



XBANK (%)	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	1,98	8,24	16,41
Getiri (\$)	1,96	7,01	-4,17
Getiri (XU100-Rölatif)	0,88	-6,84	-12,07

Başlattığımız Tavsiyeler

KOD	HEDEF FİYAT	TAVSİYE
ALBRK	12,54	AL
VAKBN	48,78	AL
HALKB	70,01	AL
AKBNK	96,53	AL
ISCTR	21,30	AL
GARAN	198,24	AL
YKBNK	57,10	AL
TSKB	16,64	TUT

4.Çeyrek Kar Tahmini Özeti

Solo (mln TL)	4Ç25T	4Ç24	3Ç25	Y%	Ç%
ALBRK	3.580	1.646	700	117,50%	411,43%
VAKBN	24.250	13.161	11.893	84,26%	103,90%
HALKB	6.550	3.888	8.172	68,47%	-19,85%
AKBNK	18.000	9.227	14.064	95,08%	27,99%
ISCTR	16.090	10.833	14.213	48,53%	13,21%
GARAN	27.000	25.240	30.432	6,97%	-11,28%
YKBNK	8.200	6.612	15.061	24,02%	-45,55%
TSKB	2.009	3.099	2.297	-35,17%	-12,54%
Sektör	105.679	73.706	96.832	43,38%	9,14%

XBANK'ın Pusulası

Bankacılık Sektörü Değerlendirmesi - OLUMLU

Vergi tartışmaları ile 2025'i tamamlıyoruz

Faiz indirimleri gecikmeli yansıyor. TCMB, 2025 yılında faizleri zirve nokta %49'dan %38'e kadar indirdi. İş bu faizler ise bankacılığın fonlama maliyetlerine tam olarak yansımadi. Görüşmelerimiz çerçevesinde yalnızca Temmuz ve Eylül ayındaki faiz indirimlerinin 2025 4.çeyreğe yansıdığını tahmin ediyoruz. Bu gecikme finansalların daha iştahlı gelmesine engel olsa da önümüzdeki dönem için yukarı yönlü alan açmayı sürdürdüğünü hatırlatmak isteriz.

2025 4.çeyreğin ana problemi: VUK-TFRS farkı oldu. Aralık ayı itibariyle enflasyon muhasebesinin BDDK nezdinde tamamen ertelenmesi ve VUK tarafında enflasyon muhasebesinin ötelenmesi nedeniyle VUK-TFRS farkının özellikle vergi tarafında olumsuz yansımalarını gözlemledik. Başta **Yapı Kredi Bankası** olmak üzere pek çok bankanın olumsuz etkilendiğini gözlemliyoruz.

Yurt dışı fonlama iştahı canlı seyrediyor. Fonlama maliyetlerinin tam olarak düşmemesi kaynaklı bankaların (özellikle özel) swap işlemlerini güçlü şekilde kullandığını takip ediyoruz. Ticari kar-zarar kaleminde güçlü zararlara neden olsa da net faiz gelirlerine önemli bir katkısı sağlanmış oldu. Fonlama tarafını dengeli kompozisyon haline getiren kamu ve katılım bankacılığı ise daha farklı bir alan yaratmış oldu.

TCMB, yurt dışı fonlama için önemli aksiyon aldı. Sıcak paranın içeride kalması odağıyla TCMB, 24 Ocak 2026 günü yeni bir karar aldı. Bu doğrultuda yurt dışı fonlama işlemlerinde zorunlu karşılık oranlarını artırdı. Özel ve yatırım bankacılığı için etkisini olumsuz anlamda önemsiyoruz. Katılım ve kamu bankacılığının burada bir miktar daha pozitif iştahını artıracığını değerlendiriyoruz.

2025 4.çeyrekte net karda çeyreklik %9,14 yıllık %43,38 büyüme bekliyoruz. Kapsamımıza aldığımız bankaların 4.çeyrekte 105,68 milyar TL net kar elde edeceğini hesaplıyoruz. Bu veri çeyreklik %9,14 yıllık %43,38 artışa işaret ediyor. Gecikmeli fonlama maliyeti düşüşü ve vergi karmaşasına rağmen sektör 4.çeyrekte de pozitif tarafta kalmayı başardı.

4.çeyrekte ön plana çıkanlar: Katılım ve Kamu Bankacılığı. 4.çeyrekte şirketler bazında bakmak gerekirse olumludan olumsuza doğru gittikçe Albaraka Türk, Vakıfbank, Halkbank, Akbank, İş Bankası'nın olumlu tarafta olduğu Garanti Bankası ve Yapı Kredi'nin nötr ve Türk Sınai Kalkınma Bankasının ise hem yıllık hem çeyreklikte daralarak olumsuz yapı sergilediğini tahmin ediyoruz.

Detaylarına bir sonraki sayfadan itibaren erişebilirsiniz

Son Fiyat	8,44
HEDEF FİYAT	12,54
TAVSİYE	AL
POTANSİYEL	48,58%
Piyasa Değeri (mln TL)	21.100
Piyasa Değeri (mln \$)	488
F/K	1,84
PD/DD	1,01
Hisse Sayısı (mln lot)	2.500
FDPO (%)	40,29
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	124



ORTAKLIK YAPISI	%
Al Baraka Group	45,09
Dallah Al Baraka	8,3
Diğer	46,61

ALBRK (%)	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	-0,47	4,58	15,54
Getiri (\$)	-0,49	3,40	-4,89
Getiri (XU100-Rölatif)	-1,57	-10,49	-12,94

Çeyreklik	2025/06	2025/09
Yıllık	2024/09	2025/09
Net Faiz Marjı (Ç)	1,41	1,50
Net Faiz Marjı (Y)	3,81	1,50
Net Komisyon Büyümesi (Ç)	42,54	47,40
Net Komisyon Büyümesi (Y)	56,45	47,40
Takipteki Alacak Oranı (%)	1,43	1,55
Net Ticari Kar/Zarar Büyümesi	-70,82	435,21
Özkaynak Karlılığı (Y%)	19,58	52,93
Özkaynak Karlılığı (Ç%)	51,80	52,93
Kredi Büyüme (Ç)	62,42	59,12
Kredi Büyüme (Y)	38,86	59,12

Albaraka Türk – OLUMLU – AL – 12,54 TL

Katılım finansın önemini piyasaya henüz anlamadı!

Sıkı para politikası ortamında büyüme iştahı sürüyor. Şirket özellikle 2026 yılında tahminlerimiz çerçevesinde %60'ın üzerinde kredi büyütürken %50 üzerinde bilanço büyütmeyi başardığını hesaplıyoruz. Şirket enflasyon üzeri büyüme iştahını sonuca odaklandırmış oldu.

Aktif kalitesi gayet başarılı yönetiliyor. Fonlama riskleri ve ortam koşulları çerçevesinde riskler var olsa da takipte alacaklar oranı (NPL) %2'nin altında kaldığını hesaplıyoruz. Bu durum 2026 ve sonrasında aktif kalitesi için önemli alan açacağını tahmin ediyoruz.

Faizlerin düşüşüyle birlikte maliyetler aşağıya geldi. Özellikle 3.çeyrek itibariyle kademeli şekilde net kar payı iyileşmeye başladı. 2.çeyrekte karşılık etkisiyle birlikte bir miktar daralma olsa da büyümelerin devamını izliyoruz. Yılda 1 defa yazılan getirilerin yanı sıra kar payı giderlerinde büyümeye karşılık artış olmayışı net kar payı gelirleri gözle görülür şekilde büyüdü. Bu büyüme iştahının devamını önümüzdeki dönemde de bekliyoruz.

Ticari tarafta katılım finans fonlama faktörü devrede oluyor. Hem menkul kıymetleştirilen varlık faktörü hem de kar payı gelirlerine yazılan yapılar ticari karı artırmaya devam ediyor. Sektörde swap maliyetleri ile büyüyen ticari zarar devam ederken banka tarafında bu durum söz konusu olmuyor. Maliyetlerin daha etkin iyileşmesini 2026'da görmeyi bekliyoruz.

Vergi tarafında sektörün aksine pekte bir endişe yok. Stopaj muafiyetleri ve vergiye dair çeşitli muafiyetlerle birlikte çok sınırlı bir VUK-TFRS farkı etkisi giriyor. Özel bankacılıktaki güçlü girişler gibi bir endişe bu tarafta söz konusu olmayacak.

Serbest karşılık iptalini dahi hariç tutunca 3 çeyrekten fazla 4.çeyrekte yapıldı. 1.çeyrekte 7 milyar TL'lik serbest karşılık iptali hariç tutulunca 2,8 milyar TL'lik ilk 9 ay net karından fazla 4.çeyrekte gerçekleştirildiğini takip ediyoruz. Bu durum hedefi çok rahat bir şekilde tutturduğunu, hatta üzerine çıktığını anlatmakta fayda var.

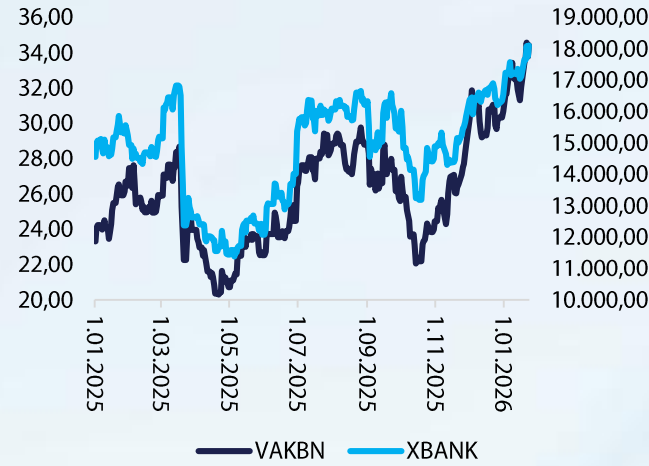
4.çeyrekte 3,58 milyar TL net kar tahmin ediyoruz. Yıllık %117,5 çeyreklik %411,43'lük net kar artışına işaret ediyor. Özsermaye karlılığı tarafında da hedeflenenin çok çok üzerinde bir 2026 var diyebiliriz. Büyüme iştahının devamı söz konusu olursa 2026-2031 arasında maliyet avantajı katkısıyla %40 bileşik özsermaye karlılığı takip edilebilir.

Bu verilerin ışığında katılım finansın öneminin her geçen gün daha anlaşılması, fonlama maliyetlerinin düşmeye devam etmesi ve yönetim becerisiyle birlikte **ALBRK'ı 12,54 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesi ile araştırma kapsamımıza alıyoruz.**

DEĞERLEME

ALBRK	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Faiz Geliri	13.500.000.000	18.144.000.000	24.634.368.000	31.703.063.040	40.058.082.662	50.921.291.520
Net Ücret ve Komisyon Geliri	7.500.000.000	8.850.000.000	10.620.000.000	12.000.600.000	13.320.666.000	14.652.732.600
Ticari İşlem Geliri	10.000.000.000	11.800.000.000	14.160.000.000	16.000.800.000	17.760.888.000	19.536.976.800
Faaliyet Gideri	-12.000.000.000	- 14.160.000.000	- 16.992.000.000	- 19.200.960.000	- 21.313.065.600	- 23.444.372.160
Karşılık Gideri	-5.000.000.000	- 5.650.000.000	- 6.497.500.000	- 7.017.300.000	- 7.438.338.000	- 7.810.254.900
Vergi Gideri	- 1.500.000.000	- 3.796.800.000	- 7.777.460.400	- 10.045.860.912	- 12.716.469.919	- 16.156.912.158
Net Kar	12.500.000.000	15.187.200.000	18.147.407.600	23.440.342.128	29.671.763.144	37.699.461.702
İskonto Oranı	0,7937	0,6299	0,4999	0,3968	0,3149	0,2620
Krediler	270.000.000.000	345.600.000.000	456.192.000.000	561.116.160.000	678.950.553.600	814.740.664.320
Aktifler	450.000.000.000	531.000.000.000	637.200.000.000	720.036.000.000	799.239.960.000	879.163.956.000
Özkaynaklar	28.000.000.000	34.440.000.000	44.083.200.000	52.018.176.000	60.341.084.160	69.392.246.784
Bugünkü Değer Net Kar	9.921.250.000	9.566.417.280	9.071.889.059	9.301.127.756	9.343.638.214	9.877.258.966
Bugünkü Değer Özsermaye	22.223.600.000	21.693.756.000	22.037.191.680	20.640.812.237	19.001.407.402	18.180.768.657
Bugünkü Değer %	32.144.850.000	31.260.173.280	31.109.080.739	29.941.939.993	28.345.045.616	28.058.027.623
TD Çarpanı						4
Terminal Değer						1,04
						31.348.913.657
Net Faiz Marjı	5,00%	5,25%	5,40%	5,65%	5,90%	6,25%
CoR	170 bps	150 bps	140 bps	110 bps	100 bps	90 bps
Aktif Karlılık	2,78%	2,86%	2,85%	3,26%	3,71%	4,29%
RoE	44,64%	44,10%	41,17%	45,06%	49,17%	54,33%
Hedef Fiyat				12,54		
Potansiyel Getiri				48,57%		

Son Fiyat	34,44
HEDEF FİYAT	48,78
TAVSİYE	AL
POTANSİYEL	41,64%
Piyasa Değeri (mln TL)	341.504
Piyasa Değeri (mln \$)	7.901
F/K	6,20
PD/DD	1,30
Hisse Sayısı (mln lot)	9.916
FDPO (%)	7,47
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	729



ORTAKLIK YAPISI	%
TVF	73,26
HMB	14,75
Diğer	11,99

VAKBN(%)	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	1,95	11,38	32,06
Getiri (\$)	1,93	10,12	8,70
Getiri (XU100-Rölatif)	0,85	-3,69	3,58

Çeyreklik	2025/06	2025/09
Yıllık	2024/09	2025/09
Net Faiz Marjı (Ç)	3,00	3,19
Net Faiz Marjı (Y)	2,96	3,19
Net Komisyon Büyümesi (Ç)	54,80	60,72
Net Komisyon Büyümesi (Y)	103,88	60,72
Takipteki Alacak Oranı (%)	1,74	2,70
Özkaynak Karlılığı (Y%)	15,36	18,05
Özkaynak Karlılığı (Ç%)	13,74	18,05
Kredi Büyüme (Ç)	44,45	44,62
Kredi Büyüme (Y)	35,24	44,62

Vakıfbank – OLUMLU – AL – 48,78 TL

TL fonlama kompozisyonunun ilk yansımaları

TL tarafta iştah yüksek seyrediyor. 4.çeyrekte bu ayrışmanın önceki çeyreklere kıyasla daha fazla olduğunu takip ediyoruz. YP kompozisyon hafif kalsa da burada da büyüme BDDK ortalamalarının üzerinde seyrettiğini takip ediyoruz.

Takipte alacaklar oranında artışlar izliyoruz. Özellikle aşama 2 kredilerinin etkileşimiyle birlikte bir miktar daha artan takipte alacaklar oranı izliyoruz. Aktif kalitesini korumak amaçlı güçlü bir yönetim gözlemliyoruz. Bu doğrultuda oranı olağan karşılamakla birlikte net kredi risk maliyetinin (CoR) 120 baz puan bandında seyrettiğini hesaplıyoruz.

Ekimden Ekime TÜFEKS etkisi var. TL kompozisyon getirisindeki 50 baz puanlık makas genişlemesinin yanı sıra TÜFEKS etkisi tarafında 150 baz puanlık makas genişlemesi güçlü oldu. Ekimden Ekime TÜFEKS'in TÜFE verisi üzerinde sonuçlanmasıyla birlikte 16-17 milyar TL bandında bir TÜFEKS gelirinin net faiz gelirleri kalemine yazıldığını tahmin ediyoruz. Net faiz marjı tarafında çeyreklik %6'ya doğru yakınsayan bir yapı var. 2026'da yıllık net faiz marjının %7'ler bandına yükseleceğini değerlendiriyoruz.

Swap tarafında iştah var ancak TL fonlama da etkin kullanılıyor. Swap maliyeti artmaya devam etse de ters swap işlemleri ile birlikte dengelenen bir yapı gözlemliyoruz. Sınırlı miktarda net ticari zararın artması beklenebilir ancak özel bankacılık kadar kontrolsüz bir yapı yok. TL fonlama kompozisyonu burada desteğini teyit etmiş oluyor.

BDDK verisinde tahsilatların varlığı gözüküyor. Aylık BDDK verilerinden anladığımız kamu bankacılığında özellikle takipte alacak çözümlemesi ve satışı çerçevesinde diğer gelirlerin önemli ölçüde artış gösterdiğini hesaplamıştık. Teyitlerimiz ve değerlendirmelerimiz doğrultusunda %50 bandında bir diğer gelir artışı kalemi izleyeceğiz.

VÖK karmaşası olmasa karlılık daha fazla olabilirdi. Efektif oranda süregelen ciddi yükselişle birlikte vergi giderinin çeyrekten çeyreğe neredeyse %100 bandında arttığını takip ediyoruz. Eğer olmasa idi çok daha güçlü bir kar ile banka yoluna devam edecekti. 1 defaya mahsus olan bu süreci olağan karşılamakla birlikte 2026 yılı ve daha sonrasında iyimserliğimiz yüksek seyrediyor.

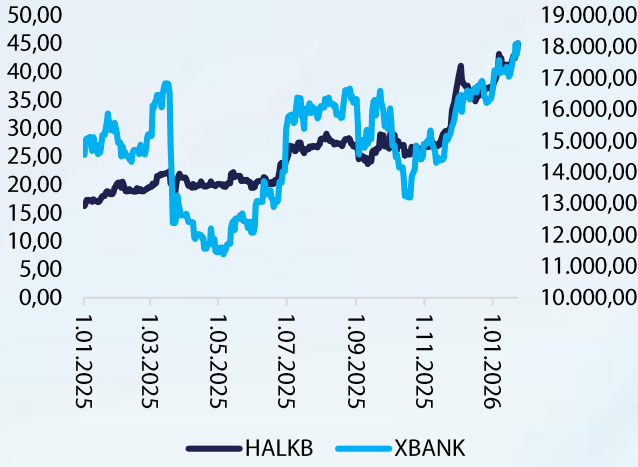
4.çeyrekte 24,25 milyar TL net kar bekliyoruz. Özsermaye karlılığı tarafında 2026 yılı itibariyle TÜFE'nin üzerine çıkma olasılığı doğduğunu belirtmekte fayda var. 2026-2031 arasında bileşik özsermaye karlılığının %32'ler bandında seyredeceğini hesaplıyoruz.

TL fonlama kompozisyonu ve karlılık avantajı çerçevesinde VAKBN'ı veriler ışığında 48,78 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz.

DEĞERLEME

VAKBN	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Faiz Geliri	245.000.000.000	324.800.000.000	468.720.000.000	595.123.200.000	742.602.168.000	918.126.316.800
Net Ücret ve Komisyon Geliri	100.000.000.000	118.000.000.000	141.600.000.000	160.008.000.000	177.608.880.000	195.369.768.000
Ticari İşlem Geliri	-15.000.000.000	- 17.700.000.000	- 21.240.000.000	- 24.001.200.000	- 26.641.332.000	- 29.305.465.200
Faaliyet Gideri	-150.000.000.000	- 177.000.000.000	- 212.400.000.000	- 240.012.000.000	- 266.413.320.000	- 293.054.652.000
Karşılık Gideri	-70.000.000.000	- 79.100.000.000	- 90.965.000.000	- 98.242.200.000	- 104.136.732.000	- 109.343.568.600
Vergi Gideri	- 15.000.000.000	- 33.800.000.000	- 57.143.000.000	- 78.575.160.000	- 104.603.932.800	- 136.358.479.800
Net Kar	95.000.000.000	135.200.000.000	228.572.000.000	314.300.640.000	418.415.731.200	545.433.919.200
İskonto Oranı	0,7937	0,6299	0,4999	0,3968	0,3149	0,2620
Krediler	3.500.000.000.000	4.480.000.000.000	6.048.000.000.000	7.439.040.000.000	9.001.238.400.000	10.801.486.080.000
Mevduat	3.500.000.000.000	4.480.000.000.000	6.048.000.000.000	7.439.040.000.000	9.001.238.400.000	10.801.486.080.000
Aktifler	5.500.000.000.000	7.590.000.000.000	9.867.000.000.000	12.136.410.000.000	14.685.056.100.000	17.622.067.320.000
Özkaynaklar	480.000.000.000	590.400.000.000	767.520.000.000	905.673.600.000	1.050.581.376.000	1.208.168.582.400
Bugünkü Değer Net Kar	75.401.500.000	85.162.480.000	114.263.142.800	124.714.493.952	131.759.113.755	142.903.686.830
Bugünkü Değer Özsermaye	380.976.000.000	371.892.960.000	383.683.248.000	359.371.284.480	330.828.075.302	316.540.168.589
Bugünkü Değer	456.377.500.000	457.055.440.000	497.946.390.800	484.085.778.432	462.587.189.057	459.443.855.419
%						3
TD Çarpanı						1,03
Terminal Değer						483.670.173.053
Net Faiz Marjı	7,00%	7,25%	7,75%	8,00%	8,25%	8,50%
CoR	100 bps	90 bps	80 bps	70 bps	60 bps	50 bps
Aktif Karlılık	1,73%	1,78%	2,32%	2,59%	2,85%	3,10%
RoE	19,79%	22,90%	29,78%	34,70%	39,83%	45,15%
Hedef Fiyat				48,78		
Potansiyel Getiri				41,63%		

Son Fiyat	45,02
HEDEF FİYAT	70,01
TAVSİYE	AL
POTANSİYEL	55,51%
Piyasa Değeri (mln TL)	323.459
Piyasa Değeri (mln \$)	7.483
F/K	15,97
PD/DD	1,63
Hisse Sayısı (mln lot)	7.185
FDPO (%)	8,49
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	992



ORTAKLIK YAPISI	%
TVF	91,49
Diğer	8,51

HALKB (%)	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	3,97	20,12	141,65
Getiri (\$)	3,95	18,75	98,92
Getiri (XU100-Rölatif)	2,87	5,04	113,17

Çeyreklik	2025/06	2025/09
Yıllık	2024/09	2025/09
Net Faiz Marjı (Ç)	1,85	2,16
Net Faiz Marjı (Y)	1,68	2,16
Net Komisyon Büyümesi (Ç)	52,27	49,67
Net Komisyon Büyümesi (Y)	135,20	49,67
Takipteki Alacak Oranı (%)	1,94	3,69
Özkaynak Karlılığı (Y%)	11,55	12,03
Özkaynak Karlılığı (Ç%)	7,91	12,03
Kredi Büyüme (Ç)	23,18	25,52
Kredi Büyüme (Y)	16,70	25,52

Halkbank – OLUMLU – AL – 70,01 TL

TL kompozisyon ve YP büyüme iştahı daha yeni yansıyacak!

Sektörün üzerinde canlı seyir sürüyor. KOBİ tarafında iştah devam ederken YP tarafta ise kurumsal ticarinin katkılarıyla bilanço büyümesi devam ediyor. Burada özellikle düşük YP kompozisyonundaki büyüme iştahı ve TL kompozisyon devamlılığı geleceğe ışık saçıyor.

Makas daralsa da net faiz gelirleri artmaya devam etti. Makaslarda esnaf kredileri kaynaklı bir 100 baz puan bileşik daralma olsa da net faiz gelirleri canlı seyretti. Burada üst paragrafta da söylediğimiz gibi TCMB'nin faiz indirimleri sebebiyle fonlama maliyetleri aşağıya inerken mevduat dışı fonlama bilançoda olduğu gibi gelir tablosuna destek sağladı. İnterbank tarafında da düşüşler gözlemliyoruz.

Net ücret ve komisyon gelirleri sektörün aksine büyüdü. Sektörde çeyrekten çeyreğe yatay ya da hafif düşüş gözlemlenirken banka nezdinde büyümeler sürdü. Tahminimiz ücret desteğinin maliyet tarafında gözetilmesiyle birlikte kredi kartı başta olmak üzere belirli alanlarda pazar payı kazanımı bu kalemi destekledi.

Yöntem değişikliği finansalları destekliyor. Temettü gelirleri nezdinde kalemin muhasebeleştirilmesindeki yapılan güncelleme 3.çeyrekten bu yana finansalları destekliyor. Yine bu çeyrekte de aynı desteği bekliyoruz.

Dava bir gündem ancak modellemelerimizde yeri yok. 27 Ocak'ta da duruşması görülecek olan Halkbank davası takibimizde olsa da modellemelerimize bir katkısı bulunmamaktadır. Sektörün neredeyse 7'de 1 oranında YP fonlama ve güçlü TL kompozisyonu ile faaliyetlerine devam eden bankanın bu iştahlı kompozisyon yönetimi çerçevesinde önümüzdeki dönemde ayrılmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz.

Vergi etkisi mutlak var ancak korkulduğu kadar değil. Finansallar nezdinde VUK-TFRS farkları kaynaklı 4.çeyrekte bir vergi etkisi göreceğiz ancak özel bankacılık kadar (GARAN, YKBNK, TSKB gibi) kuvvetli bir etki söz konusu olmayacak. Yıldan yıla %300'e yakın artan bir vergi gideri bu çeyrekte takip edilebilir. Söz konusu vergi geçtiğimiz yıla paralel olsa idi bankanın 4.çeyrekte 11 milyar TL bandında bir kar elde edeceğini belirtmekte fayda var.

4.çeyrekte 6,55 milyar TL net kar bekliyoruz. Yıldan yıla %68,47 büyüme olurken 3.çeyreğin yüksek bazı ve vergi geliri yazılması nedeniyle çeyrekten çeyreğe %19,85 oranında daralma takip edeceğiz. İş bu daralma bu döneme özel 1 defaya mahsus vergi kaynaklı olduğunu yinelemekte fayda var.

Güçlü TL kompozisyonu ve YP büyüme iştahı çerçevesinde bu verilerin ışığında **HALKB'yi 70,01 TL hedef fiyat ve AL** tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz.

DEĞERLEME

HALKB	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Faiz Geliri	150.000.000.000	241.500.000.000	465.750.000.000	677.925.000.000	939.604.050.000	1.281.278.250.000
Net Ücret ve Komisyon Geliri	85.000.000.000	100.300.000.000	120.360.000.000	136.006.800.000	150.967.548.000	166.064.302.800
Ticari İşlem Geliri	-13.000.000.000	- 15.340.000.000	- 18.408.000.000	- 20.801.040.000	- 23.089.154.400	- 25.398.069.840
Faaliyet Gideri	-128.000.000.000	- 151.040.000.000	- 181.248.000.000	- 204.810.240.000	- 227.339.366.400	- 250.073.303.040
Karşılık Gideri	-30.000.000.000	- 33.900.000.000	- 38.985.000.000	- 42.103.800.000	- 44.630.028.000	- 46.861.529.400
Vergi Gideri	- 10.000.000.000	- 18.397.600.000	- 45.170.970.000	- 71.008.173.600	- 103.416.696.396	- 146.251.254.568
Net Kar	54.000.000.000	123.122.400.000	302.298.030.000	475.208.546.400	692.096.352.804	978.758.395.952
İskonto Oranı	0,7937	0,6299	0,4999	0,3968	0,3149	0,2620
Krediler	2.500.000.000.000	3.450.000.000.000	5.175.000.000.000	6.779.250.000.000	8.541.855.000.000	10.677.318.750.000
Mevduat	3.300.000.000.000	4.389.000.000.000	5.925.150.000.000	7.287.934.500.000	8.818.400.745.000	10.582.080.894.000
Aktifler	5.000.000.000.000	6.900.000.000.000	8.280.000.000.000	9.356.400.000.000	10.385.604.000.000	11.424.164.400.000
Özkaynaklar	250.000.000.000	370.000.000.000	629.000.000.000	899.470.000.000	1.268.252.700.000	1.775.553.780.000
Bugünkü Değer Net Kar	42.859.800.000	77.554.799.760	151.118.785.197	188.562.751.212	217.941.141.498	256.434.699.740
Bugünkü Değer Özsermaye	198.425.000.000	233.063.000.000	314.437.100.000	356.909.696.000	399.372.775.230	465.195.090.360
Bugünkü Değer %	241.284.800.000	310.617.799.760	465.555.885.197	545.472.447.212	617.313.916.728	721.629.790.100
TD Çarpanı						4
Terminal Değer						1,04
						502.991.604.093
Net Faiz Marjı	6,00%	7,00%	9,00%	10,00%	11,00%	12,00%
CoR	100 bps	90 bps	80 bps	70 bps	60 bps	50 bps
Aktif Karlılık	1,08%	1,78%	3,65%	5,08%	6,66%	8,57%
RoE	21,60%	33,28%	48,06%	52,83%	54,57%	55,12%
Hedef Fiyat				70,01		
Potansiyel Getiri				55,50%		

Son Fiyat	78,85
HEDEF FİYAT	96,53
TAVSİYE	AL
POTANSİYEL	22,42%
Piyasa Değeri (mln TL)	410.020
Piyasa Değeri (mln \$)	9.486
F/K	8,52
PD/DD	1,48
Hisse Sayısı (mln lot)	5.200
FDPO (%)	53,66
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	6.013



ORTAKLIK YAPISI	%
SAHOL	40,75
Diğer	59,25

AKBNK (%)	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	1,35	9,59	18,28
Getiri (\$)	1,33	8,35	-2,63
Getiri (XU100-Rölatif)	0,25	-5,49	-10,20

	2025/06	2025/09
Çeyreklik	2024/09	2025/09
Yıllık		
Net Faiz Marjı (Ç)	2,88	3,39
Net Faiz Marjı (Y)	3,76	3,39
Net Komisyon Büyümesi (Ç)	62,32	68,80
Net Komisyon Büyümesi (Y)	147,89	68,80
Takipteki Alacak Oranı (%)	2,60	3,61
Özkaynak Karlılığı (Y%)	15,74	15,31
Özkaynak Karlılığı (Ç%)	10,36	15,31
Kredi Büyüme (Ç)	30,30	32,70
Kredi Büyüme (Y)	54,10	32,70

Akbank – OLUMLU – AL – 96,53 TL

Özel mevduat bankacılığının en iyisi?

Son 2 çeyrektir iletişim becerisi yukarı yönlü ilerliyor. Gerek küresel konferanslar gerekse çeyreklik öncü toplantıların birleştirilmesinde iletişim becerisini ayırtan bankalardan birisi haline geldi. Bunun yansımaları henüz fiyata tam olarak yansımamış olsa da önümüzdeki dönemde özel bankacılıkta bir tur daha ön plana çıkabileceğini değerlendiriyoruz.

Endeks ile tam korelasyon içerisinde yapı var. Son dönemde yukarı yönlü giden XBANK ve XU100 ile tam ilişkili olacak seviyede iştah kazanımı takip ettik. Bu benzer iştaha rağmen bazı hisse senetlerinin pozitif ayrışması kaynaklı endeksin altında fiyatlamaya yaptığını gördük.

Net faiz gelirlerinde güçlü büyüme var. Özellikle şirket faiz indirimlerinin Temmuz ve Eylül indirimlerini net bir şekilde finansallarına yansıttı. Bu durum çeyrekten çeyreğe %25'lik bir net faiz geliri genişlemesini bize göstermiş oldu. Mevduat-yerli-özel grubunda net bir şekilde ön plana çıkan banka olarak karşımıza çıkıyor.

Swap iştahı yüksek seyrediyor ancak ticari zarar güçlü büyümedi. Özel bankacılıkta olduğu gibi süregelen swap işlemleri iştahı banka nezdinde devam ederken ticari zarar çok sınırlı bir büyüme kaydederek dengelendi diyebiliriz. Önümüzdeki dönemde maliyetler beklendiği gibi düşerse burada TL fonlama iştahı bir miktar daha etkin olabilir.

Aktif kalitesi yavaştan normalize oluyor. Takipte alacaklar oranı yukarı yönlü seyrini devam ettiriyor olsa da aktif kalitesinin banka nezdinde artık normalize olmaya başladığını değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde ihtiyatlı yaklaşımın meyvelerinin toplanmaya başlanacağı bir yapıyı beklemek pekte zor olmayacaktır.

Vergi giderleri gözle görülür şekilde artış kaydetti. VUK-TFRS farkları kaynaklı 4.çeyrekte yıllık %150 çeyreklik %80 bantta artan bir vergi gideri gözlemliyoruz. Eğer bu stabil seyrinde devam etseydi bankanın 20 milyar TL üzerinde bir net karı ile bu çeyrekte tanışmış olacaktık.

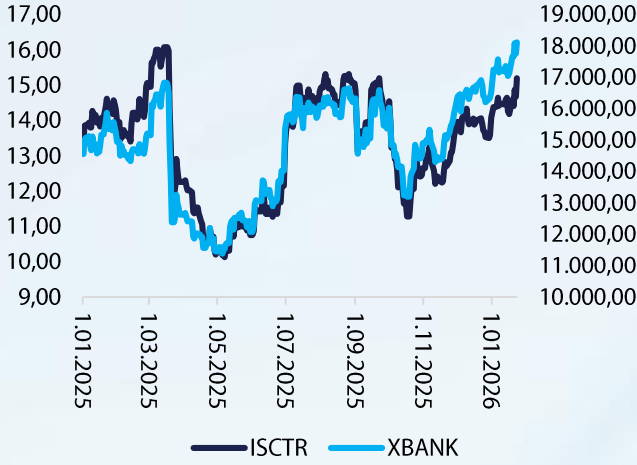
4.çeyrekte 18 milyar TL net kar bekliyoruz. Yıllık %95 çeyreklik %28 bir net kar artışına işaret etmekte olup özel mevduat bankacılığı arasında en iyi finansal açıklama olasılığı karşımıza çıkıyor. 2025 yılında her ne kadar hedeflerinin birçoğunu tutturmakta zorlanan bir banka olsa da 3.çeyrek ve sonrasındaki ivmenin devamlılığı ile güçlü sonuçları 2026'da da bekliyoruz.

Daha ihtiyatlı ve iletişim becerisi artan yaklaşım gözetken **AKBNK'ı 2026 toplantısını da gözeterek 96,53 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesiyle** araştırma kapsamımıza alıyoruz.

DEĞERLEME

AKBNK	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Faiz Geliri	154.000.000.000	251.680.000.000	410.553.000.000	629.514.600.000	941.753.841.600	1.386.946.566.720
Net Ücret ve Komisyon Geliri	160.000.000.000	188.800.000.000	226.560.000.000	256.012.800.000	284.174.208.000	312.591.628.800
Ticari İşlem Geliri	-10.000.000.000	- 11.800.000.000	- 14.160.000.000	- 16.000.800.000	- 17.760.888.000	- 19.536.976.800
Faaliyet Gideri	-130.000.000.000	- 153.400.000.000	- 184.080.000.000	- 208.010.400.000	- 230.891.544.000	- 253.980.698.400
Karşılık Gideri	-75.000.000.000	- 84.750.000.000	- 97.462.500.000	- 105.259.500.000	- 111.575.070.000	- 117.153.823.500
Vergi Gideri	- 10.000.000.000	- 34.295.400.000	- 61.453.890.000	- 100.126.206.000	- 155.826.098.568	- 235.596.005.428
Net Kar	89.000.000.000	156.234.600.000	279.956.610.000	456.130.494.000	709.874.449.032	1.073.270.691.392
İskonto Oranı	0,7937	0,6299	0,4999	0,3968	0,3149	0,2620
Krediler	2.200.000.000.000	3.146.000.000.000	4.561.700.000.000	6.295.146.000.000	8.561.398.560.000	11.557.888.056.000
Mevduat	2.500.000.000.000	3.200.000.000.000	4.160.000.000.000	5.116.800.000.000	6.191.328.000.000	7.429.593.600.000
Aktifler	5.000.000.000.000	6.150.000.000.000	7.687.500.000.000	9.071.250.000.000	10.522.650.000.000	12.101.047.500.000
Özkaynaklar	320.000.000.000	441.600.000.000	618.240.000.000	822.259.200.000	1.077.159.552.000	1.400.307.417.600
Bugünkü Değer Net Kar	70.639.300.000	98.412.174.540	139.950.309.339	180.992.580.019	223.539.464.000	281.196.921.145
Bugünkü Değer Özsermaye	253.984.000.000	278.163.840.000	309.058.176.000	326.272.450.560	339.197.542.925	366.880.543.411
Bugünkü Değer %	324.623.300.000	376.576.014.540	449.008.485.339	507.265.030.579	562.737.006.925	648.077.464.556
TD Çarpanı						5
Terminal Değer						1,05
						501.950.277.839
Net Faiz Marjı	7,00%	8,00%	9,00%	10,00%	11,00%	12,00%
CoR	170 bps	150 bps	130 bps	110 bps	90 bps	70 bps
Aktif Karlılık	1,78%	2,54%	3,64%	5,03%	6,75%	8,87%
RoE	27,81%	35,38%	45,28%	55,47%	65,90%	76,65%
Hedef Fiyat				96,53		
Potansiyel Getiri				22,42%		

Son Fiyat	15,20
HEDEF FİYAT	21,30
TAVSİYE	AL
POTANSİYEL	40,13%
Piyasa Değeri (mln TL)	380.000
Piyasa Değeri (mln \$)	8.791
F/K	6,93
PD/DD	1,00
Hisse Sayısı (mln lot)	25.000
FDPO (%)	32,30
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	6.008



ORTAKLIK YAPISI	%
İş Bankası Vakfı	38,66
Cumhuriyet Halk Partisi	28,09
Diğer	33,25

ISCTR (%)	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	3,61	9,43	6,30
Getiri (\$)	3,59	8,19	-12,49
Getiri (XU100-Rölatif)	2,51	-5,65	-22,17

	2025/06	2025/09
Çeyreklik Yıllık	2024/09	2025/09
Net Faiz Marjı (Ç)	1,40	2,04
Net Faiz Marjı (Y)	1,78	2,04
Net Komisyon Büyümesi (Ç)	46,16	46,85
Net Komisyon Büyümesi (Y)	154,89	46,85
Takipteki Alacak Oranı (%)	1,86	2,60
Özkaynak Karlılığı (Y%)	13,54	13,11
Özkaynak Karlılığı (Ç%)	9,22	13,11
Kredi Büyüme (Ç)	39,69	36,99
Kredi Büyüme (Y)	56,89	36,99

İş Bankası – OLUMLU – AL – 21,30 TL

Verimlilik ve holdingleşme

2025 yılı istenildiği gibi geçmedi. Artan fonlama ve işgücü maliyetleri doğrultusunda banka istediği gibi hedefleri tutturamadı. Burada 19 Mart öncesi ve sonrası diye ayrıışan ortamda sırf hissedarlık adı dahi geçtiği haber akışları hisse senedi fiyatlamasına olumsuz baskı yaptı.

2024 4.çeyrek yüksek baz olarak karşımıza çıkıyor. 2024 4.çeyrekte özellikle bir nebze olsun güçlü gelen diğer gelirler kalemiyle birlikte 10,83 milyar TL'lik net kar yıllık büyüme alanı daraltıyor. Özel mevduat bankacılığına paralel şekilde seyir olsa idi AKBNK gibi güçlü oranlı büyüme görmek pekte zor olmayacaktı.

Net faiz marjlarında güçlü genişleme var. Makastaki 150 baz puanlık genişleme çerçevesinde net faiz marjlarına yansımaları güçlü oldu. 2026'ya başlanan nokta %4 ve üzerine çıktı. Gelirler tarafında ise 12 milyar TL'lik TÜFEKS katkısı dahil %50 civarında bir artış olduğunu hesaplıyoruz.

İhtiyat dengelenmesi izlenecek. Takipte alacaklar oranındaki giriş hızları normalize olmasıyla birlikte karşılık giderlerinde bir miktar dengelenebilir. Net kredi risk maliyetinin 220 baz puan bandında seyrettiğini hesaplıyoruz.

Çeyreklik faaliyet gideri 50 milyar TL'ye ulaştı. Büyük yapı ve artan işgücü maliyetleri çerçevesinde çeyrekte çeyreğe bütçeye paralel şekilde %30 artan bir operasyonel gider izliyoruz. Ortalama TÜFE'nin altında yıllıkta artan yapı bu hedefi banka nezdinde artırımsız oldu.

Verginin aşırı etkili olmaması net karı destekledi. Diğer özel bankalara nazaran vergi giderleri net kara ağırlık bakımından sınırlı etki yarattı. 3 milyar TL bandında bir vergi gideri hesaplıyoruz. Bu her ne kadar çeyreklik %1200 bandında artışa denk gelse de özel bankalara kıyasla net karın aşırı sınırlandırılmasına sebep olmuyor.

2026'da tekrar holding gündemi ele alınabilir. Henüz spekülasyon olarak piyasada değerlendirmeleri yapılsa da önceki yıllarda gündem edilen holdingleşme sürecinin tekrar gündem olarak 2026 yılında karşımıza çıkabileceğini değerlendiriyoruz. Bu durum tekrar gündeme getirilirse banka için ilave bir katalizör olabilir.

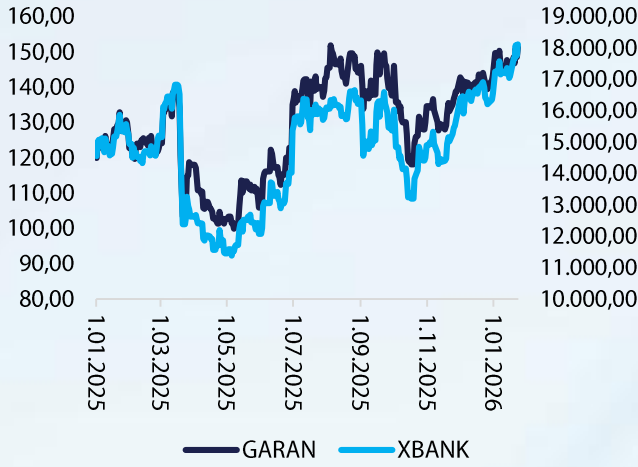
4.çeyrekte 16,09 milyar TL net kar bekliyoruz. Bu net kar artışı çeyreklik %13,21 yıllık %48,53 artışa işaret ediyor. 2025 hedeflerin tutturulmadığı bir yıl olsa da 2026'da bir miktar ihtiyata giderek dengelenmesini bekliyoruz.

Bu veriler ışığında ve ilave katalizörleri gözeterek ISCTR'ı 21,3 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz.

DEĞERLEME

ISCTR	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Faiz Geliri	196.000.000.000	280.140.000.000	405.720.000.000	557.594.520.000	754.011.686.400	1.004.720.572.128
Net Ücret ve Komisyon Geliri	200.000.000.000	236.000.000.000	283.200.000.000	320.016.000.000	355.217.760.000	390.739.536.000
Ticari İşlem Geliri	-15.000.000.000	- 17.700.000.000	- 21.240.000.000	- 24.001.200.000	- 26.641.332.000	- 29.305.465.200
Faaliyet Gideri	-220.000.000.000	- 259.600.000.000	- 311.520.000.000	- 352.017.600.000	- 390.739.536.000	- 429.813.489.600
Karşılık Gideri	-70.000.000.000	- 79.100.000.000	- 90.965.000.000	- 98.242.200.000	- 104.136.732.000	- 109.343.568.600
Vergi Gideri	- 10.000.000.000	- 28.753.200.000	- 47.735.100.000	- 72.602.913.600	- 105.788.132.352	- 148.859.565.251
Net Kar	81.000.000.000	130.986.800.000	217.459.900.000	330.746.606.400	481.923.714.048	678.138.019.477
İskonto Oranı	0,7937	0,6299	0,4999	0,3968	0,3149	0,2620
Krediler	2.800.000.000.000	3.864.000.000.000	5.409.600.000.000	7.194.768.000.000	9.425.146.080.000	12.252.689.904.000
Mevduat	3.000.000.000.000	3.840.000.000.000	4.992.000.000.000	6.140.160.000.000	7.429.593.600.000	8.915.512.320.000
Aktifler	5.000.000.000.000	6.400.000.000.000	8.320.000.000.000	10.233.600.000.000	12.382.656.000.000	14.859.187.200.000
Özkaynaklar	450.000.000.000	598.500.000.000	807.975.000.000	1.034.208.000.000	1.303.102.080.000	1.628.877.600.000
Bugünkü Değer Net Kar	64.289.700.000	82.508.585.320	108.708.204.010	131.240.253.420	151.757.777.554	177.672.161.103
Bugünkü Değer Özsermaye	357.165.000.000	376.995.150.000	403.906.702.500	410.373.734.400	410.346.844.992	426.765.931.200
Bugünkü Değer %	421.454.700.000	459.503.735.320	512.614.906.510	541.613.987.820	562.104.622.546	604.438.092.303
TD Çarpanı						3
Terminal Değer						1,03
						532.463.657.639
Net Faiz Marjı	7,00%	7,25%	7,50%	7,75%	8,00%	8,20%
CoR	180 bps	150 bps	120 bps	90 bps	60 bps	50 bps
Aktif Karlılık	1,62%	2,05%	2,61%	3,23%	3,89%	4,56%
RoE	18,00%	21,89%	26,91%	31,98%	36,98%	41,63%
Hedef Fiyat				21,30		
Potansiyel Getiri				40,12%		

Son Fiyat	151,30
HEDEF FİYAT	198,24
TAVSİYE	AL
POTANSİYEL	31,02%
Piyasa Değeri (mln TL)	635.460
Piyasa Değeri (mln \$)	14.701
F/K	5,81
PD/DD	1,55
Hisse Sayısı (mln lot)	4.200
FDPO (%)	13,98
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	3.309



ORTAKLIK YAPISI	%
BBVA	85,97
Diğer	14,03

GARAN (%)	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	1,89	6,32	17,52
Getiri (\$)	1,87	5,12	-3,26
Getiri (XU100-Rölatif)	0,79	-8,75	-10,95

Çeyreklik	2025/06	2025/09
Yıllık	2024/09	2025/09
Net Faiz Marjı (Ç)	4,71	5,18
Net Faiz Marjı (Y)	5,04	5,18
Net Komisyon Büyümesi (Ç)	59,54	55,73
Net Komisyon Büyümesi (Y)	167,89	55,73
Takipteki Alacak Oranı (%)	2,14	3,09
Net Ticari Kar/Zarar Büyümesi	-66,38	-61,28
Özkaynak Karlılığı (Y%)	25,90	23,57
Özkaynak Karlılığı (Ç%)	16,32	23,57
Kredi Büyüme (Ç)	45,18	45,87
Kredi Büyüme (Y)	49,76	45,87

Garanti Bankası – NÖTR – AL – 198,24 TL

Özsermaye karlılığı harici hedefler tutuyor

Güçlü büyüme kompozisyonu devam ediyor. Hem TL hem YP tarafta büyüme iştahı sürüyor. Kredi kartı önemli ölçütte son çeyrekte büyüme iştahını desteklerken kurumsal tarafta bir miktar dengelenme gözlemledik. Ticari kredilerden tüketiciler ve kredi kartında sektör üzeri büyüme ile daha etkin bir yapı gözlemledik.

Swap hacmi artsa da maliyetler düştü. Mevduat maliyetleri dengeli seyrederken kredi getirileri daha yavaş gerilediği için TÜFEKS+güncel net faiz marjı hedeflemeyi kurtarmış oldu. 2025 yılında net faiz marjı hedefinin tutturulduğunu hesaplıyoruz. Net faiz marjı nezdinde 2026 yılında bir ilave 250-300 baz puanlık alan genişlemesi pekte zor olmayacak gibi görünüyor.

Net ücret ve komisyon/operasyonel giderler rasyosu hedeflendiği gibi gerçekleşti. %90-95 aralığındaki hedef odağıyla birlikte yeni düzenlemeye tabii tutulan net ücret ve komisyondaki büyüme hızı yavaşlamasının ardından normalize olmuş oldu.

Aktif kalitesi tarafında iptaller olmadığından CoR artacak. Banka yaptığı iletişimlerde açıkça vurgusu şu idi: Olağanüstü karşılık olması gerekenin oldukça altında seyrederken iptaller olmadığı için artış gerçekleşecektir. 200 baz puanının hafif altında ancak artan bir net kredi risk maliyeti takip ediyor olacağız. Karşılık giderlerinin yıldan yıla 6 kat artış gösterdiğini belirtmek mümkün olacaktır.

VUK-TFRS etkisi vergi giderlerinde tam olarak hissedildi. Normal şartlarda 7-8 milyar TL bandında seyreden vergi giderleri 4.çeyrekte 10 milyar TL üzerine çıkması bekleniyor. Bu durum doğal olarak 30 milyar TL bandında olması gereken net karı aşağı yönlü baskılıyor.

Özsermaye karlılığı haricinde tüm hedefler tutuyor. Banka, ihtiyatlı yaklaşımı ve doğru iletişim becerisi haricinde vergi giderleri kaynaklı özsermaye karlılığı haricinde tüm hedeflerin tuttuğunu hesaplıyoruz. 2026 yılında tahmin ettiğimiz TÜFE'nin epeyce üzerinde bir özsermaye karlılığı ile yılı tamamlayacağını hesaplıyoruz. 2026-2031 arasında bileşik özsermaye karlılığının %32,6 bandında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

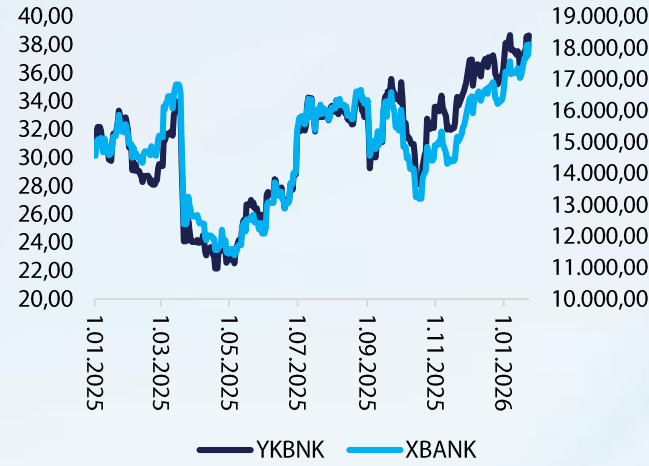
4.çeyrekte 27 milyar TL net kar tahmin ediyoruz. Çeyrekten çeyreğe %11,28 daralmaya işaret ederken yıldan yıla %6,97 gibi sınırlı bir artış olacağını değerlendiriyoruz. Hedeflerin tuttuğu ancak büyümenin vergi kaynaklı daraldığı nötr bir 4.çeyrek bizi bekliyor.

Büyüme ve genişleme iştahı, ihtiyatlı iletişim becerisi ile **GARAN'ı 198,24 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesiyle** araştırma kapsamımıza alıyoruz.

DEĞERLEME

GARAN	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Faiz Geliri	212.500.000.000	321.750.000.000	492.456.250.000	715.357.500.000	1.021.530.510.000	1.444.736.007.000
Net Ücret ve Komisyon Geliri	220.000.000.000	259.600.000.000	311.520.000.000	352.017.600.000	390.739.536.000	429.813.489.600
Ticari İşlem Geliri	-15.000.000.000	- 17.700.000.000	- 21.240.000.000	- 24.001.200.000	- 26.641.332.000	- 29.305.465.200
Faaliyet Gideri	-220.000.000.000	- 259.600.000.000	- 311.520.000.000	- 352.017.600.000	- 390.739.536.000	- 429.813.489.600
Karşılık Gideri	-30.000.000.000	- 33.900.000.000	- 38.985.000.000	- 42.103.800.000	- 44.630.028.000	- 46.861.529.400
Vergi Gideri	- 20.000.000.000	- 48.627.000.000	- 77.801.625.000	- 116.865.450.000	- 171.046.647.000	- 246.342.422.232
Net Kar	147.500.000.000	221.523.000.000	354.429.625.000	532.387.050.000	779.212.503.000	1.122.226.590.168
İskonto Oranı	0,7937	0,6299	0,4999	0,3968	0,3149	0,2620
Krediler	2.500.000.000.000	3.575.000.000.000	5.183.750.000.000	7.153.575.000.000	9.728.862.000.000	13.133.963.700.000
Mevduat	3.000.000.000.000	3.840.000.000.000	4.992.000.000.000	6.140.160.000.000	7.429.593.600.000	8.915.512.320.000
Aktifler	3.750.000.000.000	5.362.500.000.000	7.775.625.000.000	10.730.362.500.000	14.593.293.000.000	19.700.945.550.000
Özkaynaklar	500.000.000.000	740.000.000.000	1.110.000.000.000	1.587.300.000.000	2.238.093.000.000	3.133.330.200.000
Bugünkü Değer Net Kar	117.070.750.000	139.537.337.700	177.179.369.538	211.251.181.440	245.374.017.195	294.023.366.624
Bugünkü Değer Özsermaye	396.850.000.000	466.126.000.000	554.889.000.000	629.840.640.000	704.775.485.700	820.932.512.400
Bugünkü Değer %	513.920.750.000	605.663.337.700	732.068.369.538	841.091.821.440	950.149.502.895	1.114.955.879.024
TD Çarpanı						5,0
Terminal Değer						1,05
						832.623.690.604
Net Faiz Marjı	8,50%	9,00%	9,50%	10,00%	10,50%	11,00%
CoR	175 bps	150 bps	125 bps	100 bps	75 bps	50 bps
Aktif Karlılık	3,93%	4,13%	4,56%	4,96%	5,34%	5,70%
RoE	29,50%	29,94%	31,93%	33,54%	34,82%	35,82%
Hedef Fiyat				198,24		
Potansiyel Getiri				31,03%		

Son Fiyat	38,66
HEDEF FİYAT	57,10
TAVSİYE	AL
POTANSİYEL	47,70%
Piyasa Değeri (mln TL)	326.563
Piyasa Değeri (mln \$)	7.555
F/K	7,35
PD/DD	1,35
Hisse Sayısı (mln lot)	8.447
FDPO (%)	38,60
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	6.337



ORTAKLIK YAPISI	%
Koç Finansal	40,95
KCHOL	20,22
Diğer	38,83

YKBNK (%)	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	2,01	5,23	17,15
Getiri (\$)	1,99	4,03	-3,56
Getiri (XU100-Rölatif)	0,91	-9,85	-11,33

Çeyreklik	2025/06	2025/09
Yıllık	2024/09	2025/09
Net Faiz Marjı (Ç)	4,21	5,00
Net Faiz Marjı (Y)	4,47	5,00
Net Komisyon Büyümesi (Ç)	47,00	51,47
Net Komisyon Büyümesi (Y)	144,92	51,47
Takipteki Alacak Oranı (%)	3,04	3,33
Özkaynak Karlılığı (Y%)	12,69	17,49
Özkaynak Karlılığı (Ç%)	11,24	17,49
Kredi Büyüme (Ç)	29,60	36,23
Kredi Büyüme (Y)	55,89	36,23

Yapı Kredi Bankası – NÖTR – AL – 57,10 TL

Konservatif yaklaşım 2026'yı daha iyimser kılıyor!

İhtiyatlı iletişim becerisini en iyi yöneten banka oldu. 2025'in zorlu koşullarını daha 19 Mart gibi problemler olmamasına rağmen baştan konservatif hedefler ilan ederek ihtiyatlı iletişim becerisini en iyi yöneten banka oldu. Gerek birebir gerekse toplu toplantı yönetim anlayışıyla piyasa arasındaki iletişimini uzaklaştırmadı.

Büyümler çokta fena değil. Hem TL hem YP odaklı giden bir kompozisyon var. Burada özellikle denge konum odağıyla birlikte tamamlanan 4.çeyrek olduğunu BDDK verileri de bir nebze olsun teyit ediyordu. Bunun devamını önümüzdeki yıllarda da bekliyoruz.

Net faiz marjı genişlemesi sürüyor. Swap maliyetlerindeki artışlara rağmen net faiz marjı genişlemeye devam ediyor. Burada özellikle banka ihtiyatlı yönetim becerisiyle birlikte hedefin hafif altında gibi görünse de beklendiği gibi bir ortamı 2025 yıl sonunda yakalamış oldu.

Karşılıklar artmaya devam etti. İhtiyatlı yaklaşım çerçevesinde 170-180 baz puan aralığında bir net kredi risk maliyeti takip edilebilir. Üst bandın hafif üzerinde bir yapı var diyebiliriz. Tahsilatların normalleşiyor oluşu ve KOBİ'deki düşük bazda girişlerin olması etkili oluyor. Banka bu gözetimleri dikkate alarak ihtiyatlı bir artış yaptı.

Verginin en etkili olduğu banka diyebiliriz. 4.çeyrekte vergi giderleri VUK-TFRS farkı çerçevesinde çeyreklik %148 yıllık %582 oranında artış kaydettiğini hesaplıyoruz. Eğer normal seyrinde (3 milyar TL) gibi olsaydı 11 milyar TL bandında bir net kar olacaktı. Çeyreklikte yine düşecekti ancak hatırlatmak gerekirse artan karşılık giderleri bu çeyreklik düşüşü açıklayıcı olacaktı.

2026'da da ilk sinyal: İhtiyatlı iletişime devam. Aşırı hedef verilmeden faaliyet karlılığına odaklanmış ve aktif kalitesini korumaya özen göstermiş bir banka yapısını görmeye devam edeceğiz. Konservatif yaklaşımın sürdürülebilir hale gelmesi 2026 yılındaki risklere karşın bankayı 2025'te olduğu gibi daha iyimser kılıyor.

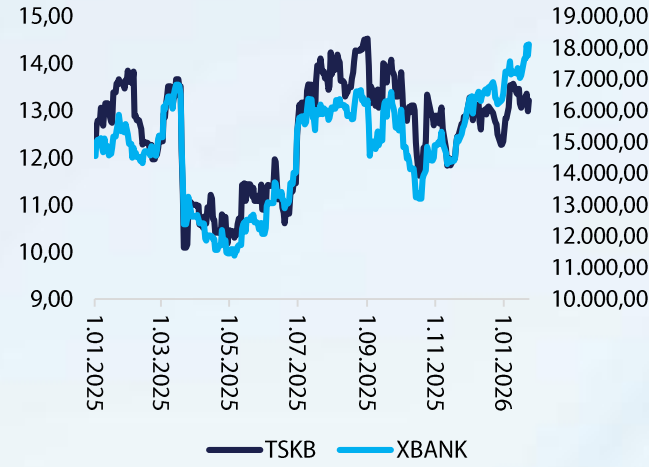
4.çeyrekte 8,2 milyar TL net kar bekliyoruz. Yıllık %24,02 artan net kar çeyrekten çeyreğe %45,55 ile gözle görülür şekilde düşüş kaydediyor. Vergi ve karşılık etkisi olmasa daha güçlü sonuçlar açıklayacak olan bankanın bu çeyreği bir geçiş çeyreği olarak sonlandıracağını değerlendiriyoruz. 2026 yılı gözetimi ile daha ön plana çıkış bekliyoruz.

Konservatif yaklaşım, güçlü iletişim becerisi ve ihtiyatlı yönlendirmeler çerçevesinde **YKBNK'ı 57,10 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesiyle** araştırma kapsamımıza alıyoruz.

DEĞERLEME

YKBNK	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Faiz Geliri	115.000.000.000	190.440.000.000	311.052.000.000	472.799.040.000	696.787.585.200	1.006.470.956.400
Net Ücret ve Komisyon Geliri	144.000.000.000	169.920.000.000	203.904.000.000	230.411.520.000	255.756.787.200	281.332.465.920
Ticari İşlem Geliri	25.000.000.000	29.500.000.000	35.400.000.000	40.002.000.000	44.402.220.000	48.842.442.000
Faaliyet Gideri	-150.000.000.000	- 177.000.000.000	- 212.400.000.000	- 240.012.000.000	- 266.413.320.000	- 293.054.652.000
Karşılık Gideri	-45.000.000.000	- 50.850.000.000	- 58.477.500.000	- 63.155.700.000	- 66.945.042.000	- 70.292.294.100
Vergi Gideri	- 22.000.000.000	- 29.161.800.000	- 50.306.130.000	- 79.208.074.800	- 119.445.881.472	- 175.193.805.280
Net Kar	67.000.000.000	132.848.200.000	229.172.370.000	360.836.785.200	544.142.348.928	798.105.112.940
İskonto Oranı	0,7937	0,6299	0,4999	0,3968	0,3149	0,2620
Krediler	2.300.000.000.000	3.174.000.000.000	4.443.600.000.000	5.909.988.000.000	7.742.084.280.000	10.064.709.564.000
Mevduat	2.500.000.000.000	3.200.000.000.000	4.160.000.000.000	5.116.800.000.000	6.191.328.000.000	7.429.593.600.000
Aktifler	3.750.000.000.000	5.550.000.000.000	8.047.500.000.000	11.105.550.000.000	15.103.548.000.000	20.389.789.800.000
Özkaynaklar	270.000.000.000	399.600.000.000	599.400.000.000	857.142.000.000	1.208.570.220.000	1.691.998.308.000
Bugünkü Değer Net Kar	53.177.900.000	83.681.081.180	114.563.267.763	143.180.036.367	171.350.425.677	209.103.539.590
Bugünkü Değer Özsermaye	214.299.000.000	251.708.040.000	299.640.060.000	340.113.945.600	380.578.762.278	443.303.556.696
Bugünkü Değer	267.476.900.000	335.389.121.180	414.203.327.763	483.293.981.967	551.929.187.955	652.407.096.286
%						7,0
TD Çarpanı						1,07
Terminal Değer						482.338.098.036
Net Faiz Marjı	5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%	10,00%
CoR	170 bps	160 bps	150 bps	140 bps	130 bps	120 bps
Aktif Karlılık	1,79%	2,39%	2,85%	3,25%	3,60%	3,91%
RoE	24,81%	33,25%	38,23%	42,10%	45,02%	47,17%
Hedef Fiyat				57,10		
Potansiyel Getiri				47,70%		

Son Fiyat	13,22
HEDEF FİYAT	16,64
TAVSİYE	TUT
POTANSİYEL	25,87%
Piyasa Değeri (mln TL)	37.016
Piyasa Değeri (mln \$)	856
F/K	2,99
PD/DD	0,87
Hisse Sayısı (mln lot)	2.800
FDPO (%)	41,14
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	311



ORTAKLIK YAPISI	%
İş Bankası	47,68
VAKBN	8,38
Diğer	43,94

TSKB (%)	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	1,77	2,96	-2,58
Getiri (\$)	1,75	1,79	-19,81
Getiri (XU100-Rölatif)	0,67	-12,12	-31,06

Çeyreklik	2025/06	2025/09
Yıllık	2024/09	2025/09
Net Faiz Marjı (Ç)	6,70	6,64
Net Faiz Marjı (Y)	8,55	6,64
Net Komisyon Büyümesi (Ç)	-44,93	-26,81
Net Komisyon Büyümesi (Y)	43,61	-26,81
Takipteki Alacak Oranı (%)	2,19	0,86
Özkaynak Karlılığı (Y%)	29,25	25,82
Özkaynak Karlılığı (Ç%)	19,63	25,82
Kredi Büyüme (Ç)	39,83	32,69
Kredi Büyüme (Y)	44,95	32,69

Türk Sınai Kalkınma Bankası – OLUMSUZ – TUT – 16,64 TL

Sektörün en zayıf finansalı!

2025'in başarısı hızlıca kaybedildi. Düşük takipteki alacaklar oranı, negatif net kredi risk maliyeti, başarılı net karlılık gibi kalemler çeşitli operasyonel hatalar çerçevesinde kaybedildiğini BDDK verisi ve sinyaller 4.çeyrekte göstermiş oldu. İlaveten 2025 yılı başında seyreden yüksek iletişim becerisi yeni organizasyonel yapılanma sonrası tüm piyasa nezdinde kaybolmuş oldu.

Koşullar artık TSKB'nin aleyhinde seyrediyor. Dezenflasyon sürecinin devam ettiği şu ortamda fonlama maliyetlerinin TL kompozisyonunda azalması, YP tarafta TCMB'nin ise zorunlu karşılık artırıyor oluşu TSKB'nin fonlama iştahına engel oluyor. TL kompozisyon maliyetlerinin de azalıyor oluşu mevduat bankacılığını 2026 itibarıyla daha da ön plana çıkarıyor. Bu durumlar birleştirildiğinde koşullar TSKB'nin aleyhinde seyrediyor.

Yüksek bir NPL girişi karşılık giderlerini artırdı. Fonlama bakımından yatırım odağı çizilen bankada bir NPL girişi 2025 yılı içerisinde NPL çözümleme başarılarını tek çeyrekte elimine etmiş oldu. Karşılık giderlerinin özellikle BDDK'dan da teyitli şekilde yaklaşık yıldan yıla çeyreklik 2,5 kat arttığını değerlendiriyoruz. Negatif olan net kredi risk maliyeti çeyreklik tekrardan pozitifte döneceğini hesaplıyoruz.

Vergi giderleri finansallarda önemli bir baskı yükü oluşturdu. Çeyreklik %103 yıllık ise %48 oranında artan vergiler doğal olarak bankanın karlılığını önemli ölçüde elimine etti. 1 defaya mahsus olsa da bu eliminasyon sonucunda karlılık oranlarında aşağı yönlü görünüm izlendi.

Özsermaye karlılığı çeyreklik bazda enflasyonun altına inmiş oldu. Bu karlılık ile özsermaye karlılığının 4.çeyrek itibarıyla %30'un altına indiğini hesaplıyoruz. Yıl boyunca bankanın TÜFE üzeri özsermaye karlılığı ile pozitif ayrışma odağı tek çeyrekte elimine edilmiş olduğunu gözlemliyoruz. Önümüzdeki dönemde özsermaye karlılığının aşağı yönlü devamlılığını bekleyebiliriz.

4.çeyrekte 2,01 milyar TL net kar bekliyoruz. Çeyreklik %12,54 yıllık %35,17 ile hem yıllıkta hem çeyreklikte net karını düşüren tek banka olarak karşımıza çıkıyor.

Bu veriler ışığında ve koşulların aleyhinde işlemesi nedeniyle aşağı yönlü güncellenen tahminlerle birlikte **TSKB'yi 16,64 TL hedef fiyat ve TUT tavsiyesiyle** araştırma kapsamımıza alıyoruz.

DEĞERLEME

TSKB	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Faiz Geliri	16.250.000.000	20.700.000.000	26.565.000.000	32.119.500.000	37.868.890.500	43.759.606.800
Net Ücret ve Komisyon Geliri	2.500.000.000	2.950.000.000	3.540.000.000	4.000.200.000	4.440.222.000	4.884.244.200
Ticari İşlem Geliri	5.000.000.000	5.900.000.000	7.080.000.000	8.000.400.000	8.880.444.000	9.768.488.400
Faaliyet Gideri	-6.500.000.000	- 7.670.000.000	- 9.204.000.000	- 10.400.520.000	- 11.544.577.200	- 12.699.034.920
Karşılık Gideri	-4.000.000.000	- 5.120.000.000	- 7.168.000.000	- 9.533.440.000	- 12.488.806.400	- 16.235.448.320
Vergi Gideri	- 3.000.000.000	- 5.028.000.000	- 6.243.900.000	- 7.255.842.000	- 8.146.851.870	- 8.843.356.848
Net Kar	10.250.000.000	11.732.000.000	14.569.100.000	16.930.298.000	19.009.321.030	20.634.499.312
İskonto Oranı	0,7937	0,6299	0,4999	0,3968	0,3149	0,2620
Krediler	250.000.000.000	345.000.000.000	483.000.000.000	642.390.000.000	841.530.900.000	1.093.990.170.000
Aktifler	365.000.000.000	540.200.000.000	783.290.000.000	1.080.940.200.000	1.470.078.672.000	1.984.606.207.200
Özkaynaklar	48.000.000.000	61.440.000.000	79.872.000.000	98.242.560.000	118.873.497.600	142.648.197.120
Bugünkü Değer Net Kar	8.135.425.000	7.389.986.800	7.283.093.090	6.717.942.246	5.986.035.192	5.406.238.820
Bugünkü Değer Özsermaye	38.097.600.000	38.701.056.000	39.928.012.800	38.982.647.808	37.433.264.394	37.373.827.645
Bugünkü Değer %	46.233.025.000	46.091.042.800	47.211.105.890	45.700.590.054	43.419.299.587	42.780.066.465
TD Çarpanı						3,0
Terminal Değer						1,03
						46.596.363.948
Net Faiz Marjı	6,50%	6,00%	5,50%	5,00%	4,50%	4,00%
CoR	70 bps	90 bps	110 bps	130 bps	150 bps	170 bps
Aktif Karlılık	2,81%	2,17%	1,86%	1,57%	1,29%	1,04%
RoE	21,35%	19,10%	18,24%	17,23%	15,99%	14,47%
Hedef Fiyat				16,64		
Potansiyel Getiri				25,88%		

YASAL UYARI—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ÇEKİNCE—Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ce dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

arastirma@pusulayatirim.com.tr

Fulya Mah. Büyükdere Cad. Torun Center No: 74 A/80 34394
Şişli/İstanbul