Demir Çelik Sektörü	43
Enerji Sektörü	44
Gıda Perakende Sektörü	45
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	46
Giyim Perakende Sektörü	47
Havacılık Sektörü.....	48
Otomotiv Sektörü	49
Savunma Sanayi Sektörü.....	51
Telekomünikasyon Sektörü.....	52
Hisse Önerileri	53
ASTOR	54
BIMAS.....	55
GARAN.....	56
FROTO.....	57
ISGYO.....	58
THYAO.....	60
PGSUS.....	61
MGROS	62
LILAK.....	63
OYAKC.....	64
TCELL.....	65

2025 Yılı Değerlendirmesi

2025 yılı, küresel ve yerel dinamiklerin eş zamanlı olarak oynaklaştığı ve piyasa fiyatlamalarının büyük ölçüde belirsizlik algısı üzerinden şekillendiği bir yıl olarak öne çıktı. Küresel ölçekte büyüme görünümüne ilişkin soru işaretleri, Merkez Bankalarının faiz patikasına dair net bir yönlendirme sunmakta zorlanması ve jeopolitik risklerin kalıcı hale gelmesi, sermaye akımlarının yönünü tahmin etmeyi güçleştirdi. Özellikle ABD’de Başkan Trump’ın yeniden gündeme taşıdığı tarife söylemleri, Fed Başkanı Powell ile yaşanan görüş ayrılıkları ve ABD federal hükümetinin 42 gün boyunca kapalı kalması, küresel risk algısını besleyen başlıca unsurlar oldu. Bu gelişmeler, gelişmekte olan ülkeler nezdinde risk primlerinin dönemsel olarak dalgalanmasına neden olurken, Türkiye varlıkları da bu dışsal kırılmalardan etkilendi.

Faiz cephesinde, başta Fed olmak üzere gelişmiş ülkelerin Merkez Bankalarının veriye bağlılık vurgusunu artırması, piyasalarda öngörülebilirliği azaltan bir faktör olarak çalıştı. Enflasyonda beklenen yavaşlamanın gecikmesi ve küresel finansal koşulların sıkı kalma ihtimali, risk iştahının sık sık zayıflamasına yol açtı. Bu ortamda güvenli limanlara yönelimler artarken, portföy akımları kısa vadeli ve temkinli bir karakter sergiledi.

Yurt içinde ise 2025 yılı, siyasi gelişmeler ile makroekonomik göstergelerin iç içe geçtiği, algı ve beklenti yönetiminin fiyatlamalar üzerinde belirleyici olduğu bir dönem olarak kayda geçti. Mart ayında yaşanan siyasi gelişmeler piyasa gündeminin ilk sırasına yerleşirken, ekonomi yönetimine verilen desteğin sürekliliği ve politika yapıcılarının söylem-eylem tutarlılığı yakından izlendi. Özellikle rasyonel politika çerçevesinde atılan adımların enflasyon, cari denge ve rezerv dinamiklerine somut biçimde yansımaları, piyasa güveninin yeniden tesis edilmesinde kritik rol oynadı.

Para politikasında 2025 yılı itibarıyla faiz indirim süreci, dezenflasyon sürecinde kaydedilen ilerleme ve finansal koşulların sıkılığı çerçevesinde temkinli ve kademeli bir yaklaşımla başlatıldı. TCMB, bu dönemde politika faizinde indirimde giderken iletişim kanallarında veri odaklılık ve ihtiyatlılık vurgusunu ön planda tuttu. Amaç, fiyat istikrarı hedefiyle uyumlu bir şekilde finansal istikrarı korurken, ekonomik aktivite üzerindeki aşırı baskıyı sınırlamaktı.

Faiz indirimlerinin başladığı bu süreçte, enflasyonun ana eğilimindeki yavaşlama, iç talepteki dengelenme ve kredi büyümesinde gözlenen kontrollü seyir, para politikasında manevra alanı yaratan başlıca unsurlar oldu. TCMB, özellikle çekirdek enflasyon göstergeleri, enflasyon beklentileri ve hizmet enflasyonundaki katılımları yakından izleyerek, politika adımlarını tek bir veri setine değil, geniş bir gösterge kümesine dayandırdı. Bu yaklaşım, piyasalar nezdinde para politikasının öngörülebilirliğini artıran önemli bir faktör olarak değerlendirildi. Bu değerlendirmenin piyasa ile uyumlu olduğu da görüldü.

Mart ayında yaşanan siyasi gelişmeler ise faiz indirim sürecine kısa süreli bir ara verilmesine neden oldu.

Bu dönemde artan belirsizlik algısı, risk primi ve sermaye akımları üzerinde baskı yaratırken, TCMB temkinli duruşunu güçlendirmeyi tercih etti. Para politikasında aceleci adımlardan kaçınılması, fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefleri açısından rasyonel bir refleks olarak öne çıktı. Böylece siyasi kaynaklı oynaklığın para politikasına kalıcı zarar vermesinin önüne geçilmesi amaçlandı.

Ara verilen dönemin ardından TCMB'nin söyleminde tutarlılığın korunması ve karar metinlerinde veriye dayalı çerçevenin net bir şekilde vurgulanması, piyasa güveninin yeniden tesis edilmesine katkı sağladı. Faiz indirimlerinin otomatik bir patikaya bağlı olmadığı, aksine makroekonomik görünüm ve risk dengesi doğrultusunda şekilleneceği mesajı net biçimde verildi. Bu durum, hem yerli hem de yabancı yatırımcılar açısından politika çerçevesinin rasyonel zeminde ilerlediğine işaret etti.

Sonuç olarak 2025'te para politikasında başlayan faiz indirim süreci, ölçülü ve veriye dayalı bir anlayışla yürütüldü. TCMB'nin fiyat istikrarını önceleyen, iletişim ve uygulama arasındaki tutarlılığı koruyan yaklaşımı, dezenflasyon sürecinin kalıcılığı açısından kritik bir rol oynarken, orta vadede finansal istikrar ve yatırımcı güveni üzerinde destekleyici bir etki yarattı.

Yurt içinde dezenflasyon süreci, 2025 boyunca sıkı para politikası duruşunun korunması, mali disiplinin görece güçlendirilmesi ve beklenti yönetimine verilen önemin artmasıyla kademeli bir çerçevede ilerledi. Politika faizinin uzun süre yüksek seviyelerde tutulması, kredi büyümesinde yavaşlama ve iç talepte dengelenme yaratırken, kur geçişkenliğinin önceki dönemlere kıyasla sınırlanması enflasyon dinamikleri üzerinde olumlu bir etki oluşturdu. Enflasyonun ana eğiliminde gözlenen aşağı yönlü seyir, özellikle hizmet enflasyonunda gecikmeli olmakla birlikte, fiyatlama davranışlarında rasyonelleşme sinyallerinin güçlenmesini sağladı. Bununla birlikte, dezenflasyon sürecinin kalıcılığı açısından ücret ayarlamaları, yönetilen fiyatlar ve küresel emtia fiyatlarındaki oynaklık yakından izlenirken, para politikasındaki kararlılığın sürdürülmesi ve politika ile iletişim tutarlılığı, enflasyon beklentilerinin çıpalanmasında belirleyici unsurlar olmaya devam etti.

2025 yılı, döviz piyasası açısından değerlendirildiğinde, özellikle Dolar/TL cephesinde oynaklığın önceki yıllara kıyasla daha kontrollü seyrettiği ancak yönün büyük ölçüde makroekonomik çerçeve ve beklenti yönetimi tarafından belirlendiği bir dönem olarak öne çıktı. Sıkı para politikasının uzun süre korunması, TL likidite koşullarının sıkı tutulması ve makroihtiyati adımlar, kur üzerindeki ani ve sert hareketlerin sınırlanmasında etkili oldu. Bu çerçevede Dolar/TL, nispeten yüksek faiz, düşük oynaklık dengesinin hakim olduğu bir patika izledi. Yılın ilk bölümünde küresel dolar endeksindeki dalgalanmalar, ABD faiz patikasına ilişkin belirsizlikler ve jeopolitik riskler Dolar/TL üzerinde yukarı yönlü baskı unsurları olarak izlendi. Buna karşın, yurt içinde uygulanan ortodoks para politikası, rezerv birikim sürecinin devam etmesi ve cari dengede gözlenen iyileşme sinyalleri, bu baskıların kur fiyatlamlarına sınırlı ölçüde yansımaları sağladı. Kur artış hızının enflasyonun altında kalması, TL'nin reel olarak görece istikrar kazandığı bir görünüm yarattı. Yılın ilerleyen dönemlerinde faiz indirim sürecinin başlamasıyla birlikte Dolar/TL tarafında temkinli bir fiyatlama gözlenirse de, bu adımların dezenflasyon süreciyle uyumlu ve veri odaklı şekilde atılması, kurda sert reaksiyonların önüne geçti.

Mart ayında yaşanan siyasi gelişmeler dönemsel bir belirsizlik yaratsa da, TCMB'nin duruşunda ani bir değişikliğe gitmemesi ve iletişimde tutarlılığın korunması, kur üzerindeki oynaklığın geçici kalmasını sağladı. Genel çerçevede 2025, Dolar/TL açısından seviyeden ziyade hızın ve beklentilerin öne çıktığı bir yıl oldu. Kur, ihracat rekabetçiliğini tamamen aşındırmayan ancak enflasyon geçişkenliğini de sınırlayan bir denge arayışı içinde seyretti. Bu görünüm, döviz piyasasında ani şoklardan ziyade kontrollü ve yönetilen bir uyum sürecinin ön planda olduğu, para politikasının kredibilitesinin kur fiyatlamaları üzerinde belirleyici rol oynadığı bir yıl olarak özetlenebilir.

2025 yılı boyunca kredi derecelendirme kuruluşları, yabancı finansal kurumlar ve uluslararası yatırım bankaları tarafından Türkiye ekonomisine ilişkin yayımlanan raporlarda, önceki yıllara kıyasla daha dengeli ve yapıcı bir tonun öne çıktığı görüldü. Bu olumlu değerlendirmelerin temelinde, para ve maliye politikalarında rasyonel çerçeveye dönüşün sürdürülmesi, politika yapıcıların öngörülebilirliği artıran adımları ve karar alma süreçlerinde veri odaklı yaklaşımın güçlenmesi yer aldı. Özellikle sıkı para politikasının kararlılıkla uygulanması ve dezenflasyon sürecine verilen öncelik, yabancı kurumların en çok vurgu yaptığı başlıklar arasında yer aldı. Raporlarda, enflasyonun ana eğiliminde gözlenen yavaşlama, cari dengede iyileşme sinyalleri ve rezerv birikiminin yeniden başlaması, makroekonomik kırılganlıkların azaltılması açısından olumlu gelişmeler olarak değerlendirildi. Bununla birlikte, TL varlıklara yönelik risk algısının önceki dönemlere göre daha rasyonel bir zemine oturduğu, kurda ani ve düzensiz hareketlerin sınırlandırılmasının yatırım yapılabilirlik algısını desteklediği ifade edildi. Yabancı kurumlar, yüksek faiz ortamının kısa vadede büyüme üzerinde baskı yarattığını kabul etmekle birlikte, bu politikanın orta vadede finansal istikrar ve fiyat istikrarı açısından gerekli bir maliyet olduğunun altını çizdi.

Ayrıca, politika iletişiminin güçlenmesi ve söylem ile eylem tutarlılığının artması, yabancı yatırımcı nezdinde güven tesis eden unsurlar arasında öne çıktı. Bazı raporlarda, kredi derecelendirme kuruluşlarının not ve görünüm değerlendirmelerinde daha dengeli bir perspektife yönelmesi olasılığına dikkat çekilirken, bu sürecin devamının sermaye akımlarını destekleyebileceği vurgulandı. Sonuç olarak 2025, yabancı kurumlar açısından Türkiye ekonomisinin kırılganlıklarını tamamen geride bıraktığı bir yıl olmaktan ziyade, rasyonel politikalarla risklerin yönetilebilir hale geldiği ve olumlu hikâyenin yeniden inşa edilmeye başlandığı bir geçiş dönemi olarak değerlendirildi.

2025 yılında BİST100 endeksi yaklaşık %14'lük sınırlı bir getiri sağlarken, aynı dönemde yüksek seviyelerde seyreden mevduat faizleri yatırımcı açısından daha cazip ve öngörülebilir bir alternatif olarak öne çıktı. Sıkı para politikası duruşunun korunması ve dezenflasyon sürecine yönelik kararlılık, TL varlıklara olan güveni artırırken, mevduat getirilerinin enflasyonun üzerinde gerçekleşmesi, reel anlamda pozitif getiri imkanı sundu. Buna karşılık, hisse senedi piyasasında faizlerin yüksek olması ile artan maliyet baskıları, zayıflayan iç talep ve küresel belirsizliklerin risk iştahını sınırlaması, endeksin yukarı yönlü potansiyelini baskıladı. Yüksek risksiz getiri ortamı, hisse senetleri için gerekli olan risk primini yükseltirken, yatırımcı tercihlerinin daha çok mevduat ve kısa vadeli TL enstrümanlara kaymasına neden oldu. Bu çerçevede 2025, getiri-risk dengesinde mevduat ve TL varlıkların BİST100'e kıyasla daha avantajlı bir görünüm sunduğu bir yıl olarak kayıtlara geçti.

Risk primi cephesinde, CDS'lerde dönemsel dalgalanmalar gözlenirken, bu hareketlerin büyük ölçüde hem küresel risk iştahına hem de iç politik gelişmelere duyarlı olduğu görüldü. Yatırımcılar açısından 2025, hikâyeden çok verinin konuştuğu, ancak verinin de algıdan bağımsız fiyatlanamadığı bir yıl oldu.

Sonuç olarak 2025, belirsizliğin yalnızca bir risk unsuru değil, aynı zamanda piyasa davranışlarını şekillendiren temel bir parametre haline geldiği bir dönem olarak özetlenebilir.

2025 yılı, güvenli liman varlıkları açısından belirsizliklerin fiyatlamalara yön verdiği ve jeopolitik risklerin yatırımcı davranışlarını belirgin şekilde etkilediği bir dönem olarak öne çıktı. Yıl boyunca süregelen jeopolitik gerginlikler, küresel ticaret ve enerji arzına ilişkin endişeler ile siyasi risklerin artması, yatırımcıların portföylerinde riskten kaçınma eğilimini güçlendirdi. Bu ortamda altın ve gümüş, geleneksel güvenli liman özellikleri sayesinde artan talebin odağında yer aldı.

Altın tarafında talep artışı, öncelikle jeopolitik belirsizliklerin yarattığı korunma ihtiyacından beslendi. Küresel ölçekte artansiyasigerilimlerve çatışma riskleri, merkez bankalarının rezerv çeşitlendirmeeğilimlerini desteklerken, bireysel ve kurumsal yatırımcıların da altını portföy sigortası olarak konumlandırmasına yol açtı. Bununla birlikte, ABD'de faiz indirim sürecinin başlaması ve reel faiz beklentilerinin gerilemesi, altının fırsat maliyetini düşürerek fiyatlamalar üzerinde ilave bir destek sağladı. Doların dönemsel olarak zayıflaması da altın talebini güçlendiren unsurlar arasında yer aldı.

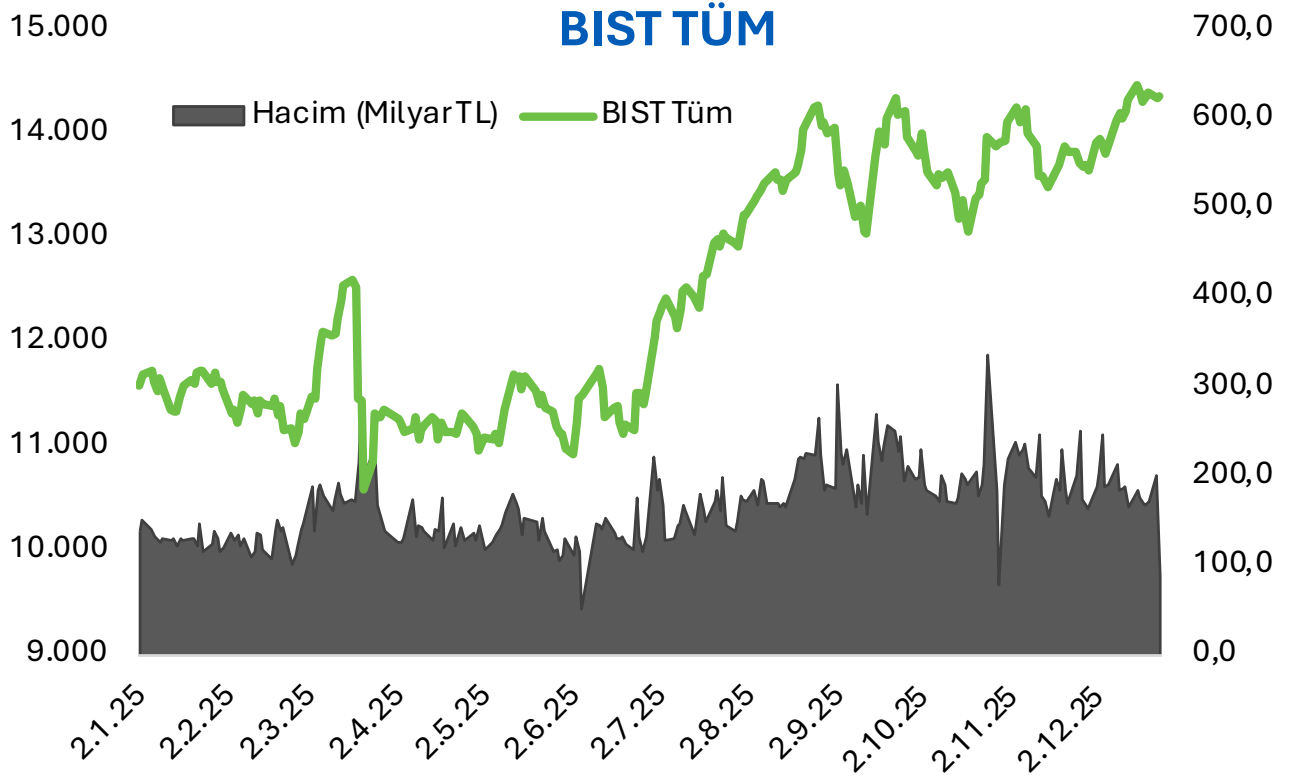
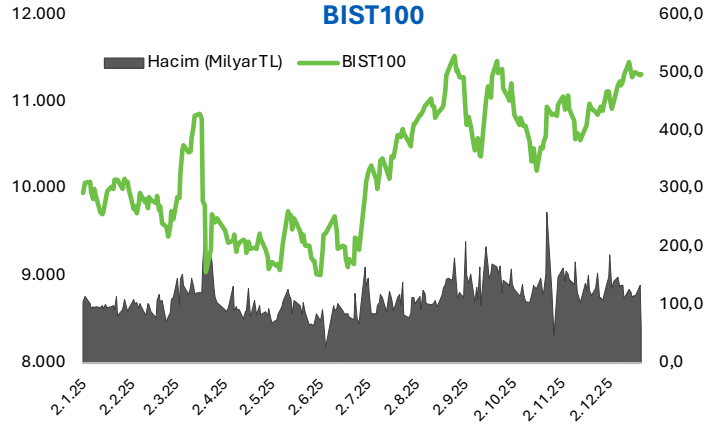
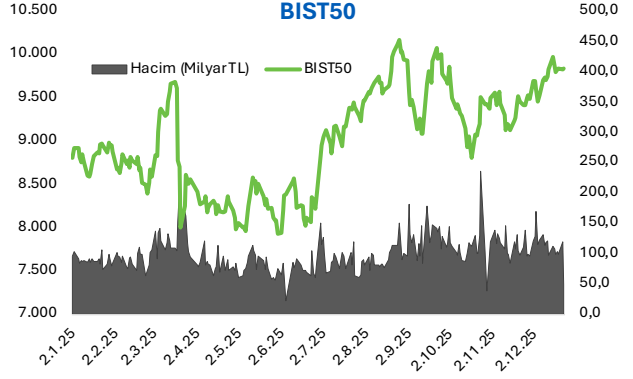
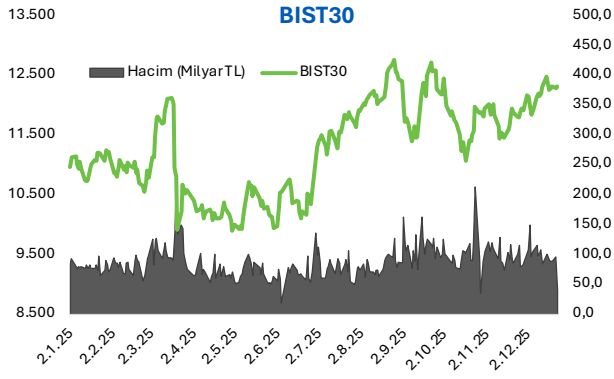
Gümüş ise 2025'te hem güvenli liman hem de sanayi metali kimliğiyle ayrıışan bir performans sergiledi. Jeopolitik riskler gümüşe yönelik güvenli liman talebini artırırken, enerji dönüşümü, elektronik ve savunma sanayine yönelik kullanım alanlarının genişlemesi, metalin yapısal talep dinamiklerini destekledi. ABD faiz indirimlerinin yarattığı likidite beklentisi ve finansal koşullardaki gevşeme sinyalleri, gümüşün daha volatil yapısı nedeniyle yatırımcılar açısından cazibesini artırdı.

Genel çerçevede 2025, altın ve gümüşün hem küresel belirsizliklere karşı korunma aracı hem de para politikası döngüsüne duyarlı varlıklar olarak öne çıktığı bir yıl oldu. Jeopolitik gerginlikler kısa vadeli talep artışlarını tetiklerken, ABD faiz indirimleri ve metal bazlı yapısal dinamikler, güvenli liman talebinin daha kalıcı bir zemine oturmasını sağladı.

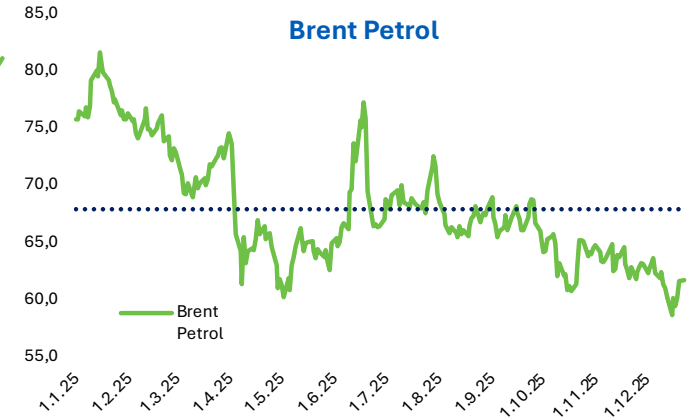
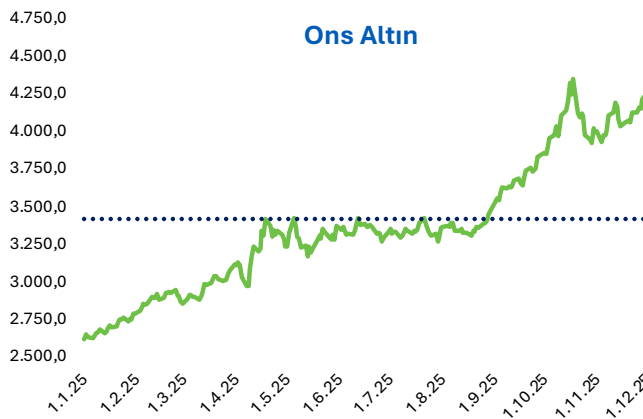
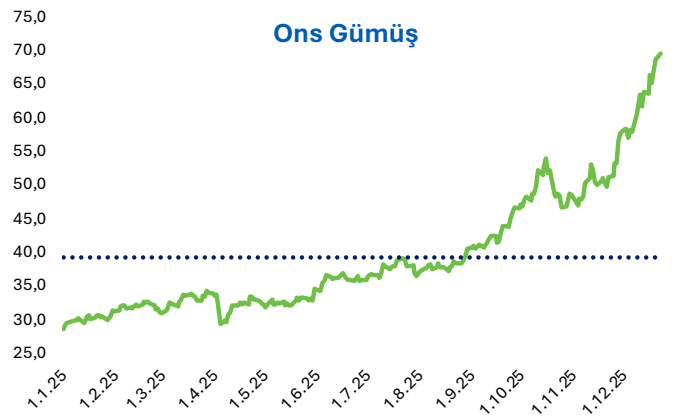
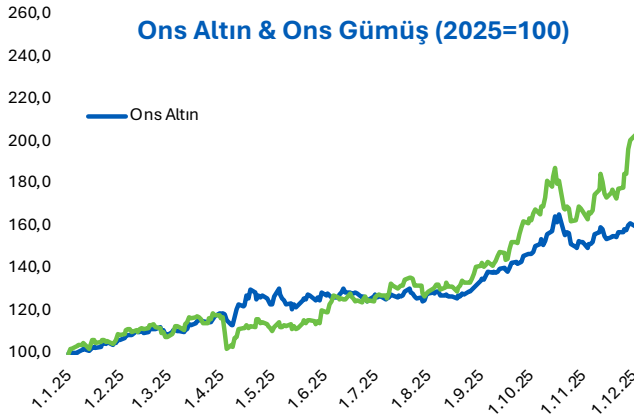
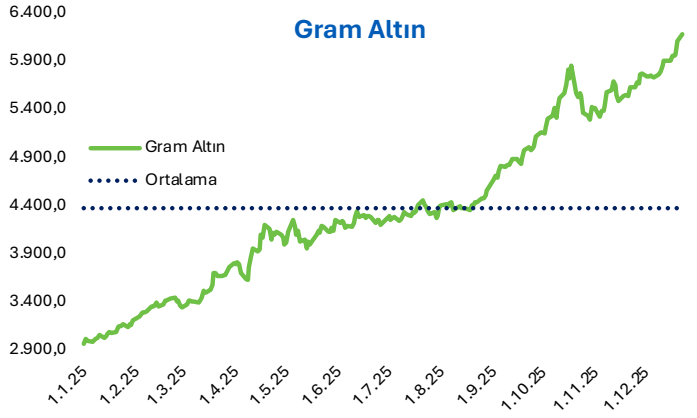
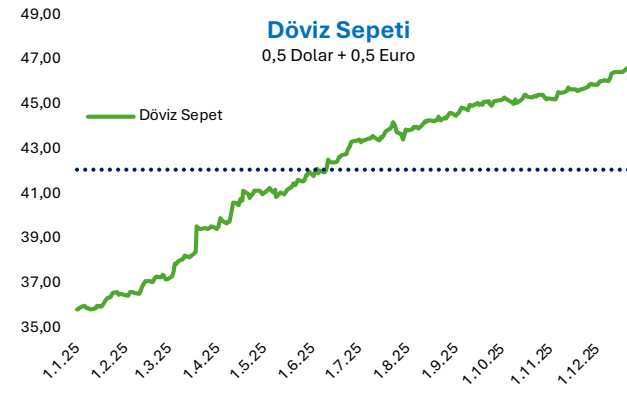
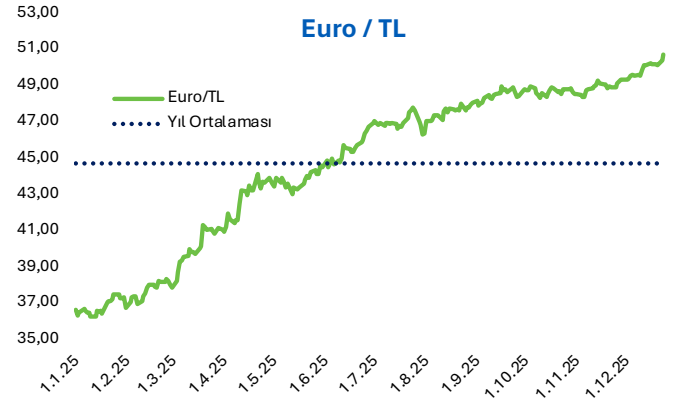
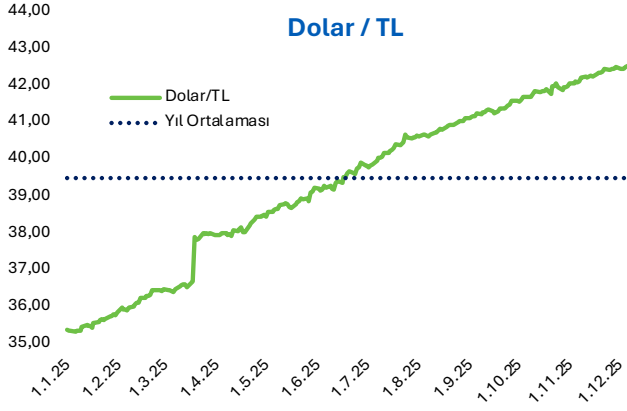
2024 yılı sonunda %44,4, 2025 yılı sonunda %30,8 olarak gerçekleşen enflasyonun 2026 yıl sonunda %22'ye gerilemesini bekliyoruz.



Özetle, 2025 yılında dönemsel dalgalanmalar, beklenti yönetimi ve politika öngörülebilirliği fiyatlamalar açısından kritik önem taşıdı.



Kaynak: İfo Yatırım Araştırma



Kaynak: İfo Yatırım Araştırma

2026 Yılı Temel Senaryo

2026 yılına girilirken Türkiye piyasalarına ilişkin ana makro hikaye, dezenflasyon sürecinin geçici baz etkilerinin ötesine geçerek beklentiler kanalı üzerinden daha kalıcı ve yapısal bir nitelik kazanmasıyla şekillenmesi yönünde. Para politikasında son dönemde tesis edilen sıkılık ve politika çerçevesinde sağlanan tutarlılık, enflasyon dinamiklerinde yalnızca gerçekleştirmeler düzeyinde değil, beklentiler tarafında da belirgin bir iyileşme yaratıyor. Bu görünüm, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın politika duruşunun piyasa aktörleri tarafından daha öngörülebilir ve kredibilitesi yüksek bir çerçevede algılanmasını sağlarken, faiz indirim sürecinin de daha sağlıklı bir zeminde ilerlemesine imkan tanıyor.

Dezenflasyon sürecinin güçlenmesiyle birlikte başlayan faiz indirim döngüsünün, büyüme ve finansal istikrar hedefleriyle uyumlu şekilde kademeli olarak devam etmesini bekliyoruz. Bu noktada kritik unsur, para politikasındaki gevşemenin enflasyonla mücadelede elde edilen kazanımları aşındırmadan, talep kompozisyonunu daha dengeli bir yapıya yönlendirmesi. Faiz indirimlerinin yatırım, üretim ve istihdam üzerindeki destekleyici etkisi, finansal koşullardaki normalleşmeyle birlikte daha görünür hale gelirken, kredi kanalının etkinliğinin artması ekonomik aktivite açısından önemli bir destek unsuru olarak öne çıkıyor.

Ülke risk primini temsil eden CDS göstergesindeki gerilemeyi, söz konusu makro çerçevenin piyasalara yansıyan en somut çıktılardan birisi olarak değerlendiriyoruz. CDS'teki düşüş yalnızca finansal piyasalarda fiyatlanan bir risk göstergesi değil, aynı zamanda politika setine duyulan güvenin ve makro istikrar algısının bir yansıması olarak karşımıza çıkıyor. Bu kapsamda CDS'teki normalleşmenin kalıcı hale gelmesi, Türkiye ekonomisinin dış şoklara karşı kırılganlığının azaldığına işaret ederken, sermaye akımlarının kompozisyonunda da daha uzun vadeli ve istikrarlı bir yapının oluşmasına katkı sağlıyor. CDS'teki geri çekilmenin kamu ve özel sektör üzerindeki etkileri de oldukça etkili. Kamu tarafında borçlanma maliyetlerinin gerilemesi, bütçe üzerindeki faiz yükünü azaltarak mali alanın genişlemesine olanak tanımaktadır. Özel sektör açısından ise daha düşük risk primi, özellikle döviz cinsi borçlanma maliyetlerini aşağı çekerek yatırım iştahını desteklemektedir. Bu süreç aynı zamanda bankacılık sistemi üzerinden kredi arzını olumlu etkileyerek, reel sektörün finansmana erişimini kolaylaştıran bir mekanizma olarak çalışmakta.

Faiz indirim döngüsünün ve CDS normalleşmesinin eş zamanlı ilerlemesi, hisse senedi piyasasında yeniden fiyatlama sürecini tetikleyen temel unsurlar arasında yer alıyor. Yüksek faiz ortamında baskılanan değerlemelerin, iskonto oranlarındaki gerileme ile birlikte daha rasyonel seviyelere doğru yakınsamasını bekliyoruz. Bu yeniden fiyatlama sürecinin yalnızca çarpan genişlemesine dayalı kısa vadeli bir hareketten ziyade, karlılık görünümündeki iyileşme ile desteklenen daha sağlıklı bir yükseliş patikasına dönüşmesini öngörüyoruz.

Sektörel bazda bakıldığında, bankacılık sektörü bu makro konjonktürden en hızlı ve en güçlü fayda sağlayabilecek alanlardan biri olarak öne çıkıyor. Net faiz marjlarının daha dengeli bir yapıya kavuşması, fonlama maliyetlerindeki oynaklığın azalması ve aktif kalitesinin korunması, bankaların karlılık görünümünü destekleyen ana unsurlar arasında yer alırken, yabancı yatırımcı ilgisinin de bankacılık tarafında yoğunlaşması beklenebilir. Bununla birlikte, iç talep ve kredi genişlemesine duyarlı sektörlerde, özellikle perakende, dayanıklı tüketim, ulaştırma ve seçici sanayi kollarında da faaliyet kârlılıklarında belirgin bir toparlanma beklenmektedir. Ancak bu noktada şirket bazlı ayrışmanın önemi artmakta. Güçlü bilanço yapısına, yüksek nakit yaratma kapasitesine ve etkin maliyet yönetimine sahip şirketlerin öne çıkacağını düşünüyoruz.

Küresel makroekonomik arka plan da 2026 yılı için Türkiye piyasalarını destekleyici bir çerçeve sunuyor. Gelişmiş ülke merkez bankalarının sıkı para politikası döneminin sonuna yaklaşması ve faiz indirimlerine yönelik beklentilerin güçlenmesi, küresel likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler lehine evrilmesine zemin hazırlıyor. Bu ortamda, reel faiz avantajı sunan, büyüme potansiyeli yüksek ve değerlendirme iskontosu barındıran ülkelerin sermaye akımlarından daha olumlu etkilenmesi beklenmekte. Türkiye'nin bu grupta konumlanması, portföy akımları açısından görece bir avantaj sağlıyor.

Yabancı yatırımcı perspektifinden değerlendirildiğinde, CDS'teki düşüş ve makro politika çerçevesindeki iyileşme, Türkiye varlıklarını yeniden radar altına sokmaktadır. Uzun süredir sınırlı kalan yabancı payının, politika tutarlılığının korunması ve reform gündeminin desteklenmesi halinde, kademeli ancak kalıcı bir artış eğilimine girmesi olası görülürken, bu sürecin, hisse senedi piyasasında likiditeyi artırarak fiyat keşfi mekanizmasını güçlendirmesi ve volatilitiyi azaltmasını bekliyoruz.

Öte yandan, 2026 yılında olası dezenflasyon sürecinde yaşanabilecek olası aksamalar, maliye politikası tarafında gevşeme sinyalleri, küresel jeopolitik riskler ve emtia fiyatlarındaki oynaklık, piyasalar üzerinde dönemsel baskılar yaratabilir. Ayrıca faiz indirimlerinin zamanlaması ve hızı konusundaki belirsizlikler, beklenti yönetiminin önemini daha da artırıyor. Bu nedenle piyasa fiyatlamalarının doğrusal bir seyirden ziyade, dönemsel düzeltmelerin eşlik ettiği, ancak orta vadede yönü yukarı olan bir patika izlemesini bekliyoruz.

Tüm bu çerçeve altında 2026 yılına ilişkin stratejik duruşumuz, dezenflasyon sürecinin kalıcılığına, CDS normalleşmesinin yapısal bir nitelik kazanacağına ve para politikasındaki gevşemenin makro dengelerle uyumlu, ölçülü ve öngörülebilir şekilde ilerleyeceği varsayımına dayanmaktadır. Bu bağlamda, hisse senedi ağırlığının artırıldığı, ancak sektör ve şirket bazında seçiciliğin ön planda tutulduğu; bilanço kalitesi yüksek, borçluluk riskleri sınırlı ve sürdürülebilir kârlılık sunan şirketlere odaklanan dengeli bir portföy yaklaşımının, 2026 yılında risk-getiri dengesini optimize etmek açısından en rasyonel strateji olduğunu değerlendiriyoruz.

Ana Fırsatlar ve Riskler

- **CDS'te Normalleşme:** Dezenflasyon sürecinin güçlenmesi ve para politikasındaki öngörülebilirliğin artmasıyla birlikte ülke risk priminde kalıcı düşüş potansiyeli, Türkiye varlıklarının küresel portföylerde yeniden konumlanmasını destekliyor. Yabancı yatırımcının dezenflasyon sürecine ilgisi önemli düzeyde. CDS'teki gerilemeyi enflasyondaki aşağı yönlü trendle bir süre paralel izleyebiliriz.
- **Faiz İndirim Döngüsünün Hisse Çarpanlarına Etkisi:** Politika faizinde kademeli indirimlerin başlaması, hisse senedi değerlemelerinde kullanılan iskonto oranlarını aşağı çekerken, özellikle bankacılık ve iç talep odaklı sektörlerde karlılık görünümünü iyileştirmesi beklenebilir. Bu süreç, tarihsel ortalamaların altında işlem gören sektörler için yeniden fiyatlama fırsatı sunuyor.
- **Yabancı Yatırımcı Girişi ve Likidite Artışı:** CDS düşüşü ve faiz patikasına ilişkin netlik, yabancı yatırımcı açısından Türkiye piyasalarına giriş için kritik eşiklerin aşılmasını sağlayabilir. Artan yabancı ilgisi, piyasa likiditesini ve fiyat keşfini destekleyerek seçilmiş hisselerde yukarı yönlü hareketleri hızlandırabilir. Yılın son çeyreğinde Ekim ve Kasım dönemi için yabancı yatırımcının bankalar, havacılık, demir-çelik ve otomotiv sektörüne ilgisinin arttığını gösteriyor.
- **Bilanço Kalitesine Dayalı Ayrışma:** Enflasyon muhasebesi sonrası bilanço kalitesi netleşmiş, borçluluğu düşük ve nakit akışı güçlü şirketlerin, faiz indirim sürecinden daha hızlı ve kalıcı fayda sağlaması beklenirken, bu durum, seçici hisse bazlı stratejileri öne çıkarabilir.
- **Gelişmekte Olan Ülkelerde Eş Zamanlı Faiz İndirimleri:** Gelişmekte olan ülke merkez bankalarının senkronize faiz indirim döngüsüne girmesi, küresel risk iştahını ve getiri arayışını destekleyerek sermaye akımlarının GOÜ varlıklarına yönelmesini sağlayabilir. Bu ortamda Türkiye, CDS düşüşü ve reel getiri potansiyeli sayesinde benzer ülkelere kıyasla pozitif ayrışma potansiyeli taşıyabilir.
- **Dezenflasyon Sürecinde Sapma Riski:** Enflasyonun hedef patikadan sapması veya beklentilerde bozulma yaşanması, faiz indirim döngüsünün gecikmesine ya da sınırlı kalmasına neden olabilir. Bu senaryo, CDS'te beklenen düşüşü yavaşlatırken hisse senedi piyasasında değerlendirme baskısı yaratabilir.
- **Faiz İndirimlerinin Zamanlaması ve İletişim Riski:** Faiz indirimlerinin piyasa beklentilerinden erken veya makro dengeleri zorlayacak ölçüde agresif gerçekleşmesi, finansal istikrar algısını zedeleyerek risk priminde yeniden yükselişe yol açabilir.
- **Küresel Risk İştahında Bozulma:** ABD ve Avrupa merkezli para politikası belirsizlikleri, jeopolitik riskler veya küresel resesyon endişeleri, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını zayıflatabilir. Bu durumda CDS düşüşü sınırlı kalırken, hisse piyasasında oynaklık artabilir.
- **Jeopolitik ve Politik Riskler:** Bölgesel jeopolitik gelişmeler veya iç siyasi belirsizlikler, risk priminde hızlı ve sert fiyatlamalara neden olabilir. Bu tür şoklar, yabancı yatırımcı girişlerinin sürekliliğini riske atabilir.

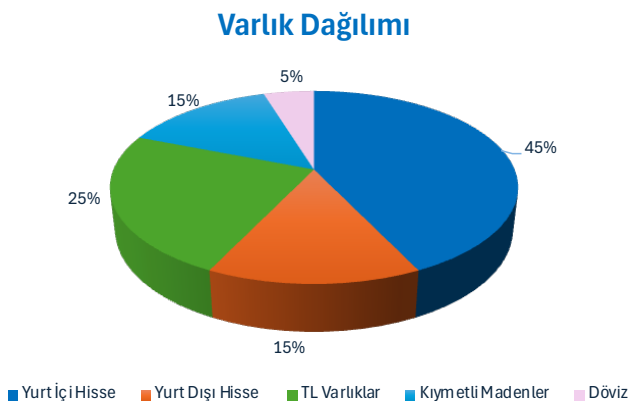


Varlık Dağılımı

Varlık dağılımı, bir portföyün farklı varlık sınıfları arasında belirli oranlarla dağıtılmasını ifade eder ve uzun vadeli portföy performansının en belirleyici unsurudur. Varlık dağılımı, tekil enstrüman seçiminden ziyade portföyün risk-getiri profilini tanımlayan stratejik bir karar olarak ele alınmalıdır.

Sağlıklı bir varlık dağılımı, yatırımcının risk iştahı, yatırım ufku, likidite ihtiyacı ve makroekonomik beklentileriyle uyumlu olmalıdır. Stratejik varlık dağılımı uzun vadeli hedefleri yansıtırken, taktiksel varlık dağılımı konjonktürel fırsatlara ve risklere yanıt verir. Enflasyon, faiz oranları, büyüme görünümü ve jeopolitik riskler gibi faktörler; hisse senedi-tahvil dengesi, alternatif varlıkların portföy içindeki ağırlığı ve döviz cinsi dağılım üzerinde belirleyici olur. Etkin bir varlık dağılımı yaklaşımı, farklı ekonomik döngülerde portföyün dayanıklılığını artırmayı ve risklerin tek bir faktörde yoğunlaşmasını engellemeyi amaçlar.

2026 yılı varlık dağılımı beklentimiz aşağıdaki gibidir*



Yurt içinde enflasyonun düşüş trendinde olduğu, faiz oranlarının gerilediği, kur artışının enflasyonun altında kaldığı ve ABD’de faiz indirimlerinin sürdüğü bir makro senaryo varsayımı altında varlık dağılımı açıklamaları yapılmıştır.

Bu makroekonomik konjonktürde varlık dağılımının temel amacı, düşen iskonto oranlarının yarattığı değer artışından faydalanmak, aynı zamanda reel getiri potansiyelini maksimize etmek.

Enflasyon ve faizlerdeki gerileme, özellikle uzun vadeli varlıklar açısından olumlu bir zemin oluştururken, kurun enflasyonun altında kalması döviz bazlı varlıkların portföy içindeki rolünü daha seçici hale getiriyor. 2022 yılında yüksek enflasyon sonrası BİST’teki ‘ne aldysak gitti’ mottosu, rasyonalite çerçevesinde atılan adımların rakamlara sirayet etmesi ile yerini ‘daha kontrollü portföy’ anlayışına bıraktı. Her dönemin ayrı bir hikayesinin olduğu, bu hikayelerden olumlu ya da olumsuz etkilenecek hisse/sektörlerin olduğu 2025 yılını geride bırakırken, 2026 yılı da benzer bir senaryo ile geçecek gibi duruyor.

Bu çerçevede portföyde **hisse senetlerinin** ağırlığının artması gerektiğini düşünen taraftayız. Düşen faiz ortamı, şirket değerlemelerini desteklerken finansman maliyetlerinin azalması karlılık beklentilerini iyileştirmesi beklenebilir. Özellikle iç talebe duyarlı, borçluluk oranı yönetilebilir ve faiz hassasiyeti yüksek sektörler (bankacılık, sanayi, dayanıklı tüketim) ön plana çıkabilir. Ayrıca ABD’de faiz indirimlerinin devam etmesi, küresel risk iştahını destekleyerek gelişmekte olan ülke varlıklarına sermaye akışını güçlendirebilir.

* Varlık dağılımı yatırımcıların risk iştahına göre değişim gösterebilir.

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

Bu senaryoda portföyün ikinci temel bileşeni olmaya devam eder. Faizlerin düşüş eğiliminde olması, özellikle orta ve uzun vadeli tahvillerde sermaye kazancı potansiyelini artırır. Enflasyondaki gerileme ile birlikte reel faiz görünümünün iyileşmesi, TL cinsi tahvilleri cazip kılarken, portföy volatilitelerini dengeleyici bir rol üstlenir.



DÖVİZ

2025 yılı, döviz piyasası açısından değerlendirildiğinde, özellikle Dolar/TL cephesinde oynaklığın önceki yıllara kıyasla daha kontrollü seyrettiği ancak yönün büyük ölçüde makroekonomik çerçeve ve beklenti yönetimi tarafından belirlendiği bir dönem olarak öne çıktı. Sıkı para politikasının uzun süre korunması, TL likidite koşullarının sıkı tutulması ve makroihtiyati adımlar, kur üzerindeki ani ve sert hareketlerin sınırlandırılmasında etkili oldu. Bu çerçevede Dolar/TL, nispeten yüksek faiz, düşük oynaklık dengesinin hakim olduğu bir patika izledi. Yılın ilk bölümünde küresel dolar endeksindeki dalgalanmalar, ABD faiz patikasına ilişkin belirsizlikler ve jeopolitik riskler Dolar/TL üzerinde yukarı yönlü baskı unsurları olarak izlendi. Buna karşın, yurt içinde uygulanan ortodoks para politikası, rezerv birikim sürecinin devam etmesi ve cari dengede gözlenen iyileşme sinyalleri, bu baskıların kur fiyatlamalarına sınırlı

ölçüde yansımaları sağladı. Kur artış hızının enflasyonun altında kalması, TL'nin reel olarak görece istikrar kazandığı bir görünüm yarattı. Yılın ilerleyen dönemlerinde faiz indirim sürecinin başlamasıyla birlikte Dolar/TL tarafında temkinli bir fiyatlamaya gözlenirse de, bu adımların dezenflasyon süreciyle uyumlu ve veri odaklı şekilde atılması, kurda sert reaksiyonların önüne geçti. Mart ayında yaşanan siyasi gelişmeler dönemsel bir belirsizlik yaratsa da, TCMB'nin duruşunda ani bir değişikliğe gitmemesi ve iletişimde tutarlılığın korunması, kur üzerindeki oynaklığın geçici kalmasını sağladı. Genel çerçevede 2025, Dolar/TL açısından seviyeden ziyade hızın ve beklentilerin öne çıktığı bir yıl oldu. Kur, ihracat rekabetçiliğini tamamen aşındırmayan ancak enflasyon geçişkenliğini de sınırlayan bir denge arayışı içinde seyretti. Bu görünüm, döviz piyasasında ani şoklardan ziyade kontrollü ve yönetilen bir uyum sürecinin ön planda olduğu, para politikasının kredibilitésinin kur fiyatlamaları üzerinde belirleyici rol oynadığı bir yıl olarak özetlenebilir.

Döviz ve döviz bazlı varlıkların ağırlığı bize göre görece sınırlı tutulmalı. Çünkü kur artışının enflasyonun altında kaldığı bir ortamda, döviz pozisyonu reel getiri üretmekten ziyade daha çok riskten korunma amaçlı değerlendirilmeli. Bununla birlikte ABD faiz indirimleri nedeniyle dolara olan talebin azalması beklenebilir.



KIYMETLİ MADENLER

2025 yılı, güvenli liman varlıkları açısından belirsizliğin fiyatlandığı bir yıl olarak öne çıktı. Küresel ölçekte faiz patikasına ilişkin netliğin sağlanamaması, ABD'de seçim sonrası ekonomi politikalarına dair soru işaretleri, ABD Başkanı Trump'ın tarife söylemleri ve artan jeopolitik riskler, riskli varlıklarda dalgalanmayı artırırken yatırımcıları dönemsel olarak güvenli limanlara yöneltti. ABD tahvilleri ve dolar, yüksek faiz / yüksek belirsizlik denkleminde zaman zaman cazibesini korurken, kıymetli madenler yalnızca jeopolitik risklere değil aynı zamanda merkez bankalarının rezerv çeşitlendirme eğilimine bağlı olarak güçlü bir korunma aracı olarak öne çıktı. Ancak sıkı para politikasının uzun süre korunacağı beklentisi, güvenli liman talebinin kesintisiz ve tek yönlü olmasını engelledi. 2025, güvenli limanların bir trendden ziyade taktiksel riskten kaçış aracı olarak kullanıldığı bir yıl oldu.

Daha temkinli bir yaklaşım öne çıkar. Enflasyonun düşüş trendinde olması, altın, gümüş gibi enflasyona karşı korunma araçlarının görece cazibesini azaltabilir; ancak jeopolitik ve küresel risklere karşı portföyde sınırlı bir payla yer alması dengeleyici olabilir.

Özetle 2026 yılındaki beklentilerimiz, bu senaryoda varlık dağılımı, hisse senedi ve uzun vadeli sabit getirili varlıklara ağırlık veren, döviz pozisyonunu sınırlı tutan ve alternatif varlıkları destekleyici unsur olarak konumlandıran bir yapı üzerinde duruyor. Böyle bir dağılım, hem düşen faiz ortamının sunduğu değerlendirme avantajlarını hem de makro istikrarın sağladığı risk iştahı artışını portföy performansına yansıtmayı hedefliyor.

2025 yılı, güvenli liman varlıkları açısından jeopolitik riskler, ABD siyasi belirsizliği ve faiz indirim döngüsüne ilişkin karmaşık beklentilerin iç içe geçtiği bir yılı oldu. Orta Doğu'da süregelen çatışmaların enerji arzı ve ticaret yolları üzerindeki etkileri, Rusya – Ukrayna hattında kalıcı bir çözümün sağlanamaması ve ABD – Venezuela, ABD – Çin gibi farklı coğrafyalarda dönemsel olarak yükselen tansiyon, küresel risk algısını kırılğan tuttu.

Bu jeopolitik tablo, özellikle ani haber akışlarının yoğunlaştığı dönemlerde yatırımcıların riskli varlıklardan çıkarak altın, ABD tahvilleri ve dolara yönelmesine neden oldu; ancak bu yönelimler kalıcı bir güvenli liman rallisinden ziyade kısa vadeli korunma refleksi şeklinde gerçekleşti. Bu kısa vadeli korunma riski olarak görünse de yıl boyunca artan gerilim ve belirsizlik uzun vadede kıymetli madenlerde talebi artırdı.

ABD cephesinde ise Trump'ın yeniden öne çıkan siyasi söylemleri ve tarife odaklı politikalarının küresel ticaret üzerindeki potansiyel etkileri, 2025 boyunca güvenli liman talebini besleyen önemli bir unsur oldu. Korumacı ticaret politikalarının yeniden gündeme gelmesi, küresel büyüme görünümüne dair aşağı yönlü riskleri artırırken, şirket kârlılıkları ve tedarik zincirleri üzerinde baskı oluşturdu. Bu durum, risk iştahını zayıflatarak özellikle küresel portföylerde dolar ve ABD tahvillerinin ağırlığının artırılmasına yol açtı. Ancak artan bütçe açıkları ve borçlanma ihtiyacı, uzun vadeli ABD tahvillerinde zaman zaman faiz yukarı yönlü baskı yaratırken, güvenli liman algısının mutlak olmasını sınırlasa da belirsizlik ve Hükümetin 42 gün kapalı kalması kıymetli madenlerde etkili oldu.

Faiz indirimlerine ilişkin beklentiler ise 2025'te güvenli liman denklemini daha da karmaşık hale getirdi. Enflasyonun düşüş eğilimine girmesine rağmen hedeflere tam olarak yakınsamaması, Fed'in temkinli duruşunu korumasına neden olurken, piyasalarda sık sık öne çekilen ancak sonrasında ötelenen faiz indirimi beklentileri fiyatlamalarda dalgalanmaya yol açtı. Faizlerin yüksek seviyelerde kalması, doları desteklerken altının getirisini dönemsel olarak baskıladı. buna karşın faiz indirimi beklentilerinin güçlendiği her dönemde altın yeniden ön plana çıkarak portföylerde korunma aracı olarak talep gördü.

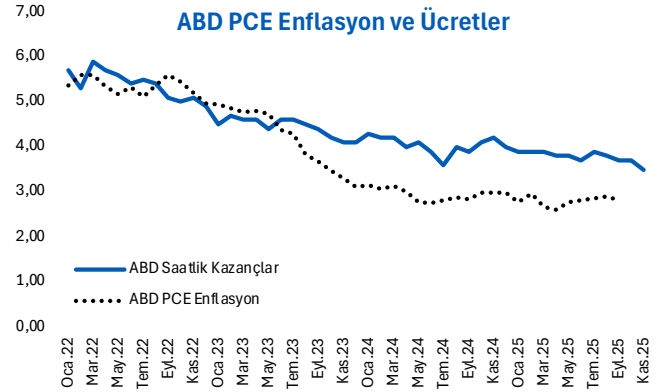
Bu üçlü denklem çerçevesinde 2025, güvenli limanların tek bir hikayeye dayanarak değil, farklı risk başlıklarının zamanlamasına göre dönüşümlü olarak öne çıktığı bir yıl oldu. Jeopolitik risklerin arttığı dönemlerde altın ve kısa vadeli ABD tahvilleri ön plana çıkarken, faizlerin yüksek seyrini koruduğu ve küresel likiditenin sıkı kaldığı dönemlerde dolar görece daha güçlü bir güvenli liman işlevi gördü. Sonuç olarak 2025, yatırımcıların güvenli limanlara stratejik bir uzun vadeli pozisyonlanmadan ziyade, belirsizliğin kaynağına göre şekillenen esnek ve dinamik bir riskten korunma yaklaşımı benimsediği bir yıl olarak kayda geçti.

Küresel Görünüm

ABD Ekonomisi ve Fed'e İlişkin Görüşler

2026 yılına girerken **ABD'de** iki başlık çok konuşulacak; İlki elbette Fed. Fed'de Aralık toplantısı sonucunda gördük ki FOMC üyeleri arasında çok net bir ayrışmayı 2026'da göreceğiz. Fed üzerinden yürüyen bir diğer tartışma da yeni başkan için en güçlü aday olan ABD Ulusal Ekonomi Konseyi Direktörü Kevin Hassett. Trump'a yakın bir isim olması nedeniyle daha düşük bir faiz politikası beklentisi satın alınıyor. Bu da şüphesiz Fed'in kredibilitesini olumsuz etkileyebilecek bir gelişme. Kaldı ki enflasyon konusunda Fed'in 2025 yılında aldığı yol tartışılır. 2024 yılını %3 çekirdek PCE enflasyon ile tamamlayan ABD ekonomisinde 2025 yılını bitirirken Fed beklentileri %3'lük beklentiye korudu. Bu konu ister istemez Fed'in şahinleri içerisinde huzursuzluk yaratacaktır.

ABD Çekirdek PCE Enflasyon ve Saatlik Ücretlerdeki Değişim

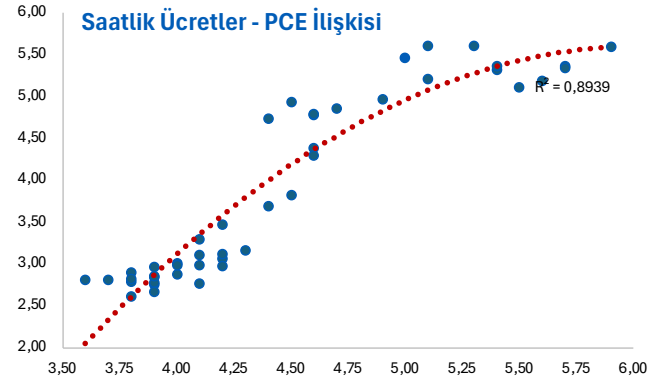


Kaynak: BLS – BEA

Fed'in ilişkilendirildiği kurduğu saatlik ücretler – PCE arasındaki ilişki ise trend yönü olarak hala güçlü. 2022'den başlattığımız iki seri arasındaki ilişkinin yüksek olduğu görülmekte (Grafik 1). Ücret – harcanabilir gelir – hane halkı harcamaları ve bunun üzerinden yürütülen talep enflasyonu özelindeki ölçüme göre şu aşamada hane halkı harcamaları dezenflasyon sürecine destek vermiyor. Bu arada hatırlatmak da gerekiyor; Michigan Üniversitesi'nin ölçümleri hane halkının 12 aylık enflasyon beklentileri %4,1'de.



Saatlik Ücretler – PCE İlişkisi

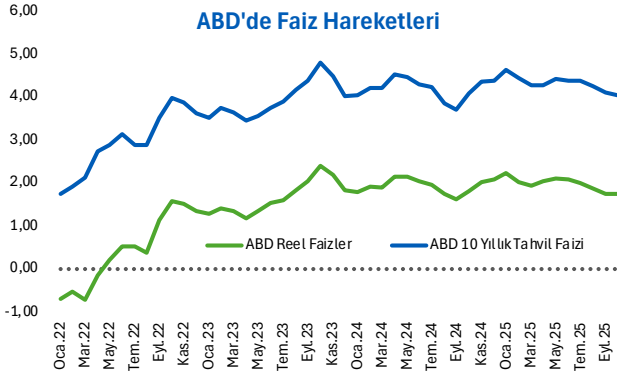


Kaynak: BLS – BEA

Yeni Fed Başkanı'nın faiz konusundaki görüşlerine ilişkin tahvil piyasası kısa vadede yönünü yukarı çevirse de hem nominal faizler hem de reel faizlerde trend tekrar aşağı dönmeye hazırlanıyor. Yine de faizlerde kritik eşikler aşağı yönlü kırılmadı. Çok kısa vadeli bir analiz doğru olmayabilir.

10 yıllık faizde %4 eşliğinin altına gelinememesi bir noktada cari enflasyon beklentileri, Fed'de Hasset döneminin yarattığı belirsizlik ve FOMC üyeleri arasındaki ayrışma ile ilişkili şeklinde okuyoruz.

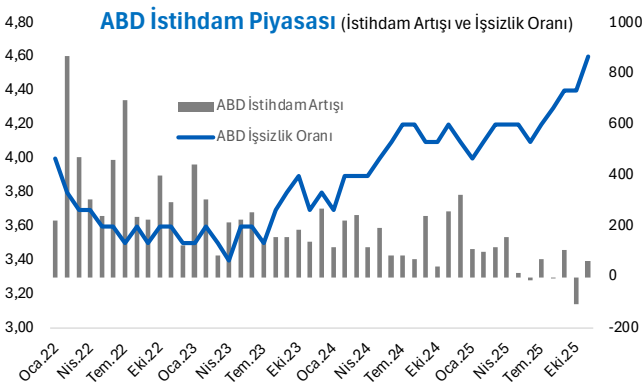
ABD'de Faiz Hareketleri



Kaynak: St. Louis Fed

Fed'in bir diğer alanı da bilindiği üzere istihdam piyasası ve hatta tam istihdama erişmek; bu noktada pandemi sonrası ABD ekonomisinin aylık güçlü istihdam yarattığı dönemlerden normalleşmeye doğru giderken özellikle 2025 yılının ikinci yarısında toplam istihdamın büyüme hızının yavaşladığını görmekteyiz. Daha somut bir deyişle, 2024 yılında ABD ekonomisi ortalama 165-170 bin kişi istihdam yaratırken, 2025'in ilk yarısında ortalama 80-85 bin kişi ve üçüncü çeyrekte ortalama 60-65 bin kişiye kadar geriledik. 2025 yılına %4 ile başlayan işsizlik oranı ise bu resimde 2025 yıl sonunda %4,5'lere yerleşebilir. Fed beklentileri 2026 yılında işsizlik oranının %4,4 gerçekleşmesi yönünde.

ABD İstihdam Artışı ve İşsizlik Oranı

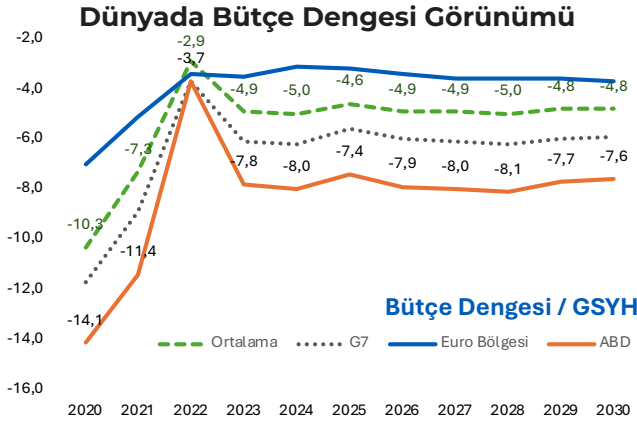


Kaynak: BLS

Büyüme tarafında ise ABD ve İngiltere 2025 ve 2026'da öne çıkmaya devam ederken Avrupa'da özellikle Almanya öncülüğünde negatif ayrışmanın süreceği görülmekte. IMF tahminleri Euro Bölgesi ve Almanya'da yıllık büyümenin 2025'teki %2,1'den sırasıyla %1,9 ve %1,8'e gerileyebileceğini gösteriyor. Öncü veriler ve güven endeksleri de kısa vadeli bir büyüme hikayesi şu anda sunmuyor.

ABD'de hükümetin 42 gün kapalı olmasının ardında bilindiği üzere hükümetin bütçe kısıtlarını zorlaması söz konusu. Pandemi sonrası artan kamu harcamaları ve ekonomideki daralma nedeniyle bütçe açığının GSYH oranı yükselirken sonrasında daha dengeli hale geldi fakat G7 ülkelerinin bütçe açıkları / GSYH oranı %5,7'lerde. Euro Bölgesi'nde bu ortalama %3,2'lerde ve karşılaştırmak adına; ABD'de %7,4 öngörülüyor. IMF tahminleri bütçe açığının GSYH oranının 2028'de %8,1 ile yakın dönem zirvelerine çıkacağını gösteriyor. Bu risk bilindiği üzere altın ve gümüş gibi değerli metallerde de fiyatlanıyor. Yüksek dış açık ve yüksek mali açık ABD ekonomisi açısından en büyük risklerden birini oluşturuyor. "İkiz Açık" terimini ABD'de 1980'lerde oluşan bütçe açığı ve ödemeler dengesi açıklarının bir arada oluşuyla biliyoruz.

S&P500 için 2025 tahminlerini de takip ediyoruz. 9A finansallarından sonra 2025 yılı genel tahminleriyle birleştirdiğimizde S&P500'deki şirketlerin kar büyümelerini yıllık %12,1 olarak hesaplıyoruz. Muhteşem yedili şirketlerdeki kar büyümesi ortalamada %22 ve kalan 493 şirketin ortalama kar büyümesi ise %9'larda hesaplanıyor. Kar büyümesi en yüksek sektörler içerisinde bilgi teknolojileri, iletişim hizmetleri, finans sektörü ve sağlık sektörü görülmekte. Enerji sektörü ise geçtiğimiz yıl olduğu gibi bu yıl da zayıf geçirenler içerisinde yer aldı. 2026 yılında kar büyümesinin hızını sürdüreceği ve 10 yıllık ortalaması olan %8,6'nın oldukça üzerinde %15 gerçekleşeceği öngörülmekte. Factset'e göre muhteşem yedilinin kar büyümesi 2026 yılında %22,7'lerde olacak.



Kaynak: IMF

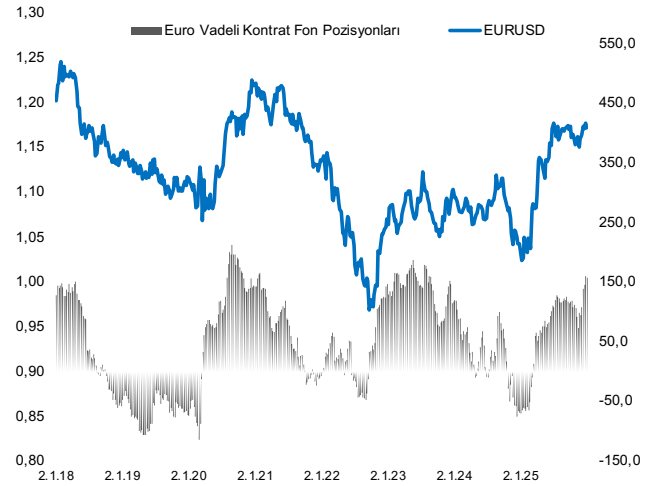
Avrupa'da büyüme dinamikleri zayıf kalmaya devam ediyor. Her ne kadar ECB ve IMF, Euro Bölgesi için %1,2'lik büyüme öngörse de küresel büyüme trendinin altında kaldığını görmekteyiz. Almanya ise Euro Bölgesi ortalamasının altında seyretmeyi sürdürecektir. Öncü veriler kısa vadede bir Avrupa Birliği toparlanması görmüyor. Kaldı ki Rusya – Ukrayna savaşı da devam ettiği sürece lokomotif ülke Almanya'da güçlü bir büyüme beklentisi oluşmasını zor görüyoruz. Avrupa için 2026 teması yine jeopolitik riskler olacak. Enflasyon cephesinde ECB önemli yol kat etti. Büyümeyi desteklemek için 2026'da daha gevşek bir para politikası ile karşılaşabiliriz. Fed ve ECB'yi faiz trendi olarak beraber de takip edebiliriz. Avrupa'da kritik sektörler; başta otomotiv ve diğer sanayi kolları olmak üzere zayıf izlemeyi sürdürüyoruz.

EURUSD

Paritede yıl içerisinde 1,00'in altındaki EURUSD paritesi tartışması uzakta kaldı diyebiliriz. Bunu belirleyen de büyük ölçüde Fed ve beklentiler oldu. Yılın ikinci yarısında ABD'de istihdam verileriyle başlayan zayıf trend Fed'in şahin üyelerinin bile ılımlı konuşmasına neden oldu ve Kasım ayında hızlı bir şekilde Aralık toplantısında Fed'in faiz indirimi yapacağına dair beklenti oluştu.

Fed'in bir süre izlemeye geçmesi, bu durumun kısa orta vadede Dolar talebini destekleyeceğini düşünüyoruz. ECB'nin sıkı politika söylemi ise geri çekilmelerde Euro için destekleyici olacaktır.

Faiz cephesinde Alman tahvil faizlerindeki yukarı eğilim ABD – Almanya faiz makasını daraltırken paritedeki yukarı eğilimi destekliyor. Fon pozisyonlanmasına baktığımızda şu anda 2017, 2020 ve 2023'ten sonraki en yüksek short pozisyon birikimi söz konusu. Bu da Kısa vadede Euro'ya güven duyulmadığını fakat bu güvensizliğin kritik eşiklerde olduğunu gösteriyor. Pozisyonlardaki olası çözülme Euro'daki kısa vadeli yükselişi destekleyebilir.



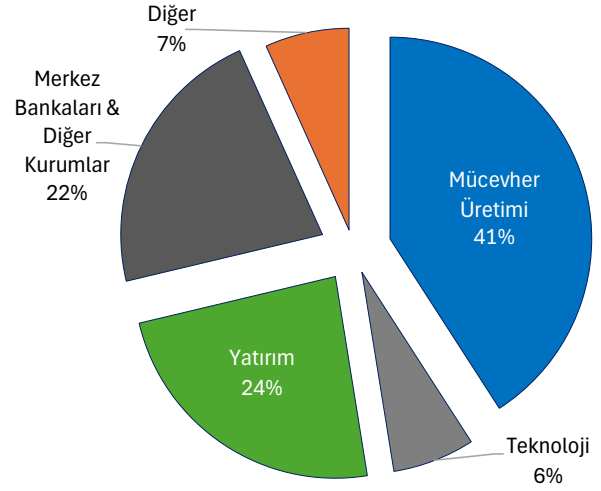
Kaynak: CFTC ve İfo Yatırım Araştırma

Fonlar, Euro'da vadeli kontratlarda 2025 yılı boyunca long pozisyon biriktirdiler. Geline noktada fonlar 2023'den bu yana en yüksek long pozisyon büyüklüğüne sahipler. Bunu bir doyum noktası olarak da değerlendirebiliriz ve yükselişte 1,20-1,25 bölgesinde bir zorlanma alanı olarak da tartışabiliriz.

ALTIN

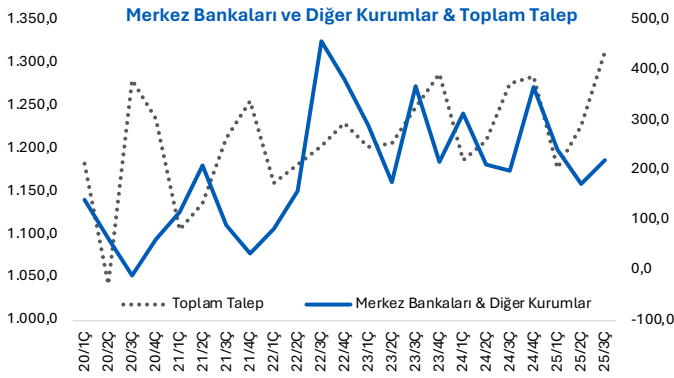
Pandemi koşulları ekonomide yapısal anlamda değişimler de getirirken, merkez bankalarını altın talepleri de 2021 itibariyle hızlanmaya başladı. Karşılaştırma açısından 2014 – 2020 dönemi içerisinde merkez bankalarının altın talebi sadece bir yıl artış gösterirken, 2021 – 2024 döneminde ortalama yıllık talep artışı %54 düzeyinde. Pandemi sonrası ultra gevşek para politikasına ek olarak dünyada büyüyen kamu borcu -özellikle ABD’de- ve jeopolitik riskler yeni bir dünya düzeninde kurumsal talebin de arttığını gösteriyor.

Altın Talebinde 2024 Verileri



Kaynak: Dünya Altın Konseyi

Merkez Bankaları ve Diğer Kurumlar & Toplam Talep

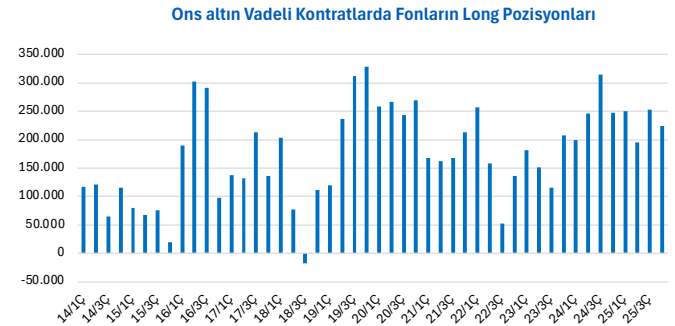


Altında talepte büyük payı mücevher tarafı olsa da talebi büyüyen önemli kalemlerden biri Merkez Bankaları talepleri oldu. 2019’da toplam talebin %12,4’ünü karşılayan merkez bankaları şu anda toplam talebin %22’sini karşılamakta.

Kaynak: Dünya Altın Konseyi

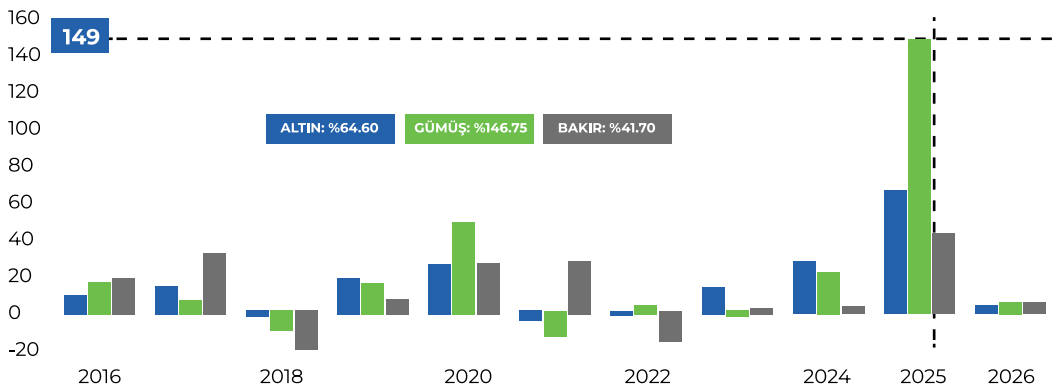
Altında fonların pozisyonlanmaları ise pandemi sonrası zirvelerinden birine yakın seyrediyor fakat hala doyuma ulaştığını düşünmüyoruz. CFTC verilerine göre 2024 ve 2025 yıllarında fonlar long pozisyonlarında önemli bir değişikliğe gitmediler.

Ons Altın Vadeli Kontratlarında Fonların Long Pozisyonları



Kaynak: CFTC ve Info Yatırım Araştırma

— ALTIN — GÜMÜŞ — BAKIR



Kaynak: Info Yatırım Araştırma

GÜMÜŞ

Gümüş tarafında 2025 boyunca öne çıkan ana hikâye, küresel risk algısındaki dalgalanmalarla birlikte güvenli liman talebi ile yeşil enerji ve elektrifikasyon temelli yapısal talebin eş zamanlı güçlenmesi oldu. Jeopolitik risklerin yüksek seyrettiği dönemlerde, özellikle Orta Doğu'daki gerilimler, ABD – Çin ilişkilerine dair belirsizlikler ve Rusya – Ukrayna hattındaki gelişmeler yatırımcıların portföy çeşitlendirme amacıyla gümüşe yöneldiği görüldü. Bu süreçte altına kıyasla daha volatil bir yapıya sahip olan gümüş, dönem dönem spekülative pozisyon artışlarıyla daha sert fiyat hareketleri sergiledi. ABD ve Avrupa'da faiz indirim döngüsüne girileceğine yönelik beklentilerin güçlenmesi, reel faizlerin aşağı yönlü eğilimi ve dolar endeksindeki zayıflama sinyalleri de ons gümüşü destekleyen temel makro unsurlar arasında yer aldı.

Bununla birlikte, gümüş fiyatlarını sadece finansal koşullar değil, arz talep dinamikleri de belirgin şekilde etkiledi. Küresel ölçekte güneş enerjisi yatırımlarındaki ivmelenme, fotovoltaik panel üretiminde gümüş kullanımını artırırken; elektrikli araçlar, batarya teknolojileri, yarı iletkenler ve elektronik bileşenlerdeki talep endüstriyel kullanım tarafını güçlü tuttu. Özellikle enerji dönüşümü politikalarının hız kazandığı ABD, Avrupa ve Çin kaynaklı yatırımlar, gümüş talebinin daha yapısal bir zemine oturmasını sağladı. Arz tarafında ise madencilik yatırımlarının sınırlı kalması, bazı büyük üretici ülkelerde çevresel regülasyonlar ve operasyonel kesintiler, piyasada dönemsel arz endişelerini gündeme taşıdı. Fiziki gümüş talebi, fiyat hareketlerinin hızlanmasına katkı sağladı.

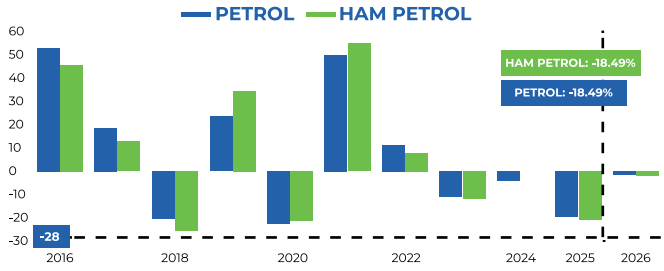
Öte yandan yıl boyunca zaman zaman güçlenen dolar, ABD tahvil faizlerindeki sert hareketler ve küresel risk iştahının toparlandığı dönemler gümüşte belirgin düzeltmelere yol açtı. Özellikle yüksek faizlerin daha uzun süre korunacağı beklentisinin öne çıktığı zamanlarda, gümüş gibi faiz getirisi olmayan varlıklar baskı altında kaldı.

Bu da 2025'i, genel eğilimin yukarı olduğu ancak kısa vadeli oynaklığın oldukça yüksek seyrettiği bir yıl haline getirdi. İleriye dönük olarak bakıldığında, faiz indirimlerinin kademeli şekilde devam ettiği, dolar endeksinin görece zayıf kaldığı ve enerji dönüşümü yatırımlarının hız kesmediği bir senaryoda gümüşün hem yatırım talebi hem de endüstriyel kullanım kanalıyla desteklenmeye devam etmesi beklenebilir. Bu çerçevede, orta ve uzun vadede yukarı yönlü potansiyelin korunabileceğine işaret ediyor. Ancak küresel büyümede beklenenden sert bir yavaşlama, Çin kaynaklı talep zayıflığı ya da yeni ve ani jeopolitik şoklar, kısa vadede volatilitiyi artırarak zaman zaman güçlü fiyat düzeltmelerine neden olabilir. Bu nedenle gümüşün 2026'da da varlık olarak öne çıkmaya devam edeceğini düşünmekteyiz.

BAKIR

Bakır tarafında tablo daha çok yapısal arz–talep sıklığı üzerinden şekillendi. Elektrikli araç satışları, şarj altyapısı, şebeke yenilemeleri ve yenilenebilir enerji projeleri, bakıra olan talebi canlı tutarken, büyük madencilik projelerindeki gecikmeler, maliyet baskıları ve bazı bölgelerdeki üretim kesintileri, arz tarafını sınırlı tuttu. Bu birleşim, 2025 boyunca bakır fiyatlarının geri çekilmelerde alıcı bulmasına ve genel anlamda güçlü bir bantta hareket etmesine yol açtı. Bakırda uzun vadeli hikaye büyük ölçüde aynı: yeşil dönüşüm, elektrifikasyon ve altyapı yatırımları bakıra yapısal talep yaratmayı sürdürüyor. Buna karşın, 2026'da bakır tarafında özellikle arz bakımından oldukça zengin Güney Amerika'nın ABD ile ilişkilerinden etkilenmesini bekliyoruz. ABD–Güney Amerika ilişkilerinde ortaya çıkabilecek bir gerilim, geçmişte Venezuela–ABD petrol ilişkilerinde olduğu gibi, Şili–ABD ticaret ve gümrük ilişkilerini de etkileyebilir. Bu alana yönelik soru işaretleri, yeni madenlerin devreye girme ihtimali ve olası regülasyon değişiklikleri, fiyatlar üzerinde dönemsel baskı yaratabilir.

BRENT PETROL

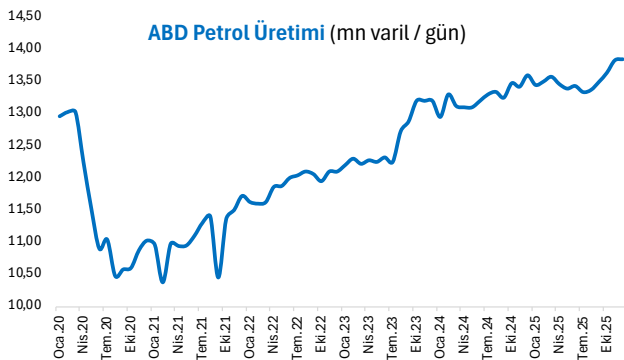


Kaynak: İfo Yatırım Araştırma

Petrol fiyatlarında 2026 gündemini üç başlıkta ele alacağız;

ABD'de petrol üretimi pandemi öncesi seviyelerin üzerine yerleşmeyi başardı ve petrolde kendi kendine yeten bir yapıya doğru yol alıyor. Petrol rafinerilerinin günlük ham petrol ihtiyacının 17-19 milyon varilde dalgalandığını düşünürsek şu anda bu talebin yaklaşık %80'i iç üretim ile karşılanıyor. ABD üretimi bir süre 13,5 milyon varil bandında devam edebilir. Enerji Bakanlığı tahminleri 2025 ve 2026'da petrol üretiminin sırasıyla 13,6 ve 13,5 milyon varil / gün seviyesinde kalmasını bekliyor. Bu hali ile ABD şu anda dünyanın en büyük petrol üreticisi konumunda. 2026'da ABD üretiminin petrol fiyatlarında yarattığı baskının etkisi bu çerçevede hafifleyebilir. ABD'yi yeniden talep dinamikleri üzerinden konuşabiliriz.

ABD Petrol Üretimi



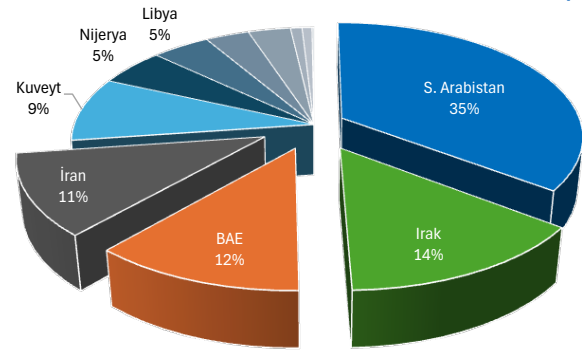
Kaynak: ABD Enerji Bakanlığı

OPEC+ cephesinde ise 2026'nın ilk çeyreğinde petrol üretimini artırmama hedefi var. Şu anda OPEC üretimi yaklaşık 28,5 milyon varil / gün düzeyinde. Rusya'nın günlük üretimi ise yaklaşık 9,4 milyon varil / gün. 2023 – 2025 döneminde Rusya'nın günlük üretimi 2024 yılında 400 bin varil azalsa da 2025'de yeniden 9,4 milyon varile kadar yükseldi. Rusya'nın Asya pazarına yönelmesi, uygulanan yaptırımların etkisini sınırlıyor.

OPEC içerisinde %35 pay ile S. Arabistan en büyük üretici konumunda. İran ise yaptırımların etkisiyle 3,8 milyon varil / gün kapasitesinin altında 3,4 milyon varil üretim gerçekleştiriyor. İran'ın kısa vadede yaptırımların etkisinden sıyrılıp petrol piyasasında üretimini artmasını olası görmüyoruz.

OPEC Petrol Üretim Pastası

OPEC Petrol Üretimi (Kasım)



Kaynak: OPEC

Petrol talebinde 2025 yılını yıllık 1,3 milyon varil gün büyüme gibi ılımlı bir büyüme ile kapatacağız. Bu büyümenin 100 bin varil gibi sınırlı bir kısmı OECD ülkelerinden ve 1,2 milyon varil / gün kadarı ise OECD dışı ülkelere gelmiş olacak. 2026'da ise petrol talebinin günlük 1,4 milyon varil gerçekleşmesi bekleniyor. OECD stoklarının geçmiş yıllara nispeten düşük (5 yıllık ortalamasının 12,4 milyon varil altında) kalması karşın talepteki nötre yakın büyüme, OECD ülkelerinin büyümesi için de 2026'da soru işaretleri yaratacaktır.

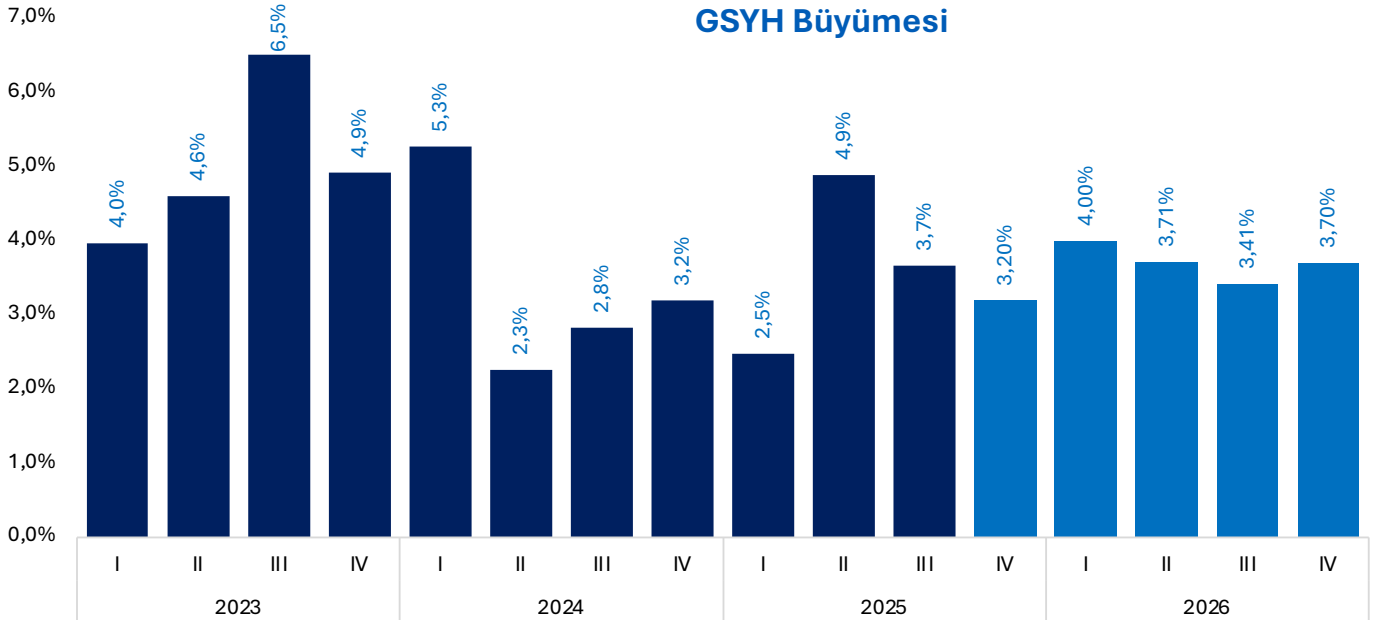
Bu koşullarda petrol fiyatlarında aşağı yönlü riskleri daha kuvvetli görmeye devam ediyoruz ve 70 dolar üzerinde bir beklenti oluşturmuyoruz. Yıl içerisinde arz ve talep dinamiklerinin 55-60 Dolar bandında oluşmasını beklemekteyiz.

2026 Yılı Makro Görünüm

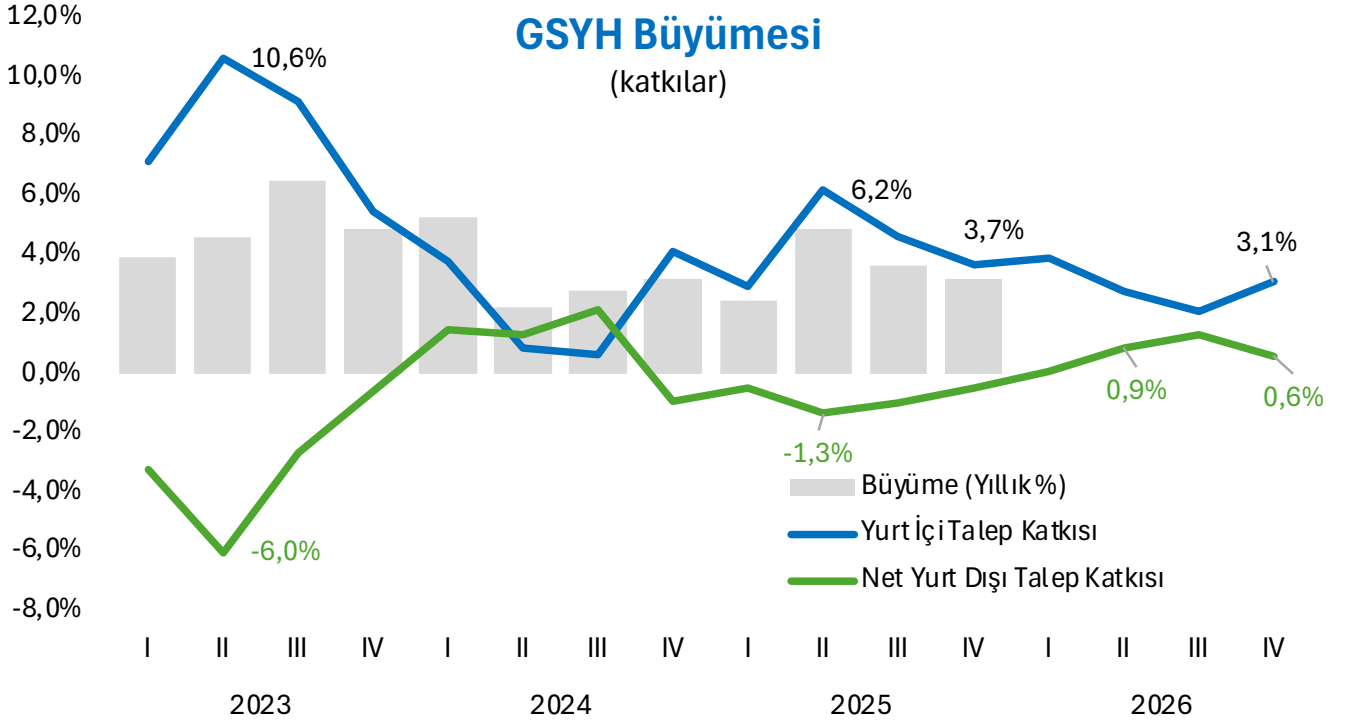
Milli gelirin 2025'te %3,6'lık büyüme kaydetmesini, 2026'da ise %3,7 büyümesini bekliyoruz.

2025 yılının ilk dokuz ayında yıla gayrisafi yurt içi hasıla (GSYH) büyümesi %3,7 seviyesinde gerçekleşti. 2025'in ikinci ve üçüncü çeyreklerinde, tüketim ve yatırım harcamalarının öncülüğünde, beklentileri aşan bir hızla büyüme kaydedildi. Kuraklık ve zirai donun etkisiyle tarım çıktısında sert bir düşüş yaşandı. Tarım sektörü hariç tutulduğunda ekonomik aktivitenin dirençli kaldığı görüldü. 2025'in son çeyreğinde, milli gelirin ivme kaybeden talep koşulları neticesinde, çeyreklik bazda yavaşlamasını bekliyoruz. Son çeyreğe ilişkin göstergeler, sanayi ve hizmet sektörlerindeki üretim değerleri öncülüğünde bir gevşemeye işaret ederken, inşaat sektörünün destekleyici kaldığını gözlemliyoruz. Üçüncü çeyrekte tüketim malları üretiminde başlayan gerilemeye, son çeyrekte ara malı ve sermaye malı üretimindeki düşüşler eşlik ederken hizmet üretimindeki zayıflık hanehalkı ve sanayiden kaynaklanan talebin zayıfladığına işaret etti.

Talep tarafında, dış talep eksikliğinin milli geliri baskıladığı görülüyor. Süregelen finansal sıkılık ve kaldıraçlandırılmış hanehalkı bilançoları özel tüketim büyüme momentumuna beklenildiği ölçüde etki etmemiş görünse de yılın son çeyreği ve 2026 için büyümenin önünde engel teşkil ediyor. Bununla birlikte, yatırım harcamaları ve 2026 yılına ilişkin altyapı projeleri destekleyici kalmaya devam ediyor. Zayıf seyreden dış talebe rağmen, ithalattaki gerileme, net ihracatın katkısının pozitif olmasına yardımcı olabilir. Tarife savaşlarının yarattığı belirsizliğe rağmen, küresel büyümenin dirençli kalması ve küresel finansal koşullarda devam eden gevşeme adımları gibi faktörlerin etkisiyle, ihracatın büyümeye pozitif katkı sağlayarak dengelenme sürecine yardımcı olacağını öngörüyoruz.



Kaynak: Hedef Yatırım Bankası



Sanayi Üretimi - Çeyreklik Değişim, Mevsim Etkilerinden Arındırılmış

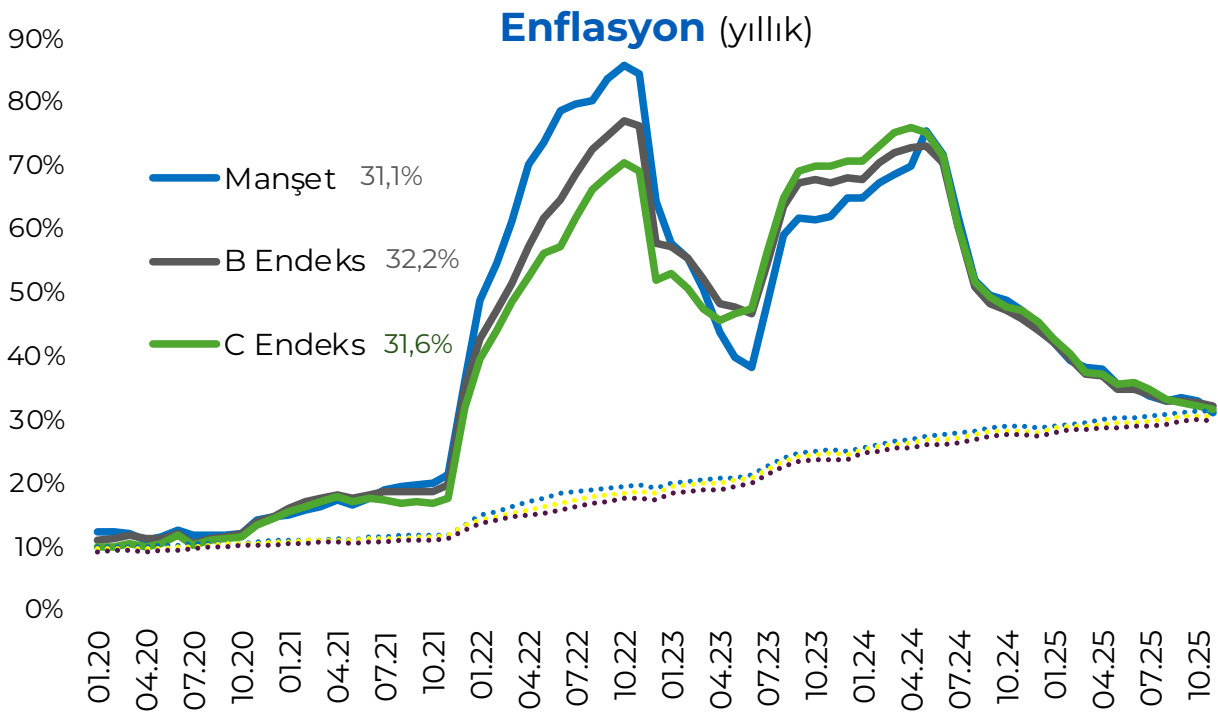
İktisadi Faaliyet	1Ç/ 2024	2Ç/ 2024	3Ç/ 2024	4Ç/ 2024	1Ç/ 2025	2Ç/ 2025	3Ç/ 2025	4Ç/ 2025
Toplam sanayi	2.7%	-3.9%	-0.7%	3.4%	1.5%	0.6%	-0.6%	-2.0%
İmalat sanayi	2.5%	-4.4%	-0.8%	3.9%	1.3%	0.6%	-0.8%	-2.1%
Madencilik	4.1%	-3.3%	-0.5%	-3.3%	6.2%	1.4%	-2.0%	1.9%
Elektrik, gaz, buhar	4.2%	1.8%	1.0%	2.7%	0.9%	-0.7%	2.7%	-3.6%
Sermaye malı	2.6%	-6.4%	-3.4%	10.0%	0.5%	4.6%	1.9%	-5.0%
Enerji	4.2%	1.7%	-0.7%	2.3%	3.6%	0.6%	0.0%	-2.3%
Dayanıksız tüketim malı	3.2%	-2.9%	0.7%	1.1%	1.2%	-2.0%	-3.3%	-0.3%
Dayanıklı tüketim malı	1.7%	-2.9%	0.3%	0.7%	0.1%	-2.0%	-3.3%	-2.7%
Ara malı	2.3%	-4.8%	-0.2%	2.0%	1.8%	0.2%	-0.3%	-1.0%

2025 yılı enflasyonu %30,89 oldu.

2025 yıl sonuna doğru yıllık manşet ve çekirdek enflasyon göstergelerinin son 10 yıllık ortalama değerlerine yakınsaması olumlu bir gelişmeydi. Kasım ayında mevsimsellikten arındırılmış verilerle, tüketici fiyatlarının aylık artışı bir önceki aya kıyasla zayıflamakla birlikte, gıda hariç bakıldığında tüketici enflasyonu yükseldi. Manşet enflasyonun ana eğilimi açıklanan son on dört aylık veride on iki kez %30'un üzerinde kaldı. Çekirdek B enflasyonunun ana eğilimi eylül ayındaki artıştan sonra kasım ayında mayıs seviyesine geriledi; ancak üç aylık ortalamalar bazında belirgin bir değişim görülmedi. Bu göstergeler 2025 yılında %30 seviyesindeki katılığı gösterir nitelikteydi.

Türk lirasında yavaşlayarak devam eden reel değerlenme karşısında yıl genelinde çıktı açığının öngörülenin üzerinde seyretmesi ile temel mallar grubu enflasyonunda iyileşme sınırlı kaldı. Konut, eğitim, lokanta ve otel gibi ana kalemlerin hizmet grubu enflasyonu üzerinde yarattığı baskı, azalmakla birlikte, yıl boyunca sürdü. Mevsimsel etkilerden arındırıldığında, hem temel mallar hem de hizmet enflasyonu ana eğiliminde yatay seyir devam etmektedir.

Son çeyreğe ilişkin göstergeler talep koşullarının dezenflasyon sürecini desteklediğini göstermektedir. Enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları bir miktar iyileşmekle birlikte süreç açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir. TCMB'nin son Piyasa Katılımcı Anketi'nde 2026 yıl sonuna dair piyasa beklentisi %23,35 seviyesinde ve TCMB'nin bu döneme ilişkin tahmin bandı üst sınırının (%19) anlamlı şekilde üzerindedir.

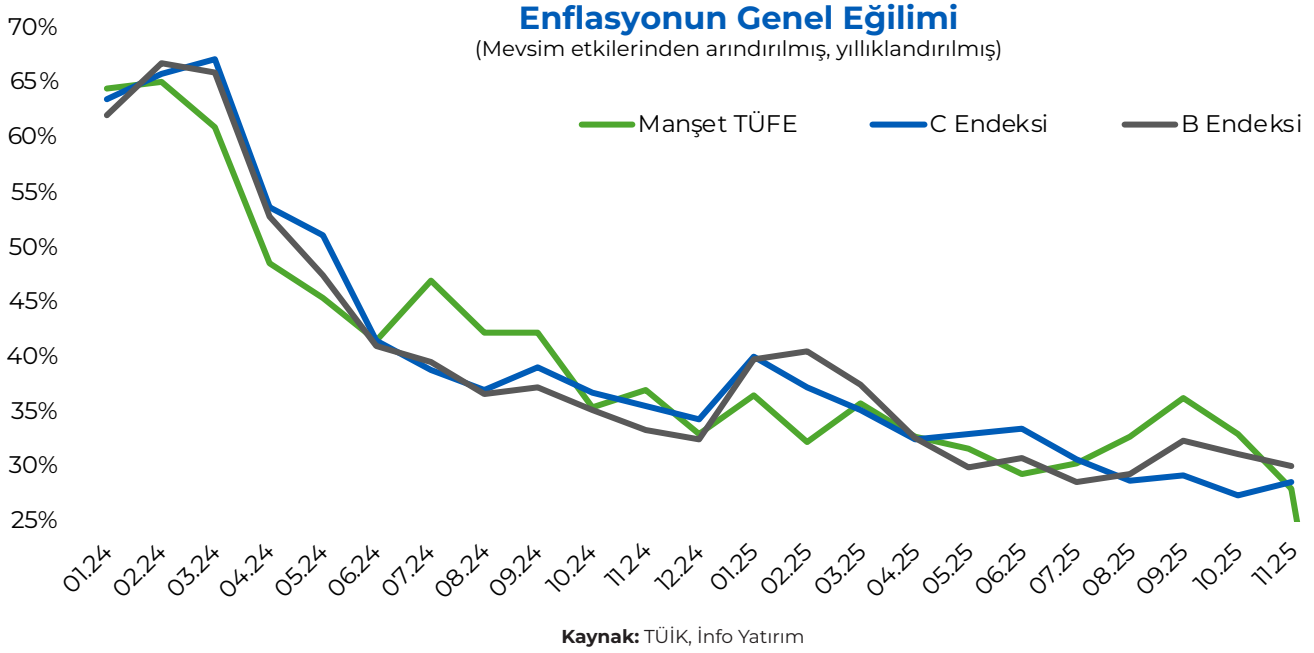


* Kesik çizgiler son 10 yıllık hareketli ortalamalardır.

Kaynak: TÜİK

B endeksi: İşlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içkiler ve tütün ile altın hariç TÜFE;

C endeksi: Gıda ve alkolsüz içecekler, enerji, alkollü içkiler ve tütün ile altın hariç TÜFE

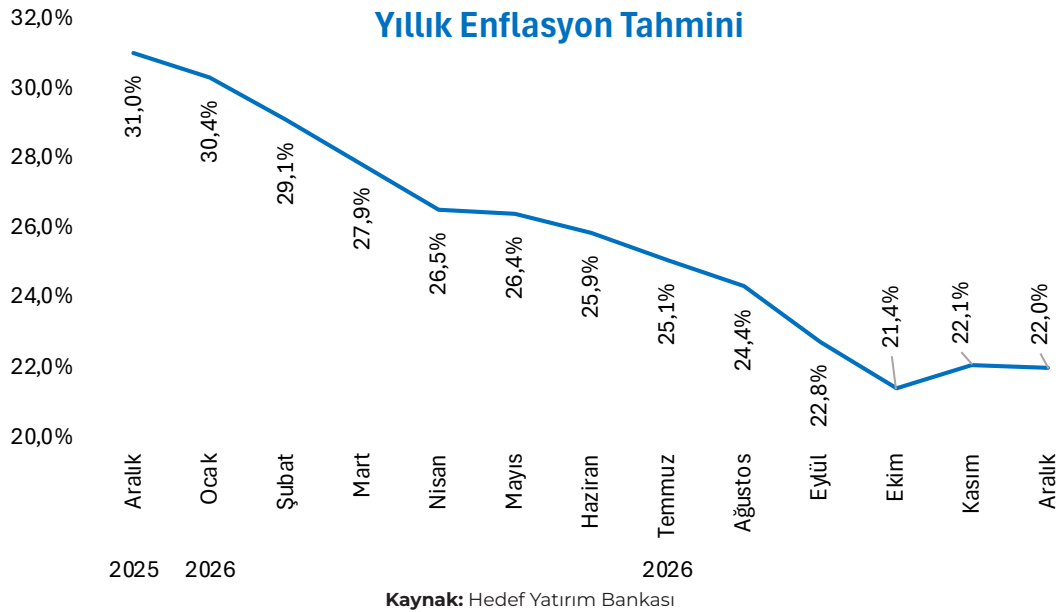
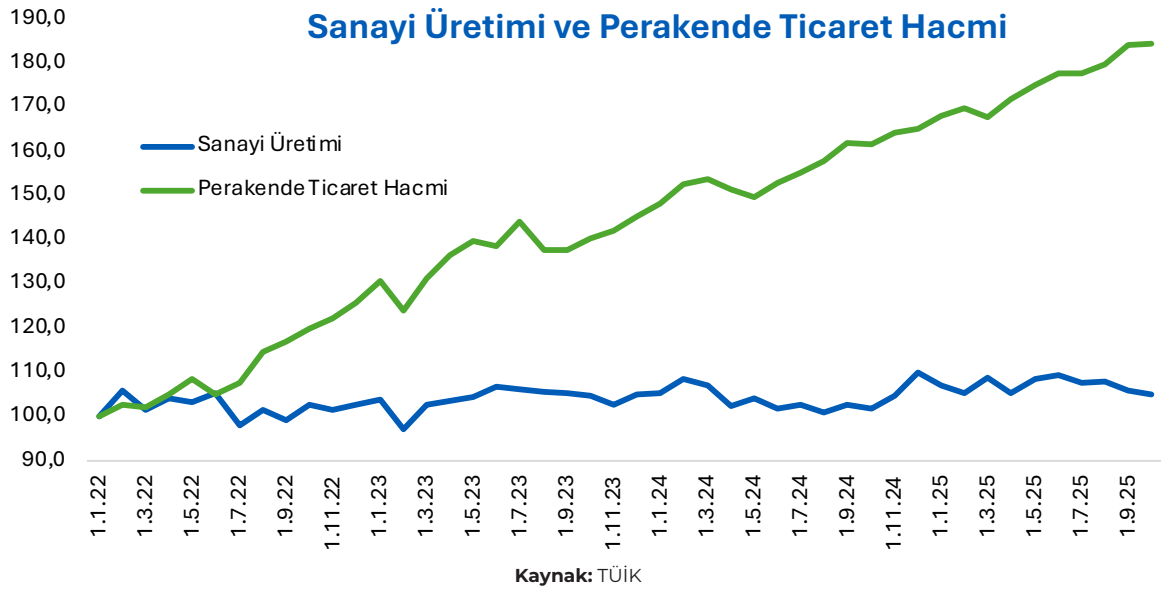


2026 yılında yıllık %22 enflasyon tahmin ediyoruz.

İç talebin dengelenmesi, enflasyon beklentilerinde iyileşme eğiliminin korunması, hizmet ana grubu üzerinde baskı yaratan kalemlerde (kira, eğitim) fiyatların normalleşmesi, para ve maliye politikalarının eşgüdüm içinde belirlenmesi, petrol fiyatlarında gerilemenin sürmesi, zayıflayan ABD doları ve TL'de devam eden reel değerlenme gibi etkenler 2026 yılında enflasyonun hedeflenen seviyelere yaklaşmasına yardımcı olacak temel faktörlerdir.

Sıkı finansal koşulların yanı sıra devam eden negatif çıktı açığına rağmen talep koşullarının arz koşullarına kıyasla güçlü seyretmeye devam etmesi, asgari ücret zammının enflasyon beklentilerinin üzerinde belirlenme ihtimali, olası yeni bir jeopolitik gerginlik ile emtia fiyatlarında artış riski, işlenmemiş gıda grubu fiyatlarının uzun vadeli ortalama değerlerine (~%22) geri dönmeme ihtimali, vergi düzenlemeleri ve yönetilen-yönlendirilen kalemlerdeki fiyat artışları, geçmiş enflasyona endeksleme davranışının güçlü etkisine maruz kalan hizmet enflasyonunda iyileşmenin aksamaması ve TL'deki reel değerlenme eğiliminin bozulması gibi faktörler enflasyon üzerinde yukarı yönlü riskler oluşturmaya devam etmektedir.

Baz senaryoda enflasyon tahminimizi oluştururken yukarı yönlü risk faktörlerinin aşağı yönlü risklere baskın geleceği beklentisinden hareketle enflasyonun 2026 yılını %22 seviyesinde tamamlayacağını tahmin ediyoruz. Yurt içi ve yurt dışındaki olumlu gelişmeler neticesinde talepteki dengelenmenin daha hızlı gerçekleşmesi durumunda, enflasyonun 3 yüzde puan gerileyerek TCMB tahmin bandına girebileceğini değerlendiriyoruz.



Politika faizinde 10 puanlık indirim öngörüyoruz.

TCMB'nin temel para politikası kümesini (i) para politikasında sıkı duruşun korunması, (ii) piyasadaki fazla TL likiditenin çeşitli araçlarla sterilize edilmesi ve (iii) TL mevduatı destekleyen ve kredi büyüme hızını sınırlayan makroihtiyati adımların devamı olarak özetlemek mümkündür. 2024 yılından bu yana uygulanan bu politika duruşunun 2025 sonrasında 2026 yılı geneline de taşınacağını düşünüyoruz.

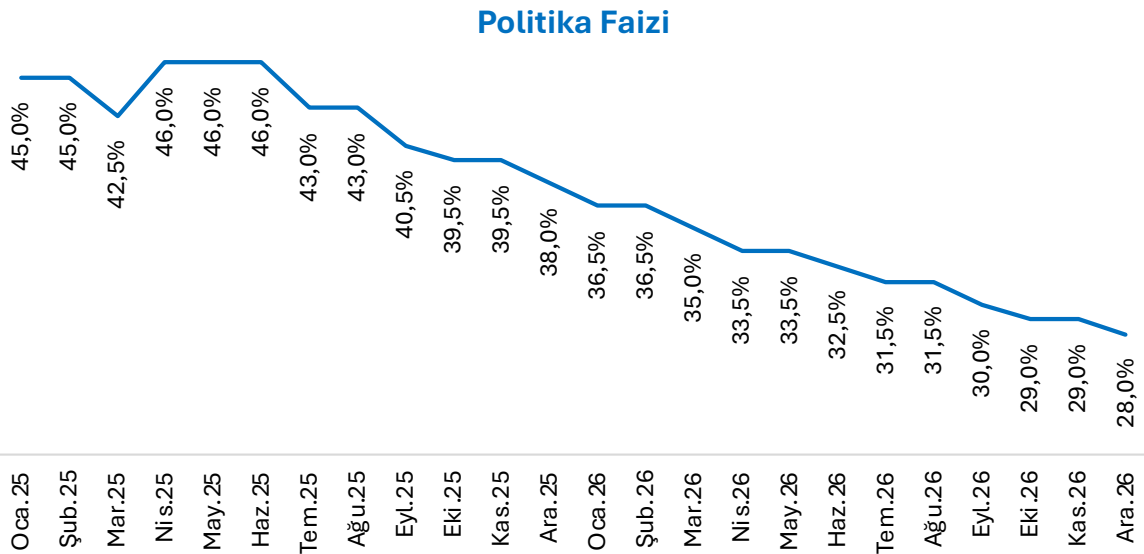
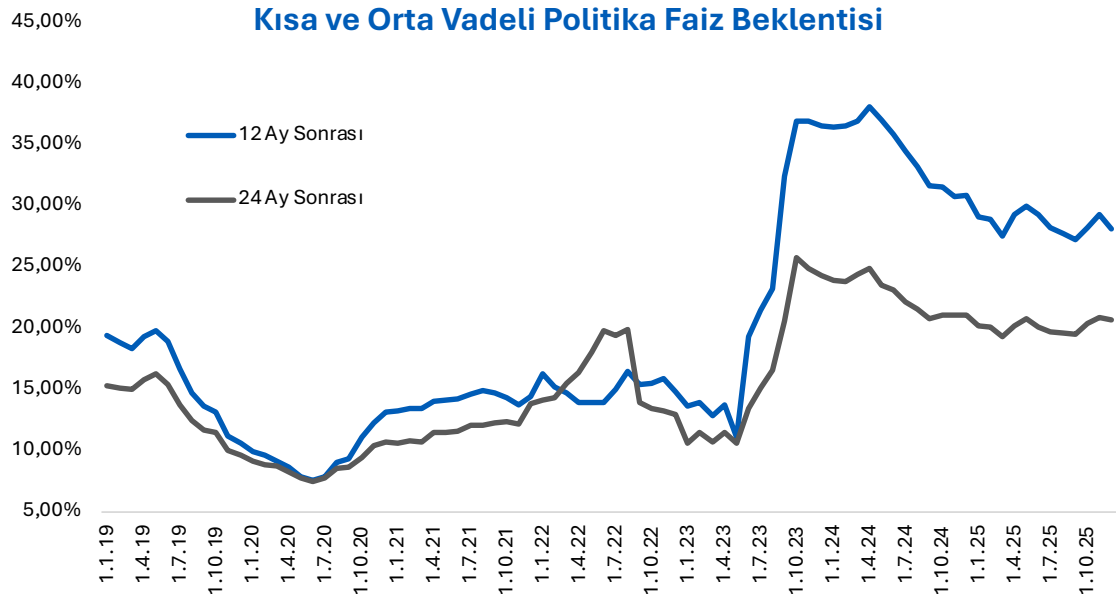
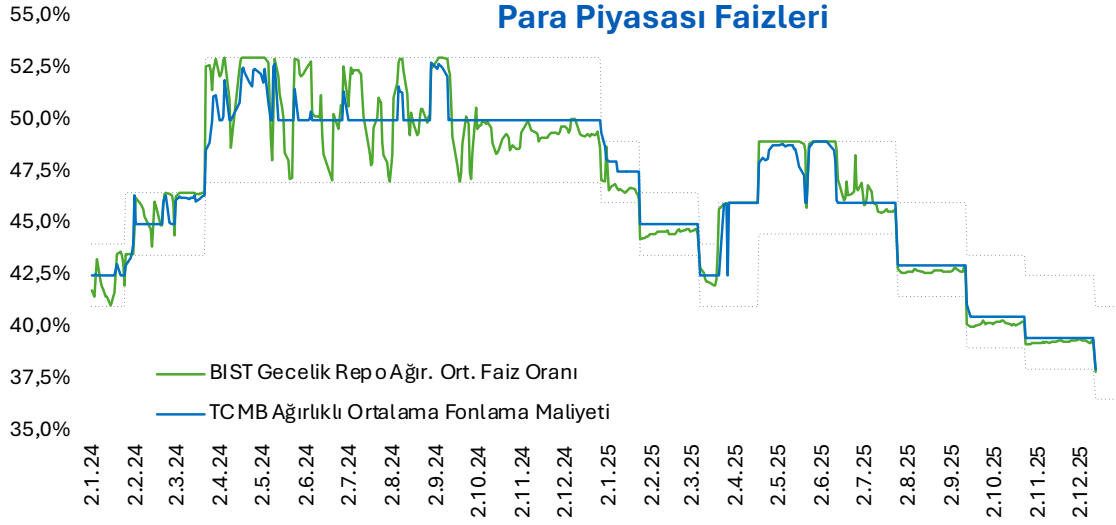
MERKEZ BANKALARI 2026 YILI PPK TAKVİMİ



OCAK	ŞUBAT	MART	NİSAN
22 TCMB 28 FED	5 ECB	12 TCMB 18 FED 19 ECB	22 TCMB 29 FED 30 ECB
MAYIS	HAZİRAN	TEMMUZ	AĞUSTOS
	11 TCMB 11 FED 17 ECB	23 TCMB 23 FED 29 ECB	
EYLÜL	EKİM	KASIM	ARALIK
10 TCMB 10 FED 16 ECB	22 TCMB 28 FED 29 ECB		9 TCMB 10 FED 17 ECB

Kaynak: TCMB - Federal Reserve Bank - ECB

- TCMB, enflasyon beklentilerini kalıcı olarak çıpalamak için sıkı para politikası duruşunu sürdürecektir. Bununla birlikte, gerilemesi öngörülen enflasyon, politika faizinde indirimleri beraberinde getirecektir. Küresel ölçekteki merkez bankalarının faiz indirimi döngüsü yurt içindeki faiz indirimlerine ilişkin beklentileri desteklemektedir. 2026 yıl sonuna ilişkin olarak faiz indirimlerinde kurum beklentimiz ile piyasadaki faiz indirim beklentileri örtüşmektedir. Enflasyon beklentilerindeki iyileşme neticesinde kredi ve tahvil faizlerinde düşüşler öngörülmektedir.
- Parasal aktarımı güçlendirmek amacıyla, Ağustos 2025 tarihinden itibaren kredi büyüme oranlarının hesaplama dönemi değiştirilmiş ve kredi büyüme sınırlarının yönetilmesinde esneklik sağlanmıştır. Bununla birlikte, dezenflasyon sürecinde, mevcut kredi sınırlamalarının kaldırılmasını beklemiyoruz.
- Piyasadaki fazla likidite, ağırlıklı olarak TCMB politika faiz oranından gerçekleşen gecelik vadedeki depo alım ihaleleri kanalıyla, kısmen de TCMB gecelik borç alma faiz oranından gerçekleşen gecelik kotasyon işlemleri ile çekilmektedir. Sterilizasyon amacıyla ayrıca, bir hafta vadeli altın karşılığı ters swap ihaleleri devam etmektedir.



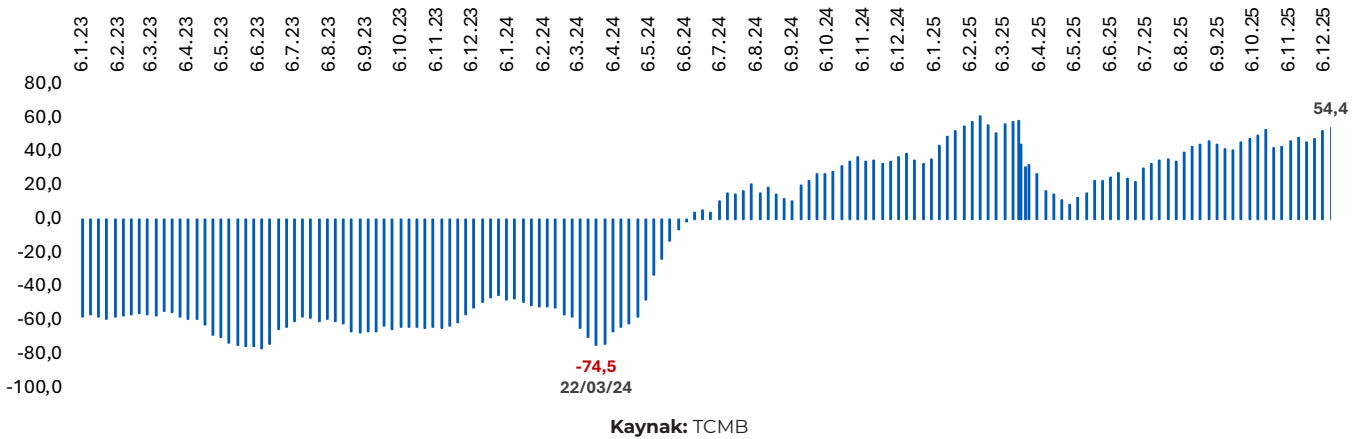
Kaynak: TCMB, İfo Yatırım

Değerli TL görünümü altında rezervlerde artış trendinin devam edeceğini düşünüyoruz.

Mevduat kompozisyonundaki TL payı 2024 yılında kayda değer şekilde yükseldikten sonra, 2025 yılında KKM'den çıkış programı ve altın etkisiyle birlikte döviz mevduatı tekrar yükselişe geçti. Ekim ayında yapılan değişiklikle TL mevduat payı artış hedefleri aşağı yönlü güncellendi. KKM hesap açma ve yenileme işlemleri sonlandırılarak KKM'nin yenilenmesi ve TL'ye geçişine ilişkin hedefler kaldırıldı. TCMB'nin swap hariç net döviz pozisyonu 57 milyar dolar seviyesine yaklaşırken, brüt rezervler ise 186 milyar doları aştı. 2024 ilk çeyreğine kadar TCMB'nin swap hariç net döviz rezervleri -74,5 milyar dolara kadar gerilerken, 2024 yılı ikinci yarısı itibarıyla TCMB yükselen TL reel faiz ortamında rezerv biriktirme politikasını yürürlüğe sokmuş oldu. Gelineen noktada yılı yaklaşık 54,5 milyar dolar net döviz pozisyonu ile kapatıyoruz.

TCMB Net Döviz Pozisyonu

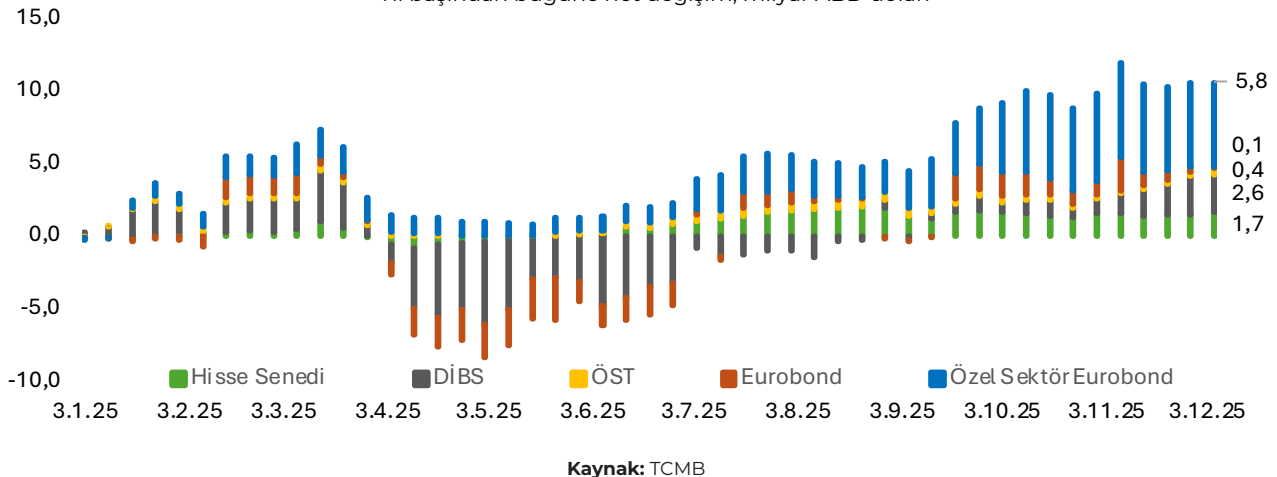
(+/-) tüm swaplar ve Hazine dövizleri düşülmüş haftalık, milyar ABD doları,
12 Aralık 2025 itibarıyla



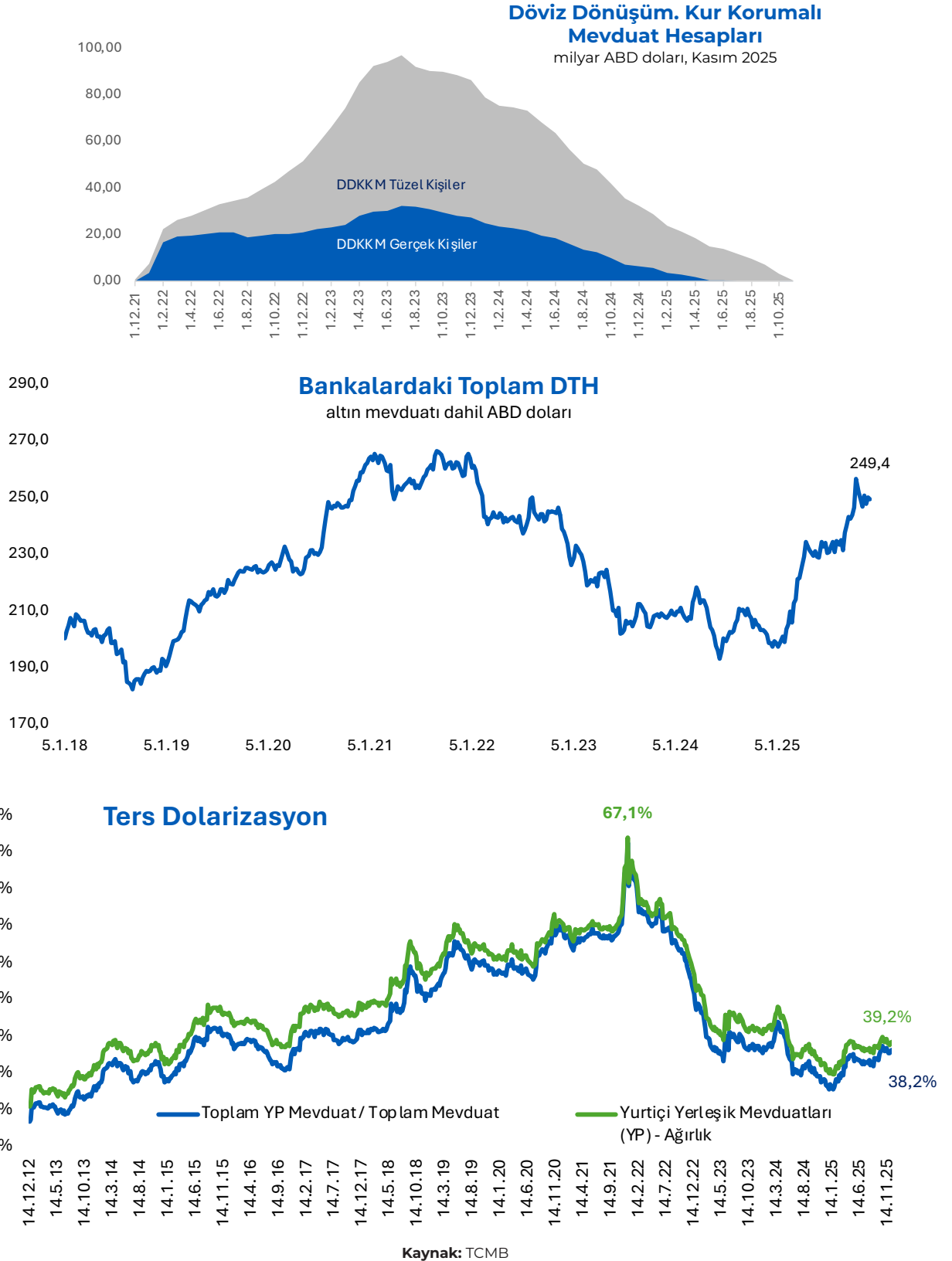
Yurt dışındaki yerleşikler 2025 yılının ilk çeyreği içerisinde sınırlı alım tarafında yer alsa da Mart'taki gelişmeler sonrası yabancı Türk varlıklarında büyük ölçüde satışa geçti. Başta dezenflasyon sürecinin devamı, CDS ve Eurobond faizlerindeki gerileme ve politik gerilimin azalmasıyla birlikte yabancıların yılın ikinci yarısında tekrardan alıma geçtiğini, DİBS ve özel sektör Eurobond'larına olan ilginin arttığını gördük.

Yurt Dışında Yerleşik Kişilerin Portföyünde Bulunan Hisse Senedi, DİBS ve Eurobondlar

Yıl başından bugüne net değişim, milyar ABD doları



Politika yapıcının kur korumalı mevduatı sonlandırma kararı ardından KKM hesaplarından hızlı çıkışlar izledik. Bu çıkışın bir miktarı bankalarda döviz tevdiat hesaplarına geçiş yaratırken %67'lere kadar yükselen yabancı para mevduatların toplam mevduat içerisindeki payı **%39**'lara kadar geriledi.



Makroekonomik tahminler "**Hedef Yatırım Bankası**" tarafından çalışılmıştır.

2026 Yıl Sonu Endeks Hedefi



Temel analizde öngörülen varsayımların, makroekonomik ve jeopolitik kaynaklı olası olumsuz gelişmeler nedeniyle 2025'te gerçekleşmemesi, hedeflerin sağlıklı şekilde revize edilmesini zorlaştırdı. Bu belirsizlik ortamında, kısa ve orta vadede piyasa fiyatlamalarını daha hızlı ve doğrudan yansıtan teknik analiz göstergelerinin de teyidi ile yaptığımız modellemede **2026 yılı endeks hedefini 15.800 olarak öngörüyoruz.**

BİST100 endeksinin dolar bazında 2024 yılı Temmuz ayında 340\$ seviyesinden başladığı düşüş trendi, 2025 yılında 230\$ civarı taban oluşturdu. Bu seviyeden başlayan yükseliş 280\$ ile 240\$ arasında oluşan üçgen formasyonunun içinde kalan BİST100 endeksi 2024 yılından başlayan alçalan trendin hemen sınırında 265\$ sıkışmasının ardından son günlerde katalist eki yaratabilecek makro haber akışları ile 280\$'a kadar yükseldi. Endeksin 265\$ üzerinde hareket ediyor olması endeksin yakın zamanda 285\$ direncini kırması kısa vadede 292\$ seviyesini hedef haline getirirken, uzun vadede dolar bazında paralel kanal hedefi olan 370\$ seviyesinin görülmesini bekliyoruz.

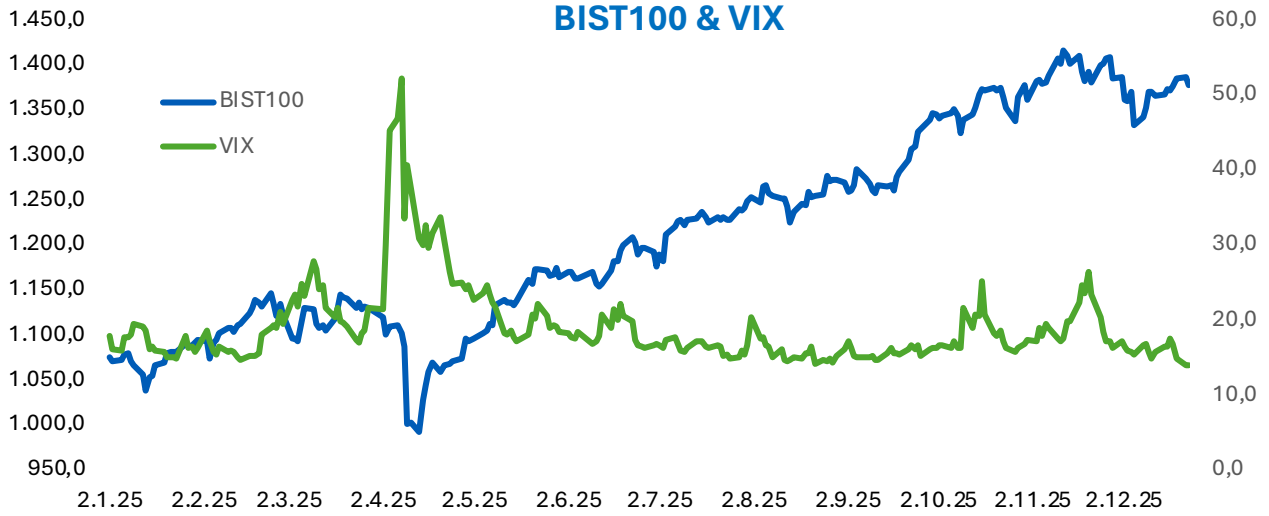
Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Piyasası

MSCI Türkiye yıllık grafiği aşağıda yer almaktadır. GOÜ'ye göre Türkiye piyasaları iskontolu görünmektedir.

Kıta	Endeks Kodu	Ülke	YBB Getiri (%)	1 Yıl Getiri (%)
Avrupa Kıtası	BULGARIA SOFIX INDEX	Bulgaristan	19,36	24,81
	PRAGUE PX INDEX	Çekya	33,61	46,57
	BUDAPEST STOCK INDEX	Macaristan	25,00	33,65
	WIG20 INDEX	Polonya	30,04	23,08
	BUCHAREST EXCHANGE TRADING INDEX	Romanya	27,90	21,73
	BIST 100 INDEX	Türkiye	14,14	19,99
	Medyan Getiri		25,00	28,00
Amerika Kıtası	ARGENTINA Merval INDEX	Arjantin	-30,35	2,07
	BRASIL IBOVESPA INDEX	Brezilya	20,98	9,83
	COLCAP INDEX	Kolombiya	35,72	43,24
	NASDAQ MEXICO INDEX	Meksika	41,79	24,57
	NASDAQ PERU INDEX	Peru	38,64	39,69
	Medyan Getiri		21,00	24,00
Asya Kıtası	DSEX INDEX	Bangladeş	3,82	-3,71
	SHENZHEN A SHARE INDEX	Çin	28,74	30,75
	SHANGHAI COMPOSITE INDEX	Çin	15,84	16,37
	INDIA S&P BSE SENSEX INDEX	Hindistan	3,64	-3,90
	NIFTY 50 INDEX	Hindistan	5,04	-3,72
	NASDAQ INDONESIA INDEX	Endonezya	-3,66	-20,53
	FBM KLCI INDEX	Malezya	-1,31	-2,14
	KSE 100 INDEX	Pakistan	43,88	102,48
	SRI LANKA ALL SHARE PRICE INDEX	Sri Lanka	37,05	82,20
	Medyan Getiri		15,00	22,00
Afrika Kıtası	GHANA COMPOSITE INDEX	Gana	70,41	90,65
	NAIROBI ALL SHARE INDEX	Kenya	44,28	66,02
	CASABLANCA ALL SHARE INDEX	Fas	24,35	29,36
	NGX ALL SHARE INDEX	Nijerya	38,65	44,80
	FTSE/JSE TOP 40 INDEX	Güney Afrika	34,91	29,42
	Medyan Getiri		43,00	52,00

Kaynak: Bloomberg / 1.10.2025 verileri baz alınmıştır.

Ekonomi yönetiminin rasyonel adımlarına devam etmesi ile birlikte yabancı yatırımcı ilgisi yurt içinde arttı. 2025 yılında BİST'in yurt dışı piyasalar ile korelasyonu artmış görünmekteydi. Bu sürecin 2026 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Aşağıda BİST & VIX (Korku) Endeksi korelasyonu yer almaktadır.



Kaynak: Bloomberg

CDS ve Yabancı Yatırımcı İlgisi

Türkiye'de CDS, Mayıs 2023'ten bu yana yaklaşık 480 baz puan düşerken, gelişmekte olan ülkelerdeki düşüş ortalaması ile yaklaşık 50 puan. CDS primindeki geri çekilme, ülke risk algısının iyileştiğine işaret ederek hisse senedi piyasası açısından yapısal olarak olumlu bir zemine işaret ederken, risk priminin düşmesi, hem özsermaye maliyetini hem de şirketlerin borçlanma maliyetlerini aşağı çekiyor. Özellikle banka, sanayi ve altyapı ağırlıklı sektörlerde değerlendirme çarpanlarının yeniden yukarı yönlü revize edilmesine imkan tanınması beklenebilir. Daha düşük CDS; iskonto oranları üzerinden yapılan değerlemelerde hedef fiyatları desteklerken, makro belirsizliğin azalması yerli yatırımcının da risk iştahını artırarak piyasadaki likiditeyi güçlendirebilir.



Kaynak: Bloomberg

CDS'teki düşüşün rasyonel para politikası adımlarıyla ve öngörülebilirlik artışıyla kalıcı hale gelmesi, yabancı yatırımcı açısından Türkiye'yi yeniden yatırım yapılabilir kategorisine yaklaştırır. Küresel fonlar için CDS, ülkeye girişte ilk eleme kriterlerinden biri olduğundan, risk primindeki geri çekilme özellikle uzun vadeli portföy ve emeklilik fonlarının ilgisini artırabilir.

Ancak yabancı girişinin güçlü ve sürdürülebilir olması, sadece CDS düşüşüne değil, dezenflasyon sürecinin devamına, politika tutarlılığına ve sermaye piyasalarında düzenleyici çerçevenin öngörülebilirliğine bağlı olacaktır. Bu koşullar sağlandığı takdirde, yabancı payında kademeli artış ve piyasa derinliğinde belirgin bir iyileşme beklenebilir.

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Notları ve Beklentileri

Çift haneli rakamlarda seyretmesi öngörülen enflasyonun yatırım iştahı ve verimlilik üzerine baskı kurarak, 2026 yılında da GSYH büyümesinin potansiyelin altında, yaklaşık %3,7 seviyesinde kalmasına sebep olacağı değerlendirilmektedir. Ekonomide süregelen yumuşak inişin planlı şekilde devam edeceği düşünülmektedir.

TCMB'nin rezerv birikimindeki başarısı sayesinde, Banka aksiyonları, beklentiler kanalını bozarak enflasyon görünümünü istikrarsızlaştırabilecek döviz kuru kaynaklı oynaklıklara yanıt verebilecek kapasiteye ulaşmıştır. Enflasyonu düşürmeyi temel amaç olarak benimseyen politika bileşimi, enflasyon beklentilerini sabitlemeye yardımcı olarak döviz müdahalesine olan ihtiyacı da azaltacaktır. Öte yandan, Banka yüksek reel faiz karşısında oluşan carry trade cazibesini sınırlamak adına kontrollü bir oynaklık yaratmayı tercih edebilir.

Yıl ortası turizm gelirlerinin itici gücüyle, cari açık 2025 yılında GSYH'nin yaklaşık %1,4'ü civarında seyretmiştir; 2026 yılında da benzer bir seviyede kalması öngörülmektedir. Olumlu seyredeceği tahmin edilen emtia fiyatlarının ve dış finansal koşulların yanında yükselen yenilenebilir enerji üretim kapasitesinin, ılımlı ve sürdürülebilir cari açık oranına destek olacağı değerlendirilmektedir. Bu seviyeler olası kur şoklarının dalga boyutunu da sınırlandıracaktır.

2026'da alınacak mali önlemler ve daha düşük faiz ödemeleriyle birlikte, bütçe açığı GSYH'nin %3'ü seviyesine kadar inebilir. Bu durum, iç talep baskılarını azaltarak sıkı para politikasıyla eşgüdümü artırmaya yardımcı olabilir.

Mevcut politikaların sürdürülmesi halinde, ülke risk priminin daha da gerilemesini ve kredi derecelendirme kuruluşlarından not artırımlarının devam etmesini bekliyoruz. Dezenflasyon sürecinin devam etmesi ve bütçe disiplininin belirginleşmesiyle birlikte DİBS piyasasına olan ilgi başta olmak üzere, Türk varlıklarına yönelimlerin artmasını, tahvil getirilerinin düşmesini ve değerlemelerin yükselmesini bekliyoruz.

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Not Görünümü

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

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Değerlendirmesi Tarihleri

Moody's	Fitch	S&P	Scorpe Ratings	Capital Intelligence
23 Ocak 2026 Cuma	23 Ocak 2026 Cuma	17 Nisan 2026 Cuma	24 Nisan 2026 Cuma	15 Mayıs 2026 Cuma
24 Temmuz 2026 Cuma	17 Temmuz 2026 Cuma	16 Ekim 2026 Cuma	23 Ekim 2026 Cuma	13 Kasım 2026 Cuma

Kaynak: Info Yatırım Araştırma

Yabancı Takas Payları

Yurt içinde para politikalarındaki rasyonel adımların rakamlara sirayet etmesi yabancı ilgisini yurt içi tarafa çekti. 2024'ün başlarında hızlı yükselen Yabancı takas oranı, politika faizindeki yükselişin etkisi ile risksiz getirileri artırmış, yabancılar borçlanma araçları piyasasında yoğunlaşmıştı. 2025 yılında, faiz indirimlerinin etkisi devam ederken, 2026 yılında da sürecin devamını bekliyoruz.

2026 Yılı Kur Tahminleri

	Enflasyon (Aylık)	Enflasyon (Yıllık)	Yurt İçi ÜFE (Yıllık)	TCMB Politika Faizi	2 Yıllık Gösterge Bileşik Faiz	USDTRY (Ay Sonu)	EURUSD (Ay Sonu)	EUR/TL (Ay Sonu)
Oca.25	5,00%	42,10%	27,20%	45,00%	38,16%	37,7854	1,0410	37,2514
Şub.25	2,30%	39,10%	25,20%	45,00%	36,89%	36,4307	1,0478	38,1727
Mar.25	2,50%	38,10%	23,50%	46,00%	46,25%	38,0007	1,0776	40,9476
Nis.25	3,00%	37,90%	22,50%	48,75%	46,89%	38,4363	1,1386	43,7645
May.25	1,50%	35,40%	23,10%	49,00%	44,04%	39,0915	1,1276	44,0789
Haz.25	1,40%	35,00%	24,50%	46,00%	40,54%	39,8140	1,1714	46,6364
Tem.25	2,10%	33,50%	24,20%	43,00%	40,45%	40,5724	1,1548	46,8526
Ağu.25	2,00%	33,00%	25,20%	43,00%	38,93%	41,0178	1,1653	47,8304
Eyl.25	3,20%	33,30%	26,60%	40,50%	39,38%	41,5732	1,1723	48,7355
Eki.25	2,60%	32,90%	27,00%	39,50%	40,03%	41,9755	1,1613	48,7458
Kas.25	0,90%	31,00%	27,20%	39,50%	38,17%	42,4388	1,1588	49,1763
Ara.25	1,00%	31,04%	28,30%	38,00%	37,70%	43,0053	1,1800	50,0980
Oca.26	4,50%	30,35%	28,10%	36,50%	35,94%	43,5738	1,1867	51,7071
Şub.26	1,30%	29,13%	26,90%	36,50%	35,33%	44,0936	1,1927	52,5892
Mar.26	1,50%	27,86%	25,60%	35,00%	33,95%	44,6764	1,1993	53,5817
Nis.26	1,90%	26,55%	24,30%	33,50%	32,54%	45,2478	1,2058	54,5585
May.26	1,40%	26,43%	24,20%	33,50%	32,48%	45,8458	1,2124	55,5848
Haz.26	0,90%	25,88%	23,70%	32,50%	31,71%	46,4321	1,2189	56,5948
Tem.26	1,40%	25,10%	24,00%	31,50%	30,82%	47,0458	1,2171	57,2591
Ağu.26	1,40%	24,36%	23,20%	31,50%	30,45%	47,6677	1,2153	57,9310
Eyl.26	1,90%	22,78%	21,70%	30,00%	28,91%	48,2772	1,2136	58,5886
Eki.26	1,40%	21,43%	21,40%	29,00%	27,73%	48,9154	1,2118	59,2759
Kas.26	1,40%	22,11%	22,10%	29,00%	28,07%	49,5409	1,2110	59,9486
Ara.26	0,90%	22,01%	22,00%	28,00%	27,52%	50,1957	1,2083	60,6515
2025 Ortalama	2,30%	34,90%	25,42%	63,61%	40,62%	39,8451	1,1330	45,1908
2026 Ortalama	1,70%	25,14%	23,81%	32,21%	31,2900	46,7927	1,2077	56,5226

Kaynak: Hedef Yatırım Bankası

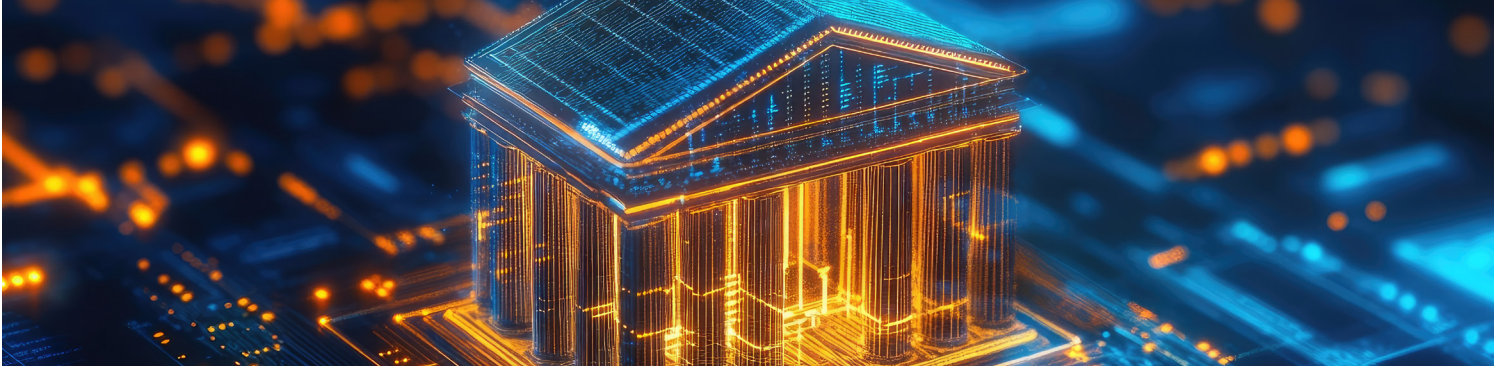
2025 Yılı Strateji Raporu'ndaki Öne Çıkarılan Hisselerin Performansları

Sektör	Hisse	Getiri (%)	BİST100 Nisbi Getiri (%)
Banka	GARAN	19,62	32,52
	VAKBN	31,56	109,25
Holding	AGHOL	- 6,51	a.d.
	KCHOL	- 1,08	a.d.
	SAHOL	- 8,99	a.d.
Sigorta	AGESA	41,78	174,94
	ANSGR	- 6,85	a.d.
	TURSG	31,57	109,32
Havacılık	PGSUS	- 10,00	a.d.
	THYAO	- 2,19	a.d.
	TAVHL	8,85	- 36,70
Otomotiv	TOASO	29,09	93,38
	FROTO	7,13	- 47,75
Petrokimya	PETKM	- 10,33	a.d.
	TUPRS	42,97	182,58
Demir Çelik	EREGL	- 1,45	a.d.
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	EKGYO	54,13	254,31
	TRGYO	22,94	53,86
	OZKGY	1,64	- 83,03
Çimento	CIMSA	1,03	- 86,95
	OYAKC	0,62	- 89,59
Gıda ve Gıda Perakende	BIMAS	2,80	- 75,58
	MGROS	- 2,53	a.d.
	ULKER	- 0,85	a.d.
Giyim Perakende	MAVI	3,46	- 71,34
Beyaz Eşya	ARCLK	- 28,87	a.d.
İletişim	TCELL	4,35	- 65,62

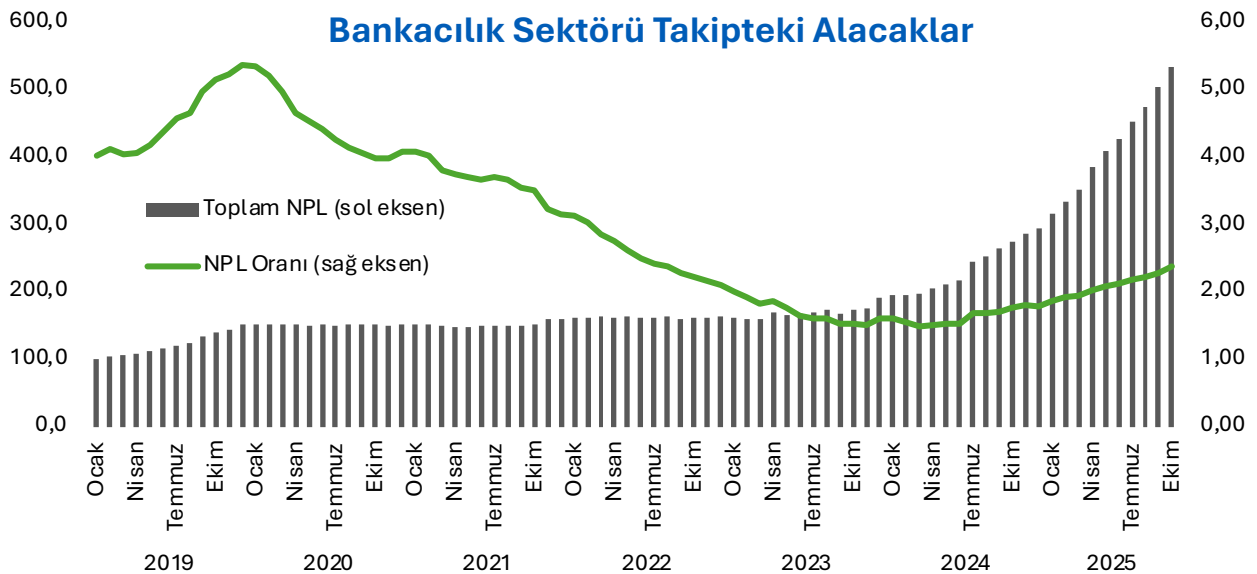
Kaynak: Info Yatırım Araştırma

Strateji Teması

Dezenflasyon, Faiz İndirimi ve CDS'te Normalleşme ile Seçici Hisselerde Rasyonel Fiyatlama

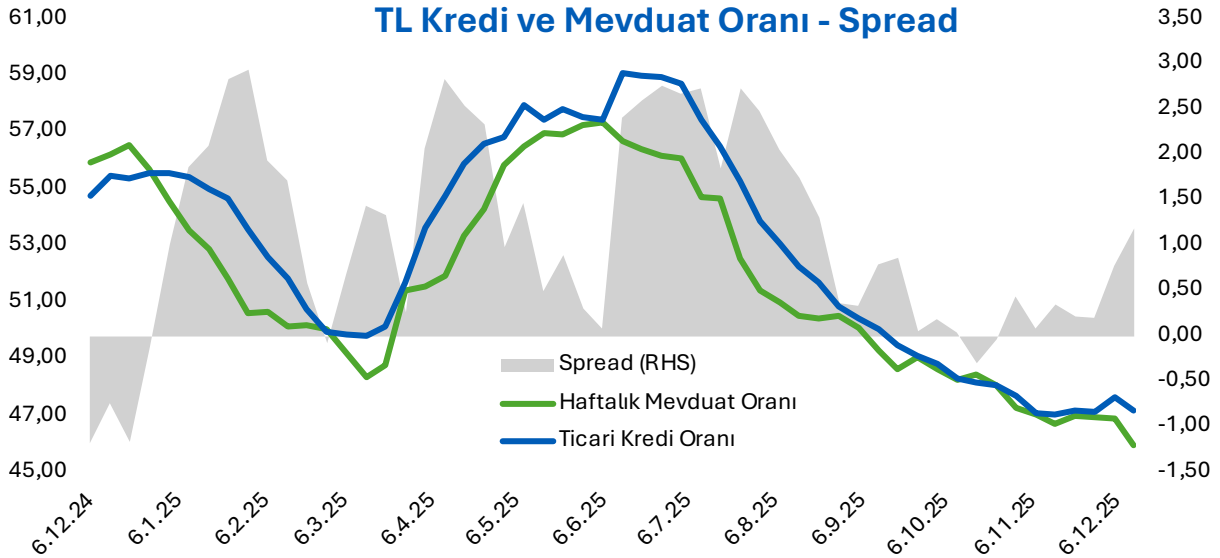
SEKTÖREL GÖRÜNÜM**Bankacılık Sektörü**

Ülkemizde yurt içi piyasalardaki fiyatlama mekanizmasında lokomotif sektörü olan bankacılık sektörü, geçen yıla nazaran daha iyi bir konjonktürde olsa da zorlu bir süreçten geçmeye devam ediyor. Genel anlamda sermaye yeterliliği ve dış finansmana erişim noktasında gösterdiği performans ile zorlu şartlarda bile sağlıklı kalabildiğini 2025 yılında gösterdi. Ancak özkaynak karlılığı noktasında reel getiri hala sağlanabilmiş durumda değil. En güncel veri olan 2025 Ekim ayı verilerine göre %25,5 olan özkaynak karlılığı da buna işaret etmekte (ilgili dönemde enflasyon %32,9). Yine de tablonun karamsar olduğunu düşünmüyoruz. Geçen senenin aynı dönemiyle kıyas yaptığımızda iyileşme işaretlerini net bir şekilde görebilmekteyiz. Şöyle ki, 2024 Eylül'de 9 aylık bazda bakıldığında özkaynak karlılığı %21,36 seviyesindeyken, enflasyon ise %35,86 idi. Net faiz marjı da 2024 Eylül'deki %2,44'ten 51 bps iyileşme göstererek %2,95'e yükseldi.

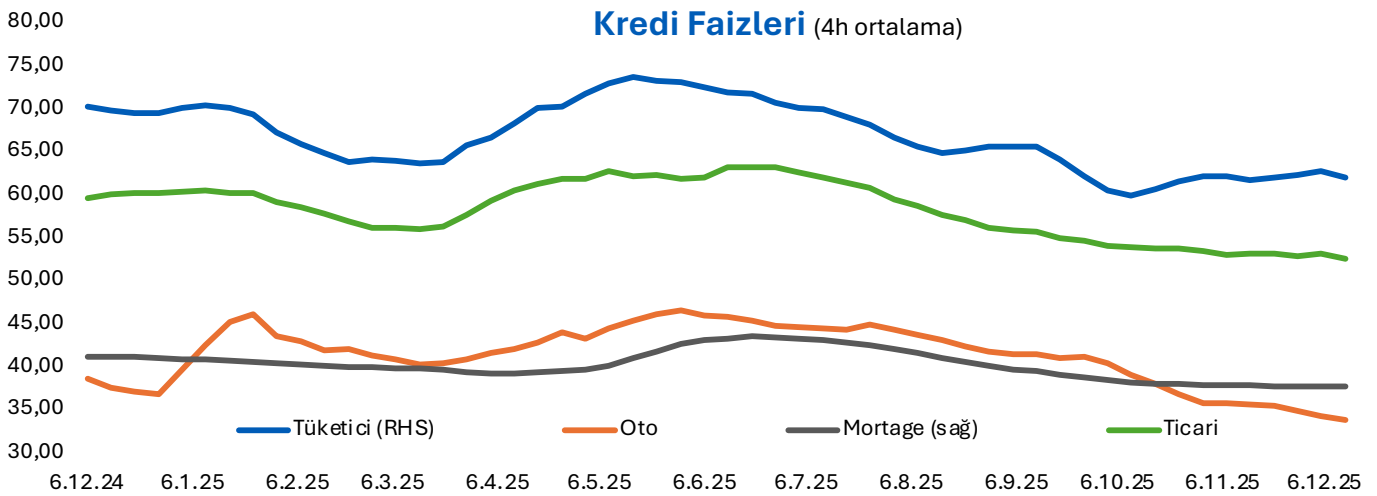


Kaynak: BDDK

2025 yılının ikinci yarısı itibariyle dezenflasyon sürecinin hızlanması TCMB için de faiz indirimine imkan tanıdı. Gerileyen faizler çerçevesinde kredi – mevduat faizlerinde de kademeli olarak gerileme görmekteyiz. Kredi – mevduat spreadi ise yılın son çeyreğine doğru daralmayı sürdürdü. Yine de tüketici kredi faizlerinin yıllık **%60** üzerinde kaldığını, konut ve araç kredi faizlerinde daha belirgin gerilemenin öne çıktığını görmekteyiz.

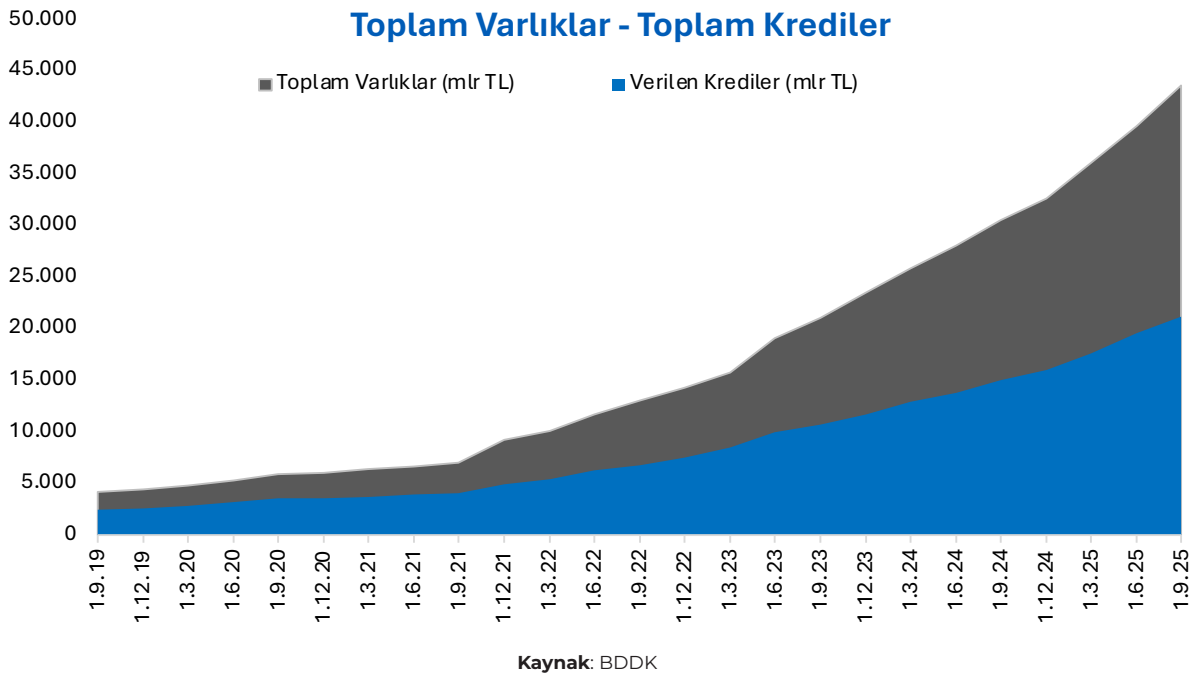


Kaynak: BDDK



Kaynak: BDDK

Bankacılık sektöründeki bu gecikmeli iyileşme bir miktar iç taraftaki siyasi gelişmelerin yarattığı ortamın sonucunda oluşan paniğe istinaden TCMB'nin attığı beklenmedik sıkılaştırma adımının indirim sürecini ötelemesinden kaynaklandı diyebiliriz. Daha hızlı olması beklenen faiz indirim döngüsü Mart ayındaki gelişmelerden ötürü ertelendi de diyebiliriz. Buna ek olarak enflasyondaki düşüş beklentileri de aynı paralelde ötelendi. Dezenflasyon sürecinin 2026 yılında da devam edeceğini düşünüyor, bu süreçte para politikasındaki ihtiyati tedbirlerin de gevşeme göstererek bankalara kredi büyüme alanı açacağını düşünüyoruz. Bilindiği üzere, bankaların mevduat vadelerinin kısa, kredi vadelerinin daha uzun olması indirim sürecinde net faiz marjı genişlemelerini destekleyebilir. Ayrıca, TCMB'nin güçlenen rezervlerinin de kur tarafındaki riskleri azaltması sektör için öngörülebilirliği artırmasını bekliyoruz. CDS'teki düşüş trendi de fonlama maliyetlerini düşürecek, menkul kıymet değerlemeleri tarafına da katkı sağlaması beklentimizi artırıyor.



Yabancı yatırımcıların yurt içi bankacılık sektörü hisselerine yönelik iştahı, son dönemde makroekonomik dengelenme süreci, para politikasında rasyonelleşme adımları ve risk primindeki kademeli gerilemeye paralel olarak yeniden canlanma sinyalleri veriyor. Bankalar, yüksek likidite, derinlik ve ekonominin genel gidişatına duyarlılıkları nedeniyle yabancı yatırımcılar açısından ülkeye girişte önemli rol üstleniyor. Bununla birlikte kur oynaklığı, enflasyon dinamikleri, düzenleyici çerçevede öngörülebilirlik ve bankaların karlılık görünümünde ücret/komisyon ile net faiz marjı kompozisyonu gibi unsurlar, yabancı ilgisinin düzeyini ve sürdürülebilirliğini belirleyen ana faktörler oluyor. Orta vadede, risk primindeki kalıcı iyileşme ve politika çerçevesinde istikrarın korunması hâlinde, yabancı payının özellikle büyük ölçekli ve güçlü sermaye yapısına sahip bankalarda kademeli olarak artmaya devam etmesini bekliyoruz, kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye notları/raporlarının da bu konuda etkili olmasını bekliyoruz. 2025 yılı içerisinde en yüksek özkaynak karlılığına sahip olan bankalardan biri olan GARAN, yüksek vadesiz mevduat tabanına sahip AKBNK ve faiz indirim sürecinden en olumlu etkilenebilecek yine AKBNK ve YKBNK beğendiğimiz bankalar arasında yer almakta.

Öne Çıkdıklarımız: AKBNK, GARAN, YKBNK



Sigortacılık Sektörü

2025 yılında düşüş trendine devam eden enflasyon, her ne kadar zaman zaman haber akışına da bağlı olarak yavaşlamalar gösterse de yıllık bazda düşüş eğilimini sürdürüyor. Gerileyen CDS ve TCMB faizlerinin, menkul kıymet değerlemesi noktasında şirket finansallarını desteklemesini mümkün kılıyor. 2025 yılının ilk 9 ayı itibarıyla sektörün prim üretimi geçen yılın aynı dönemine göre %50,2 artış gösterdi. Enflasyondan arındırılarak bakıldığında büyüme %12,7 olarak gerçekleşti. Hayat tarafında aynı dönemdeki artış reel olarak %35,8 olurken, hayat dışı segmentte %9,5 oldu. Geçmişe dönük bakıldığında, hayat sigortalarının hayat dışı sigortalara kıyasla yüksek reel artış ivmesini tekrar yakaladığı göze çarpıyor.

BES tarafında ise, Ekim 2025 itibarıyla katılımcıların fon tutarı ile devlet katkısı fon toplam büyüklüğü 1,81 trilyon TL seviyesine ulaşırken, toplam katılımcı sayısı 10,0 milyon kişiye ulaştı. Otomatik Katılım Sistemi (OKS)'nde ise 119,62 milyar TL büyüklük ve 7,8 milyon katılımcıya ulaşıldı. BES ve OKS'de devlet katkısı mevcutta %30 olarak uygulanmaya devam ederken, yıl içerisinde Cumhurbaşkanı'na bunu %50'ye kadar artırma veya %0'a kadar düşürme yetkisi verildi. Bu oranda yapılacak bir değişikliğin büyüklüklere, böylece Emeklilik ve Hayat Şirketleri'nin finansal performansına etki etmesi olası. Ayrıca, 2026'da çıkması beklenen ve çalışmaları süren Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES) ile ek bir kaynak girişi de olacak. Bunları göz önünde bulundurduğumuzda hem elementer (özellikle sağlık tarafındaki düşük penetrasyonun sağladığı imkan) hem de hayat ve emeklilik branşında (hayat için kredi büyümelerini de dikkate alarak) güçlü bir performans görebileceğimiz bir yıla girdiğimizi düşünüyoruz.

Sağlık sigortalarında ise yeni dönem başlıyor. Ömür boyu sağlık poliçesi, sigorta şirketinin belirli şartlar dahilinde sigortalıya yaşamı boyunca özel sağlık güvencesi sunmayı taahhüt ettiği, esasen yenileme garantili özel sağlık sigortası yapısını ifade ediyor. Yeni mevzuat yaklaşımıyla birlikte amaç, sigortalının ilerleyen yaşlarda veya kronik/hayatı tehdit eden hastalıklar geliştirmesi durumunda, poliçesinin şirket tarafından keyfi biçimde yenilenmemesinin ya da kapsamının daraltılmasının önüne geçecek. Bu kapsamda, poliçesini belirli bir süre kesintisiz sürdüren ve primlerini düzenli ödeyen sigortalıya ömür boyu yenileme garantisi verilmesi, kazanılmış teminatların korunması ve kapsamın sadece poliçe genel/özel şartlarında öngörülen istisnalarla sınırlandırılması hedefleniyor. Bunun karşılığında primler, yaş, tıbbi enflasyon ve genel hasar deneyimine bağlı olarak zaman içinde yükselebilmekte, bu nedenle sigortalının erken yaşta sisteme dâhil olması ve poliçe şartlarını detaylı incelemesi kritik önem taşıyor. Özetle beyana dayalı sağlık sigortası sisteminin önüne geçiliyor. Bu da sağlık sigortasında poliçe bazlı rekabeti artıracakken, aktüeryal yaklaşımı güçlü şirketleri öne çıkarabilir.

Öne Çıkardığımız Şirketler: ANHYT, ANSGR, TURSG



Holdinger

Riski dağıtan çeşitlendirilmiş portföy yapısı ve dağılımları, piyasa değerlerinin net aktif değerlerini yansıtmaması ve 2026 yılında iştiraklerinin sektörlerinde öngördüğümüz potansiyel toparlanmalar ile holdinglerin seçici olmak kaydıyla öne çıkabilir. 2025 yılında başlayan ve dönem dönem sapma olsa da enflasyonun geri gelmesi ile sürdürülebilir gerçekleşen faiz indirimlerinin, holding iştiraklerinin faaliyet gösterdiği sektörlerde taleplerde toparlanmalara işaret edebilir. Holdingler, mevcut makroekonomik konjonktürde artan öngörülebilirlik ve finansal istikrar beklentilerinden çok boyutlu fayda sağlama potansiyeline sahip. Dezenflasyon süreciyle birlikte sermaye maliyetinin aşağı yönlü bir patikaya girmesi, hem iştirak kârlılıklarını hem de konsolide nakit akışlarını desteklerken, özellikle bankacılık, sanayi ve enerji gibi farklı döngülere duyarlı alanlarda faaliyet gösteren holdinglerin riskleri dengeleme kabiliyetini artırıyor. Yabancı yatırımcının holding hisselerine yönelik ilgisini yeniden canlandırabilecek bir zemin oluştururken, tarihsel ortalamalara kıyasla yüksek seyreden holding iskontolarının daralmasına yönelik önemli bir değerlendirme potansiyeli sunuyor. Güçlü bilanço yapısı, temettü kapasitesi ve portföy optimizasyonu esnekliği sayesinde holdingler, önümüzdeki dönemde hem defansif hem de büyüme odaklı yatırım stratejileri açısından cazip bir konumda bulunuyor. Özellikle yüksek faiz ortamı ve krediye erişimdeki zorluklarla talebi zayıf seyreden otomotiv, GYO ve beyaz eşya gibi sektörler, hem yurt içi tarafta devam edebilecek faiz indirim süreci hem de global tarafta halihazırda başlamış süreç ile 2026 yılında da iyileşme gösterebilir. Ayrıca faiz indirimleri ile fonlama maliyetlerinin azalması beklentileri ile bankası olan holdingler de 2026 yılında konuşulacağı benziyor. Dezenflasyon sürecinin devam etmesi ile birlikte görünümdeki iyileşmenin ülke risk primine doğrudan yansıdığı, CDS'lerde gözlenen geri çekilmenin finansal varlıklar açısından önemli bir eşik oluşturduğu görülüyor. Risk primindeki düşüş, yabancı yatırımcı nezdinde Türkiye varlıklarına yönelik algıyı desteklerken, bu iyileşmeden en hızlı ve güçlü şekilde faydalanması beklenen sektörlerin başında bankacılık gelmektedir. Fonlama maliyetlerinin gerilemesi, bilanço görünümünün sadeleşmesi ve aktif kalitesine ilişkin belirsizliklerin azalması, bankaların değerlendirme çarpanları üzerinde yukarı yönlü potansiyel yaratıyor. Bu kapsamda bankacılık iştirakine sahip holdingler, hem bankacılık tarafındaki yeniden değerlendirme hikayesini hem de holding iskontosunun daralmasına yönelik beklentileri aynı anda barındırmaları nedeniyle stratejik olarak öne çıkıyor. Euro bölgesinde enflasyonda kat edilen yol ve faiz indirimlerimi süreci, Fed'in faiz indirimlerine başlaması ve yılın ikinci yarısından sonra Fed başkanı değişikliği ile daha hızlı olması beklenen indirim döngüsü ile holdinglerin ihracatı yüksek iştirakleri, Avrupa'nın ülkemizin en önemli ihracat pazarı olması nedeniyle daha da önem kazanıyor. Resesyon endişelerinden uzaklaşılması ihracat odaklı stratejiyi de bir adım öne çıkarıyor. 2026 yılında holdinglerden, güçlü ve şeffaf yönetim yapısı, iştiraklerinden gelen finansallardaki toparlanma, çeşitlendirilmiş portföy dağılımı ile KCHOL'ü, iştiraklerinden gelen finansallardaki iyileşme ile SAHOL'ü öne çıkarıyoruz.

Öne Çıkardığımız Şirketler: KCHOL, SAHOL



Beyaz Eşya Sektörü

Ülkemizin önde gelen alanlarından biri olan beyaz eşya sektörü, geçtiğimiz yıl olduğu gibi 2025 yılında da zorlu bir dönemden geçti. Ocak – Ekim döneminde beyaz eşya sektörünün ihracatında zayıf görünüm ve gerileyen satınalma gücü ve yüksek faiz ortamı nedeniyle iç talepte dalgalı bir seyir izledik. Bu paralelde üretim de azaldı. 2025 yılının ilk 10 aylık döneminde iç satışlar %5 ve ihracat %9 gerilerken sektörün toplam üretimi ise %9 düşüş gösterdi. TCMB'nin uyguladığı sıkı para politikası, buna bağlı olarak zayıflayan iç talep ve gerileyen alım gücü, pek çok sektörde olduğu gibi beyaz eşya sektörünü de baskı altında tuttu. Buna ek olarak, Çin'in küresel beyaz eşya pazarındaki payını ve hacmini artırması, rekabet koşullarını ülkemiz üreticileri aleyhine zorlaştırarak ihracat kanadında daralmaya yol açtı. Öte yandan, Avrupa ekonomisinde gözlenen kademeli toparlanma sinyalleri, 2026 yılı için beyaz eşya sektörü açısından geçtiğimiz yıla kıyasla daha iyimser bir görünüm sunuyor. ECB'den gelmesi beklenen olası faiz indirimleri, bölgedeki kredi koşullarını ve tüketim iştahını destekleyerek, Türk beyaz eşya üreticilerinin ihracat pazarlarında bir miktar nefes almasına imkan tanımasını öngörüyoruz.

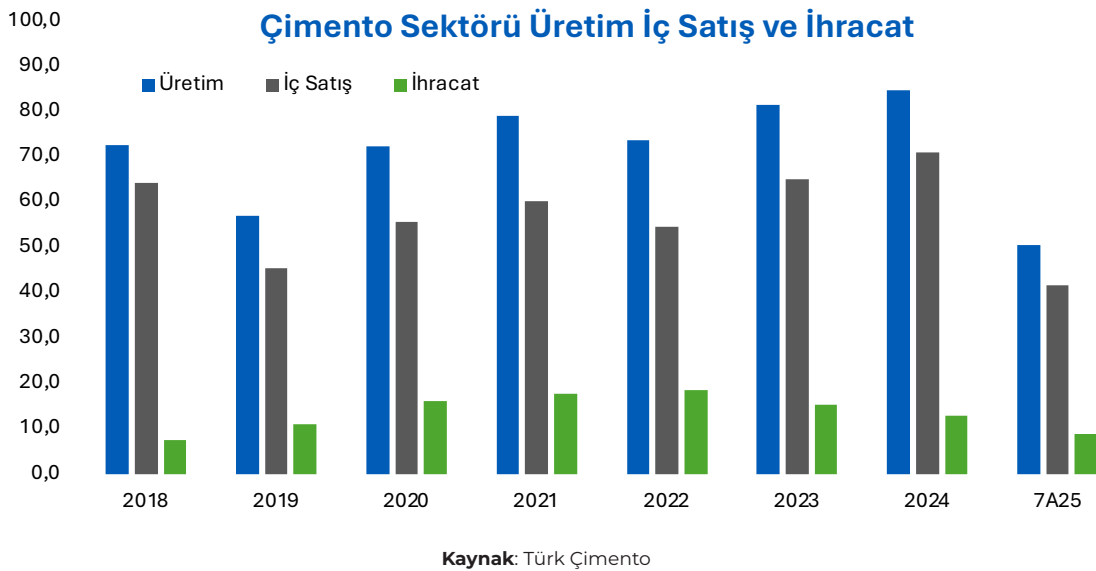
Yurt içi tarafta ise temkinli seyrin özellikle finansal koşullardaki sıkılığın devam etmesi nedeniyle 2026 yılının ikinci çeyreğine kadar sürmesini beklemekle birlikte, enflasyondaki kademeli gerileme, reel ücretlerdeki olası iyileşme ve para politikasında ilerleyen dönemde gündeme gelebilecek ölçülü gevşeme adımlarının, yılın ikinci yarısından itibaren iç talepte kısmi bir toparlanmayı beraberinde getirebileceğini öngörüyoruz. Bu kapsamda, 2026 yılında sektörün hem iç pazarda hem de ihracat tarafında ılımlı fakat kırılgan bir toparlanma sürecine girebileceği değerlendiriyoruz. Özellikle enerji verimliliği yüksek, akıllı ve bağlantılı cihazlara yönelik talepteki artışın, katma değeri yüksek ürün segmentinde Türk üreticilere rekabet avantajı sağlayabileceği öngörüldüğü. Diğer yandan, jeopolitik riskler, kur oynaklığı ve hammadde maliyetlerindeki olası dalgalanmalar, toparlanma patikasını sınırlayabilecek başlıca aşağı yönlü riskler olarak önemini koruyor. Sektör oyuncularının bu dönemde maliyet yönetimi, verimlilik artışı ve pazar çeşitlendirmesine odaklanmaları, olası şoklara karşı dayanıklılığı artırıcı bir rol oynaması beklenebilir. Tüm bu unsurlar bir arada değerlendirildiğinde, beyaz eşya sektöründe 2025'e kıyasla daha olumlu ancak temkinli bir görünümün 2026 genelinde hakim olacağı bir senaryo öne çıktığını değerlendiriyoruz.

2026 yılının başında ithal klimalara %25 oranında ek gümrük vergisi getirilmesi, yurt içi beyaz eşya ve iklimlendirme şirketleri açısından rekabet dengelerini belirgin biçimde yerli üreticiler lehine çevirebilecek bir adım olarak değerlendirilebilir. Öncelikle, ithal ürünlerin fiyat avantajının azalmasıyla birlikte iç pazarda yerli üreticilerin pazar payı kazanma potansiyeli artar. Bu durum, özellikle ölçek ekonomisine sahip, yaygın bayi ve servis ağı bulunan yerli firmaların satış hacimlerini artırmasına ve kapasite kullanım oranlarının yükselmesine katkı sağlar. Sonuç olarak söz konusu düzenleme, kısa vadede ciro ve karlılık, zorlu dönemlerden geçen yurt içi beyaz eşya sektörünü destekleyici bir politika adımı olarak okunabilir.



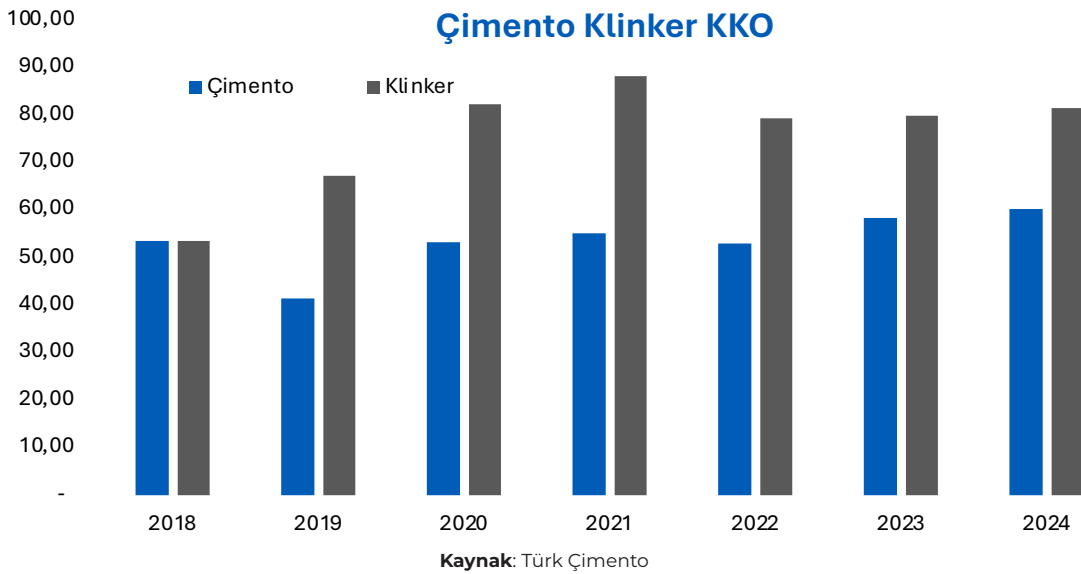
Çimento Sektörü

Türkiye çimento sektörü, makroekonomik döngülere yüksek derecede duyarlı yapısı nedeniyle büyüme, yatırım, inşaat harcamaları ve altyapı faaliyetlerindeki her değişime hızlı tepki veren bir konumda. Konut inşaatı, kentsel dönüşüm, kamu altyapı projeleri, sanayi ve enerji tesisleri ile hazır beton üretimi iç talebin ana sürükleyicilerini oluştururken, Türk müteahhitlerinin Afrika ve Orta Doğu'daki projeleri de ihracat kanalını destekliyor. 2018 kur krizi, 2020 pandemi dönemi ve 2023 Kahramanmaraş merkezli depremleri gibi şoklar zaman zaman sert dalgalanmalara yol açsa da, yurt içi toplam kapasite 150 milyon tonu durumda. Bu olumsuzluklara rağmen sektör, uzun vadeli kapasite genişlemesi eğilimi sürdürdü. 2025'in son açıklanan verilerine göre, ilk yedi ayında üretim geçen yıla göre %5,2 artmış, iç satışlar %4,5, ihracat ise %10,9 yükselmiş, 2024'te yakalanan yaklaşık %9'luk büyüme ivmesi büyük ölçüde korundu. Yılın başında fiyatlama ve baz etkisi nedeniyle Şubat – Mart döneminde geçici bir zayıflama görüldü, ancak Nisan itibarıyla toparlanma başladı ve Mayıs 2025'te en yüksek iç satış hacmine ulaştı; deprem bölgesi olan Güneydoğu ve Akdeniz'de talep güçlü seyrederken, Marmara, Ege ve Karadeniz'de görece yavaşlama yaşandı. Buna karşın iç pazarda maliyet artışlarının fiyatlarla tam yansıtılamaması, enerji giderlerindeki oynaklık, kur belirsizliği ve AB'nin Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması kapsamındaki maliyet baskıları karlılık üzerinde aşağı yönlü risk oluşturuyor.



Sektörün yukarı yönlü potansiyeli hem yurt içi hem yurt dışı kaynaklı. Yurt içi tarafta, talebin orta vadeli pozitif trendi tamamı kamu politikalarına bağlı üç ana programdan besleniyor: Şubat 2023 depremleri sonrasında 11 ilde yürütülen yeniden inşa programı, ülke genelinde –özellikle İstanbul'da– riskli yapı stokunu hedefleyen kentsel dönüşüm ve güçlendirme süreci ile 81 ilde 500.000 konutluk sosyal konut (Yüzyılın Konut Projesi) programı.

Deprem bölgesinde Kasım 2025 itibarıyla yaklaşık 350 bin konut teslim edildi, hedeflenen 453.000 konutun kalan yaklaşık 100.000 kısmı mevcut hızla 2026 ortasına kadar tamamlanabilecek düzeyde. Daire başına ortalama 90 m² büyüklük, 0,25 m³/m² beton ve 300 kg/m³ çimento varsayımlarıyla bu faz için toplam çimento ihtiyacı yaklaşık 0,7 milyon ton olarak ön görülüyor. Çok daha büyük ölçekli kentsel dönüşüm cephesinde ise yaklaşık 6 milyon riskli konuttan 1 milyonunun yıkılıp yeniden yapılacağı, 5 milyonunun ise yerinde güçlendirileceği baz senaryosunda, 100 m² daire büyüklüğü ve yeni yapıda 0,30 t/m², güçlendirmede bunun yaklaşık %15'i kadar çimento yoğunluğu kabul edildiğinde toplam 52-55 milyon ton ilave çimento ihtiyacı ortaya çıkmakta. Bu da 7 – 10 yıllık bir uygulama ufkuna yayıldığında, baz tüketimin üzerinde yılda yaklaşık 5 – 8 milyon ton ek talep anlamına geliyor. 500.000 konutluk sosyal konut programında ise ortalama 70 m²'lik daireler için benzer teknik kabullerle konut başına yaklaşık 5,25 ton çimento kullanımı öngörülüyor. Yani bu rakam da programın tamamı için 2,6 milyon tonluk hacme karşılık geliyor. İnşaatın beş yıla yayılması halinde yıllık yaklaşık 0,5 – 0,6 milyon ton düzeyinde ek talep oluşacağı hesaplanıyor. Üç program birlikte değerlendirildiğinde, Türkiye çimento sektörü önümüzdeki on yıl boyunca mevcut inşaat döngüsüne ek olarak yılda yaklaşık 5,5-8,5 milyon ton mertebesinde politika kaynaklı ek iç talep ile desteklenmesini bekliyoruz. Bu büyüklük, kapasite kullanım oranlarını yukarı çekerken reel çimento fiyatlarında keskin bir gerileme riskini sınırlayan, bölgesel arz sıkışıklığı dönemlerinde ise fiyatlara yukarı yönlü esneklik tanıyabilecek yapısal bir talep zemini sunuyor.



Dış talep tarafında ise, Türk çimento ve klinkerinin rekabetçi maliyet yapısı, lojistik avantajı ve yıllardır oluşturulan müteahhitlik ilişkileri sayesinde Afrika, Orta Doğu ve Doğu Avrupa'da güçlü bir konum bulunuyor; ancak bu pazarların sürdürülebilirliği, hem küresel büyüme dinamiklerine hem de karbon düzenlemelerine uyum başarısına bağlı. Türkiye ekonomisi olgunlaştıkça inşaatın GSYH içindeki payının kademeli olarak %5'ler düzeyine gerilemesi bekleniyor. Bu dönüşüm çimento şirketlerini yeşil ürünlere, ihracat çeşitliliğine ve daha sürdürülebilir büyüme modellerine yönlendiriyor. 2025 itibarıyla Türkiye çimento sektörü hem iç pazardaki yeniden yapılanma hikayesi hem de dış pazarlardaki ihracat artışı ile çift yönlü destek bulurken, orta vadede performansını iç talebin kentsel dönüşüm hızına, AB ve ABD piyasalarında karbon düzenlemelerine uyum başarısına, düşük karbonlu üretim yatırımlarının hızına ve enerji/kurlar karşısında fiyatlandırma disiplini koruma yeteneğine bağlı olarak gibi duruyor.

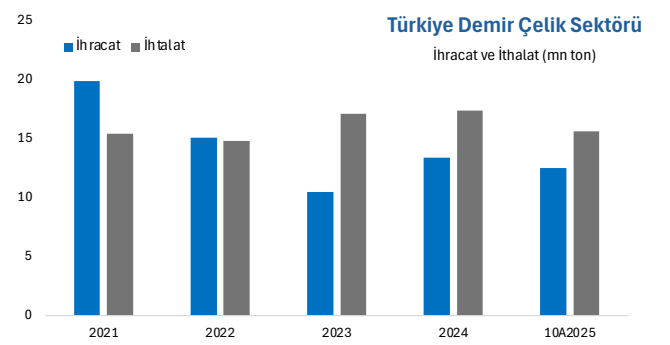
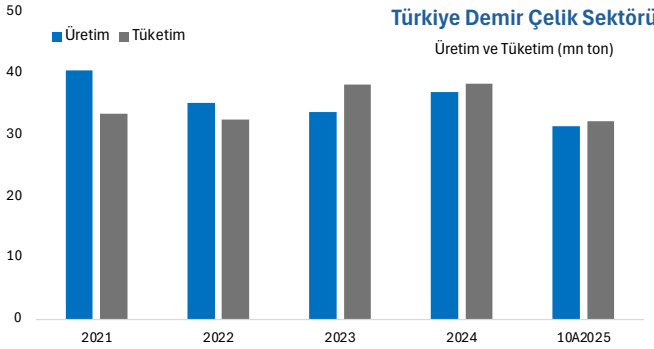
Öne Çıkardığımız Şirketler: CIMSİ, OYAKC



Demir Çelik Sektörü

2025'te Türkiye demir çelik sektörü, 2024'te başlayan toparlanmayı sürdürse de dış talep, fiyat baskısı ve ithalat nedeniyle karmaşık bir görünüm sergiliyor. Küresel ham çelik üretimi daralırken Türkiye üretimini hafif de olsa ardırdı, Ekim 2025'te 3,2 milyon tonla kriz dönemlerine göre normalleşme sağladı; ancak hala 2021'deki rekor seviyelerin altında. İç talep deprem sonrası yeniden inşa, kamu yatırımları ve kentsel dönüşümle desteklenirken, yüksek faizler ve zayıf konut piyasası özellikle inşaat demiri talebini baskılamakta; buna karşılık otomotiv ve beyaz eşya gibi sektörlerin sürüklediği yassı çelik tüketimi daha dirençli seyrediyor. İhracat 2025'te hem ton hem değer bazında artmış ve yılın ikinci yarısında ivme kazanmış olsa da, düşük küresel fiyatlar nedeniyle ton başına gelir önceki yılların altında kalmakta, hacim artışı kârlılığa tam yansımamaktadır.

İthalat ise özellikle Uzak Doğu ve Bağımsız Devletler Topluluğu kaynaklı düşük fiyatlı ürünlerle ton bazında çifte haneli oranlarda büyümüş, iç pazarda rekabet baskısını artırmış ve ihracatın ithalatı karşılama oranı sınırlı düzeyde iyileşti. Küresel ölçekte Çin'in yoğun ve ucuz ihracatı ile ABD'nin yüksek gümrük vergileri, Türkiye'nin AB, Orta Doğu ve Afrika gibi ana pazarlarında rekabeti zorlaştırmaktadır. Yurt içinde kapasite kullanım oranlarının hala yaklaşık %60 seviyesinde seyretmesi ve iç tüketimin önemli kısmının ithalatla karşılanması, sektörün temel zayıf noktaları olarak görülmekte.



Kaynak: TÇÜD ve Şirket Sunumları

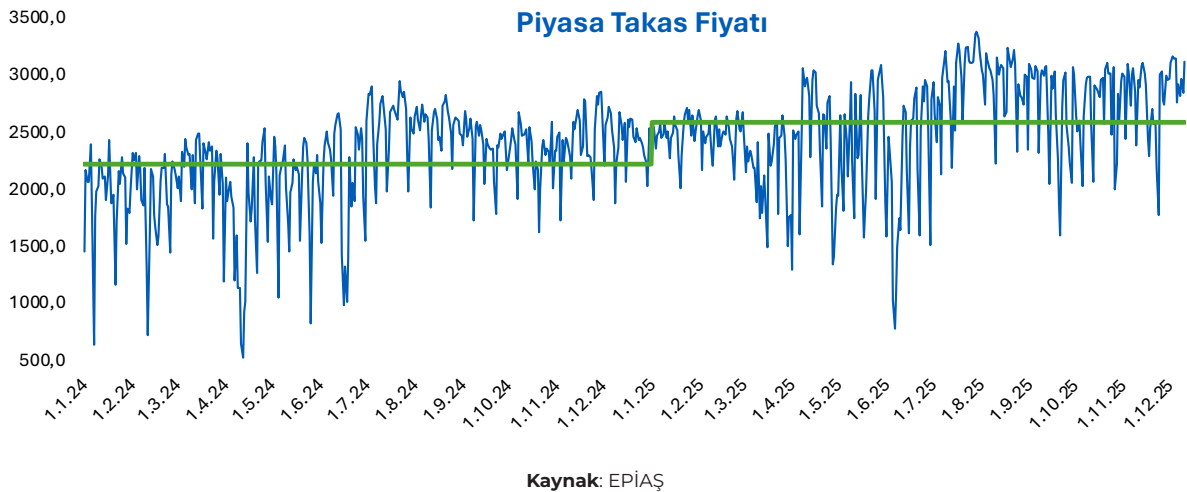
Önümüzdeki dönemde hacim tarafında sınırlı büyüme, fiyat ve kar marjlarında ise baskının sürmesi beklenirken, sektörün güçlenmesi için enerji verimliliği ve düşük karbonlu üretime yatırım yapılması, AB Yeşil Mutabakatı'na uyum sağlanması, dampingli ithalata karşı daha etkin önlemler alınması ve daha yüksek katma değerli yassı ve özel çelik ürünlerine yönelinmesi kritik görünüyor

Öne Çıkardığımız Şirketler: EREGL



Enerji Sektörü

2025 yılı Kasım ayında PTF'nin 2.405 TL seviyesinde gerçekleşmesi, yıllık bazda yaklaşık %12'lik bir gerilemeye işaret etti. PTF'deki bu düşüş, enflasyon muhasebesinin de etkisiyle enerji şirketlerinin cirolarını olumsuz etkilerken, gelirlerinin önemli kısmı serbest piyasaya bağlı olan santral yoğunluğu yüksek şirketlerin finansal performanslarını baskıladı. Buna karşılık portföyünde Eski YEKDEM mekanizmasına tabi, döviz bazlı ve sabit fiyat avantajı devam eden santraller bulunduran şirketler, PTF düşüşünden sınırlı etkilenecek daha dengeli ve öngörülebilir gelir akışı sağladı. Yeni YEKDEM tarifesinin geçmiş dönemin döviz bazlı sabit yapısına kıyasla avantajını büyük ölçüde kaybetmesi ise, eski avantajlı YEKDEM fiyatlarına sahip mevcut santral portföylerinin sektörde daha net bir ayrışma yaratmasına neden oldu. Diğer yandan, kapasite artırımlarına giden, yeni yenilenebilir enerji santrallerini devreye alan veya hibrit projelerle üretim esnekliğini artıran şirketler 2025 yılında operasyonel olarak pozitif ayrıştığını takip ettik. YEKDEM fiyatlarının PTF seviyelerinin üzerinde seyretmesi, bu şirketlerin marjlarını destekleyerek faaliyet karlılıklarını güçlendirdi. Bu doğrultuda, kapasite artırımını yüksek, PTF hassasiyeti düşük, FAVÖK'ünün önemli bölümünü yurt dışı operasyonlardan sağlayan AKSEN ile portföyünde avantajlı eski YEKDEM düzenlemesinden yararlanan santraller bulunan GWIND, 2026'nın öne çıkan şirketleri arasında değerlendiriyoruz. Ayrıca kapasite artırımları ve santrallerinin YEKDEM'de yaklaşık 73 \$ garanti satış fiyatı olan TATEN'i öne çıkarıyoruz. 2026 yılına ilişkin olarak, beklemedik bir haber akışı ya da durum olmadığı sürece enerji arz ve talep dengesinde kayda değer bir değişim beklenmemekte olup, PTF'nin 75 – 80 dolar bandında yatay bir seyir izlemesi öngörülmüyor. Bununla birlikte, depolamalı enerji santrallerinin devreye giriş hızının artması ve regülasyonların bu yapıları destekleyici yönde ilerlemesiyle birlikte, özellikle 2026 yılında depolamalı santrallerin esneklik, yan hizmetler geliri ve pik saat fiyat avantajı üzerinden sektörde önemli bir rekabet avantajı oluşturması beklenmektedir. Bu yapı, hem portföy optimizasyonunu güçlendirmekte hem de PTF oynaklığına karşı şirketlere daha dayanıklı bir gelir modeli sunuyor.



Beğendiklerimiz: AKSEN, ASTOR, GWIND, TATEN



Gıda Perakende Sektörü

Gıda perakende sektörünün 2026 yılında da öne çıkabileceğini düşünüyoruz. Sektör şirketlerinin hızlı mağaza açılışları, farklı alanlardaki yatırımlarıyla faaliyetlerini çeşitlendirmesi ve güçlendirmesi gelecek perspektifi açısından potansiyel yarattığını düşünüyoruz. Sektörün yüksek enflasyonist dönemlerdeki enflasyonu fiyatlarına yansıtabilme kabiliyeti ve sıkı para politikaları ve yüksek faiz ortamında temel ihtiyaç ürünleri satmasıyla düşük taleptesnekliğinesahipolmasısektörüöne çıkarırken, tersi konjunktürde ise sürümden kazanan bir yapıya sahip. 2026'da da devam etmesini beklediğimiz faiz indirim sürecinde de talep anlamında daha hızlı toparlanma sağlayabileceğini düşünüyoruz.

Alım gücündeki olası negatif gelişmelerde indirim marketleri ve kendi private labelini üreten gıda perakendecileri öne çıkabilir. Bu markalar maliyet açısından şirketlere avantaj sağlarken bu sayede daha rekabetçi satış fiyatlarını da beraberinde getiriyor. Borsa İstanbul'da işlem gören büyük gıda perakende şirketlerinin de private labelleri olduğu düşünülürse bu şirketlere olan talebin güçlü kalmasında etkili bir faktör olarak öne çıkıyor. Yine alım gücündeki olası zayıflama, indirim marketlere olan talebi de artırabilir. İki senaryoda da gıda perakende tarafında potansiyel olduğu kanaatindeyiz. Gıda perakende düşük talep esnekliğine sahiptir. Çünkü temel gıda ürünleri zorunlu tüketim kalemidir ve fiyat artışları talebi sınırlı ölçüde etkiler. Ancak tüketiciler marka, mağaza ve gramaj tercihini değiştirerek fiyatlara uyum sağlar; bu da perakendecilere hacmi korurken fiyatlama ve ürün karması üzerinden marj yönetme imkanı vermektedir.

Özetle; enflasyonun kademeli olarak gerilediği ve politika faizinin indirim sürecine girdiği bir makroekonomik konjunktürde, gıda perakende sektörü hem operasyonel dinamikleri hem de defansif karakteriyle Borsa'da pozitif ayrışma potansiyeli taşıyor. Enflasyondaki düşüş, maliyet baskılarını hafifleterek brüt marjlar üzerinde rahatlama sağlarken, faiz indirimleri finansman giderlerini azaltarak net karlılığını destekleyecektir. Bu da özellikle yüksek işletme sermayesi ihtiyacı ve borçlanma yapısı olan perakendecilerin kar kalitesini iyileştirmesini bekliyoruz. Aynı zamanda gıda perakende, zorunlu tüketim yapısı gereği talep esnekliği düşük bir alan olduğundan, büyüme döngüsünün erken safhalarında hem defansif hem de istikrarlı nakit akışı üreten bir geçiş hikâyesi sunuyor.. Reel gelirlerdeki kademeli toparlanma ve tüketici güvenindeki artışla birlikte sepet büyüklüklerinin yukarı gelmesi, organize perakendecilerin ölçek ekonomilerinden daha etkin faydalanmasına ve pazar payı kazanımlarının hızlanmasına imkan vererek sektörün ileriye dönük kar görünürlüğünü güçlendirmesi beklenebilir.

Öne Çıkardığımız Şirketler:

BIMAS, MGROS, TABGD

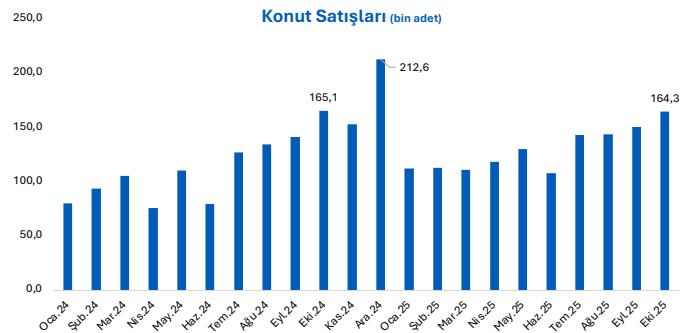


Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

2025 yılı, küresel ve yerel politik konjonktürün etkisi ve dezenflasyon sürecindeki gecikmeyle para politikasındaki gevşeme adımlarının beklenenden daha geç devreye alındığı bir dönem oldu. Yılın ilk yarısında TCMB'nin temkinli para politikası duruşu ve politika faizlerini yüksek seviyelerde koruması, finansman maliyetlerini artırarak hem konut satışlarını hem de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın hisse performanslarını sınırladı. Bu bağlamda TÜİK tarafından paylaşılan konut satış verilerinin geçen seneye kıyasla görece yatay seyrettiğini takip ediyoruz. Bu çerçevede, faiz oranlarındaki kademeli gerilemeye rağmen konut talebinin henüz anlamlı bir artış göstermemesi, hem birincil konut piyasasında beklenen canlanmanın zamana yayılacağına hem de GYO sektörü açısından değerlendirme potansiyelinin daha çok orta vadede ortaya çıkacağına işaret ediyor. 2026 yılına girerken, hem TCMB hem de Fed tarafında enflasyon görünümündeki iyileşmeye paralel olarak para politikasında daha güvercin bir duruşun benimsenmesi, piyasa faizlerinde aşağı yönlü bir sürecin oluşmasına ve likidite koşullarının kademeli olarak gevşemesine zemin hazırlıyor. Bu çerçevede, 2026 yılı boyunca faiz indirimlerinin devam etmesiyle GYO sektörünün yeniden ivme kazanması, ipotekli konut talebinin ve proje geliştirme faaliyetlerinin artması bekleniyor. Bununla birlikte, 2025 yılı başında yürürlüğe giren yeni GYO vergi düzenlemeleri sektörün temettü politikaları açısından önemli bir dönüm noktası oldu. Önceki dönemde, değerlendirme karı hariç dağıtılabilir karının en az %50'sini temettü olarak dağıtmayan GYO'lar kurumlar vergisinden muafiyet hakkına sahipti. Ancak yeni mevzuatla birlikte bu muafiyet kaldırılmış; söz konusu GYO'lar artık finansal kuruluşlar için geçerli olan %30 oranındaki kurumlar vergisine tabi hale geldi.

Bu düzenleme, GYO'ların yüksek temettü dağıtım oranlarını benimsemelerini teşvik ederken, sektörün emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcı açısından cazibesini artırıyor. Ayrıca GYO temettülerinin stopaja tabi olmaması, özellikle temettü geliri odaklı yatırım stratejilerinde bu varlık sınıfını ön plana taşıyor.

Tüm bu gelişmeler ışığında, 2025 yılında faiz oranlarında beklenen düşüş, iç piyasada kredi koşullarının iyileşmesi, konut satışlarındaki toparlanma ve mevzuat değişikliklerinin desteklediği temettü verimliliği sayesinde GYO sektörünün sermaye piyasalarında öne çıkan tematik alanlardan biri olacağını öngörüyoruz. Bu bağlamda, düzenli kira geliri elde edebilen kaliteli gayrimenkulleri ile yüksek aktif büyüklükleri sayesinde temettü ödeme konusunda sıkıntı yaşamayacağını ön gördüğümüz ISGYO, TRGYO ve EKGYO'nun 2026 yılında çeşitlendirilmiş portföy yapıları, istikrarlı nakit akışları ve portföy optimizasyonunu güçlendirmekte hem de PTF oynaklığına karşı şirketlere daha dayanıklı bir gelir modeli sunuyor



Kaynak: TÜİK

Beğendiklerimiz:

EKGYO, ISGYO, TRGYO



Giyim Perakende Sektörü

Dezenflasyon sürecinin 2026 yılında da devam edeceğine yönelik öngörümüz, para politikasında temkinli ancak istikrarlı bir normalleşme alanı yaratırken, politika faizlerinde kademeli gevşemenin finansal koşulları belirgin şekilde rahatlatması beklenebilir. Kur artışlarının enflasyonun altında seyretmesi varsayımı, hem hanehalkı hem de reel sektör açısından fiyatlama ve bütçe planlamasını daha öngörülebilir kılan bir makro zemin oluşturmasını bekliyoruz. Bu kapsamda, geçmiş dönemlerde görülen ani ve kredi destekli talep sıçramalarından ziyade, yüksek faiz ortamında ertelenmiş tüketimin kontrollü ve seçici bir biçimde devreye girdiği, daha dengeli bir iç talep toparlanması öne çıkabilir.

Faiz oranlarındaki düşüş, şirketler tarafında finansman maliyetlerini aşağı çekerek işletme sermayesi ihtiyacının daha rahat yönetilmesini sağlamasını bekliyoruz. Özellikle stok finansmanı ve kısa vadeli borç çevirme baskısı azalacaktır. Buna paralel olarak kur geçişkenliğinin zayıflaması, ithal girdi oranı yüksek sektörlerde maliyet enflasyonunu sınırlayıcı bir rol oynayarak fiyat artışlarının daha makul seviyelerde tutulmasına imkan tanıyabilir. Bu süreç, firmaların fiyatlama davranışlarında daha rasyonel ve öngörülebilir bir yapıya geçilmesini desteklerken, aşırı kampanya veya ani fiyat revizyonlarının yerini daha planlı bir ürün ve marj yönetimine bırakmasına zemin hazırlayacaktır. Sonuç itibarıyla büyüme kompozisyonu, kredi genişlemesine dayalı bir modelden uzaklaşıp, gelir artışı ve güven kanalının ön plana çıktığı, daha sağlıklı bir normalleşme sürecine işaret edebilir.

Söz konusu makro perspektif altında giyim perakende sektörü, faizlerdeki gerilemeyle birlikte tüketici harcamaları üzerindeki psikolojik baskının kısmen hafiflemesinden destek bulabilir. Ancak bu toparlanmanın güçlü ve yaygın bir talep artışından ziyade, gelir grupları ve ürün segmentleri arasında ayrılan, daha seçici bir karakter taşıması beklenmektedir. Dezenflasyon sürecinin devam etmesi, sektörün fiyat artışı alanını daraltırken, kur artışlarının enflasyonun altında kalması hammadde ve tedarik maliyetlerini görece daha yönetilebilir seviyelerde tutabilir. Buna karşın, yoğun rekabet ortamı ve yüksek kampanya frekansı nedeniyle marjların hızlı ve kalıcı şekilde toparlanması zaman alabilir.

Talep tarafında mağaza ve online kanalda işlem sayısında kademeli bir artış görülmesi mümkün olsa da, tüketicinin fiyat hassasiyetini koruması nedeniyle sepet büyüklüğü üzerindeki baskı risk unsuru olarak görülüyor. Bu durum, perakendecilerin satış hacmini artırmak için kampanya, indirim ve sadakat programlarını ön planda tutmaya devam edeceğine işaret ediyor. Özellikle özel günler ve sezon geçişlerinde agresif promosyonların satışları yönlendirdiği bir yapı öne çıkabilir. Dolayısıyla 2026 yılında giyim perakende sektörü için görünüm; hacmin korunmaya çalışıldığı, marj iyileşmesinin ise verimlilik artışı, stok yönetimi ve doğru ürün karması üzerinden kademeli olarak sağlanabildiği, temkinli ancak istikrarlı bir toparlanma senaryosunu işaret ediyor.

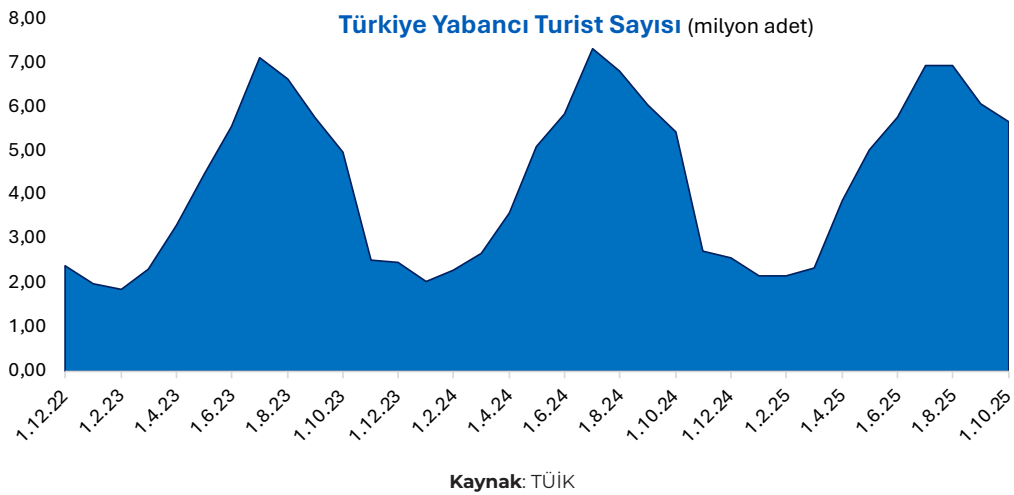
Öne Çıkardığımız Şirketler: MAVİ



Havacılık Sektörü

2025 yılı havacılık sektörü için zorlu bir yıl oldu. Özellikle jeopolitik gelişmeler uçuş aksamalarına neden oldu. Hatta bazı hatlarda uçuşların durduğunu, bazılarında ise geri başlamadığını takip ettik. Yıl içerisinde yaşanan İran – İsrail – ABD gerilimi bölgesel uçuşların aksamasının ana nedenleriydi. İsrail'e uçuşların iptali hala aktif durumda olmakla birlikte, diğer destinasyonlarda da aksamalar hala sürüyor. Örneğin, Rusya – Ukrayna savaşı nedeniyle Ukrayna uçuşlarındaki kayıplar hala devam etmekte. Öte yandan, yıl içinde yaşanan Kamboçya – Tayland gerilimi ile Hindistan – Pakistan gerilimi de takip edildi. Hindistan – Pakistan geriliminde Türkiye'nin Pakistan yanında aldığı pozisyon nedeniyle Hindistan'ın Türk şirketlerine yönelik zorluklar çıkardığını da takip ettik. Etkisi sınırlı da olsa Afrika ülkelerinde de gerilimlerin yüksek seyretmesi sektör için zorluklardan bir diğeri. Ayrıca, yıl içerisinde ABD'de hükümet kapanması lokal aksamalara neden olurken, artan grevler de zorluklar yarattı. Avrupa pazarında ise artan havalimanı giderleri bazı firmaların hat kapamalarına kadar gitti. Hava kargoculuğunda ise tarife etkisiyle bir miktar yavaşlama görüldü.

2026 yılında, global taşıyıcıların yüksek kapasite artış planlarının birim karlılıkları baskılaması bekleyebiliriz. Ancak, artan kapasitelerin bunu kompanse edebileceğini düşünüyoruz. Özellikle, bölgesel gerilimlerin çözüme ulaşması 2 önemli destinasyonun hemen olmasa da kademeli geri kazanımı ile sektörü destekleyebilir. Kargo tarafında ise tarifeler tarafında bir gevşeme gelmedikçe pozitif konuşmak zor.



Diğer taraftan, petrol fiyatlarındaki geri çekilme jet yakıtı tarafında TL'nin reel değerlenmesinin personel maliyetleri yarattığı etkiyi CASK'ta hafifletti. 2026 yılı için de akaryakıt fiyatları tarafında iyimser kalmaya devam ediyoruz. 2026 yılı için özet değerlendirmemiz, hem hava taşımacıları için yüksek rekabetin olacağı, bunun birim karlılıkları düşürebileceği, ancak kapasite artışları ile kompanse edilebileceği yönünde. Yer hizmetlerinde ise, pozitif performansın sürebileceği, kapasite artışlarına paralel ucuzlayan bilet fiyatlarının yolcu adedine yansıyacağı bir yıl öngörüyoruz.

Öne Çıkardığımız Şirketler: PGSUS, TAVHL, THYAO



Otomotiv Sektörü

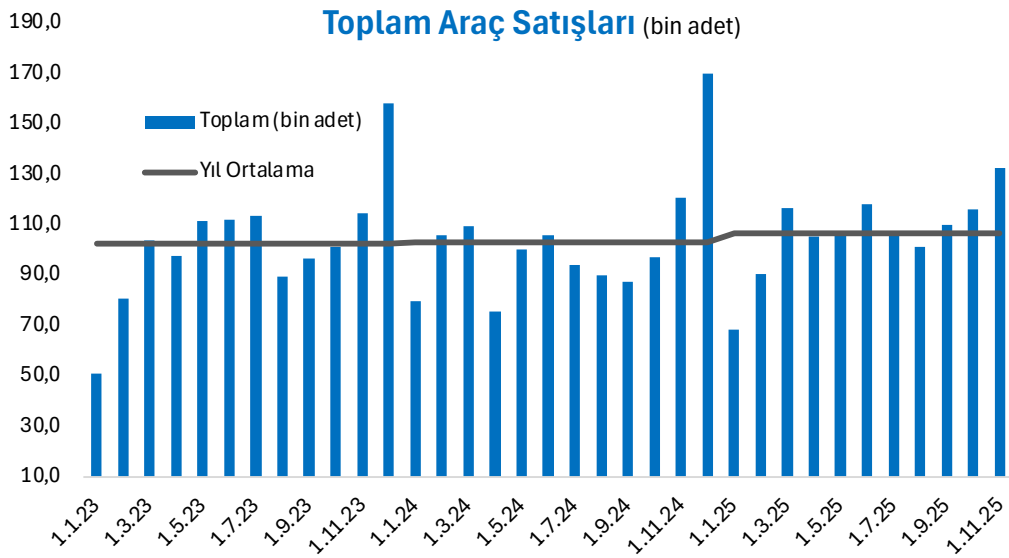
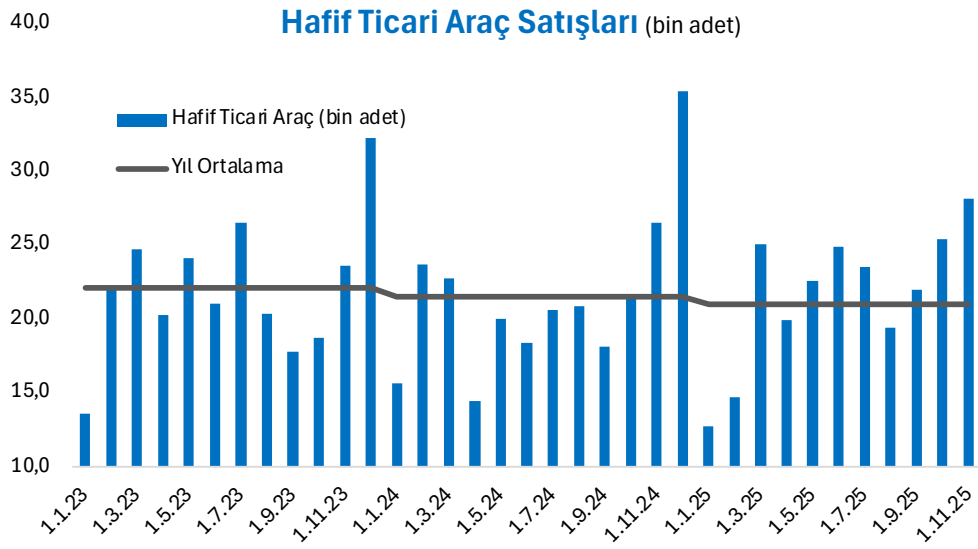
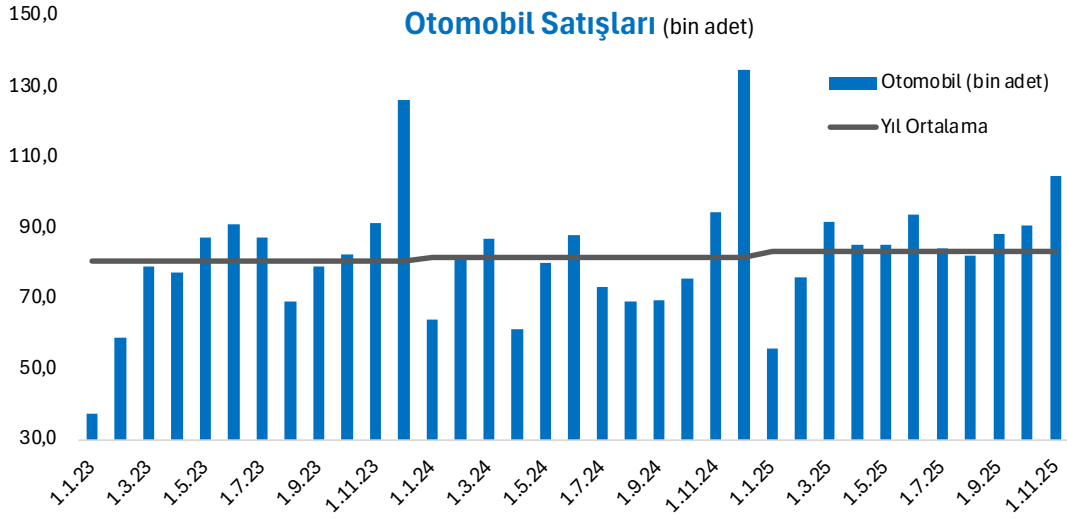
Yüksek faiz ve yüksek enflasyon ortamında otomotiv sektöründe 2023 ve 2024 yıllarında baskı hissedildi. Konjonktür, 2025 yılında otomotiv sektörünü ön plana çıkarmasa da satışlar tarafı 2025 yılında elektrikli araçların artması, talebin kısmen öne çekilmesi ve bayiiler tarafından yapılan kampanyalar ile hız kazandı. Ocak—Kasım döneminde ise otomobil satışları geçen yılın aynı dönemine göre %10,96 artarak 938.177 adete, hafif ticari araç satışları %7,13 artışla 238.603 adete, toplam satışlar ise %10,16 artışla 1.176.780 adete yükseldi. Elektrikli otomobil satışları %17,8 pazar payı ve 166.665 adet satış ile (Ocak—Ekim 2025: %17,8 pazar payı ve 148.304 adet satış) yukarı yönünü sürdürdü.

Hybrid araçların payı da artıyor. Hybrid araçlar, içten yanmalı motor ile elektrik motorunun gücünü birleştirerek hem yakıt verimliliğini artıran hem de emisyonları azaltan bir yapı sunuyor. Düşük hızlarda elektrik motoru sayesinde sessiz ve tasarruflu bir sürüş sağlanırken, yüksek hız veya ani güç ihtiyaçlarında içten yanmalı motor devreye girerek performans kaybını önüyor. Bu çift güç sistemi, şehir içi dur/kalk trafikte belirgin yakıt tasarrufu yaratırken, şarj istasyonu bağımlılığı gerektirmediği için tam elektrikli araçlara göre kullanım esnekliği sunuyor.

Elektrikli otomobil satışlarında 2026 yılında artış bekliyoruz. Düşük maliyeti, daha az bakım gideri ve sessiz çalışması ile birlikte elektrikli araçların fiziksel avantajları mevcut . Elektrik, benzin veya dizelden daha ucuz olmakla birlikte ölçümler kapsamında 100 km'de enerji maliyeti genellikle %60 daha düşük olarak ölçülmekte. İçten yanmalı motorlarda bulunan yağ, filtre, egzoz, triger gibi bakım kalemleri EV'lerde olmaması da bakım maliyetlerini azaltıyor. Her ne kadar elektrikli araç sahiplerinin istekleri kapsamında şarj üniteleri kurulsa da olumsuz olarak nitelendirebileceğimiz durum ise genel anlamda elektrikli şarj istasyonlarının yetersiz ve şarj süresinin uzun olması söylenebilir.

2026 yılında otomotiv sektöründeki talebin artmasını bekliyoruz. Makro ekonomik ortam ve tüketici güveniyle birlikte faiz indirimlerinin devam etmesinin Türkiye'de otomotiv satışlarını artırmasını bekliyoruz. Çünkü faiz indirimlerinin kredili satışları artırabileceğini değerlendiriyoruz.

Nominal araç fiyatları artmaya devam edecek olsa da enflasyonun altında reel artış veya dönem dönem kampanyaların olacağını değerlendiriyoruz. Kur tarafının enflasyonun altında kalacağı varsayımı ile stok yönetiminin daha iyi yapılabilecek olması distribütör marjlarının toparlanması öngörümüz ile otomotiv sektörünün 2026 yılının 2025 yılından daha iyi geçmesini bekliyoruz.



Kaynak: ODD

Öne Çıkardığımız Şirketler: **FROTO, TOASO**



Savunma Sanayi Sektörü

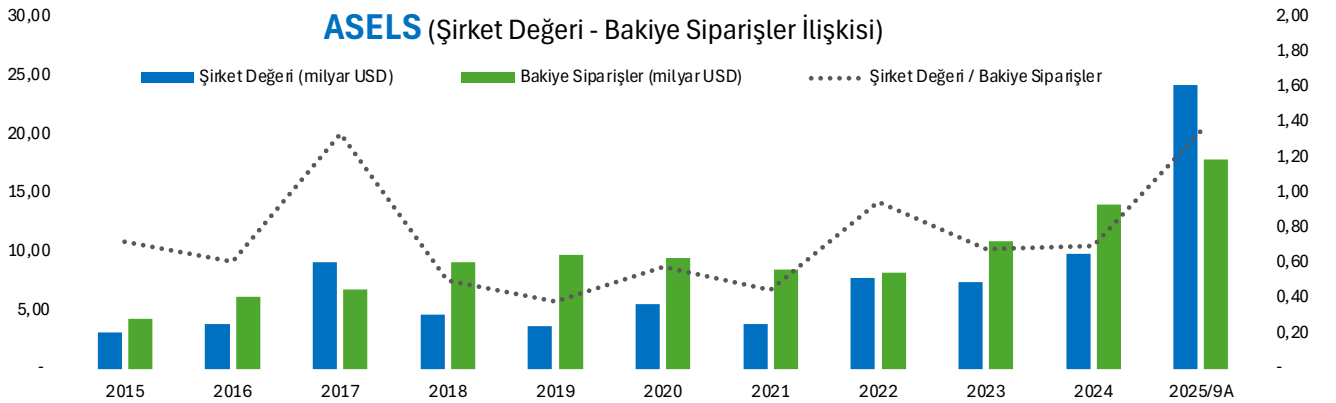
Jeopolitik gerginlikler 2025 yılına damgasını vurdu. Ülkelerin güvenlik kaygılarını artırarak savunma sanayinin önemini ve ölçeğini 2025 yılında daha da fazla büyüttü. Artan tehdit algısı, savunma bütçelerinin yükselmesine ve silah sistemleri, hava savunma çözümleri, insansız araçlar ve siber güvenlik gibi alanlara olan talebin hızla artmasına yol açtı. Aynı zamanda tedarik zinciri riskleri ve siyasi kısıtlamalar nedeniyle yerli ve millî üretim öncelik kazanırken, bu durum savunma sanayinde Ar – Ge faaliyetlerini ve teknolojik inovasyonu hızlandırdı.

Sonuç olarak jeopolitik gerginlikler, savunma sanayi şirketleri için hem stratejik önem hem de büyüme ve ihracat fırsatları yaratabilir.

NATO liderler zirvesinde savunma sanayii harcamalarının GSYH içindeki payının %2,5'ten %5'e artırılmasına yönelik alınan karar, savunma sanayii açısından orta ve uzun vadede güçlü bir büyüme sinyali veriyor.. Bu adım, üye ülkelerin savunma kapasitesini nicelik ve nitelik olarak güçlendirme iradesini ortaya koyarken, savunma şirketleri için daha öngörülebilir ve sürdürülebilir bir talep ortamı yaratıyor. Artan bütçeler, modernizasyon projeleri, ileri teknoloji sistemleri, mühimmat üretimi ve Ar – Ge yatırımlarını hızlandırarak sektörün ölçek ekonomisinden faydalanmasını mümkün kılacaktır.

Aynı zamanda uzun vadeli tedarik anlaşmaları ve ortak üretim modelleri, savunma sanayi firmalarının gelir görünümünü ve ihracat potansiyelini destekleyerek sektörün stratejik ve finansal cazibesini artırıyor.

Güçlü envanteri, savunma sanayii sektöründe dünyanın önde gelen şirketi olması, yüksek backlog ve Ankara'da alınan arazi ile Çelikkube ürünlerinin artacak olması ile ASELS'i sektörde ön planda tutmaya devam ediyoruz.



Kaynak: ASELSAN

Öne Çıkan Şirketler: **ASELS**



Telekomünikasyon Sektörü

Telekomünikasyon sektörü, gıda perakende kadar olmasa da düşük talep esnekliğine sahip bir sektör olarak öne çıkıyor. 2025'in özellikle 2Ç'ye kadar olan döneminde, yüksek tarife ve paket fiyatlaması operatörlere güçlü marjlar ve yüksek getiri sağladı. Ancak enflasyondaki kademeli gerileme, mobil tarafta artan rekabet ve 5G ihaleleri sonrası başlayan yeni yatırım döngüsü, 2026 ve sonrası için büyüme dinamiklerini bir miktar baskılayarak daha kontrollü bir görünüme çekiyor.

Önümüzdeki yıllara ilişkin beklenti, yüksek tempolu büyümeden ziyade, daha ılımlı fakat daha öngörülebilir bir büyüme patikasına geçiş yönünde. 5G ihalesi ve sabit hat imtiyaz yenilemeleri, operatörlerin lisans ve altyapı kaynaklı yükümlülüklerini belirgin ölçüde artırırken, şirketleri daha sıkı bilanço yönetimi ve serbest nakit akışına odaklanmaya zorluyor. Bu çerçevede, geçmiş yıllara kıyasla agresif fiyat rekabetinin törpülediği, daha rasyonel ve disiplinli bir fiyatlandırma ortamına geçiş bekliyoruz.

Buna karşın, enflasyon ve kur kaynaklı maliyet baskılarının görece hafiflemesi ve şirketlerin yatırım/ maliyet planlarını daha kontrollü yönetmesi sayesinde, sektör genelinde kârlılık tarafında anlamlı bir bozulma öngörmüyoruz.

16 Ekim 2025'te tamamlanan 5G frekans ihalesi ve mevcut lisans sürelerinin 2040'lı yıllara uzatılması, sektör açısından önemli bir düzenleyici belirsizliği ortadan kaldırarak uzun vadeli görünürlüğü güçlendirdi. 5G hizmetlerinin 2026 itibarıyla ticarileşmesi, kısa vadede bilanço kârlılığı üzerinde büyük bir sıçrama yaratmasa da, artan kapasite, yeni servisler ve dikey çözümler üzerinden önümüzdeki on yıla yayılacak çok yıllık bir yatırım ve büyüme hikâyesinin temelini oluşturuyor.

5G ihalesi, iletişim sektörü açısından yalnızca bir frekans tahsisi süreci değil, sektörün uzun vadeli büyüme dinamiklerini ve rekabet yapısını şekillendiren stratejik bir dönüm noktası niteliği taşımaktadır. İhalenin sonuçlanmasıyla birlikte operatörler, yüksek hız, düşük gecikme ve yüksek kapasite gerektiren veri trafiğini daha verimli şekilde yönetebilirken, bireysel mobil hizmetlerin ötesinde endüstriyel internet, nesnelerin interneti, akıllı şehirler ve otonom sistemler gibi katma değeri yüksek alanlarda yeni gelir havuzlarına erişim imkanı elde edecektir. Bu süreç kısa vadede lisans bedelleri ve altyapı yatırımları nedeniyle sermaye harcamalarını artırsa da, orta ve uzun vadede abone başına gelir (ARPU) artışı, veri kullanımının hızlanması ve servis çeşitliliği sayesinde iletişim şirketlerinin nakit akışı görünümünü güçlendirecek, sektörün daha teknoloji odaklı, ölçeklenebilir ve sürdürülebilir bir büyüme patikasına girmesine zemin hazırlayacak gözükme.

2026 yılında ARPU (Kullanıcı Başı Ortalama Gelir) büyümesinin ve tarifelerin enflasyona yansıtılmasını bekliyoruz. Bu ortamda görüşümüz, TCELL'in sektörün öne çıkan hissesi olarak konumlandırıyor. Görece düşük borçluluk seviyesi, güçlü karlılık marjları, geniş frekans portföyü ve halen cazip sayılabilecek değerlendirme çarpanları, TCELL'in daha dengeli bir risk-getiri profiliyle ön plana çıkarıyor.

Öne Çıkardığımız Şirketler: TCELL

Hisse Önerileri

2026 yılında model portföyü belirlerken genel temalarımızdan biri 2025'de dirayetli kalan, finansal performansı en az etkilenen şirketler oldu. Bu çerçevede sektörden öte şirket seçimine öncelik verdik. Diğer taraftan hane halkının alım gücünün iyileşeceği beklentisiyle perakende sektöründe güçlü gördüğümüz **BIMAS**, **MGROS**'u, otomotiv sektöründe ise **FROTO**'yu model portföyümüze dahil ettik. BIST'in yükselişinde bankalar öncü oldu. Bankacılık sektöründe gerek net faiz marjı, gerekse aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı bakımından öne çıkan **GARAN** 2026 yılında model portföyümüzde yer alacak. GYO'ların net aktif değerine göre yüksek iskonto ile işlem gördüğü 2025 ardından portföy çeşitliliği yüksek, düzenli kira gelirine sahip olan **ISGYO**'ya model portföyümüzde yer veriyoruz. 2025 ikinci yarısında hisse senedi performansı zayıf kalsa da havacılık sektörünün cazip çarpanlarla işlem görmeye devam ettiğini görmekteyiz. Model portföyümüzde bir diğer seçimimiz ise zorlu 2025 yılında yatırımlarını tamamlayan ve 2026 yılında %100 kapasite artışıyla faaliyet gösterecek olan **ASTOR** ve yine 2026 ve 2027 yılında yeni yatırımları tamamlanacak olan **LILAK** yer almakta. oldu. 2026 yılı hem konut talebinin canlandığı hem de kentsel dönüşüm projelerinin hızlandığı bir yıl olma adayı. Bu konjonktürde Türkiye'de yaklaşık %18 paya sahip **OYAKC**'yu cazip buluyor ve hisseye model portföyde yer veriyoruz. İletişim sektöründe güçlü kullanıcı başı gelir büyümesiyle öne çıkan **TCELL**'in 2026'da da bu performansını sürdürebileceği görüşündeyiz.

Şirket Kodu		Şirket Adı	Model Portföy Ağırlığı	Model Portföy Giriş Fiyatı (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel (%)
	ASTOR	Astor Enerji A.Ş.	8,00	118,40	176	48,6%
	BIMAS	BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.	8,00	573,50	849	48,0%
	GARAN	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	20,00	150,30	202,5	34,7%
	FROTO	Ford Otomotiv A.Ş.	9,00	98,25	137	39,4%
	ISGYO	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	8,00	21,56	33,8	56,8%
	MGROS	Migros Ticaret A.Ş.	10,00	570,00	896,5	57,3%
	PGSUS	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	8,00	206,80	296	43,1%
	THYAO	Türk Hava Yolları A.O.	8,00	288,50	462	60,1%
	LILAK	Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.	5,00	28,86	37,38	29,5%
	OYAKC	Oyak Çimento Fabrikaları A.Ş.	8,00	23,98	35,8	49,3%
	TCELL	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	8,00	99,10	163,8	65,3%

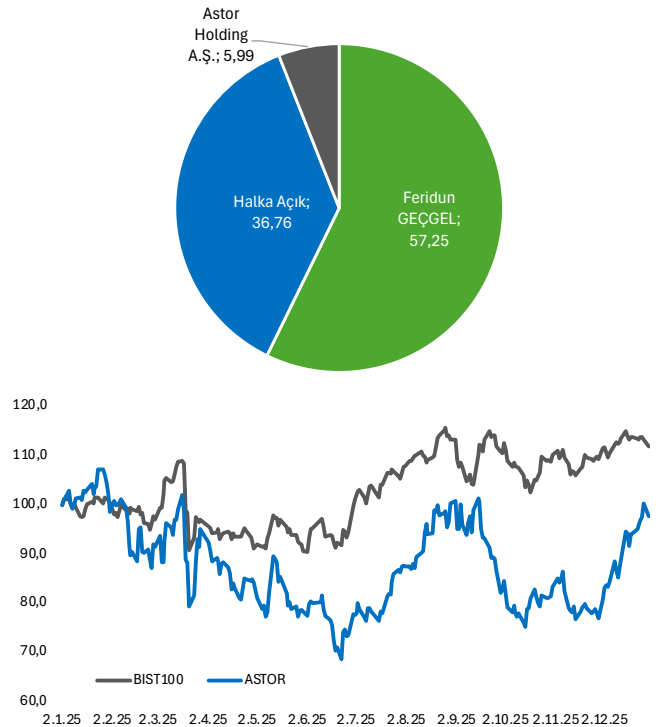
06.01.2026 tarihli verilerdir.

ASTOR**Hedef Fiyat: 176 TL, %48,6 Getiri Potansiyel**

Şirketin, Ankara'daki yaklaşık 228.000 m²'lik yatırımı, mevcut üretim alanının olduça üstünde. Şirketin mevcut durumda 105.000 m² kapalı alanı bulunuyor. Bu yıl içinde tamamlanacak yeni fabrika yatırımıyla birlikte toplam kapasite %100 oranında artıyor ve tesisin 2026'dan itibaren tam kapasite çalışması öngörülüyor. Mevcut fabrika yalnızca transformatör üretimine odaklanırken, yeni fabrika ise anahtarlama ürünleri, invertör iletimi, bakır ve alüminyum üretimi gibi faaliyetlere yönlendiriliyor. Böylece üretim süreçlerinde optimizasyon sağlanıyor. Mevcut fabrikadaki 8,5 MW'lık çatı GES yatırımıyla elektrik ihtiyacı büyük ölçüde kendi kendine karşılanıyor. İlk fazda anahtarlama ürünleri üretim kapasitesinin 2 katına çıkması beklenirken, mevcut üretim kapasitesinin artacak olması ile birlikte anahtarlama ürünleri ve transformatör üretim kapasitesinin önemli ölçüde genişlemesini bekliyoruz. Rusya – Ukrayna savaşının etkileri ve Suriye'deki gelişmeler neticesinde Suriye'nin yeniden yapılanması olasılık dahilinde. Jeopolitik riskler ve geçtiğimiz dönemde yaşanan yeşil dönüşüm eğilimi nedeniyle, küresel bazda enerji üretim tesisi yatırımlarının hızlanması ile Türkiye ve çevre bölgelerdeki depremler ve savaşlar nedeniyle yeniden yapılanma ihtiyacı da benzer şekilde trafo talebinin artmaya devam etmesi beklenebilir. Şirketin ihracat performansı, şirketin büyüme stratejisinin temel taşların biri. Küresel ölçekte enerji altyapısı yatırımlarının hız kazanması, özellikle Avrupa, Orta Doğu ve ABD gibi pazarlarda transformatör ve anahtarlama ürünlerine olan talebi artırırken ihracatın toplam gelirler içindeki payının %50 seviyelerine yaklaşması, şirketin döviz bazlı gelir yaratma kapasitesini güçlendirerek hem karlılık hem de bilanço dayanıklılığı açısından önemli bir avantaj sağlamakta. Son zamanlardaki olumlu eğilimlere rağmen sürdürülebilir büyümedeki belirsizlik, artan rekabet ve potansiyel pazar riskleri, hammadde tedariki ve para birimindeki uyumsuzluk sektör ve şirket riski olarak ön plana çıkmakta.

Hisse Kodu	ASTOR
Hedef Fiyat (TL)	176,00
Hedef Getiri	49%
Hisse Fiyatı (TL)	118,40
5Y En Yüksek	128,84
5Y En Düşük	80,60
Hisse Adedi (mn)	998
HAO	37%
Piyasa Değeri (TL mn)	118.163
Piyasa Değeri (USD mn)	2.750
Finansal Borç (TL mn)	4.694
Finansal Borç (USD mn)	113
3A OİH (USD mn)	51,50
3A OİH/HA Piyasa Değ.	5,06%
F / K	
Güncel	22,88
6 Aylık Ortalama	19,92
1 Yıllık Ortalama	20,33
PD/DD	
Güncel	4,03
6 Aylık Ortalama	3,59
1 Yıllık Ortalama	5,35

2026 tahminlerimize göre, hisse **6,6x FD/FAVÖK** çarpanından işlem görmektedir.



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu - Info Yatırım Araştırma

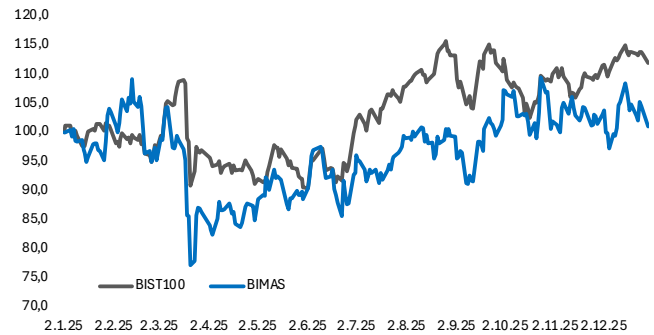
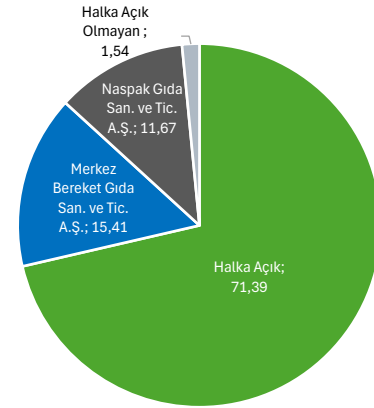
BIMAS

Hedef Fiyat: 849,00 TL (Eski Fiyat: 823,00), %48 Getiri Potansiyeli.

İndirim marketleri, yüksek enflasyon dönemlerinde hanehalkının alım gücünü koruması açısından kritik bir rol üstleniyor. Ürün çeşitliliği, yüksek hacimli tedarik ve düşük operasyon maliyetleri sayesinde fiyat seviyelerini görece aşağıda tutarak temel gıdaya erişim kolaylaştırırken, bu yapı, tüketici enflasyonunun hissedilen etkisini sınırlıyor. Fiyat rekabeti yoluyla genel perakende sektöründe de disiplin sağlayıcı bir işlev görüyor. Şirketin mağazacılık portföyünde genel anlamda farklı demografik yapılar, yasalar veya tüketim alışkanlıkları gibi nedenlerden dolayı ülkeler arası karşılaştırma yapmanın zor olduğunu düşünüyoruz. Bu konuda şirketin son yıllarda farklı ülkelere yaptığı yatırımlar (Fas, Mısır) ve format gibi alanlara yatırım (FİLE) yapmasını bir gösterge olarak görüyoruz. Son yıllarda gıdanın hane halkı tüketimi içindeki payının arttığını gözlemliyoruz. Bu kapsamda indirimli marketlere olan ilginin daha da artacağı beklentisi ile şirketin yüksek mağazacılık ağına devam edeceği kanaatindeyiz. Farklı Konsepti ile FİLE Market Mağazacılık A.Ş. (FİLE) 2015 yılında BIMAS tarafından kurulan FİLE Market, indirim marketleri konseptinden ayrışıyor. Şirketin, FİLE'nin, ayrı bir şirket yapısı ile faaliyet gösterebilmesi amacıyla işlemleri de tamamladı. Mağaza sayısını her geçen gün yükselten File, orta-üst gelir grubunu hedefliyor. TCMB, 18 Eylül 2025 tarihinde POS komisyon oranlarında düzenleme gerçekleştirdi. Buna göre, banka kartı işlemlerinde azami POS komisyon oranı %1,04'e düşürülürken, kredi kartı işlemlerindeki oran değiştirilmedi. Bu karar, 1 Kasım 2025 itibarıyla yürürlüğe girdi. Zincir marketler ya da gıda perakendeciler için de bu durumun sınırlı da olsa olumlu etki yapmasını bekliyoruz. Azalan POS maliyetleri ve artan işlem hızı, operasyonel verimliliği artırabilir. Şirketin, katılım bankası kurması çalışmaları, şirketin faaliyet alanını stratejik olarak çeşitlendirdiğine ve finansal ekosistemde daha entegre bir rol üstlenmeyi hedeflediğine işaret ediyor. Ayrıca şirketin finansal hizmetleri faizsiz bankacılık prensipleri çerçevesinde stratejik olarak içselleştirme ve yeni bir büyüme alanı yaratma hedefini yansıtıyor. Bu adım, tedarikçiler, bayiler ve KOBİ'ler için, tedarik zinciri finansmanını daha etkin yönetme imkanı sağlayabilir.

2026 tahminlerimize göre, hisse **5,1x FD/FAVÖK** çarpanından işlem görmektedir.

Hisse Kodu	BIMAS
Hedef Fiyat (TL)	849,00
Hedef Getiri	48%
Hisse Fiyatı (TL)	573,50
5Y En Yüksek	581,82
5Y En Düşük	394,02
Hisse Adedi (mn)	600
HAO	68%
Piyasa Değeri (TL mn)	344.100
Piyasa Değeri (USD mn)	8.009
Finansal Borç (TL mn)	48.852
Finansal Borç (USD mn)	1.177
3A OİH (USD mn)	80,41
3A OİH/HA Piyasa Değ.	1,48%
F / K	
Güncel	30,26
6 Aylık Ortalama	27,07
1 Yıllık Ortalama	22,53
PD/DD	
Güncel	2,26
6 Aylık Ortalama	2,24
1 Yıllık Ortalama	2,20



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu - İfo Yatırım Araştırma

GARAN

Hedef Fiyat: 202,50 TL (Eski Fiyat: 167,00), %34,7 Getiri Potansiyeli.

2025 yılı bankacılık sektörü için zorlu geçti. Yıl içerisinde beklenmedik sıkılaşma adımı bankaların net faiz marjı iyileşmelerini öteledi. Ayrıca, kredi sınırlamaları noktasında tedbirlerin de uzamasına neden oldu.

2026 için baz senaryoda TCMB'nin faiz indirimleri paralelinde kredi sınırlamalarında da gevşemeye gitmesini bekliyoruz.

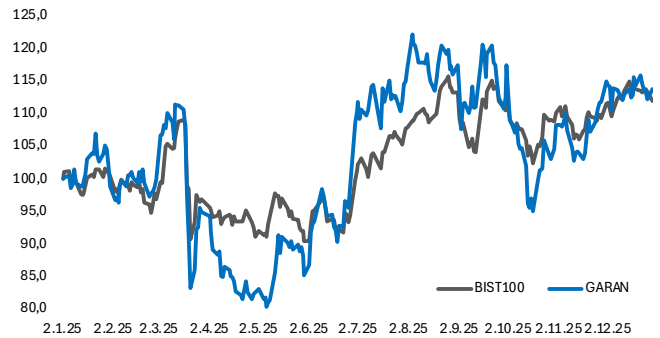
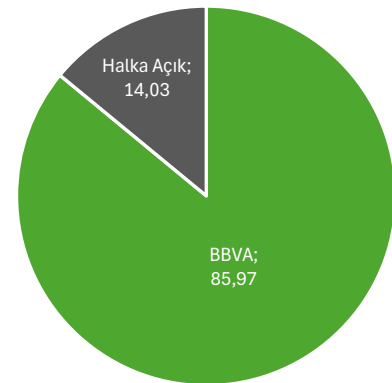
CDS düşüşü ve yıl içinde gelmesi beklenen kredi notu iyileşmeleri kaynaklı da yurt dışı fonlama maliyetlerinin de düşeceğini değerlendiriyoruz.

2025 yılındaki zorlu ekonomik koşullara rağmen Garanti Bankası'nın sektör içinde 9A25 itibarıyla %5,1 gibi güçlü swap dahil net faiz marjı ve %30,9 özsermaye karlılığı elde edebildiğini takip ettik.

Garanti Bankası'nı özel bankalar içerisinde en yüksek aktif karlılığı, en yüksek özkaynak karlılığı ve en geniş net faiz marjı olan bankalar arasında izliyoruz. Buna ek olarak sektör içerisinde net ücret ve komisyon gelirlerindeki büyüme ve banka karlılığını destekliyor. 2026 yılında faiz indirim sürecinin devam etmesinin Garanti Bankası'nın faiz marjlarındaki iyileşmeyi destekleyeceği görüşündeyiz.

2026 yılı için ise ortalama özsermaye getirisi öngörümüz ~%30 olurken, aktif getiri beklentimiz ~%3 olmakta. Bankanın 2026 yılını 159,03 milyar TL net kar ile tamamlamasını öngörüyoruz.

Hisse Kodu	GARAN
Hedef Fiyat (TL)	202,50
Hedef Getiri	35%
Hisse Fiyatı (TL)	150,30
5Y En Yüksek	154,50
5Y En Düşük	98,75
Hisse Adedi (mn)	4.200
HAO	14%
Piyasa Değeri (TL mn)	631.260
Piyasa Değeri (USD mn)	14.692
Finansal Borç (TL mn)	0
Finansal Borç (USD mn)	0
3A OİH (USD mn)	106,22
3A OİH/HA Piyasa Değ.	5,16%
F / K	
Güncel	5,78
6 Aylık Ortalama	5,55
1 Yıllık Ortalama	5,48
PD/DD	
Güncel	1,54
6 Aylık Ortalama	1,53
1 Yıllık Ortalama	1,65



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu - İfo Yatırım Araştırma

FROTO

Hedef Fiyat: 137,00 TL, %39,4 Getiri Potansiyeli.

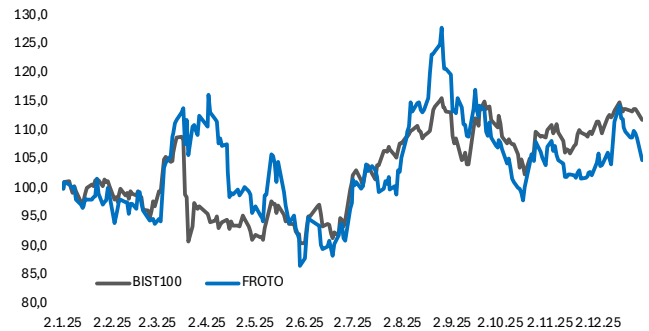
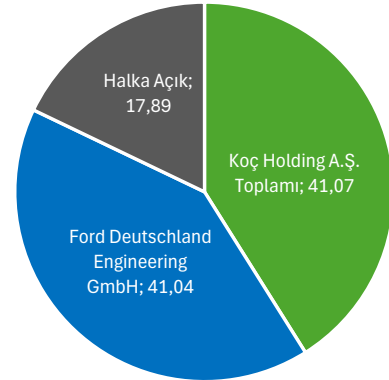
ODD verilerinin satışların güçlü seyrettiğine işaret ettiği bir ortamda faiz indirim sürecine girilmesi, otomotiv sektörü açısından talebi destekleyici ikinci bir ivme yaratıyor. Taşıt kredisi faizlerinin gerilemesi beklentisi, kredi muslukları kapalı olsa da krediyle alım yapan hanehalkı için erişilebilirliği artırarak ertelenmiş talebin öne çekilmesine neden olabilir. Halihazırda yüksek faizlere rağmen canlı kalan talep dikkate alındığında, faiz indirimi süreci satışların sadece adet bazında değil, finansman kullanım oranı açısından da daha sağlıklı bir kompozisyona evrilmesini sağlayabilir.

Türkiye otomotiv pazarında iç talep dinamiklerinin güçlenmesiyle birlikte toplam satışlarda artış beklentisi öne çıkıyor. Faiz indirimi sürecine girilmesi, krediye erişimin görece kolaylaşması ve ertelenmiş talebin devreye girmesi, yurt içi pazarda adet bazında büyümeyi destekleyen temel unsurlar olarak değerlendirilirken, buna karşılık, yurt dışı pazarlarda küresel büyüme görünümünün zayıf seyri, Avrupa talebindeki yavaşlama ve artan rekabet baskısı ihracat adetlerinde sınırlı bir geri çekilmeye işaret ediyor. Şirketin, 2035 itibarıyla Avrupa pazarında tamamen elektrikli filo araçlarına geçmeyi hedeflemesi, şirketin regülasyon uyumu, rekabet gücü ve uzun vadeli sürdürülebilirliği açısından stratejik bir dönüşüme işaret ediyor. Avrupa'da karbon emisyon standartlarının giderek sıkılaşması ve içten yanmalı motorlara yönelik kısıtlamaların artması, elektrikli araçları yalnızca çevresel bir tercih olmaktan çıkarıp zorunlu bir pazar standardı haline getiriyor. Elektrikli araçların daha düşük toplam sahip olma maliyeti, bakım giderlerinin sınırlı olması ve özellikle filo müşterileri için operasyonel verimlilik sağlaması, bu segmentte talep artışını desteklemektedir.

Küresel ölçekte elektrikli araçların pazar payı istikrarlı biçimde yükselirken, FROTO'nun erken pozisyon alması hem Avrupa pazarındaki payını koruma hem de katma değeri yüksek, teknoloji odaklı bir üretim yapısına geçiş açısından önemli bir rekabet avantajı sunuyor.

2026 tahminlerimize göre, hisse **5x FD/FAVÖK** çarpanından işlem görmektedir.

Hisse Kodu	FROTO
Hedef Fiyat (TL)	137,00
Hedef Getiri	39%
Hisse Fiyatı (TL)	98,25
5Y En Yüksek	111,01
5Y En Düşük	73,99
Hisse Adedi (mn)	3.509
HAO	18%
Piyasa Değeri (TL mn)	344.769
Piyasa Değeri (USD mn)	8.024
Finansal Borç (TL mn)	152.302
Finansal Borç (USD mn)	3.670
3A OİH (USD mn)	34,34
3A OİH/HA Piyasa Değ.	2,38%
F / K	
Güncel	12,76
6 Aylık Ortalama	12,09
1 Yıllık Ortalama	10,66
PD/DD	
Güncel	2,17
6 Aylık Ortalama	2,34
1 Yıllık Ortalama	2,30



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu - İfo Yatırım Araştırma

ISGYO

Hedef Fiyat: 33,80 TL, %56,8 Getiri Potansiyeli.

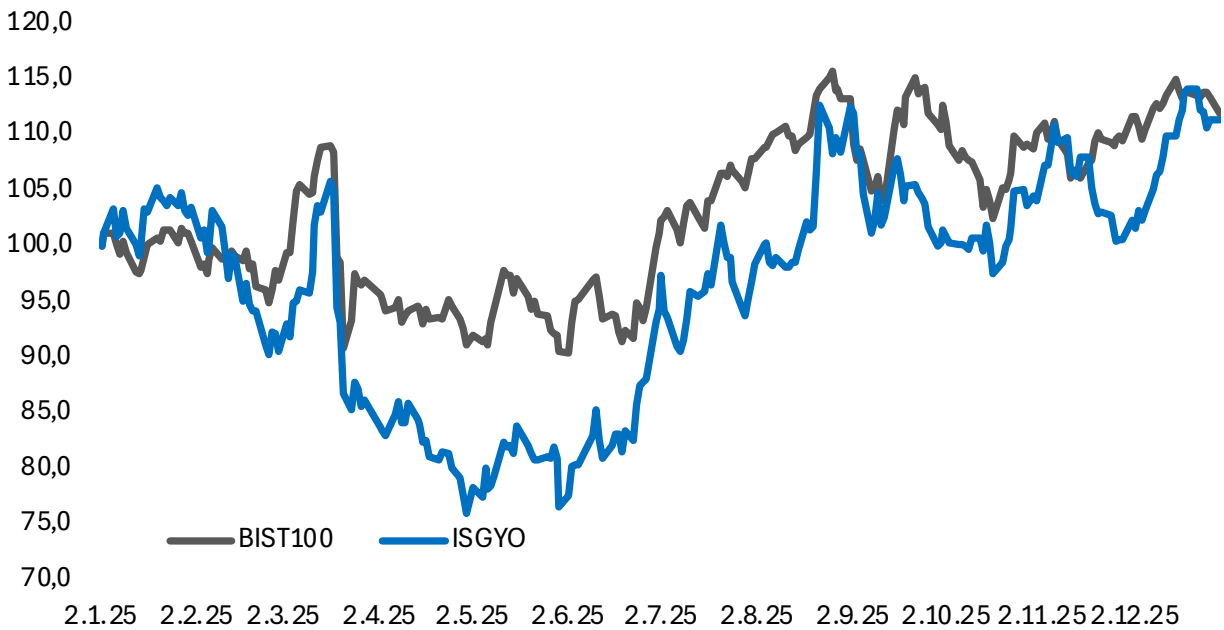
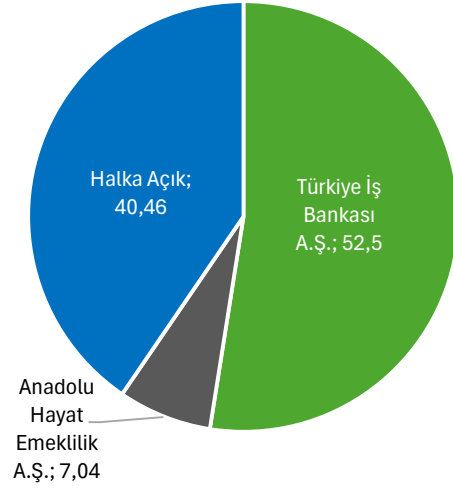
İŞGYO'nun öne çıkardığımız GYO'lar arasında yer almasının sebebi şirketin hem makro konjonktüre uyumlu konut odaklı pozisyonlanması hem de güçlü bilanço ve nakit akışı dinamikleridir. Faiz indirim sürecine paralel olarak konut talebinin yeniden ivme kazanmasını, konut fiyat endeksinin enflasyonun üzerinde seyretmesini ve bunun İş GYO'nun geliştirdiği projelerde reel bazda anlamlı bir değer artışı yaratmasını bekliyoruz. Kasaba Modern 1-2. etaplar ve Litus İstanbul projelerinden yaklaşık 8,5 milyar TL'lik potansiyel gelir; önümüzdeki üç-dört yılda hem nakit akışını destekleyecek hem de temettü ödeme kapasitesini güçlendirecektir. Tuzla Konut Projesi'nin Arsa Payı Vaadi Karşılığı Hasılat Paylaşımı modeliyle hayata geçirilecek olması ve %35 hasılat payı oranı, İş GYO'ya kaldıraçlı bir getiri profili sunarken, proje tamamlandığında yaklaşık 12,2 milyar TL'lik pazar değeri potansiyeliyle şirketin defter değerinde anlamlı yukarı yönlü revizyon alanı oluşturmaktadır. Gayrimenkul değerlendirme raporlarında Tuzla Projesi'nden 5,34 milyar TL düzeyinde NBD öngörülmesi, projeyi bilançoda değer yaratma açısından amiral gemisi konumuna taşımaktadır. Yeni GYO vergi mevzuatı çerçevesinde, düzenli kira geliri ve yüksek doluluk oranları sayesinde sürdürülebilir nakit akımı yaratabilen İş GYO'nun, zorunlu temettü dağıtım şartını karşılayarak yatırımcılarına görece yüksek temettü verimliliği sunabilecek şirketler arasında öne çıkacağını düşünüyoruz. Şirketin 2025'te dönem vergi oranını %10 üzerinden hesaplaması, yönetimin temettü odaklı bir politika izleme niyetine dair önemli bir sinyal niteliğindedir.

Marmara Park arsası, İstanbul Finans Merkezi Ofis Binası ve Ankara İş Kulesi satışları sonrasında güçlenen nakit pozisyonu ve azalan borçluluk, İş GYO'ya yeni projelere daha güçlü bir bilanço ile girme imkanı tanımıştır. Bu varlık satışlarından elde edilen fonların, kira geliri potansiyeli yüksek yeni projeler, arsa alımları ve özellikle

Hisse Kodu	ISGYO
Hedef Fiyat (TL)	33,80
Hedef Getiri	57%
Hisse Fiyatı (TL)	21,56
5Y En Yüksek	22,20
5Y En Düşük	14,26
Hisse Adedi (mn)	959
HAO	38%
Piyasa Değeri (TL mn)	20.671
Piyasa Değeri (USD mn)	481
Finansal Borç (TL mn)	1.065
Finansal Borç (USD mn)	26
3A OİH (USD mn)	1,86
3A OİH/HA Piyasa Değ.	1,02%
F / K	
Güncel	0,00
6 Aylık Ortalama	0,00
1 Yıllık Ortalama	56,57
PD/DD	
Güncel	0,42
6 Aylık Ortalama	0,37
1 Yıllık Ortalama	0,38

Tuzla Konut Projesi gibi yüksek katma değerli yatırımlara yönlendirilmesi, sermaye tahsis disiplininin başarılı bir örneği olarak öne çıkmaktadır. Kasaba Modern ve Litus İstanbul projelerindeki satış hızının, Ağustos 2025 itibarıyla optimistik seviyelere yükselen konut satış verileriyle desteklenmesini, stok eritme sürecinin öngörülenden daha hızlı tamamlanmasına katkı sağlayacağını tahmin ediyoruz. Portföydeki ofis, ticari ve konut varlıklarının dengeli yapısı sayesinde, İş GYO'nun kira gelirleri ve geliştirme gelirleri arasında sağlıklı bir denge kurarak, hem nakit akışını hem de büyüme potansiyelini sürdürülebilir kılacağı görüşündeyiz. Faiz indirim döneminde artacak konut talebinin, özellikle Tuzla ve Kasaba Modern gibi lokasyon ve konsept avantajı yüksek projelerle karşılanabilecek olması, şirketi sektörde öne çıkan oyuncuların biri haline getirmektedir.

Bu unsurların tamamı bir arada değerlendirildiğinde, güçlü proje stoğu, artan konut talebinden faydalanma kabiliyeti, yüksek potansiyel NBD'si, temettü potansiyeli ve sağlam bilanço yapısıyla İş GYO'yu 2026 strateji raporumuzda "önerilen hisseler" listesine dahil ediyoruz.



THYAO

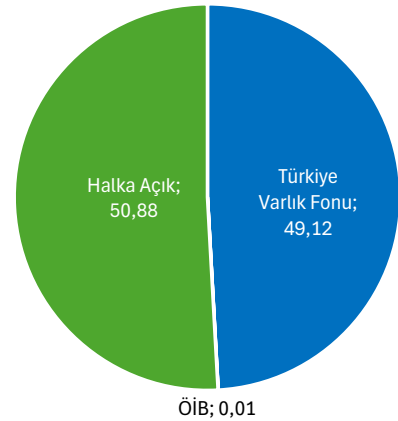
Hedef Fiyat: 462,00 TL
(Eski: 495,00 TL), %60,1 Getiri Potansiyeli.

Bayrak taşıyıcı şirket, hem kargo hem de yolcu taşımacılığı yaptığı için özel bir konuma sahip. Pandemi döneminde de görüldüğü üzere kargo tarafı yolcu gelirlerindeki olası yavaşlamalar için de bir nevi doğal hedge oluşturuyor. Öte yandan, 2025 yılında Ajet operasyonlarını da düzene oturtan şirket, low-cost tarafında da güç kazandı. Birim karlılıkta, özellikle kargo bacağında, zayıflamalar görülse de güçlü kapasite artışı ve petrol fiyatlarındaki düşüş bunu kompanse edebilecek düzeyde. Air Europa yatırımı da 2026 ve ilerleyen yıllarda şirkete güç katabilecek bir diğer etmen. THY dünyada en çok destinasyona uçan havayolu firması olsa da Latin Amerika'daki faaliyetleri güçlü değildi. İspanyol Air Europa yatırımı ile bölgeye erişim noktasında da elini güçlendirmeyi planlıyor.

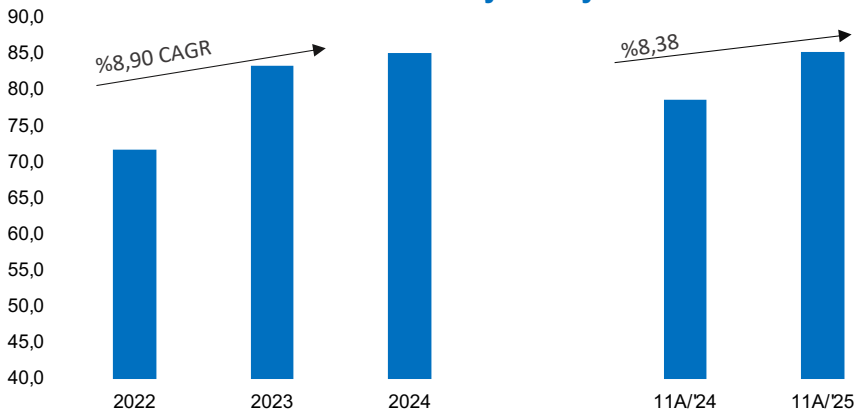
2026 yılı tahminlerimizde IATA tahminlerine paralel bir şekilde, birim biletleme ve kargo gelirlerinin reel anlamda büyüme göstermeyeceği varsayımıyla hareket ettik. Muhafazakar yaklaşımımıza rağmen 2026 yılındaki varil başı 63 dolar ortalama brent petrol varsayımımız ve güçlü kapasite artış planı, iskontolu görünümüne işaret etmekte.

2026 tahminlerimize göre, hisse **4x FD/FAVÖK** çarpanından işlem görmektedir.

Hisse Kodu	THYAO
Hedef Fiyat (TL)	462,00
Hedef Getiri	60%
Hisse Fiyatı (TL)	288,50
5Y En Yüksek	342,72
5Y En Düşük	246,66
Hisse Adedi (mn)	1.380
HAO	50%
Piyasa Değeri (TL mn)	398.130
Piyasa Değeri (USD mn)	9.266
Finansal Borç (TL mn)	644.615
Finansal Borç (USD mn)	15.533
3A ÖİH (USD mn)	228,90
3A ÖİH/HA Piyasa Değ.	4,94%
F / K	
Güncel	3,77
6 Aylık Ortalama	3,97
1 Yıllık Ortalama	3,90
PD/DD	
Güncel	0,47
6 Aylık Ortalama	0,54
1 Yıllık Ortalama	0,60



THYAO Yolcu Sayısı Büyümesi



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu -
 Info Yatırım Araştırma

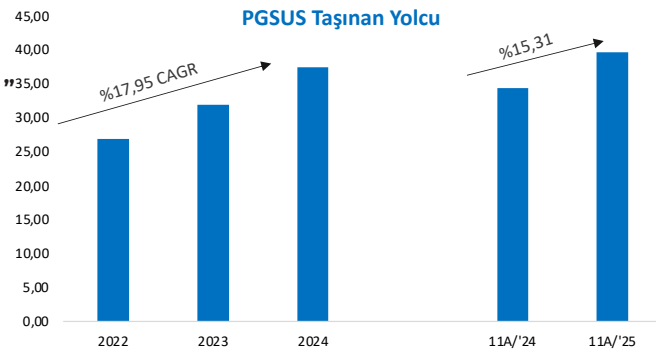
PGSUS

Hedef Fiyat: 296,00 TL
(Eski: 368,50 TL), %43,1 Getiri Potansiyeli.

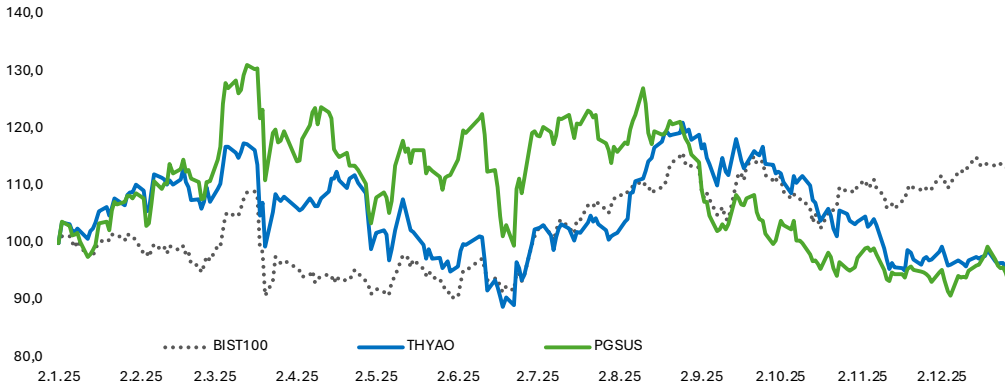
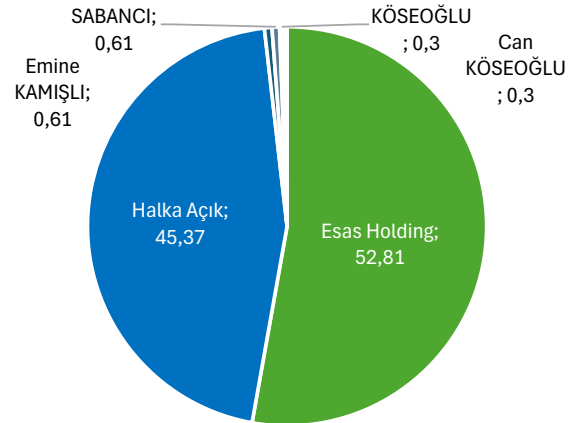
Pegasus, Türkiye'de low-cost modelinin öncüsü olarak genç filosuyla öne çıkıyor. 2025 yılında geleceğe dair önemli bir adım atan şirket, Çekya merkezli Smartwings'i bünyesine katacağını açıkladı. Özellikle üreticilerin uçak teslimatlarını artırsa da talebe yeterince yetişememesi bu tarz satın almaları daha anlamlı hale getiriyor. Sürecin 2026 yılı ortasında tamamlanması öngörülürken, tam konsolidasyona konu olacak şirketin halka kapalı olması nedeniyle değerlememizde dikkate almadık.

2026 tahminlerimizde IATA ile mutabık olarak birim biletleme ve yan gelirlerde reel getiri öngörmüyoruz. 2026 yılının rekabet yoğun geçeceğini, ancak şirketin azalan petrol fiyatları ve kapasite artışıyla yılı karlılık anlamında sorunsuz atlatabileceğini düşünüyoruz.

2026 tahminlerimize göre, hisse **6x FD/FAVÖK** çarpanından işlem görmektedir.



Hisse Kodu	PGSUS
Hedef Fiyat (TL)	296,00
Hedef Getiri	43%
Hisse Fiyatı (TL)	206,80
STY En Yüksek	287,25
STY En Düşük	191,60
Hisse Adedi (mn)	500
HAO	43%
Piyasa Değeri (TL mn)	103.400
Piyasa Değeri (USD mn)	2.407
Finansal Borç (TL mn)	219.325
Finansal Borç (USD mn)	5.285
3A OİH (USD mn)	86,57
3A OİH/HA Piyasa Değ.	8,36%
F / K	
Güncel	6,76
6 Aylık Ortalama	7,39
1 Yıllık Ortalama	8,11
PD/DD	
Güncel	0,92
6 Aylık Ortalama	1,34
1 Yıllık Ortalama	1,48



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu - Info Yatırım Araştırma

MGROS

Hedef Fiyat: 896,50 TL (Eski Fiyat: 871,00), %57,3 Getiri Potansiyeli.

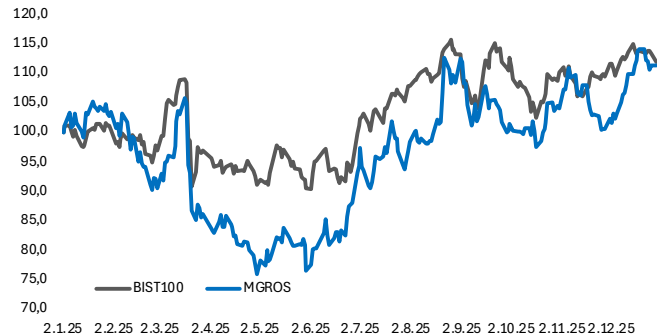
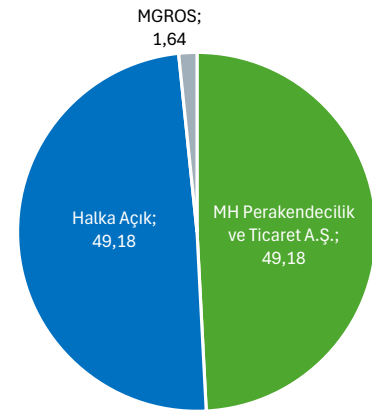
Sektörün talep esnekliğinin düşük olması nedeniyle gıda perakende tarafının ön planda kalmaya devam etmesini bekliyoruz. Sektör şirketlerinin hızlı mağaza açılışları, farklı alanlardaki yatırımlarıyla faaliyetlerini çeşitlendirmesi ve güçlendirmesi gelecek perspektifi açısından potansiyel yaratabilir. Sektörün yüksek enflasyonist dönemlerdeki enflasyonu fiyatlarına yansıtabilme kabiliyeti ve sıkı para politikaları ve yüksek faiz ortamında temel ihtiyaç ürünleri satmasıyla düşük talep esnekliğine sahip olması sektörü öne çıkarıyor.

Dijital anlamda da hızla büyüyen şirket, yaptığı uygulamalar ile müşterilerine hızlı ve kolay alternatifler sağlıyor. Pandemi ile daha çok rağbet gören dijital kanallardan online, telefon veya mobil uygulamalarla alışveriş olanağı sağlayan Migros, bu hizmetle geniş bir ürün ağını müşterilerine sunmaya başladı. Sepet tutarlarının da artıyor olması karlılık açısından çeşitlendirilmiş yapı ile desteklenecektir. Veri bazlı güncel trendlere göre uyarlanan büyük mağazalarda alan yönetimi planlaması, ürün çeşitliliği ve kategoriye özel formatları ile Migros gıda perakendeler arasında farklı bir görünüm sunuyor.

Şirketin istikrarlı ve kanıtlanmış iş modelinin ve muhafazakar bilançosunun mevcut dalgalı piyasa koşullarında bir avantaj oluşturduğunu düşünüyoruz.

Hisse Kodu	MGROS
Hedef Fiyat (TL)	896,50
Hedef Getiri	57%
Hisse Fiyatı (TL)	570,00
5Y En Yüksek	587,42
5Y En Düşük	412,49
Hisse Adedi (mn)	181
HAO	51%
Piyasa Değeri (TL mn)	103.201
Piyasa Değeri (USD mn)	2.402
Finansal Borç (TL mn)	30.923
Finansal Borç (USD mn)	745
3A OİH (USD mn)	30,33
3A OİH/HA Piyasa Değ.	2,48%
F / K	
Güncel	22,10
6 Aylık Ortalama	18,45
1 Yıllık Ortalama	17,17
PD/DD	
Güncel	1,36
6 Aylık Ortalama	1,36
1 Yıllık Ortalama	1,33

2026 tahminlerimize göre, hisse **4,3x FD/FAVÖK** çarpanından işlem görmektedir.



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu - İfo Yatırım Araştırma

LILAK

Hedef Fiyat: 37,38 TL, %29,5 Getiri Potansiyeli.

Şirketin Erzurum Fabrika Yatırımı Faz I ve Faz II şeklinde gerçekleşiyor. Faz I yatırımı 2026'dan itibaren finansallara etki ederken, Faz II yatırımının 2027 yılında bitmesi bekleniyor. Yatırımın tamamlanması ile kapasitede, brüt 70.000 ton bobin, brüt 20.000 ton konverting olmak üzere toplamda brüt 90.000 ton artış bekleniyor.

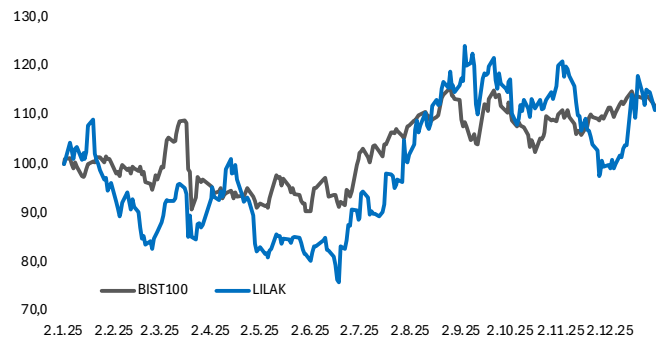
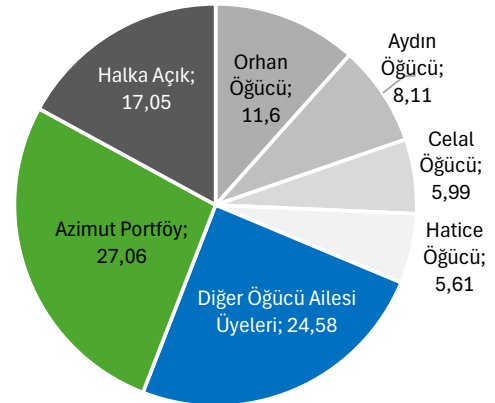
Ergene fabrikasındaki depo / akıllı depo + modernizasyon yatırımı, Lila Kağıt'ın hem kapasite hem verimlilik hem lojistik hem sürdürülebilirlik hedeflerine hizmet eden stratejik bir adım. Planlanan takvime göre 2026'da devreye girmesi beklenen proje, hem şirket için maliyet avantajı hem operasyonel hız / kalite hem de ihracat dağıtım verimliliği getirme potansiyeli taşıyor.

İnsanların hijyen anlayışı, temizlik standardı ve alışkanlıkları kalıcı şekilde yükselirken, evlerde, iş yerlerinde, okullarda, toplu taşımalarda vb. yerlerde temizlik sıklığı daha da fazla arttı. Kişisel kullanım alanlarının sık sık temizlenmesi, temizlik kağıdı tüketimini kalıcı olarak yukarı çekerken, alışkanlığa dönüşmüş bu durumların devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca artan nüfus artışı oranının da gelecekte, hijyen normlarının normal olarak benimsenmesine katkı sağlamasını ve talebin artmasını bekliyoruz.

Eğitim seviyesi ve sağlık bilincinin artması da temizlik talebini artıran önemli hususlardan. Gelişmekte olan ülkelerde temizlik kağıdı pazarı, hem kişi başı tüketim hem de toplam talep açısından büyüme sürecinde. Nüfus artışı, gelir artışı ve hijyen bilincinin yükselmesi bu büyümeyi tetikliyor. Afrika, Orta Doğu ve Türkiye Cumhuriyetler, potansiyel barındırıyor.

Hisse Kodu	LILAK
Hedef Fiyat (TL)	37,38
Hedef Getiri	30%
Hisse Fiyatı (TL)	28,86
5Y En Yüksek	32,02
5Y En Düşük	19,31
Hisse Adedi (mn)	590
HAO	44%
Piyasa Değeri (TL mn)	17.027
Piyasa Değeri (USD mn)	396
Finansal Borç (TL mn)	1.249
Finansal Borç (USD mn)	30
3A OİH (USD mn)	3,23
3A OİH/HA Piyasa Değ.	1,85%
F / K	
Güncel	13,31
6 Aylık Ortalama	12,67
1 Yıllık Ortalama	12,91
PD/DD	
Güncel	1,11
6 Aylık Ortalama	1,02
1 Yıllık Ortalama	1,12

2026 tahminlerimize göre, hisse **4,0x FD/FAVÖK** çarpanından işlem görmektedir.



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu - Info Yatırım Araştırma

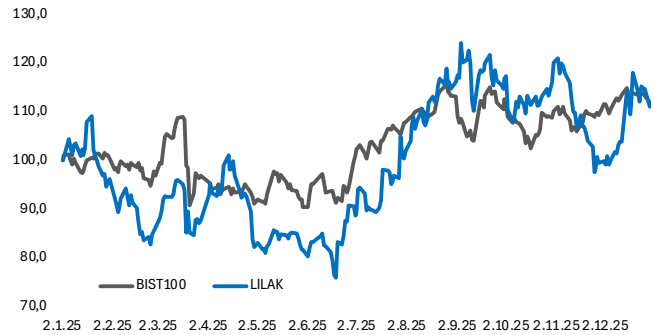
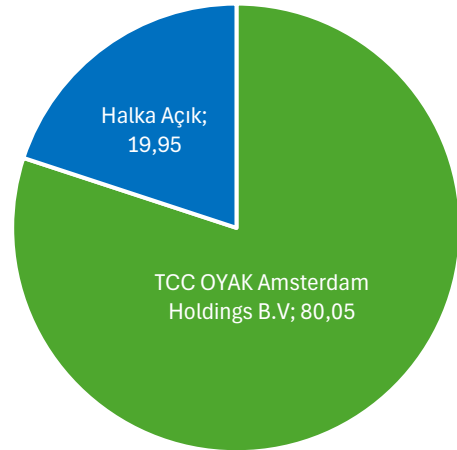
OYAKC

Hedef Fiyat: 35,80 TL, %49,3 Getiri Potansiyeli.

Türkiye çimento sektörü, önümüzdeki beş yıllık dönemde üç ana kamu kaynaklı programdan beslenen belirgin bir iç talep desteğiyle karşı karşıya. (1) 2026'nın ilk yarısı sonrasında tamamlanması beklenen deprem sonrası yeniden inşa süreci, (2) İstanbul başta olmak üzere ülke genelinde yürütülecek kentsel dönüşüm / sismik güçlendirme programı ve (3) 500 bin konutluk "Yüzyılın Konut Projesi" sosyal konut projesi. Bu ortamda, yaklaşık %18'lik yurt içi pazar payı ve güçlü bölgesel konumlanmasıyla OYAK Çimento, Türkiye'nin kapasite ve pazar lideri olarak, hem hacim hem de fiyatlama tarafında politika kaynaklı bu talep rüzgarlarından fayda sağlamaya en iyi konumlanmış oyuncularından biri olarak öne çıkıyor. Yönetimin orta vadede yurt içi pazar payını artırma hedefi ve ilerleyen yıllarda yurt dışı satışları büyütme dönük olası kapasite ve verimlilik yatırımları da, bu çerçevenin yukarı yönlü opsiyonunu güçlendiriyor. Politika kaynaklı iç talep programları (deprem sonrası yeniden inşa, kentsel dönüşüm ve sosyal konut) üzerinden, mevcut pazar payının korunması varsayımıyla yıllık ek ciro potansiyeli ve yenilenebilir enerji ve atık ısı projeleri sayesinde Genel Üretim Ciderleri'nde kademeli azalma yoluyla FAVÖK ve EBIT marjlarında hafif ancak yapısal bir iyileşme bekliyoruz.

2026 tahminlerimize göre, hisse **7,0x FD/FAVÖK** çarpanından işlem görmektedir.

Hisse Kodu	OYAKC
Hedef Fiyat (TL)	35,80
Hedef Getiri	49%
Hisse Fiyatı (TL)	23,98
5Y En Yüksek	31,52
5Y En Düşük	18,62
Hisse Adedi (mn)	4.862
HAO	24%
Piyasa Değeri (TL mn)	116.583
Piyasa Değeri (USD mn)	2.713
Finansal Borç (TL mn)	3.965
Finansal Borç (USD mn)	96
3A OİH (USD mn)	15,50
3A OİH/HA Piyasa Değ.	2,38%
F / K	
Güncel	15,88
6 Aylık Ortalama	15,78
1 Yıllık Ortalama	16,53
PD/DD	
Güncel	1,98
6 Aylık Ortalama	2,23
1 Yıllık Ortalama	1,94



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu - Info Yatırım Araştırma

TCELL

Hedef Fiyat: 163,80 TL (Eski Fiyat: 174,20), %65,3 Getiri Potansiyeli.

Enflasyonist baskıların maliyetler üzerindeki etkisi, telekom sektöründe fiyatlamayı etkilerken, artan enerji, altyapı, bakım, finansman giderleri, telekom şirketlerini hizmet tarifelerinde güncellemeye yöneltiyor. Tarifelere yansıtılan enflasyon, kısa vadede abone maliyetlerini artırsa da, uzun vadede şebeke kalitesi ve hizmet sürekliliğinin korunmasını sağlıyor.

ARPU büyümesi sürüyor. Telekom şirketleri, artan maliyetleri dengelerken fiyat ayarlamaları ve katma değerli hizmetlerin payını artırarak abone başına gelirlerini yukarı çekiyor. Bu eğilim, operasyonel karlılığın korunmasına ve devam eden altyapı yatırımlarının finansmanına katkı sağlıyor.

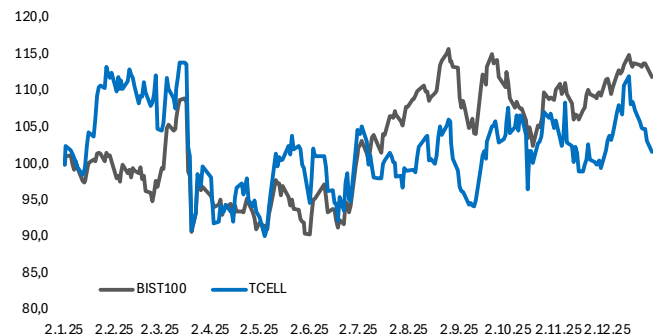
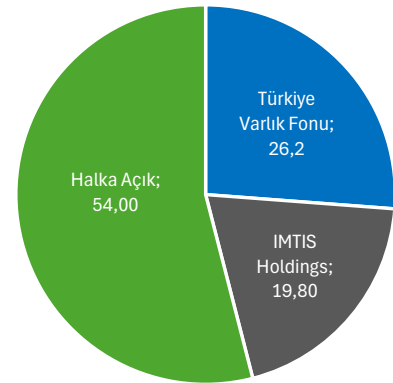
5G ihalesinde en çok frekans alan şirket TCELL oldu. 5G ile 4.5G'ye kıyasla 10 kata kadar daha yüksek veri hızları hedeflenirken, kullanıcılara yüksek hızda kesintisiz ve kaliteli bağlantı hedefleniyor. 5G ile gecikme süresinin kısalması beklenirken bu durumun zaman duyarlılığı olan sistemlerde güvenli ve anlık iletişimi mümkün hale getirmesi bekleniyor. IoT ekosistemi desteklemesi ile akıllı şehire ilişkin bağlantılar 5G altyapısı ile haberleşebilecekken, 5G'nin stratejik amaçlarından biri de sadece mobil iletişimi değil üretim ve sanayi altyapısını da dönüştürmek..

Ayrıca Türkiye özelinde, 5G'ye geçişin bir amacı da yerli teknoloji geliştirme kapasitesi artacak. %60 yerli ürün şartı planlanan altyapıda yerli donanım ve yazılım oranını artırmak, veri güvenliği ve şebeke bağımsızlığını güçlendirmek ve network geliştirmek gibi hedefler bulunurken, bunun sonucunda dışa bağımlılık azalarak Türkiye'nin ulusal siber güvenliği güçlenecek.

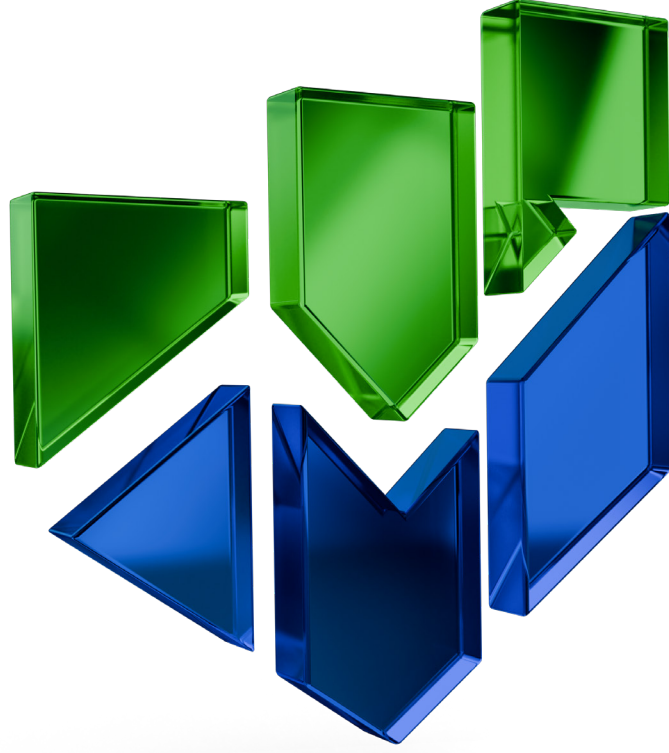
Kısa vadede şirkette yüksek yatırım harcaması, artan borçluluk ve düşen nakit akışı ile birlikte finansallarda baskı olabileceği gibi ileriye dönük projeksiyonlarda yeni gelir kaynağının oluşması ile dengelenebilecek borç, operasyonel verimlilik, ARPU büyümesi ve yeni yatırım gelirleri ile olumlu etki izlenebilir. Yatırım bedellerinin genel anlamda dövizle olduğu varsayımı ile birlikte kur tarafındaki gelişmelerin de finansallar üzerinde etkisi görülebilir.

Hisse Kodu	TCELL
Hedef Fiyat (TL)	163,80
Hedef Getiri	65%
Hisse Fiyatı (TL)	99,10
5Y En Yüksek	107,10
5Y En Düşük	81,29
Hisse Adedi (mn)	2.200
HAO	44%
Piyasa Değeri (TL mn)	218.020
Piyasa Değeri (USD mn)	5.074
Finansal Borç (TL mn)	181.281
Finansal Borç (USD mn)	4.368
3A OİH (USD mn)	58,32
3A OİH/HA Piyasa Değ.	2,61%
F / K	
Güncel	22,83
6 Aylık Ortalama	16,20
1 Yıllık Ortalama	12,81
PD/DD	
Güncel	0,90
6 Aylık Ortalama	0,99
1 Yıllık Ortalama	0,92

2026 tahminlerimize göre, hisse **1,7x FD/FAVÖK** çarpanından işlem görmektedir.



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu - Info Yatırım Araştırma



Çekince: Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.

KÜNYE

İFO YATIRIM 2026 YILI STRATEJİ RAPORU ©

İfo Yatırım Araştırma Bölümü

İsmail Güner – Yatırım Danışmanlığı Direktörü

Dr. Vahap TAŞTAN – Müdür Yardımcısı

Çağlar TOROS – Stratejist

Egehan TURGUT – Araştırma Uzmanı

Sinan Berke Süner – Araştırma Uzman Yardımcısı

Berk Tezgüler – Araştırma Uzman Yardımcısı

Grafik Tasarım:

Eser BEKAR - Dijital Pazarlama Tasarım Müdür Yardımcısı

Buse USLUER - Dijital Pazarlama Tasarım Yönetmeni

Genel Müdürlük

Barbaros Mah. İhlamur Blv. No:3 Ağaoğlu My Newwork
Kat:18 iç Kapı No:188 34746 Ataşehir / İstanbul

Yatırımcı Destek Merkezi

0850 460 46 36

Fax

0216 692 12 75

E-posta

iletisim@infoyatirim.com

www.infoyatirim.com

