

## Makroekonomi ve Hisse Senedi Piyasası Görünümü

2 Şubat 2026

**Ekonomik Görünüm:** Küresel büyüme, enflasyon ve politika faizi gibi temel göstergelere yönelik tahminler genel olarak ılımlı bir çerçevede çizilerek, uluslararası siyaset ve jeopolitik gelişmeler belirsizlik ve stresi ön plana taşımakta. Tıpkı, denizcilikte fırtına öncesinde kritik sinyal olarak kabul edilen dalga yönü ile rüzgâr yönünün uyuşmaması ya da dalgaya rağmen rüzgârın birden susması gibi. Bu nedenle, küresel temayı “Fırtınanın Gözüne Doğru” başlığıyla özetledik. Yıl boyunca gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin seçici/sınırlı olması ve güvenli liman talebinin öne çıkması beklenebilir. Türkiye’ye dair temayı ise “Dezenflasyonda En Kritik Yıl” olarak özetlemek mümkün. Enflasyonda öne çıkması muhtemel katılık riskleri sabırlı ve ihtiyatlı politika duruşuna yönelik ihtiyacı yüksek tutmaya devam edecek. Bu durum reel ekonomi açısından kısa vadede zorlu bir ortama işaret etse de, enflasyondaki düşüşün kalıcılışı beklenmesinin artması başlı başına bir hikâyeye dönüşüp TL varlıkların cazibesini artırabilir. Türkiye için 2026 yılı temel makro tahminlerimiz %4,0 büyüme, %23,9 yılsonu enflasyon, %29,50 yılsonu politika faizi ve 51,75 yılsonu dolar/TL kuru olarak özetlenebilir. Ayrıca, ülke kredi notunda 1 kademe artış beklentimiz olduğunu da not edelim.

**Borsa İstanbul:** Türk Lirası faiz oranlarının beklenenden daha uzun süre yüksek seyretmesi nedeniyle, hisse senetleri 2025 yılında genel olarak hayal kırıklığı yarattı; ancak Ocak 2026’daki güçlü performans sayesinde BIST100’ün son 12 aylık performansı %38’e yükseldi (USD cinsinden +%14). Kısa vadeli düzeltmeler görsek bile, faiz indirimlerine yönelik artan piyasa inancı ile birlikte şirket karlarındaki toparlanmadan çok daha önce hisse senetlerinde beklentilerin fiyatlandığını görebiliriz. Türk Lirası ve altın cinsi tasarruflardan elde edilen yüksek reel getiriler sayesinde hisse senedi piyasası dışında önemli miktarda sermaye biriktiğini not ediyoruz. Ayrıca, yabancı kurumsal yatırımcı oranının halen düşük seviyesini de göz önünde bulundurarak, hisse senetlerine girişlerin devam etmesini muhtemel görüyoruz. Araştırma kapsamımızdaki hisseler için medyan yükseliş potansiyeli %30 seviyesinde olup, 2026 sonu BIST100 hedefimizi 17.000 seviyesinde belirlemekteyiz.

**Model Portföy Önerileri**

**SAHOL:** AKBNK’nın güçlü performansı sonrası, SAHOL’e geçiş daha cazip hale geldi. Holding 2029 sonunda net aktif değerini 20 milyar USD seviyesine çıkarmayı hedefliyor. Yeni yatırımların yanı sıra potansiyel halka arz ve/veya bazı iştiraklerde hisse satışı gibi kararlar NAD’ye göre iskontonun iyileşmesine yardım edebilir. (Hedef Fiyat: 160 TL, %46 yükseliş potansiyeli)

**BIMAS:** BİM fiyatlandırma gücü sayesinde maliyet baskılarına rağmen enflasyon muhasebesi hariç net kar marjını yaklaşık %4 seviyesinde koruyor. Buna göre hissenin 2026 tahminlerimize göre hesapladığımız yaklaşık 10x seviyesindeki düzeltilmiş F/K çarpanını cazip buluyoruz. (Hedef Fiyat: 940 TL, %42 yükseliş potansiyeli)

**TCELL:** Kullanıcı başına ortalama gelirdeki enflasyon üzeri büyüme trendi ve dijital hizmetler, bulut, veri merkezleri ve fintek gibi yeni stratejik odak alanlarından kaynaklanan değer potansiyeli ilgi çekici bir hikaye sunuyor. (Hedef Fiyat: 163 TL, %39 yükseliş potansiyeli)

**THYAO:** Bilet fiyatları ile ilgili endişeler fiyatlandı, fakat güçlü uzun vadeli büyüme beklentileri ile mevcut çarpanlar iskontolu duruyor. İyileşen Türkiye risk primi THY’nin değerlendirme çarpanlarının yükselmesini destekleyebilir. (Hedef Fiyat: 451 TL, %48 yükseliş potansiyeli)

**TRMET:** Değerli metallere yatırım yapmak için ilk tercihimiz olmaya devam ediyor, TRALT’ın %48’ine sahip olması nedeniyle 2026T düzeltilmiş FAVÖK çarpanı 3,6x seviyesinde oldukça cazip (diğer varlıkları değerlemeye dahil etmesek bile). (Hedef Fiyat: 213 TL, %48 yükseliş potansiyeli)

**ARCLK:** Düşen faiz ortamında hem karlılıkta iyileşme beklentisi, hem de borç azaltıcı adımlar ile önemli yükseliş potansiyeli sunmaya devam ediyor. (Hedef Fiyat: 245 TL, %115 yükseliş potansiyeli)

**TRCAS:** Shell ile akaryakıt dağıtım sektöründeki ortaklıkta 2023-2026 döneminde USD bazında FAVÖK’de %18’lik bileşik yıllık büyüme oranı yakalanmış olacağını tahmin ediyoruz. Bu sayede TRCAS’a önemli miktarda temettü girişi devam edecek ve TRCAS’ın iskontosu daha görünür olacaktır. (Hedef Fiyat: 88 TL, %87 yükseliş potansiyeli)

**OTKAR:** Hissenin geride kalan performansı fırsat sunuyor, küresel savunma harcamalarındaki güçlü artış askeri araç iş kolunda önemli büyüme potansiyeli oluşturuyor. (Hedef Fiyat: 700 TL, %62 yükseliş potansiyeli).

**GARAN:** Bankalar için belirlediğimiz hedef fiyatlara göre, GARAN en yüksek potansiyeli sunuyor. 2026 tahminlerimize göre PD/DD çarpanı 1,2x, F/K çarpanı ise 4,0x seviyesinde işlem görüyor. (Hedef Fiyat: 205 TL, %27 yükseliş potansiyeli).

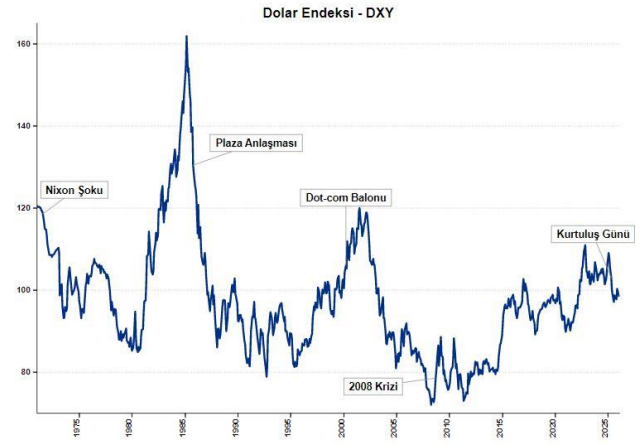
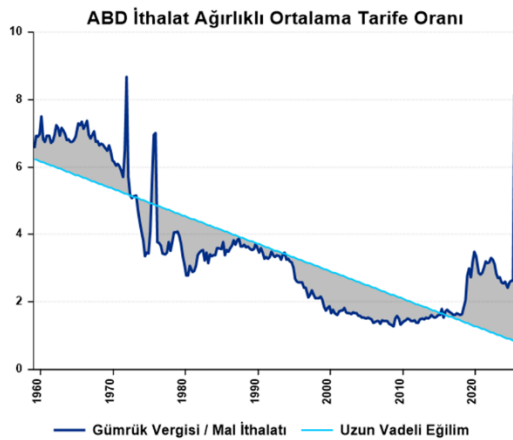
**Model portföyden çıkanlar:** KCHOL, AGHOL, YATAS, EREGL ve AKBNK.

## Küresel Arka Plan: Fırtınanın Gözüne Doğru

2025'te en öngörülebilir şey öngörülemezliktir. 2026 yılının ilk günleri itibarıyla yaşananlar bu durumun yeni yıla da sarkacağını işaret etmekte. Küresel büyüme ve enflasyona yönelik tahminler ağırlıklı olarak ılımlı seviyelerde bulunsada, küresel siyaset ve jeopolitik gelişmelere yönelik gelişmeler bu yılda ekonomi gündemini gölgede bırakma potansiyeline sahip. Birçok belirsizlik unsurunun kök nedeni konumundaki ABD-Çin çekişmesine ek olarak beklenen Fed Başkan Değişikliği ve ABD Ara Seçimleri de yeni yılda takip edilecek kritik başlıklar konumunda. Bu görünüm altında, güvenli liman talebinin dönem dönem öne çıkmayı sürdürmesi ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin görece sınırlı ve seçici kalmayı sürdürmesi beklenebilir.

## Büyük Resim: ABD-Çin Çekişmesi

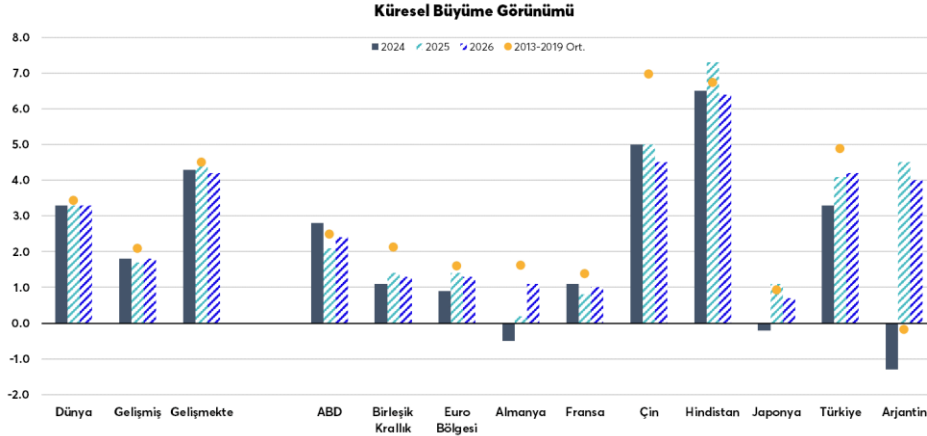
ABD Başkanı Trump, ilk döneminde ağırlıklı ABD-Çin özelindeki yürüttüğü ticaret savaşını, ikinci dönemiyle birlikte küresel ölçeğe taşısa da; mesele, özünde ABD-Çin çekişmesi olarak kalmaya devam ediyor. Mevcut yasalar itibarıyla Trump'ın 2. ve son defa Başkanlık görevini yürütüyor olması nedeniyle bu konuda daha cüretkar bir politika izlemesi beklenebilir. Dolayısıyla, 2025 yılında yaşananları bir fragman olarak nitelemek mümkün. Geçen yıl devreye alınan gümrük vergilerinin 2026 yılında da pazarlık kaldırıcı olarak kullanılmaya devam edecektir. Ayrıca, Trump'ın izlediği ekonomi politikası adımlarının temel amaçlarından birinin doların küresel para birimlerine karşı değerinde kontrollü bir zayıflatma çabası olduğu da söylenebilir. Özellikle Mayıs 2026'da gerçekleşmesi beklenen Fed Başkan değişikliği sonrasında, kur tarafına yönelik adımların bir miktar daha öne çıkmaya başlaması beklenebilir. Bu konuya dair daha detaylı değerlendirmeler için yakın dönemde yayınladığımız "[Hafta Sonu Okuması: Trump'ın Ekonomi Ajandası ve 2026 Yılı FOMC Yapısı ve Fed Beklentileri](#)" başlıklı çalışmamız incelenebilir.



Kaynak: LSEG Datastream

## Küresel büyüme: Ne endişe verici yavaşlama, ne de coşku yaratacak toparlanma

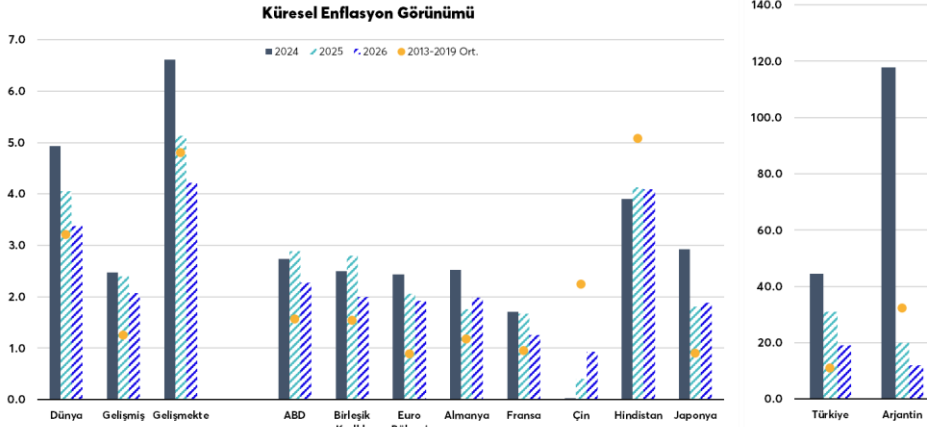
Küresel ekonomik aktivitenin 2026 yılında ağırlıklı olarak geçen yıla benzer bir performans sergilemesi beklenmekte. Ancak, bunun pandemi öncesindeki 7 yıllık tarihsel büyüme ortalamalarının da altında kalan bir büyümeyi ima ettiğini de not edelim. Gelişmiş ülkeler arasında ABD'nin, bir miktar daha olumlu ayrıışan tarafta kalmayı sürdürmesi beklenmekte. En önemli dış ticaret ortağımız konumundaki Euro Bölgesi'ne dair çok güçlü büyüme beklentileri bulunmasa da, özellikle Almanya'da 2025 yılı erken seçimleri sonrasında devreye aldığı savunma ve altyapı harcamaları paketinin destekleyici etkilerinin görülmeye başlaması beklenebilir. Asya tarafında ise Çin'in büyümesinin tarihsel ortalamalara kıyasla zayıf kalmayı sürdüreceği olması 2026 yılında da teşvik ihtiyacını ön plana çıkarmaya devam edebilir. Diğer taraftan, her ne kadar jeopolitik gelişmeler petrol fiyatlarında kısa vadeli oynaklık riskini yüksek tutsa da, küresel büyümeye dair ılımlı tahminler ve ABD'nin enerji fiyatlarını düşük tutma politikası gibi unsurlar yıl genelinde petrol fiyatlarının yataya yakın bir seyir izlemesini sağlayabilir gibi görünmekte.



Kaynak: IMF

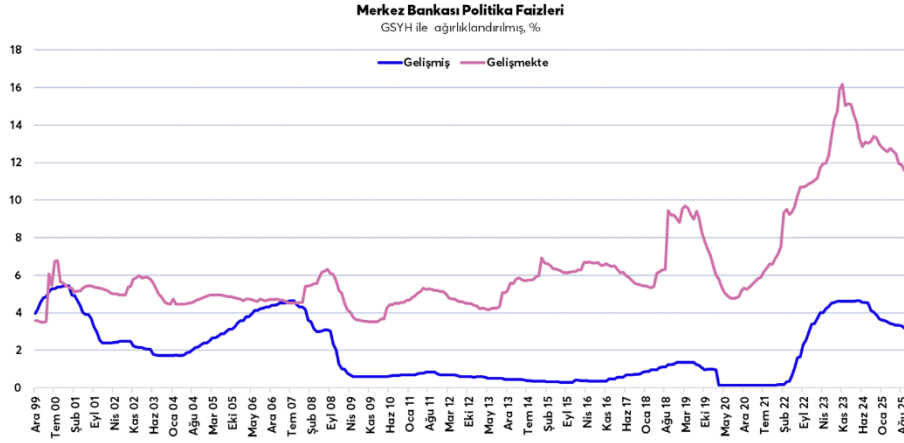
### Küresel enflasyon ve para politikası: Gelişmiş Ülkeler Denge Faiz Seviyesine Yakın

Gümrük vergileri kaynaklı etkiler ülke bazında farklılaşabilecek olsa da, küresel ölçekte enflasyon görünümüne yönelik ağırlıklı olarak önemli bir endişe kalmadığı ve birçok ülkede enflasyonun hedeflerle uyumlu seviyelere yaklaştığı söylenebilir. Özellikle ABD enflasyon görünümünde hâlen yukarı yönlü risklerin canlı kalmaya devam etmesi Fed'in faiz indirimleri konusunda ihtiyatlı hareket etmesine neden olabilir, en azından Powell'ın Başkanlık görevinin sona ereceği Mayıs ayına kadar. Başkan değişikliği sonrasında Fed'in faiz indirimlerine devam etme ihtimalinin artması beklenebilir (detaylı analiz için yukarıda bağlantısını paylaştığımız çalışmamıza göz atılabilir).



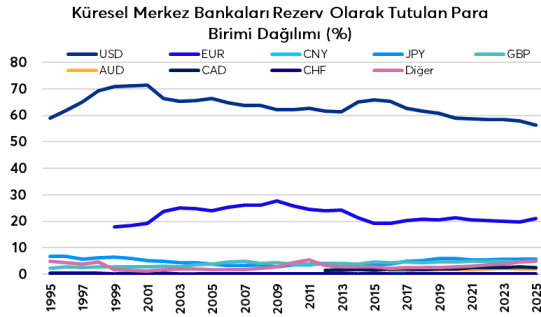
Kaynak: IMF

2026 yılı boyunca küresel etkiye sahip merkez bankaları arasında ABD (Fed: %3,50-3,75) ve İngiltere (BoE: %3,75) Merkez Bankalarının faiz indirmeye (toplamda 50-75bp civarı) devam etmesi, Avrupa (ECB: %2,00) Merkez Bankası'nın mevcut duruşunu koruması, Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ: %0,75) ise faiz artırması (toplamda 50bp civarı) beklenmekte. Para politikasına dair beklentiler ülke bazında farklılık gösterse de, ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelerin denge/nötr faiz seviyelerine yakın seviyelerde olduğu söylenebilir. Yeni dengenin, pandemi öncesine kıyasla daha yüksek seviyelerde oluştuğunun da altını çizelim. Bu durum, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin daha seçici ve görece sınırlı kalma ihtimalini de artırmakta.



Kaynak: YF Ekonomik Araştırmalar, Bloomberg, Trading Economics

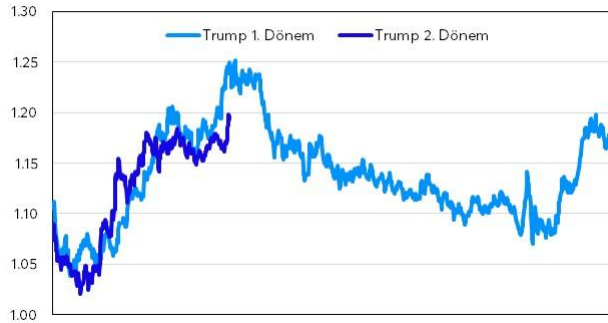
Fed ile ECB ve BoJ beklentilerindeki ayrışmaya ek olarak ABD'nin izlediği politikanın yaratacağı potansiyel belirsizliğin güvenli liman talebini yılın genelinde canlı tutması beklenebilir. Trump'ın ekonomi yönetiminin orta vadede rezerv para birimi yükünü dağıtarak aşırı değerli gördükleri doların değerini kontrollü düşürme politikası altın, Euro ve Yen'i bir miktar destekleyebilir. Euro/Dolar'ın yıl içinde 1,20'yi aşabileceğini ancak bu seviyelerin üzerinde kalıcılışmanın çok kolay olmayacağını (potansiyel ECB adımları ve Euro Bölgesi'nde süregelen zorluklar kaynaklı) değerlendirmekteyiz. Euro/Doların, Trump'ın ilk başkanlık döneminde izlediği seyir ile, ikinci başkanlık döneminde izlediği seyir arasında gözlenen uyum da bu açıdan son derece dikkat çekici. Yen/Dolar tarafında da 160 civarına yaklaştıkça müdahale gelme ihtimali, 150'li seviyelerde dengelenme ihtimalini artırabilir. Altın tarafında 2025'te gözlenen sert yukarı yönlü hareketlerle kısa sürede aşılacak önemli psikolojik eşikler kısa vadede kâr realizasyonu/dengelenme ihtimalini öne çıkarsa da mevcut küresel görünüm kıymetli madenlerde orta-uzun vadeli ana eğilimin ağırlıklı olarak yukarı yönlü kalmasını sağlayabilir.



Altın Cinsi Tutulan Uluslararası Rezervler



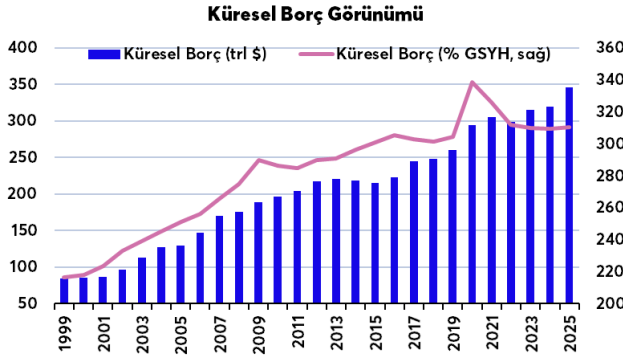
EURUSD



Kaynak: IMF, LSEG WorkSpace, TCMB EVDS

**Küresel Borçluluk: Sürdürülebilirliğe yönelik endişeler kırılganlığı öne çıkarıyor.**

Uluslararası Finans Kurumu (Institute of International Finance - IIF) verilerine göre 3Ç25 dönemi itibarıyla küresel borçluluk (hanehalkı, reel sektör, kamu, finansal sektör toplamı) 345,7 trilyon dolara ulaşırken; bu rakam, küresel ekonomik büyüklüğün yaklaşık 3,1 katına karşılık gelmekte. Tüm sektörler toplamında nominal bazda dünyanın en borçlu ülkesi konumundaki ABD (yalnızca kamu borcu/GSYH olarak bakıldığında, ilk 5 ülke ve oranlar sırasıyla Japonya %212, Yunanistan, %174, İtalya %141, ABD, %122 ve Fransa %114), küresel toplam borç stokunun neredeyse 3'te 1'ine de tek başına sahip. Bu durum, borç sürdürülebilirliğine dair endişelerle birlikte, para ve maliye politikasında atılacak adımlara karşı piyasalardaki hassasiyeti de artırmakta. ABD Başkanı Trump'ın 2025 yılında uygulamaya aldığı gümrük vergilerine yönelik ABD'de devam eden hukuki süreç sonucunda bu vergilerin iptaline yönelik bir karar çıkması kısa vadede oynaklığı ve belirsizliği artırma potansiyeline sahip olsa da, genel beklentiler alternatif çözümlerle bu vergilerin büyük ölçüde uygulamada kalmaya devam edeceği yönünde.



| En Borçlu 20 Ülke | Trilyon USD  | Kümülatif | %   |
|-------------------|--------------|-----------|-----|
| ABD               | 101.0        |           |     |
| Çin               | 66.1         |           |     |
| Japonya           | 24.5         | 191.7     | 55% |
| İngiltere         | 14.9         |           |     |
| Fransa            | 14.9         | 221.4     | 64% |
| Almanya           | 13.7         |           |     |
| Kanada            | 10.8         |           |     |
| İtalya            | 7.3          |           |     |
| Hindistan         | 6.9          |           |     |
| Güney Kore        | 6.2          | 266.3     | 77% |
| Hollanda          | 6.0          |           |     |
| Brezilya          | 5.2          |           |     |
| Avustralya        | 5.1          |           |     |
| İspanya           | 5.1          |           |     |
| Lüksemburg        | 4.8          |           |     |
| İsviçre           | 4.1          |           |     |
| Rusya             | 3.3          |           |     |
| Singapur          | 2.9          |           |     |
| İrlanda           | 2.9          |           |     |
| İsveç             | 2.7          | 308.3     | 89% |
| Diğer             | 37.4         |           | 11% |
| <b>Toplam</b>     | <b>345.7</b> |           |     |

Kaynak: IIF

**Özetle: 2026'da uluslararası siyasi ve jeopolitik gelişmelerin ekonomi gündemini gölgelemeye devam etmesi beklenebilir.**

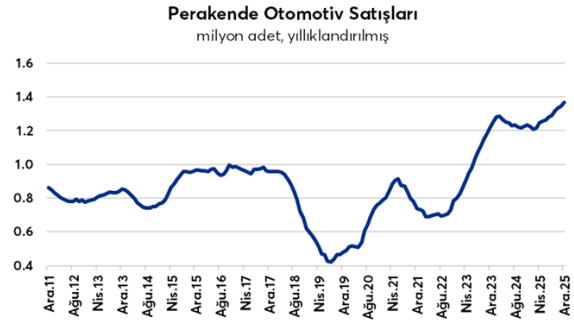
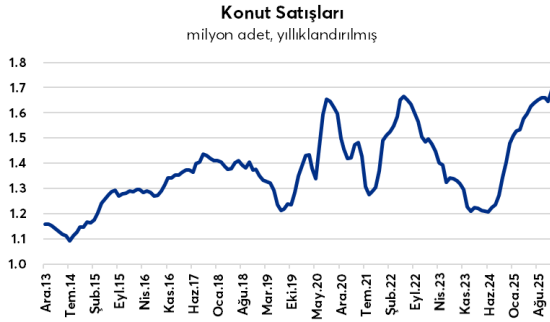
2026 yılına dair küresel büyüme, enflasyon ve politika faizi gibi temel göstergelere yönelik tahminlerin çizdiği genel çerçeve görece ılımlı bir küresel arka plana işaret ediyor gibi görünse de, bu denkleme küresel siyasi ve jeopolitik gelişmeler eklendiğinde genel resmin oldukça karışık ve belirsiz olduğu söylenebilir. 2026 yılının başlamasından çok kısa bir süre geçmesine rağmen, ABD'nin Venezuela'ya şok edici müdahalesi, Grönland konusunda artan ısrarı ve Avrupa ülkelerine yönelik yeniden alevlenen gümrük vergisi endişeleri, Fed'in bağımsızlığına yönelik tartışmalar gibi (ki görünürdeki gelişmeler farklı olsa da, bir çok belirsizlik unsuru ABD'nin Çin'in ticaret ve yatırım yollarını kesme odaklı stratejisinden kaynaklanmakta) gelişmeler bu yılın da küresel finansal piyasalar açısından çalkantılı geçeceğini işaret etmekte. Başta yakın coğrafyamızda olmak üzere devam eden jeopolitik riskler (Rusya-Ukrayna, İran, Suriye, İsrail-Filistin vb.) ile Şubat'ta Japonya'daki erken seçim, Mayıs'ta Fed Başkan değişikliği ve Kasım'da ABD ara seçimleri gibi unsurlar da yıl boyunca oynaklığı canlı tutabilecek önemli gelişmeler olarak not edilebilir. Özetle, ekonomik projeksiyonlardaki sakin görünüm ile bunun dışındaki unsurlardaki yüksek belirsizlik ve biriken stres uyuşmayan bir görüntü sunmakta. Tıpkı, denizcilikte fırtına öncesinde kritik sinyal olarak kabul edilen dalga yönü ile rüzgâr yönünün uyuşmaması ya da dalgaya rağmen rüzgârın birden susması gibi. Trump'ın son başkanlık döneminde ABD-Çin çekişmesinin azalmak yerine tırmanması daha yüksek bir olasılık. Dolayısıyla, denizin renginin koyulaşp, köpüklerin uzaması fırtınanın gözüne doğru gittiğimizin bir göstergesi olarak okunabilir.

## Türkiye 2026 Makroekonomik Görünüm: Dezenflasyonda En Kritik Yıl

2023 yılı ortalarından itibaren uygulanmakta olan ekonomi politikaları 3. yılına girerken, enflasyon tarafında kayda değer bir iyileşme olsa da hedefe ulaşmanın ya da yaklaşmanın yolu hâlen sabırlı ve kararlı politika duruşundan geçmekte. Alım gücündeki aşınma ve iktisadi faaliyetlerdeki zorluklara ek olarak enflasyonda gelinen seviyeler itibarıyla artan katılık riskleri dikkate alındığında, 2026 yılının dezenflasyon programı açısından en kritik yıl olduğunu düşünüyoruz. Bu doğrultuda, ekonomik büyüme hızının potansiyele yakın ya da hafif altındaki seviyelerde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Kur tarafında geçen yıla benzer şekilde görece istikrarlı bir seyir görülebilir. Fed'e yönelik beklentiler, rezerv yeterliliği ve dış finansman ihtiyacı tarafındaki tabloda bunu destekler nitelikte. Kısa vadede görünüm zorlu olsa da, enflasyondaki düşüşün kalıcı hâle gelmesi Türk Varlıklar açısından orta ve uzun vadedeki en önemli hikâyenin temelini teşkil edecektir.

### Ekonomik Büyüme: Kredi kısıtlarının gevşetilme hızı ve Euro Bölgesi'nin performansı belirleyici olacak.

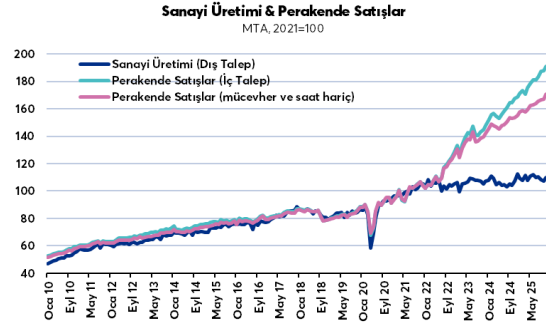
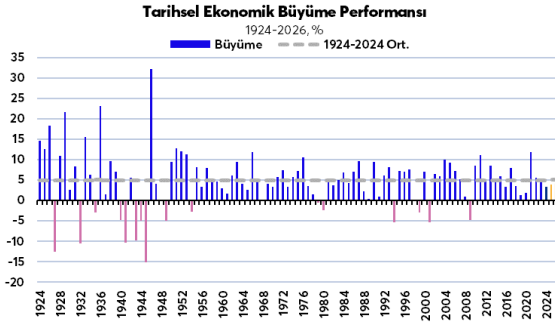
Son dönemlerde en büyük dış ticaret ortağımız konumundaki Avrupa Bölgesi'ndeki zayıf büyüme performansının yanı sıra, yüksek enflasyon ortamının gelir dağılımı ve harcama eğilimleri üzerinde oluşturduğu etkiler, deprem bölgesinin yeniden inşa faaliyetleri, kıymetli madenlerin fiyatlarında gözlenen artışın oluşturduğu servet etkisi ve diğer yatırım araçlarının performansının sınırlı kalması gibi etkiler büyüme kompozisyonu üzerinde iç talep lehine ve net ihracat aleyhine bir seyir gözlenmesine yol açtı. Kredi faizlerindeki yüksek maliyetlere karşın başta konut ve otomotiv olmak üzere perakende satışlarda gözlenen güçlü ve dış talep göstergelerinden olan Sanayi Üretimindeki görece zayıf seyir bu durumun yansıması olarak görülebilir.



Kaynak: YF Ekonomik Araştırmalar, TÜİK, ODMD, Verimetrik

Hem büyüme kompozisyonunun arzu edildiği şekilde iç ve dış talep açısından daha dengeli bir görünüme kavuşması hem de enflasyondaki düşüşün devam edebilmesi açısından iç talep göstergelerinin daha ılımlı bir seyre girmesi ve dış talebin bir miktar toparlanması gerekmektedir. Bu doğrultuda, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) faiz indirimlerini ihtiyatlı ve kademeli bir şekilde sürdürmesi; ayrıca, kredi büyüme hızı üzerindeki kısıtları yıl ortasına doğru ve muhtemelen ihracatçı ve katma değerli üretimi öncelikleyecek şekilde gevşetmeye başlaması beklenebilir. Dolayısıyla, yılın ilk yarısında iktisadi faaliyetin görece zayıf seyredip, ikinci yarı itibarıyla kademeli bir toparlanma eğilimine gireceğini tahmin ediyoruz. En büyük dış ticaret ortağımız konumundaki Avrupa Bölgesi'nin büyüme performansı da büyümenin gerek hızı gerekse de kompozisyonu açısından kritik önem arz etmeye devam edecektir.

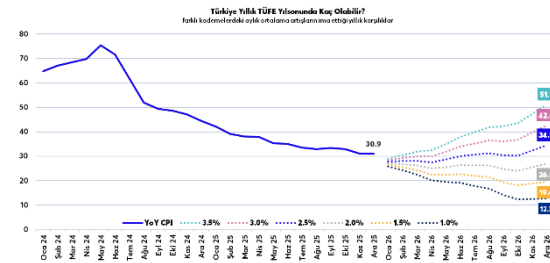
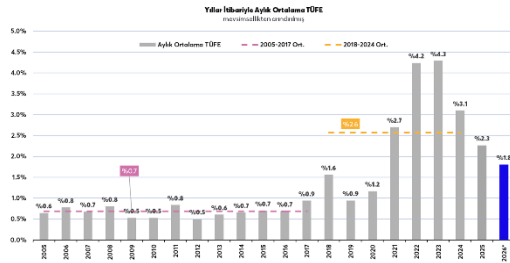
En son 2023 yılında uzun vadeli büyüme ortalaması olan %5 hızını yakalayan Türkiye Ekonomisi 2024 yılını %3,3 büyüme ile tamamlamıştı. Büyümenin 2025 yılında %3,8 olduğunu tahmin ediyor ve 2026 yıl sonu itibarıyla da %4,0 seviyesine sınırlı bir artış kaydedeceğini; ancak, uzun vadeli tarihsel ortalamaların altındaki seyrini 3. yılına taşıyacağını öngörüyoruz. Enflasyondaki düşüş eğiliminin kalıcı bir şekilde devam etmesi açısından ekonomik büyüme performansının bir süre daha potansiyele yakın ya da daha düşük seviyelerde seyretmesine ihtiyaç olduğunu düşünmekteyiz.



Kaynak: YF Ekonomik Araştırmalar, TÜİK

## Enflasyon, Para Politikası ve Kur: Sabırlı, Kararlı ve Basiretli Politika Duruşu İhtiyacı Sürüyor

2022 yılı Ekim ayında %85,5 ile zirve yapan yıllık TÜFE önce ağırlıklı olarak baz etkileri, sonrasında da 2023 yılı ortalarından itibaren uygulanmaya başlanan dezenflasyon programıyla düşüş eğilimine girerek 2025 yıl sonu itibarıyla %30,9 seviyesine kadar geriledi. Ancak, bu seviyenin hâlen oldukça yüksek ve hedeflere uzak olması nedeniyle sıkı politika duruşu ihtiyacı sürmekte. Yıllık rakamlarda düşüşün kalıcı olarak devam edebilmesi adına aylık ana eğilimdeki düşüşün sürmesi kritik önem arz etmekte. Yıllık TÜFE'nin ağırlıklı olarak tek haneli seviyelerde seyrettiği 2005-2017 döneminde yıl bazında aylık ortalama enflasyon %0,7 seviyesinde iken, kurda ağırlıklı olarak yukarı yönlü hareketlerin görüldüğü 2018-2024 döneminde bu rakam yaklaşık %2,6 olarak gerçekleşti. Bundan daha çarpıcı olarak, Aralık 2021'deki sert kur hareketini takip eden ve yüksek negatif reel getirinin söz konusu olduğu 2022 ve 2023 yıllarında aylık ortalama enflasyon gerçekleşmesi %4,2-4,3 civarlarına kadar ulaştı. 2023 yılı ikinci yarısı itibarıyla sıkılaştıran para politikasıyla yeniden pozitif reel getiriye geçişin yansıması olarak aylık ortalama enflasyon gerçekleşmeleri 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla %3,1 ve %2,3 seviyelerinde gerçekleşti. 2026 yılında aylık eğilimdeki iyileşme sürecinin sektöre uğraması yıllık rakamlarda düşüş eğiliminin sona ermesi riskini beraberinde getirecektir.

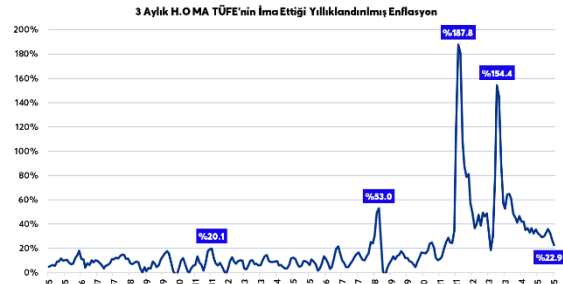
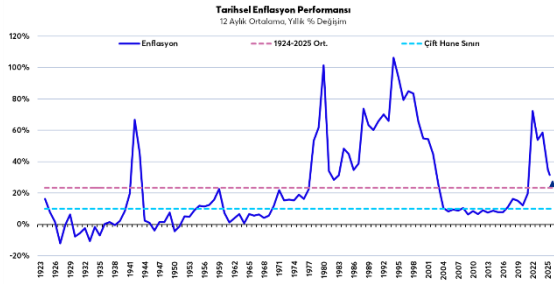


Kaynak: YF Ekonomik Araştırmalar, TÜİK, TCMB

Başlangıçtaki yüksek baz, sıkı para politikası etkisiyle gerek aylık gerek yıllık rakamlarda görece hızlı bir düşüş için avantaj yaratsa da, tarihsel ortalamalara yaklaştıkça katılık risklerinin öne çıkmasına neden olabilir. Son olarak Ekim 2019'da %8,6 ile tek haneli seviyelerde olan yıllık enflasyonun, %10'lu seviyelerden %20'li seviyelere ulaşması yaklaşık 2 yıl sürerken; %20'li rakamlardan %80'li seviyelere yükselmesi yaklaşık 1 yıl gibi kısa bir zamanda gerçekleşmişti. Dezenflasyonun başlamasıyla yıllık rakamın %80'li seviyelerden %40'lı rakamlara gerilemesi 2 yıl civarında bir süre alırken, yaklaşık son 1 yıllık dönemde de yıllık TÜFE %30'lu seviyelerde gerçekleşmekte. 2026 yılının başlarında %20'li seviyelere dönüş yeniden mümkün olacak gibi görünmekle birlikte, %10'lu ve sonrasında tek haneli seviyelere erişebilmek için hâlen kayda değer bir zamana; diğer bir ifadeyle de kararlı, sabırlı ve basiretli politika duruşuna önemli bir ihtiyaç bulunmaktadır.

1924-2025 aralığındaki 101 yıllık ortalama enflasyon yaklaşık %23 civarında. Son 3 aylık mevsimsel etkilerden arındırılmış ortalama enflasyonun ima ettiği yıllık enflasyonda yaklaşık olarak bu seviyelerde. Aylık ana eğilimde iyileşmenin kademeli olarak devam edeceği varsayımıyla, 2026'da yıllık enflasyonda %23-25 civarlarında bir katılık görülme riskinin yüksek olduğunu değerlendiriyoruz.

2026 yıl sonu TÜFE tahminimiz %23,9 seviyesinde olup, bunun ima ettiği aylık ortalama enflasyon yaklaşık %1,8 civarında.



Kaynak: YF Ekonomik Araştırmalar, TÜİK, TCMB

Ocak 2026 itibarıyla TÜFE hesaplaması ve ağırlıklarında EuroStat'a uyum kapsamında yapılacak planlı revize sonrasında tahminlerimizde revize ihtiyacı söz konusu olabilir. TCMB'nin faiz indirim ve kredi büyüme sınırlarını gevşetme hızına ek olarak, gıda tarafında kuraklık-don gibi olumsuzlukların olup olmayacağı gibi unsurlar da tahminimiz üzerinde her iki yönde de risk oluşturmaktadır.

Enflasyon görünümünde artması muhtemel katılık riskleri, para politikası tarafında daha ihtiyatlı adımlar atılmasını gerektirecektir. Beklentiler ve görünümde önemli bir bozulma görülmediği takdirde, yıl boyunca yapılacak tüm toplantılarda TCMB'nin faiz indirimlerine devam edebileceğini düşünüyoruz. Ancak, gerek yılın ilk aylarında aylık enflasyon eğiliminde bir miktar bozulma riskinin bulunması gerekse de yıl içinde kredi büyüme kısıtlarının gevşetilme potansiyelinden hareketle faiz indirimlerinin ihtiyatlı bir hızla sürdürüleceğini değerlendiriyoruz. Bu kapsamda yıl sonu politika faizi tahminimiz %29,50 seviyesinde. Dezenflasyon eğiliminin öngörülerimizden daha hızlı seyretmesi ve Fed'in beklenenden daha fazla faiz indirimine gitmesi kaynaklı küresel olarak reel faizlerde görülebilecek düşüş tahminimiz üzerinde aşağı yönlü riskleri ön plana çıkarabilir.

Dolar/TL tarafında, ağırlıklı olarak geçen yıla benzer bir seyrin görülmesini beklemekteyiz. Hem fiyat istikrar hem de finansal istikrar açısından bakıldığında kur tarafında istikrarlı seyrin hâlen kritik öneme sahip olduğunu düşünmekteyiz. Hatırlatmak gerekirse, TCMB, 2026 yılı Para Politikası Metninde önceki yıl kullandığı "2025 yılında dalgalı döviz kuru rejimi sürdürülecek ve döviz kurları, serbest piyasa koşullarında, arz ve talep dengesine göre oluşmaya devam edecektir." ifadesi yerine, "2026 yılında mevcut kur rejimi sürdürülecektir" ifadesini kullanmıştı. Bu doğrultuda, kurda yaklaşık Türkiye-ABD enflasyon farkı kadar bir yükseliş gerçekleşmesini beklemekteyiz. Dolayısıyla, 2026 yıl sonu kur tahminimiz 51,75 olup yıllık ortalama kur varsayımımız da 47,21 seviyesindedir. TCMB'nin faiz indirim ve kredi büyüme sınırlarında yapacağı gevşeme hızı ile Trump-Fed beklentileri kaynaklı doların küresel değerinde görülebilecek hareketler tahminimiz üzerinde her iki yönde de risk oluşturmaktadır.

**Bütçe Dengesi & Ödemeler Dengesi: Sürdürülebilir seviyelerdeki seyrin sürmesi bekliyoruz.**

2025 yıl sonu itibarıyla Bütçe Dengesi / Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) oranı -%2,9 olarak gerçekleşirken, Cari Denge / GSYH oranının da -%1,5 ile sürdürülebilir olarak ifade edilebilecek seviyelerde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

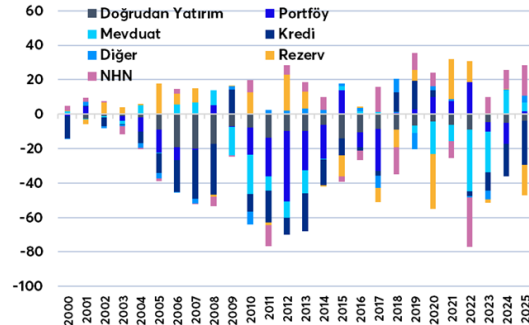
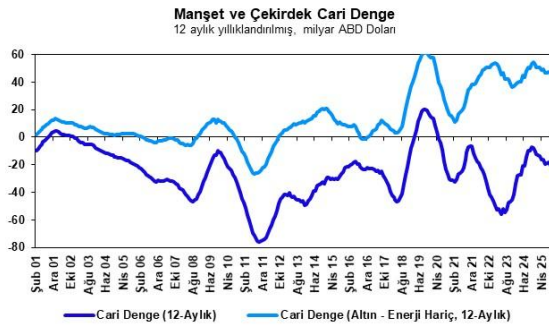
2026 yılında büyümenin potansiyele yakın ya da altındaki seviyelerde gerçekleşeceği, maliye politikasının enflasyon görünümünü destekleyeceği ve önceki yıllarda bütçe giderleri üzerinde etkisi oldukça yüksek olan deprem bölgesinin yeniden inşasına yönelik harcamaların normalleşeceği varsayımlarından hareketle, bütçe görünümünde önemli bir bozulma olmayacağını düşünüyoruz. Bununla birlikte, dezenflasyon eğiliminin arzu edilen hızda seyredebilmesi açısından, maliye politikasında, gelirlerden ziyade giderler tarafında yapılabilecek tasarruf kaynaklı katkıya duyulan ihtiyacın sürdüğünü değerlendirmekteyiz. Ayrıca, yüksek enflasyon ortamının etkisiyle faiz giderlerinin toplam giderler içindeki payının artış eğilimini sürdürüp sürdürmeyeceği de bu yılki bütçe

görünümünde takip edilen önemli konulardan olacak. 2026 yıl sonu Bütçe Dengesi / GSYH tahminimiz -%3,2 seviyesinde.



Kaynak: YF Ekonomik Araştırmalar, HMB

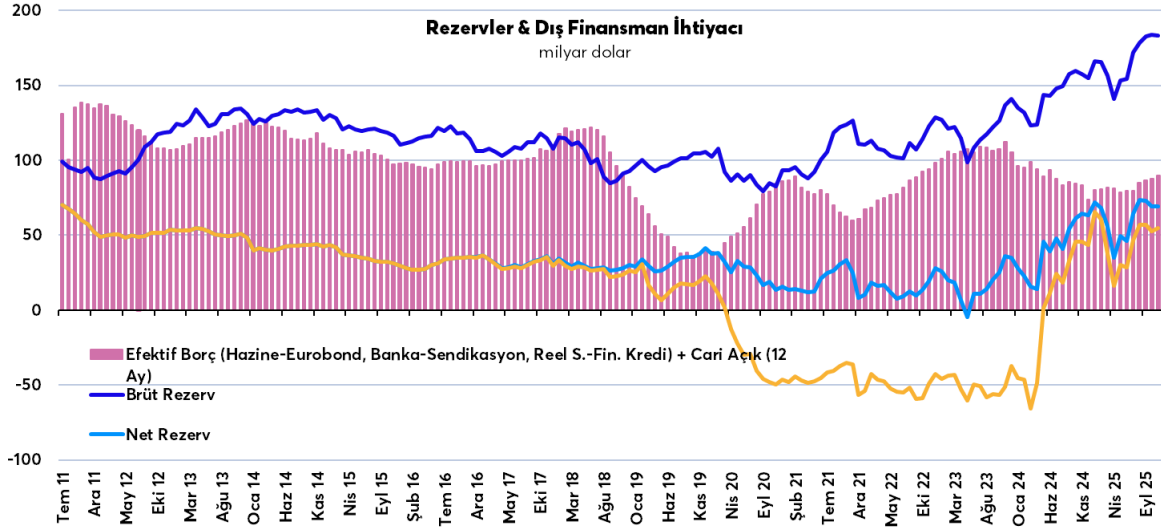
Ödemeler dengesi tarafında da, yukarıda değindiğimiz gibi ekonomik büyüme hızında önemli bir artış olmayacağı, turizm gelirlerinde önemli bir bozulma yaşanmayacağı ve petrol fiyatlarının yılın genelinde yataya yakın bir seyir izleyebileceği varsayımlarından hareketle Cari Denge / GSYH oranının 2026 yıl sonunda -%1,6 ile sürdürülebilir seviyelerde gerçekleşmeyi sürdüreceğini tahmin ediyoruz. Altın fiyatları ve net altın ithalatı kaynaklı olarak tahminimiz üzerinde negatif yönde bir miktar risk bulunmakla birlikte, TL varlıklardaki pozitif reel getirinin süreceği varsayımıyla önemli bir bozulma olmayacağını değerlendiriyoruz. Diğer taraftan, cari açığın finansman yapısında iyileşme ihtiyacının sürdüğünü de not etmekte fayda bulunmakta.



Kaynak: YF Ekonomik Araştırmalar, TCMB

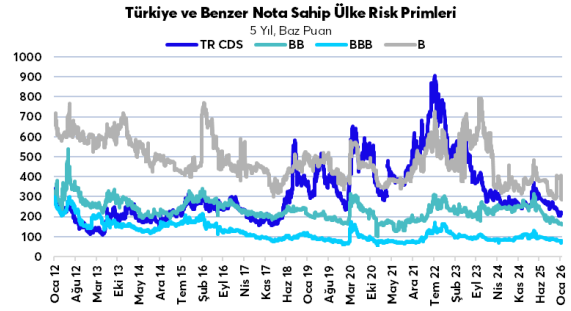
## Dış Finansman İhtiyacı ve Kredi Notu: 2026'da 1 kademe not artışı bekliyoruz.

2023 yılı sonrasında ekonomide gözlenen dengelenme eğiliminin, dış denge tarafında da belirgin iyileşmeye işaret etmekte. Kasım 2025 dönemi verileri itibarıyla, 12 ay içinde vadesi dolacak olan Hazine Eurobondları, Bankacılık sektörü sendikasyon kredileri, reel sektörün finansal kredileri ile son 12 aylık dönemdeki yıllıklandırılmış cari açığı toplayarak hesapladığımız dış finansman ihtiyacı yaklaşık 90 milyar dolar civarlarında. Aylık dış borç ödeme takvimine baktığımızda, bu süreçte aylık ortalama 7 milyar dolar civarında bir dış borç çevrim ihtiyacı (Hazine eurobond, banka sendikasyon, reel sektör finansal dış kredi) olduğu görülmekte. Buna karşılık olarak, TCMB'nin rezervlerinde gözlenen toparlanmayı dikkate aldığımızda dış borç ödemeleri açısından önemli bir zorluk yaşanmayacağını değerlendiriyoruz. Dış dengedeki olumlu görünüme ek olarak dezenflasyon eğilimini de dikkate aldığımızda 2026 yılı içinde kredi derecelendirme kuruluşlarından Türkiye'nin yabancı para cinsinden uzun vadeli kredi notunda 1 kademe artış gerçekleşmesini bekliyoruz. Yatırım yapılabilir not seviyesine erişmek için enflasyonun en azından düşük çift hanelere yakınsaması gerektiğini düşünmekteyiz. Dolayısıyla, enflasyondaki düşüşün kalıcılılaşacağı beklentileri ile birlikte dış denge tarafında önemli bir bozulma yaşanmaması orta-uzun vadede Türkiye'yi yeniden yatırım yapılabilir not seviyesine taşıyacaktır diyebiliriz. Bunun 2026'da gerçekleşmesi zor olsa da, bu yöndeki beklentilerin güçlenmesi TL varlıklara yönelik ilginin artmasını da sağlayacaktır.



Kaynak: YF Ekonomik Araştırmalar, TCMB, HMB

| Moody's | S&P     | Fitch   |                           |                     |
|---------|---------|---------|---------------------------|---------------------|
| Aaa     | AAA     | AAA     | En Yüksek Kredi Kalitesi  | Yatırım Yapılabilir |
| Aa1     | AA+     | AA+     | Çok Yüksek Kredi Kalitesi |                     |
| Aa2     | AA      | AA      |                           |                     |
| Aa3     | AA-     | AA-     |                           |                     |
| A1      | A+      | A+      | Yüksek Kredi Kalitesi     |                     |
| A2      | A       | A       |                           |                     |
| A3      | A-      | A-      |                           |                     |
| Baa1    | BBB+    | BBB+    | İyi Kredi Kalitesi        |                     |
| Baa2    | BBB     | BBB     |                           |                     |
| Baa3    | BBB-    | BBB-    |                           |                     |
| Ba1     | BB+     | BB+     | Spekülatif                | Not Görünümü        |
| Ba2     | BB      | BB      |                           |                     |
| Ba3     | BB-     | BB-     |                           |                     |
| B1      | B+      | B+      | Oldukça Spekülatif        |                     |
| B2      | B       | B       |                           |                     |
| B3      | B-      | B-      |                           |                     |
| Caa1    | CCC+    | CCC+    | Önemli Kredi Riski        |                     |
| Caa2    | CCC     | CCC     |                           |                     |
| Caa3    | CCC-    | CCC-    |                           |                     |
| Ca      | CC      | CC      | Çok Yüksek Kredi Riski    |                     |
| C       | C       | C       | İflasa Yakın              |                     |
|         | SD      | DDD     | İflas                     |                     |
|         |         | D/RD    |                           |                     |
| Pozitif | Durağan | Negatif |                           |                     |



Kaynak: YF Ekonomik Araştırmalar, Fitch, Moody's, S&P, LSEG Workspace

## Fırsatlar & Riskler

Türkiye Ekonomi Görünümü açısından, dezenflasyon eğiliminin kalıcılaşması veya beklenenden daha hızlı gerçekleşmesi sayesinde faiz indirimlerinin iktisadi aktivite, yatırım ortamı ve TL varlıklara yönelik ilgi açısından **fırsat** yaratabileceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda gelebilecek kredi notu artışı ve bunun süreceği beklentileri de genel algıyı daha olumlu seviyelere taşıyabilir. Ayrıca, dış ilişkilerde gözlenebilecek iyileşmeler de yabancı girişlerini hızlandırıp ve/veya kalıcı hâle getirip iyimserliği daha da artırabilir ve ekonomik verilere dair projeksiyonlarımızda pozitif yönlü revize ihtiyacını artırabilir.

**Riskler** tarafında ise ilk sıraya yurtiçi ve küresel siyasi gelişmeleri yazıyoruz. Bu noktada, 2026 yılı baz senaryomuzda yurtiçinde bir seçim beklentimiz bulunmadığını not edelim. En büyük dış ticaret ortağımız konumundaki Avrupa Bölgesi'ndeki, siyasi kırılganlıklar ve bir süredir ABD ile olan gerginlikler dikkate alındığında, büyüme performansı da önemli potansiyel risk unsurları arasında sayılabilir. Ayrıca, küresel risk iştahının zayıf seyretmesi ve olası enflasyonist risklerle küresel faizlerin öngörülenden daha yüksek seviyelerde gerçekleşmesi de gelişmekte olan ülkelerin genelinde kırılganlıkları artırabilir.

Bunlara ek olarak, Türkiye Ekonomisi ve TL varlıkların seyri açısından **doğrudan fırsat ya da risk olarak sınıflandırmakta zorlandığımız** bazı başlıklara değinmekte de fayda bulunmakta. Bu açıdan ilk sırada ABD Başkanı Trump'ı sayabiliriz. Yakın dönemde Türkiye-ABD ilişkilerinde toparlanma sinyalleri öne çıksa da bir önceki başkanlık döneminde, özellikle 2018 yılında, yaşananlar kararsız kalmamızın ana gerekçesi. ABD-Çin çekişmesi ya da Ticaret Savaşı konusu da yine kararsız kaldığımız başlıklardan. Ticaret Savaşının nette olumsuz etkiler oluşturacağını düşünmekle birlikte, Türkiye'nin konumu itibarıyla kısa vadede bazı fırsatlar da yakalayabileceğini de değerlendirmekteyiz. Bu taraftaki, son önemli başlığı da jeopolitik gelişmeler olarak görmekteyiz. Ağırlıklı olarak yakın coğrafyamızda meydana gelen olumsuzluklar gıda, enerji ve turizm üzerinden genellikle olumsuz etkiler oluşturmakla birlikte; mevcut risklerin azalması ya da yakın coğrafyamızdaki bazı bölgelerin yeniden inşa süreçlerinde Türkiye'nin rol alma ihtimali potansiyel fırsat olarak görülebilir.

## Özetle: Türkiye'nin en önemli hikâyesi, enflasyonda düşüşün sürmesi

Özetle, 2026 yılının reel ekonomi açısından zorlu bir yıl olması muhtemel görünmekte. Ancak, dezenflasyonun kalıcı hale gelmesi ve düşük çift hane ya da yüksek de olsa tek haneli enflasyon beklentilerinin güçlenmesi Türkiye'nin en önemli hikâyesi olabilir. Bu durum, denge faiz seviyesinin düşük seviyelerde oluşmasını sağlayarak alım gücü ve genel refah seviyesi, yatırım ortamı ve iktisadi faaliyet açısından sağlıklı ve sürdürülebilir bir ortamın oluşmasına zemin teşkil edebilir. Ayrıca, ülke kredi not ve dış finansman maliyetleri tarafında görülebilecek olumlu gelişmeler TL varlıklara yönelik yabancı ilgisini de artırabilir.

Faiz indirimlerinin devam etmesi ve kredi büyüme sınırlamalarının gevşetilmesi Borsa İstanbul tarafına dair beklentileri destekleyecektir. TL tahvil faizlerinin mevcut seviyelerinin, enflasyondaki düşüşün süreceği varsayımıyla, hâlen önemli bir getiri potansiyeli sunduğunu düşünmekteyiz. Ayrıca, kredi notundaki artış beklentilerinin güçlenmesi durumunda CDS'lerde görülebilecek geri çekilmeler Türk Eurobondları açısından da potansiyel oluşturabilir. Dolayısıyla, 2026, ekonomik görünüm açısından zorluklar barındırsa da, geleceği fiyatlayan finansal piyasalardaki tablonun daha olumlu olacağı bir yıl olabilir. İlave bir siyasi-jeopolitik risk ortaya çıkmaması ve mevcut belirsizlik unsurlarının azalması daha hızlı toparlanmayı da beraberinde getirebilir.

## Temel Makroekonomik Verilere Dair Özet tahminler

|                           | 2024   | 2025 (GT) | 2026T  |
|---------------------------|--------|-----------|--------|
| GSYH, trilyon TL          | 44.6   | 61.8      | 80.1   |
| GSYH, trilyon USD         | 1.4    | 1.6       | 1.7    |
| Kişi Başı GSYH, USD       | 15,883 | 18,231    | 19,665 |
| Ekonomik Büyüme Hızı, %   | 3.3    | 3.8       | 4.0    |
| Enflasyon, yılsonu %      | 44.4   | 30.9      | 23.9   |
| Enflasyon, ortalama %     | 58.5   | 34.9      | 25.7   |
| Politika Faizi, yılsonu % | 47.5   | 38.0      | 29.5   |
| Dolar/TL, yılsonu         | 35.22  | 42.86     | 51.75  |
| Dolar/TL, ortalama        | 32.79  | 39.48     | 47.21  |
| Cari Denge, milyar USD    | -10.2  | -24.0     | -27.5  |
| Cari Denge / GSYH, %      | -0.8   | -1.5      | -1.6   |
| Bütçe Dengesi, trilyon TL | -2.1   | -1.8      | -2.6   |
| Bütçe Dengesi / GSYH, %   | -4.7   | -2.9      | -3.2   |

GT: Gerçekleşme Tahmini, T: Tahmin

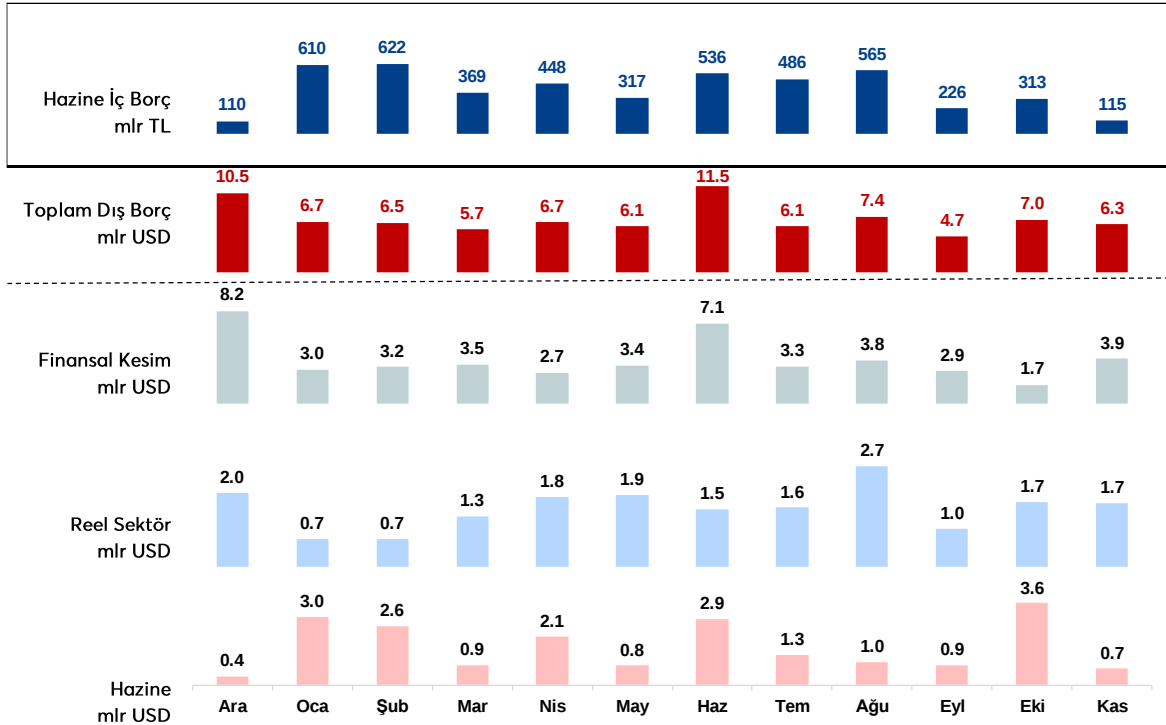
Kaynak: YF Ekonomik Araştırmalar, TCMB, TÜİK, HMB

## 2026 Yılı Özet Ekonomi Takvimi

| 2026 Yılına Dair Bazı Önemli Tarihler |                                                                           | Fed   | ECB | BoJ | BoE | TCMB | TCMB ER |
|---------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|-------|-----|-----|-----|------|---------|
| Ocak                                  | Bulgaristan Euro'ya geçiş, Fitch & Moody's (23)                           | 27-28 |     | 23  |     | 22   |         |
| Şubat                                 | ABD-Rusya Nükleer Silah Anlaşması Sona Erecek                             |       | 5   |     | 5   |      | 12      |
| Mart                                  | Fransa Yerel Seçim                                                        | 17-18 | 19  | 19  | 19  | 12   |         |
| Nisan                                 | TCMB/Akçay yaş haddi, Macaristan Seçim, S&P (17)                          | 28-29 | 30  | 28  | 30  | 22   |         |
| Mayıs                                 | İngiltere Yerel Seçim (7), Fed/Powell görev sonu (15)                     |       |     |     |     |      | 14      |
| Haziran                               | Dünya Kupası                                                              | 16-17 | 11  | 16  | 18  | 11   |         |
| Temmuz                                | NATO Zirve (Ankara), ABD 250. Kuruluş Yıldönümü, Fitch (17), Moody's (24) | 28-29 | 23  | 31  | 30  | 23   |         |
| Ağustos                               |                                                                           |       |     |     |     |      | 13      |
| Eylül                                 | OVP                                                                       | 15-16 | 10  | 18  | 17  | 10   |         |
| Ekim                                  | Brezilya Genel Seçim (4), S&P (16)                                        | 27-28 | 29  | 30  |     | 22   |         |
| Kasım                                 | ABD Ara Seçim (3)                                                         |       |     |     | 5   |      | 12      |
| Aralık                                | TCMB Para Politikası Metni (18)                                           | 8-9   | 17  | 18  | 17  | 10   |         |

Kaynak: YF Ekonomik Araştırmalar, TCMB, ECB, Fed, BoJ, BoE, Wikipedia, The Economist, Çeşitli Haber Siteleri

## 2026 Yılı İç ve Dış Borç Ödeme Takvimi



Kaynak: YF Ekonomik Araştırmalar, TCMB, HMB

## Borsa İstanbul - Görünüm

### Beklentilerin önceden satın alınmaya başlanması muhtemel

Türkiye hisse senetleri, enflasyonun beklenenden daha yavaş düşmesi nedeniyle faiz oranlarının daha uzun süre ve daha yüksek kalması sonucu, dalgalı ve hayal kırıklığı yaratan bir yılı geride bıraktı. Küresel hisse senetlerinin güçlü performansına rağmen, Türkiye'nin ana endeksi 2025 yılını ABD doları cinsinden %6'lık bir düşüşle tamamladı, ardından 2026 yılının ilk ayında ise %21'lik güçlü bir performans sergiledi. 2026 yılında faiz indirimlerine yönelik piyasa beklentilerinin yükselmesi, şirketlerin bilanço performansındaki toparlanmadan çok önce hisse senetleri fiyatlarını yukarı taşıyabilir. Bu nedenle 2026 yılının daha çok beklentilerin önceden satın alınmaya başladığı bir dönem olarak tanımlanabileceğini belirtebiliriz. Yabancı sahiplik oranı düşük seviyede devam ediyor ve birçok yerli bireysel yatırımcı da hisse senetlerine geçiş için beklemede. Ocak ayında gördüğümüz ivme bu nedenle yeni girişleri tetikleyebilir, bu da kısa vadeli muhtemel düzeltmeleri daha az endişe verici kılacaktır. Hisse senedi piyasası dışındaki hane halkı sermayesinin, Türk Lirası cinsinden elde edilen yüksek reel getiri ve altın fiyatı sayesinde son 2 yılda güçlü bir şekilde büyüdüğünü vurguluyoruz. Jeopolitik alanda da olumlu gelişmeler görürsek (Ukrayna barış görüşmeleri, Halkbank-ABD davasının olası çözümü, Suriye-Gazze yeniden inşa anlaşmaları vb.), bu yatırımcı algısını daha da iyileştirebilir. Takibimizdeki hisseler için medyan yukarı yönlü potansiyel %30 seviyesinde ve 2026 sonu BIST-100 hedefimizi 17.000 seviyesinde belirliyoruz.

**Bankacılık sektöründe büyüme potansiyeli var, fakat TCMB politikası belirleyici olmaya devam edecek.** Türk bankaları düşen faizlere karşı iyi konumlanmış durumda, fakat TCMB politikası en az 6 ay daha kısıtlayıcı kalması bekleniyor, bu sebeple marjlardaki iyileşmenin kademeli olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Daha uzun vadeli görünüm göz önüne alındığında, kredi büyüme sınırlarının kaldırılması ve diğer makro ihtiyati tedbirlerdeki düzelme, bankacılık sektörünün büyüme potansiyeline ulaşmasına yardımcı olabilir. CDS ve TL reel değer kazancı gibi bazı göstergelerde devam eden iyileşmelere rağmen, banka hisselerinin performansı son 1 yılda BIST100 endeksini geçemedi. 2026 yılında piyasa, banka karları için geçen yıllara göre daha muhafazakar tahminlerde bulunuyor; bu da potansiyel yukarı yönlü sürprizler için bir alan yaratabilir. Piyasanın gelecekteki faiz indirimlerini fiyatlamak için TCMB politikasını ve enflasyon dinamiklerini ay ay izlemesi muhtemel olacaktır. Hedef fiyatlarımıza göre, GARAN yaklaşık %27'lik en yüksek yükseliş potansiyelini sunarak sektörde en çok beğendiğimiz hisse konumundadır.

### Tüketiciler görece olarak dayanıklı kalmayı başardı

Türkiye'de hane halkının borç seviyesinin düşük olması sayesinde, yüksek faiz döneminin tüketici harcamaları üzerindeki olumsuz etkisi sınırlı kaldı. Altın fiyatlarındaki sıçramadan kaynaklanan olumlu servet etkisi ve Türk Lirası'nın reel değer kazanmasıyla iyileşen satın alma gücü sonucu 2025 yılında otomotiv ve konut piyasalarında rekor satışlar görüldü. Yüksek enflasyon ve gelir seviyelerindeki ılımlı artış nedeniyle, az veya hiç tasarrufu olmayan düşük gelir grupları ise görece olarak daha fazla zorluk yaşadı. Ancak beklenen faiz indirimleri ve kredi koşullarındaki kademeli gevşeme, şu anda zor durumda olan tüketici kesimlerinin 2026/2027'de toparlanmasına yardımcı olabilir. Borç azaltma ve marj genişleme potansiyeli olan, yeterince pozisyonlanma olmayan döngüsel tüketim hisse senetlerinin önümüzdeki 1-2 yıl içinde yüksek potansiyel sunacağını düşünüyoruz; ARCLK bu alanda tercihimiz olmaya devam ederken, gıda perakende sektöründe tercih ettiğimiz hisse BIMAS'tır.

**İmalat sektörü zorlu koşullara adapte olmaya çalışıyor**

Yurtiçi talep koşulları dirençli kalmış görünse de, yerli üreticilerin ithalattan kaynaklanan artan rekabet nedeniyle bundan tam olarak faydalanamadığı söylenebilir. Yurtiçi pazarda marka adı, dağıtım ağı vb. güçlü bir konuma sahip şirketler, pazar pozisyonlarını korumada nispeten daha başarılı kalmaya devam etti. Ayrıca savunma sanayi gibi makro göstergelere daha az duyarlı ve yüksek teknoloji odaklı üretimin toplam sanayi üretimi içindeki payı yükselmeye devam etti. Maliyet enflasyonu ile döviz kurundaki değer kaybı arasındaki fark, birçok ihracatçının marjlarını olumsuz etkiledi. Son olarak, yüksek borçlanma maliyetleri çoğu firmanın kazançlarını baskılamaya devam ediyor. 2026 yılında da bu zorluklar az çok devam edebilir, ancak Türk şirketler verimliliği artırarak ve borç azaltmaya öncelik vererek bu sorunların üstesinden gelmeye çalışıyor; bu çabaların çoğu önümüzdeki 1-2 yıl içinde meyve verebilir. Avrupa'da GSYİH büyümesinin hızlanması (olası mali teşviklerin desteğiyle) ve/veya yurtiçi pazarda yeni ithalat vergileri ile sağlanabilecek koruma önlemi, orta vadede Türkiye'deki imalat sektörünün toparlanmasına yardımcı olabilir.

**Değerli metaller ve emtialar 2026 yılında popülerliğini koruyabilir**

Kıymetli metallerdeki güçlü yükselişin ardından, emtialara olan yatırımcı ilgisinin yüksek kalmasını muhtemel görüyoruz. 2026 için kilit soru, yükselişin daha geniş emtia gruplarına yayılıp yayılmayacağıdır. Küresel ticaret yollarında aksama riskini beraberinde getirebilecek olan jeopolitik gerilimler, emtiada fiyat spekülasyonunu daha da genişletebilir. Şu ana kadar daha düşük performans gösteren varlıklar (ham petrol, çelik, tarım emtiaları) bu senaryoda daha ilgi çekici hale gelecektir. Model portföyde altın madencilerine yer vermeye devam ediyoruz, TRMET cazip değerlendirilmesi ile ilk tercihimizdir.

**Servis sektörü istikrarlı görünüme sahip**

Turizm faaliyetleri güçlü kalmaya devam ediyor; Türkiye'ye gelen turist sayısı 2025 yılında %2,7 artarak 64 milyona ulaştı. Hem THY hem de Pegasus, güçlü trafik sonuçları açıkladı. Ancak, havayollarının yolcu gelirlerindeki düşüş ve genel olarak maliyet enflasyonu nedeniyle yıl boyunca kazançlar beklentilerin biraz altında kaldı. Gelirlerin muhtemelen sabit kalacağı ve trafik büyümesinin mevcut trendini koruyacağı öngörüsüyle 2026 yılının istikrarlı bir yıl olmasını bekliyoruz. İskontolu değerlendirilmesi ve uzun vadeli büyüme beklentileri nedeniyle THY, bu sektördeki ilk tercihimiz olmaya devam ediyor. Öte yandan, telekomünikasyon sektörü, geçen yılki 5G ihalesi ve Türk Telekom'un lisans uzatma anlaşmasının ardından yeni bir yatırım harcaması döngüsüne giriyor. Türk Lirasının reel değer kazanmasının döviz cinsinden ARPU'ları artırmaya devam etmesiyle telekom şirketlerinin bu döngüde nakit akışlarını daha iyi yönetmesini bekliyoruz. TCELL'i daha düşük borç oranı, daha güçlü nakit akışı görünürlüğü ve bulut ve teknoloji finansmanı gibi yeni iş kollarından kaynaklanan büyüme potansiyeli nedeniyle tercih ediyoruz.

**İnşaat malzemeleri bölgesel canlanmadan yararlanabilir**

Ukrayna, Suriye ve Gazze gibi savaşın harap ettiği bölgelerdeki yeniden inşaat çalışmaları, önümüzdeki 2-3 yıl içinde inşaat malzemeleri için önemli bir büyüme alanı olabilir. İç pazarda ise potansiyel politika gevşemesi ve hızlanan kentsel dönüşümden kaynaklanan büyümeler de görebiliriz. İnşaat faaliyetlerindeki toparlanmanın erken bir göstergesi olarak, inşaat izinlerinde 2025 yılında önemli bir toparlanma yaşandı. Çimento üreticilerine ek olarak, SISE de bölgesel inşaat faaliyetlerindeki toparlanmadan en çok fayda sağlayacak şirketler arasında yer alabilir. Yeni binalarda daha yüksek değerli cam tüketimini (binaların enerji verimliliğini artıran) teşvik eden düzenlemeler de şirket için talep artışını desteklemektedir.

**Savunma sanayi teması geçerliliğini koruyacaktır**

Küresel savunma harcamalarının hızla artmasıyla birlikte, savunma hisseleri 2025 yılında küresel olarak en iyi performans gösterenler arasında yer aldı. Türkiye'de Aselsan, artan sipariş kazanımları ile desteklenen güçlü hisse senedi performansı sayesinde en değerli şirket haline geldi. Değerleme açısından, bazı rotasyonların mantıklı olabileceğini düşünüyoruz. Savunma temasına maruz kalmaya devam etmek için, mevcut seviyelerde OTKAR bize göre daha iyi bir risk-getiri dengesi sunuyor. Dolaylı yoldan ise, VAKBN'nin 2025 yılında 2 milyar dolar gelir elde eden ve Aselsan ile benzer beklentilere sahip devlet kontrolündeki bir savunma şirketi olan Roketsan'da %10 hisseye sahip olduğunu not ediyoruz. Yüksek teknoloji odaklı sektörlerin geri kalanında, yapay zeka ile ilgili enerji altyapısı harcamalarındaki artıştan faydalanmaya devam edecek olan ENKA'yi de ön plana çıkartabiliriz. Şirket ayrıca kendi veri merkezi yatırımları için de adımlar atıyor. Ancak hissenin son yükselişten sonra değerlemesini daha az cazip buluyoruz.

**GYO'lar değer artış potansiyeli taşıyor**

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları yüksek enflasyonun net varlık değerlerini (NAD) artırmaya devam etmesiyle son 2 yılda genel piyasadan daha iyi performans gösterdi. Bu üstün performansa rağmen, sektör hala %50'nin üzerinde iskontolar ile işlem görüyor. Önümüzdeki 12-24 ay içinde konut sektörüne duyarlı olan GYO'lara yatırım yapmanın avantajlı olabileceğini düşünüyoruz, çünkü beklenen faiz indirimleri görünümü daha da destekleyerek talebin güçlü kalmasını sağlıyor. OZKGY, konut satış performansında önemli bir artış öngördüğümüz için GYO'lar arasında tercih ettiğimiz şirket; turizm yatırımları da uzun vadeli değer yaratma potansiyeli sunmaktadır.

**Enflasyon muhasebesi hayatımızda kalmaya devam ediyor**

Finansal olmayan şirketlerin TMS-29 enflasyon muhasebesi uygulanmış sonuçlarını raporlamaya başlamasının üzerinden 2 yıl geçti ve bu durum hayatımızı zorlaştırmaya devam ediyor. Finansal tablolar her çeyrekte enflasyona göre (TÜFE endeksi) endeksleniyor ve örneğin domates fiyatlarındaki mevsimsel artış nedeniyle tüm şirketlerin amortisman giderlerinin yükselmesi gibi durumları görebiliyoruz. Bazı yatırımcılar hala yıllık karşılaştırmaların enflasyondan arındırılmış ve reel olduğunu anlamakta zorluk çekiyor. Parasal kazanç ve kayıp kalemleri büyük ölçüde açıklanmıyor (bu kalemler yerli yatırımcı tabanının çoğunluğu için çok karmaşık) ve genellikle finansal analizin etkinliğini olumsuz etkiliyor. Örneğin şirketler özkaynak kalemleri için kar ve zarar tablosuna her dönemin enflasyonu oranında parasal kayıp yansıtıyor, bu nedenle finansal olarak sağlam, işletme sermayesini kendi sermayesiyle finanse eden bir şirket, güçlü faaliyet sonuçlarına rağmen zarar açıklayabiliyor. FAVÖK rakamları da kısmen TMS-29 nedeniyle zayıf görünüyor, çünkü FAVÖK'ün bir kısmı parasal kazanç olarak gösteriliyor (stok ve satışların maliyetinin enflasyona endekslenmesi nedeniyle). Şirketler aynı anda hem öz sermayeden kaynaklanan parasal kayıp hem de stoklardan kaynaklanan parasal kazanç rapor edebiliyor, parasal kazanç/kayıp ayrıntılı dökümü her şirket tarafından sağlanmadığı için analiz yapmak oldukça zorlaşıyor. İyi haber olarak, enflasyon oranının düşmesi bekleniyor; bu da TMS-29 kaynaklı etkilerin boyutunu bir nebze azaltacaktır. Bize göre TMS-29 raporlama standardında tam bir değişiklikten ziyade, finansal tablolara sadece bir dipnot olarak eklenmiş olsaydı piyasa verimliliği daha yüksek olurdu, ancak şu anda düzenleyicilerden TMS-29 raporlamasında bir değişiklik konusunda resmi bir sinyal yok.

## Model Portföy: Güncelleme

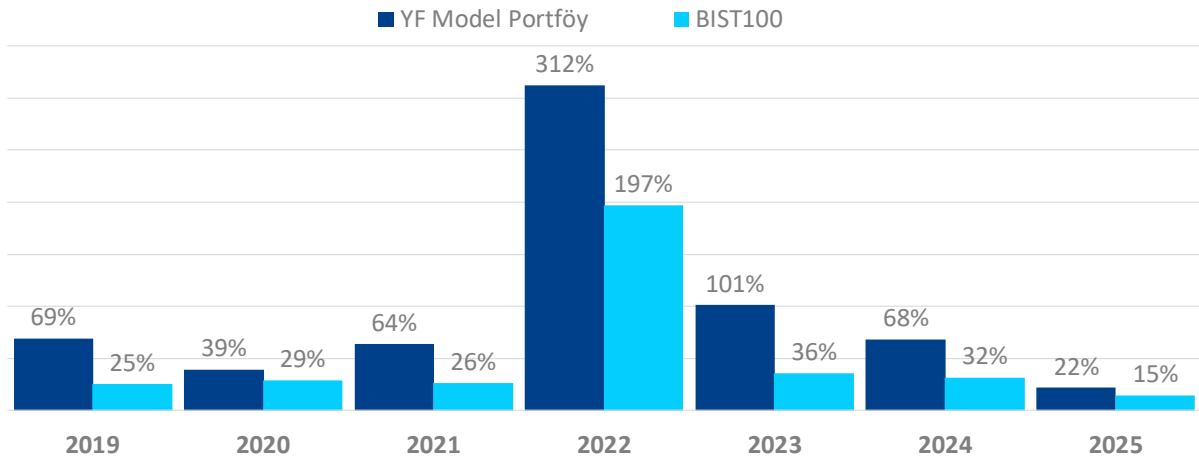
Model portföyümüz 2025'te %21,7 ve 2026 yılbaşından bu yana %21,5 getiri sağlarken, aynı dönemlerde BIST-100'ün getirileri sırasıyla %22,9 ve %14,6 oldu.

Bu raporla birlikte model portföyden çıkan hisseler **AKBNK** (SAHOL'e geçiş nedeniyle), **EREGL** (çelik kar marjlarında ertelenen toparlanma beklentisi sonucu), **KCHOL** (kar realizasyonu), **AGHOL** (BIMAS'a geçiş) ve **YATAS** (kar realizasyonu) olurken, model portföye girenler ise **SAHOL**, **TCELL**, **BIMAS**, **GARAN** ve **OTKAR** hisseleridir. 2026 yılında portföyde tekrar yer almasına karar verilen hisseler ise **THYAO**, **ARCLK**, **TRMET** ve **TRCAS** hisseleridir.

| Hisse      |                             |       | Fiyat     |        |            | Piyasa Değeri |        |
|------------|-----------------------------|-------|-----------|--------|------------|---------------|--------|
|            | Şirket İsmi                 | Kodu  | Son Fiyat | Hedef  | Potansiyel | TLmn          | US\$mn |
| Eklendi    | Sabancı Holding             | SAHOL | 109.50    | 160.00 | 46%        | 229,991       | 5,307  |
| Eklendi    | Bim Birlesik Magazalar      | BIMAS | 664.00    | 940.00 | 42%        | 398,400       | 9,192  |
| Eklendi    | Turkcell                    | TCELL | 116.90    | 163.00 | 39%        | 257,180       | 5,934  |
| Eklendi    | Garanti Bankasi             | GARAN | 161.30    | 205.00 | 27%        | 677,460       | 15,631 |
| Eklendi    | Otokar                      | OTKAR | 432.00    | 700.00 | 62%        | 51,840        | 1,196  |
| Çıkartıldı | Akbank                      | AKBNK | 92.95     | 107.50 | 16%        | 483,340       | 11,152 |
| Çıkartıldı | Ag Anadolu Grubu Holding    | AGHOL | 35.00     | 48.00  | 37%        | 85,237        | 1,967  |
| Çıkartıldı | Eregli Demir Celik          | EREGL | 28.18     | 40.00  | 42%        | 197,260       | 4,551  |
| Çıkartıldı | Koc Holding                 | KCHOL | 207.70    | 285.00 | 37%        | 526,706       | 12,152 |
| Çıkartıldı | Yatas                       | YATAS | 48.06     | 65.00  | 35%        | 7,199         | 166    |
| Portföyde  | Turk Hava Yollari           | THYAO | 304.00    | 451.00 | 48%        | 419,520       | 9,679  |
| Portföyde  | Tr Anadolu Metal Madencilik | TRMET | 143.50    | 213.00 | 48%        | 55,689        | 1,285  |
| Portföyde  | Arcelik                     | ARCLK | 114.00    | 245.00 | 115%       | 77,033        | 1,777  |
| Portföyde  | Turcas Holding              | TRCAS | 47.10     | 88.00  | 87%        | 12,039        | 278    |

\* Kapanış fiyatları 30 Ocak 2026 tarihi itibarıyla.

|                                                                       |              |
|-----------------------------------------------------------------------|--------------|
| 2026 yılbaşından bu yana model portföy getiri                         | 21.5%        |
| 2026 yılbaşından bu yana BIST100 getiri                               | 22.9%        |
| <b>2026 Yılbaşından bu yana model portföyün BIST100'e göre getiri</b> | <b>-1.1%</b> |
| 2025 yılı model portföy getiri                                        | 21.7%        |
| 2025 yılı BIST100 getiri                                              | 14.6%        |
| <b>2025 yılı model portföyün BIST100'e göre getiri</b>                | <b>6.2%</b>  |



## Araştırma Takip Listesi – Hedef Fiyat ve Tavsiyelerde Güncelleme

| HİSSE                 | SON        | TAVSİYE         |                 | Hedef Fiyat |       | Yükseliş Potansiyeli % |
|-----------------------|------------|-----------------|-----------------|-------------|-------|------------------------|
|                       | FİYAT (TL) | Eski            | Yeni            | Eski        | Yeni  |                        |
| FİNANSAL              |            |                 |                 |             |       |                        |
| Bankacılık            |            |                 |                 |             |       |                        |
| AKBNK                 | 92.95      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 101.5       | 107.5 | 16%                    |
| GARAN                 | 161.30     | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 194.9       | 205.0 | 27%                    |
| HALKB                 | 43.58      | Endekse Paralel | Endekse Paralel | 27.4        | 34.6  | -21%                   |
| VAKBN                 | 36.50      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 42.0        | 43.5  | 19%                    |
| YKBNK                 | 41.08      | Endekse Paralel | Endeks Üzeri    | 43.9        | 50.5  | 23%                    |
| Sigorta               |            |                 |                 |             |       |                        |
| ANSGR                 | 28.58      | Endekse Paralel | Endeks Üzeri    | 38.0        | 39.4  | 38%                    |
| Varlık Yönetim        |            |                 |                 |             |       |                        |
| GLCVY                 | 75.20      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 80.0        | 107.0 | 42%                    |
| FİNANSAL OLMAYAN      |            |                 |                 |             |       |                        |
| Havacılık             |            |                 |                 |             |       |                        |
| PGSUS                 | 203.50     | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 325.0       | 290.0 | 43%                    |
| TAVHL                 | 347.75     | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 395.0       | 420.0 | 21%                    |
| THYAO                 | 304.00     | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 475.0       | 451.0 | 48%                    |
| Otomotiv              |            |                 |                 |             |       |                        |
| DOAS                  | 229.30     | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 272.0       | 320.0 | 40%                    |
| FROTO                 | 113.70     | Endekse Paralel | Endekse Paralel | 120.0       | 135.0 | 19%                    |
| TOASO                 | 326.00     | Endekse Paralel | Endekse Paralel | 270.0       | 370.0 | 13%                    |
| TTRAK                 | 592.50     | Endekse Paralel | Endekse Paralel | 800.0       | 750.0 | 27%                    |
| KORDS                 | 53.65      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 100.0       | 70.0  | 30%                    |
| Cam & Çimento         |            |                 |                 |             |       |                        |
| SISE                  | 45.50      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 60.0        | 65.0  | 43%                    |
| CIMSA                 | 51.45      | Endekse Paralel | Endekse Paralel | 65.0        | 65.0  | 26%                    |
| AKCNS                 | 194.20     | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 285.0       | 285.0 | 47%                    |
| Holding               |            |                 |                 |             |       |                        |
| ENKAI                 | 97.85      | Endeks Üzeri    | Endekse Paralel | 75.0        | 115.0 | 18%                    |
| ALARK                 | 108.00     | Endekse Paralel | Endekse Paralel | 125.0       | 130.0 | 20%                    |
| KCHOL                 | 207.70     | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 273.0       | 285.0 | 37%                    |
| SAHOL                 | 109.50     | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 153.0       | 160.0 | 46%                    |
| AGHOL                 | 35.00      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 55.6        | 48.0  | 37%                    |
| TRCAS                 | 47.10      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 88.0        | 88.0  | 87%                    |
| Savunma Sanayi        |            |                 |                 |             |       |                        |
| ASELS                 | 303.25     | Endekse Paralel | Endekse Paralel | 225.0       | 320.0 | 6%                     |
| OTKAR                 | 432.00     | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 600.0       | 700.0 | 62%                    |
| Dayanıklı Tüketim     |            |                 |                 |             |       |                        |
| ARCLK                 | 114.00     | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 340.0       | 245.0 | 115%                   |
| YATAS                 | 48.06      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 55.0        | 65.0  | 35%                    |
| Madencilik            |            |                 |                 |             |       |                        |
| TRALT                 | 54.60      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 40.0        | 65.0  | 19%                    |
| TRMET                 | 143.50     | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 130.0       | 213.0 | 48%                    |
| GYO                   |            |                 |                 |             |       |                        |
| EKGYO                 | 25.50      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 24.0        | 34.0  | 33%                    |
| OZKGY                 | 15.25      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 24.0        | 24.0  | 57%                    |
| RYGYO                 | 28.24      | Endekse Paralel | Endekse Paralel | 20.0        | 33.0  | 17%                    |
| Sağlık Hizmetleri     |            |                 |                 |             |       |                        |
| MPARK                 | 472.00     | Endekse Paralel | Endekse Paralel | 532.0       | 570.0 | 21%                    |
| Rafineri & Petrokimya |            |                 |                 |             |       |                        |
| TUPRS                 | 244.80     | Endeks Üzeri    | Endekse Paralel | 210.0       | 285.0 | 16%                    |
| PETKM                 | 18.44      | Endeks Üzeri    | Endekse Paralel | 28.0        | 24.0  | 30%                    |
| Perakende & Tekstil   |            |                 |                 |             |       |                        |
| BIMAS                 | 664.00     | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 735.0       | 940.0 | 42%                    |
| MGROS                 | 637.00     | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 803.0       | 850.0 | 33%                    |
| SUNTK                 | 42.52      | Endekse Paralel | Endekse Paralel | 42.0        | 45.0  | 6%                     |
| MAVI                  | 48.34      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 51.0        | 65.0  | 34%                    |
| Yiyecek & İçecek      |            |                 |                 |             |       |                        |
| AEFES                 | 19.21      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 35.6        | 27.0  | 41%                    |
| CCOLA                 | 71.90      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 87.0        | 95.0  | 32%                    |
| Demir & Çelik         |            |                 |                 |             |       |                        |
| ERGL                  | 28.18      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 35.0        | 40.0  | 42%                    |
| KRDMD                 | 29.06      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 43.0        | 44.0  | 51%                    |
| Telekomünikasyon      |            |                 |                 |             |       |                        |
| TCELL                 | 116.90     | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 145.0       | 163.0 | 39%                    |
| TTKOM                 | 66.50      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 75.0        | 85.0  | 28%                    |
| Kimya                 |            |                 |                 |             |       |                        |
| KMPUR                 | 15.97      | Endekse Paralel | Endekse Paralel | 25.0        | 20.0  | 25%                    |
| Enerji                |            |                 |                 |             |       |                        |
| ENJSA                 | 104.70     | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 85.0        | 130.0 | 24%                    |
| AYDEM                 | 25.00      | Endeks Üzeri    | Endeks Üzeri    | 45.0        | 45.0  | 80%                    |

## Araştırma Takip Listesi – Kar Tahminlerinde Güncelleme

|                       | Net Kar |         |         |         |           |           |              |       |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|--------------|-------|
| HİSSE                 | 2025T   | 2026T   |         |         |           |           |              |       |
| FİNANSAL              |         |         |         |         |           |           |              |       |
| Bankacılık            |         |         |         |         |           |           |              |       |
| AKBNK                 | 56,911  | 111,707 |         |         |           |           |              |       |
| GARAN                 | 110,639 | 167,760 |         |         |           |           |              |       |
| HALKB                 | 25,912  | 51,366  |         |         |           |           |              |       |
| VAKBN                 | 60,643  | 90,301  |         |         |           |           |              |       |
| YKBNK                 | 45,984  | 86,122  |         |         |           |           |              |       |
| Sigorta               |         |         |         |         |           |           |              |       |
| ANSGR                 | 12,732  | 13,416  |         |         |           |           |              |       |
| Varlık Yönetim        |         |         |         |         |           |           |              |       |
| GLCVY                 | 1,574   | 2,045   |         |         |           |           |              |       |
|                       |         |         |         |         |           |           |              |       |
| FİNANSAL OLMAYAN      | Net Kar |         | FAVÖK   |         | Net Satış |           | FAVÖK marı % |       |
| Havacılık             | 2025E   | 2026E   | 2025E   | 2026E   | 2025E     | 2026E     | 2025E        | 2026E |
| PGSUS                 | 12,323  | 14,140  | 42,249  | 64,719  | 171,082   | 214,763   | 24.7%        | 30.1% |
| TAVHL                 | 3,425   | 8,442   | 28,625  | 35,683  | 92,571    | 113,737   | 30.9%        | 31.4% |
| THYAO                 | 114,479 | 131,556 | 183,338 | 231,758 | 1,029,280 | 1,319,585 | 17.8%        | 17.6% |
| Otomotiv              |         |         |         |         |           |           |              |       |
| DOAS                  | 6,275   | 8,657   | 15,066  | 19,088  | 252,072   | 301,295   | 6.0%         | 6.3%  |
| FROTO                 | 32,457  | 44,932  | 49,574  | 72,029  | 793,139   | 1,119,246 | 6.3%         | 6.4%  |
| TOASO                 | 6,139   | 13,665  | 8,842   | 24,159  | 320,544   | 494,355   | 2.8%         | 4.9%  |
| TTRAK                 | 921     | 1,332   | 5,101   | 6,024   | 51,720    | 57,927    | 9.9%         | 10.4% |
| KORDS                 | -925    | 128     | 2,466   | 3,875   | 34,255    | 44,661    | 7.2%         | 8.7%  |
| Cam & Çimento         |         |         |         |         |           |           |              |       |
| SISE                  | 7,243   | 12,341  | 20,443  | 33,720  | 222,786   | 292,352   | 9.2%         | 11.5% |
| CIMSA                 | 3,231   | 3,861   | 8,302   | 11,009  | 45,563    | 57,602    | 18.2%        | 19.1% |
| AKCNS                 | 822     | 2,213   | 3,344   | 7,012   | 24,602    | 32,533    | 13.6%        | 21.6% |
| Holding               |         |         |         |         |           |           |              |       |
| ENKAI                 | 39,456  | 49,463  | 34,769  | 48,452  | 144,804   | 199,511   | 24.0%        | 24.3% |
| ALARK                 | 702     | 6,225   |         |         |           |           |              |       |
| KCHOL                 | 19,011  | 42,335  |         |         |           |           |              |       |
| SAHOL                 | -73     | 26,553  |         |         |           |           |              |       |
| AGHOL                 | 5,230   | 10,356  |         |         |           |           |              |       |
| TRCAS                 | 1,100   | 1,926   |         |         |           |           |              |       |
| Savunma Sanayi        |         |         |         |         |           |           |              |       |
| ASELS                 | 22,699  | 28,325  | 44,369  | 62,368  | 176,964   | 251,686   | 25.1%        | 24.8% |
| OTKAR                 | -1,332  | 3,257   | 2,785   | 9,373   | 54,725    | 75,661    | 5.1%         | 12.4% |
| Dayanıklı Tüketim     |         |         |         |         |           |           |              |       |
| ARCLK                 | -8,356  | 3,121   | 30,247  | 44,448  | 523,933   | 652,531   | 5.8%         | 6.8%  |
| YATAS                 | -33     | 625     | 2,437   | 3,410   | 22,580    | 29,851    | 10.8%        | 11.4% |
| Madencilik            |         |         |         |         |           |           |              |       |
| TRALT                 | 7,879   | 25,561  | 6,422   | 27,072  | 19,356    | 53,580    | 33.2%        | 50.5% |
| TRMET                 | 4,263   | 12,519  | 6,515   | 27,272  | 20,135    | 54,030    | 32.4%        | 50.5% |
| GYO                   |         |         |         |         |           |           |              |       |
| EKGYO                 | 12,752  | 13,450  |         |         |           |           |              |       |
| OZKGY                 | 1,944   | 2,302   |         |         |           |           |              |       |
| RYGYO                 | 16,772  | 19,250  |         |         |           |           |              |       |
| Sağlık Hizmetleri     |         |         |         |         |           |           |              |       |
| MPARK                 | 5,419   | 7,207   | 14,034  | 19,006  | 53,110    | 70,622    | 26.4%        | 26.9% |
| Rafineri & Petrokimya |         |         |         |         |           |           |              |       |
| TUPRS                 | 79,040  | 40,530  | 63,268  | 27,810  | 833,247   | 999,898   | 7.6%         | 2.8%  |
| PETKM                 | -6,329  | -1,466  | -2,739  | 566     | 87,649    | 103,908   | -3.1%        | 0.5%  |
| Perakende & Tekstil   |         |         |         |         |           |           |              |       |
| BIMAS                 | 17,153  | 24,187  | 40,675  | 54,984  | 720,522   | 955,750   | 5.6%         | 5.8%  |
| MGROS                 | 6,418   | 9,237   | 26,672  | 36,950  | 410,526   | 551,783   | 6.5%         | 6.7%  |
| SUNTK                 | 838     | 1,433   | 1,837   | 2,510   | 13,179    | 16,255    | 13.9%        | 15.4% |
| MAVI                  | 2,903   | 4,066   | 8,581   | 11,147  | 49,611    | 62,342    | 17.3%        | 17.9% |
| Yiyecek & İçecek      |         |         |         |         |           |           |              |       |
| AEFES                 | 12,497  | 14,075  | 39,731  | 51,673  | 241,449   | 301,137   | 16.5%        | 17.2% |
| CCOLA                 | 15,655  | 19,925  | 31,852  | 41,839  | 184,966   | 233,913   | 17.2%        | 17.9% |
| Demir & Çelik         |         |         |         |         |           |           |              |       |
| EREGL                 | -673    | 8,022   | 19,014  | 29,610  | 211,263   | 268,464   | 9.0%         | 11.0% |
| KRDMD                 | -546    | 1,866   | 5,081   | 7,970   | 52,380    | 63,990    | 9.7%         | 12.5% |
| Telekomünikasyon      |         |         |         |         |           |           |              |       |
| TCELL                 | 19,600  | 26,164  | 102,904 | 135,920 | 241,192   | 326,586   | 42.7%        | 41.6% |
| TTKOM                 | 23,817  | 31,895  | 97,245  | 125,774 | 235,119   | 313,691   | 41.4%        | 40.1% |
| Kimya                 |         |         |         |         |           |           |              |       |
| KMPUR                 | -481    | 145     | 1,456   | 2,003   | 12,599    | 16,325    | 11.6%        | 12.3% |
| Enerji                |         |         |         |         |           |           |              |       |
| ENJSA                 | 2,275   | 8,566   | 42,145  | 54,746  | 221,311   | 284,989   | 19.0%        | 19.2% |
| AYDEM                 | -907    | 1,877   | 4,874   | 6,022   | 11,728    | 10,212    | 41.6%        | 59.0% |

## Araştırma Takip Listesi – Değerleme Çarpanları ve Temettü Tahminleri

| HİSSE                            | F/K   |       | PD/DD |       | 2026 Temettü |                  |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------------|------------------|
|                                  | 2025T | 2026T | 2025T | 2026T | Hisse Başı   | Temettü Verimi % |
| <b>FİNANSAL</b>                  |       |       |       |       |              |                  |
| <b>Bankacılık</b>                |       |       |       |       |              |                  |
| AKBNK                            | 8.5   | 4.5   | 1.6   | 1.3   | 1.64         | 1.8%             |
| GARAN                            | 6.1   | 4.0   | 1.6   | 1.2   | 3.95         | 2.4%             |
| HALKB                            | 11.7  | 5.8   | 1.5   | 1.2   | 0.00         | 0.0%             |
| VAKBN                            | 5.5   | 4.0   | 1.3   | 1.0   | 0.00         | 0.0%             |
| YKBNK                            | 7.5   | 4.0   | 1.4   | 1.1   | 0.82         | 2.0%             |
| <b>Sigorta</b>                   |       |       |       |       |              |                  |
| ANSGR                            | 4.5   | 4.3   | 1.5   | 1.0   | 1.94         | 6.8%             |
| <b>Varlık Yönetim</b>            |       |       |       |       |              |                  |
| GLCVY                            | 5.7   | 4.3   | 2.9   | 2.0   | 1.25         | 1.7%             |
| <b>FİNANSAL OLMAYAN</b>          |       |       |       |       |              |                  |
| <b>Havacılık</b>                 |       |       |       |       |              |                  |
| PGSUS                            | 8.3   | 7.2   | 6.0   | 3.9   | 0.00         | 0.0%             |
| TAVHL                            | 36.9  | 15.0  | 6.5   | 5.2   | 4.68         | 1.3%             |
| THYAO                            | 3.7   | 3.2   | 4.4   | 3.5   | 6.62         | 2.2%             |
| <b>Otomotiv</b>                  |       |       |       |       |              |                  |
| DOAS                             | 8.0   | 5.8   | 4.9   | 3.9   | 20.00        | 8.7%             |
| FROTO                            | 12.3  | 8.9   | 10.0  | 6.9   | 6.00         | 5.3%             |
| TOASO                            | 26.6  | 11.9  | 20.6  | 7.6   | 12.00        | 3.7%             |
| TTRAK                            | 64.4  | 44.5  | 13.7  | 11.6  | 0.00         | 0.0%             |
| KORDS                            | n.m.  | 81.5  | 11.0  | 7.0   | 0.00         | 0.0%             |
| <b>Cam &amp; Çimento</b>         |       |       |       |       |              |                  |
| SISE                             | 19.2  | 11.3  | 12.4  | 7.5   | 0.00         | 0.0%             |
| CIMSA                            | 15.1  | 12.6  | 8.4   | 6.4   | 0.75         | 1.5%             |
| AKCNS                            | 45.2  | 16.8  | 11.3  | 5.4   | 2.50         | 1.3%             |
| <b>Holding</b>                   |       |       |       |       |              |                  |
| ENKAI                            | 14.9  | 11.9  | 9.7   | 7.0   | 4.00         | 4.1%             |
| ALARK                            | 66.9  | 7.5   | 0.0   | 0.0   | 0.00         | 0.0%             |
| KCHOL                            | 27.7  | 12.4  | 0.0   | 0.0   | 6.00         | 2.9%             |
| SAHOL                            | n.m.  | 8.7   | 0.0   | 0.0   | 3.50         | 3.2%             |
| AGHOL                            | 16.3  | 8.2   | 0.0   | 0.0   | 0.60         | 1.7%             |
| TRCAS                            | 10.9  | 6.3   | 0.0   | 0.0   | 2.50         | 5.3%             |
| <b>Savunma Sanayi</b>            |       |       |       |       |              |                  |
| ASELS                            | 60.9  | 48.8  | 31.7  | 22.6  | 0.40         | 0.1%             |
| OTKAR                            | n.m.  | 15.9  | 27.2  | 8.1   | 0.00         | 0.0%             |
| <b>Dayanıklı Tüketim</b>         |       |       |       |       |              |                  |
| ARCLK                            | n.m.  | 24.7  | 7.1   | 4.8   | 0.00         | 0.0%             |
| YATAS                            | n.m.  | 11.5  | 5.2   | 3.7   | 0.00         | 0.0%             |
| <b>Madencilik</b>                |       |       |       |       |              |                  |
| TRALT                            | 22.2  | 6.8   | 24.4  | 5.8   | 0.00         | 0.0%             |
| TRMET                            | 13.1  | 4.4   | 15.2  | 3.6   | 0.00         | 0.0%             |
| <b>GYO</b>                       |       |       |       |       |              |                  |
| EKGYO                            | 7.6   | 7.2   | -     | -     | 0.00         | 0.0%             |
| OZKGY                            | 11.4  | 9.6   | -     | -     | 0.15         | 1.0%             |
| RYGYO                            | 3.4   | 2.9   | -     | -     | 0.00         | 0.0%             |
| <b>Sağlık Hizmetleri</b>         |       |       |       |       |              |                  |
| MPARK                            | 16.6  | 12.5  | 7.3   | 5.4   | 0.00         | 0.0%             |
| <b>Rafineri &amp; Petrokimya</b> |       |       |       |       |              |                  |
| TUPRS                            | 6.0   | 11.6  | 6.3   | 14.3  | 12.00        | 4.9%             |
| PETKM                            | n.m.  | n.m.  | n.m.  | 155.8 | 0.00         | 0.0%             |
| <b>Perakende &amp; Tekstil</b>   |       |       |       |       |              |                  |
| BIMAS                            | 23.2  | 16.5  | 10.5  | 7.8   | 13.92        | 2.1%             |
| MGROS                            | 18.0  | 12.5  | 4.3   | 3.1   | 10.63        | 1.7%             |
| SUNTK                            | 24.1  | 14.1  | 10.7  | 7.8   | 1.10         | 2.6%             |
| MAVI                             | 13.2  | 9.4   | 4.2   | 3.3   | 1.50         | 3.1%             |
| <b>Yiyecek &amp; İçecek</b>      |       |       |       |       |              |                  |
| AEFES                            | 9.1   | 8.1   | 4.2   | 3.3   | 0.25         | 1.3%             |
| CCOLA                            | 12.9  | 10.1  | 7.1   | 5.4   | 1.50         | 2.1%             |
| <b>Demir &amp; Çelik</b>         |       |       |       |       |              |                  |
| EREGL                            | n.m.  | 24.6  | 13.0  | 8.3   | 0.00         | 0.0%             |
| KRDMD                            | n.m.  | 17.8  | 7.5   | 4.8   | 0.00         | 0.0%             |
| <b>Telekomünikasyon</b>          |       |       |       |       |              |                  |
| TCELL                            | 13.1  | 9.8   | 2.9   | 2.2   | 3.12         | 2.7%             |
| TTKOM                            | 9.8   | 7.3   | 3.0   | 2.3   | 0.00         | 0.0%             |
| <b>Kimya</b>                     |       |       |       |       |              |                  |
| KMPUR                            | n.m.  | 53.5  | 8.6   | 6.3   | 0.00         | 0.0%             |
| <b>Enerji</b>                    |       |       |       |       |              |                  |
| ENJSA                            | 54.4  | 14.4  | 4.2   | 3.2   | 4.50         | 4.3%             |
| AYDEM                            | n.m.  | 9.4   | 7.9   | 6.4   | 0.00         | 0.0%             |

**Yatırım Finansman Menkul Değerler**

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

**UYARI NOTU:**

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Serhat Kaya

Araştırma Müdürü

serhat.kaya@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 36

Erol Gürcan

Başekonomist

erol.gurcan@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 37

**Hizmet Noktalarımız**

|                |                     |        |                     |
|----------------|---------------------|--------|---------------------|
| Genel Müdürlük | +90 (212) 317 69 00 | Merkez | +90 (212) 334 98 00 |
| Antalya        | +90 (242) 243 02 01 | Ankara | +90 (312) 417 30 46 |
| Caddebostan    | +90 (216) 302 88 00 | İzmir  | +90 (232) 441 80 72 |
| Samsun         | +90 (362) 431 46 71 | Ulus   | +90 (212) 263 00 24 |
| Bursa          | +90 (224) 224 47 47 | Bodrum | +90 (252) 999 14 04 |
| Denizli        | +90 (258) 999 19 75 | Çorlu  | +90 (282) 888 96 50 |
| Adana          | +90 (322) 422 55 90 |        |                     |