

# TÜRKİYE ÖZEL BANKALAR

## Zamanlama meselesi

### ■ Makroekonomik dönüşüm sürecinde Türk bankaları en iyi seçenek...

Türkiye ekonomisi için, düşük enflasyon, reel bazda güçlenen TL ve yatırım notunun yükselmesi beklentisi söz konusu olduğunda BIST'te yatırım için en iyi seçeneğin hala bankalar olduğunu düşünüyoruz. 2024 yılına ilişkin makroekonomik varsayımlarımız da yapıcı olup enflasyondaki düşüş sürecinde ekonomide sert bir iniş beklemiyoruz. Düşmesi beklenen cari açık ve yatırımcıların TL varlıklara yönelik canlanan iştahının TL'nin de reel olarak değer kazanmasını desteklemesini bekleriz. İyileşen bir reel efektif döviz kuru görünümü ile bankacılık hisselerinin BIST-100 endeksine göre göreceli performansı arasında oldukça güçlü bir korelasyon mevcut. Türkiye ekonomisinde öngördüğümüz değişim yaşandığı takdirde, banka değerlemelerinde de ciddi bir sıçrama yaşanabilir.

### ■ Ama, skor henüz tabelaya yansımış değil...

Ancak bu makro önkoşullu beklenti, özellikle değerlemelerin halihazırda 0,82x 2024T PD/DD'ye ulaşması nedeniyle Türk bankalarının yatırım tezini makro beklentilerle birebir bağıntılı hale getiriyor. Bankaların karlılıklarında anlamlı bir toparlanmanın ancak 2024 yılının ikinci yarısında gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Aynı dönemde Türkiye'de enflasyon görünümü belirginleşmiş, belediye seçimleri aramızda kalmış ve FED'in olası faiz indirim döngüsünün daha net hale gelmiş olacaktır. Mevcut durumda fırsat maliyetlerinin hem yerli hem de uluslararası yatırımcılar için hala yüksek olduğu göz önüne alındığında, yatırımcıların Türk bankalarını satın almadan önce makro değişkenleri gözlemlemek için yeterli zamanları olduğuna inanıyoruz.

### ■ AKBNK'ı TUT'a çekiyoruz. ISCTR ve YKBNK'deki AL tavsiyemiz sürüyor

2023'de takibimizdeki dört özel banka için %38'e ulaşmasını beklediğimiz öz sermaye karlılığının, 2024T'te %28'e gerilemesini bekliyoruz. 2024T için öngördüğümüz net kar tahminlerini, enflasyon beklentilerini çıplamak amacıyla daha önceki tahminlerimizin üstünde gerçekleştirilen faiz artırımları, yüksek zorunlu karşılıklar ve parasal gevşeme beklentilerimizin ötelenmesi nedeniyle aşağı yönlü revize ettik. 2024T yılı için yıllık bazda genel olarak yatay bir net kar performansı öngörüyoruz. AKBNK için AL tavsiyemizi TUT'a düşürüyoruz. ISCTR ve YKBNK'deki AL tavsiyelerimizi koruyoruz. GARAN ise TUT'ta kalmaya devam ediyor.

## TEB Yatırım tavsiyeleri

Şirket	BBG Kodu	Hisse Fiyatı	Tavsiye		Hedef Fiyat			Yukarı Yönlü Potansiyel
			Yeni	Eski	Yeni	Eski	Değişim	
Yapı Kredi	YKBNK TI	21.9	AL	AL	30.03	28.45	5.6%	37.1%
İş Bankası	ISCTR TI	24.88	AL	AL	33.02	30.80	7.2%	32.7%
Garanti Bankası	GARAN TI	62.3	TUT	TUT	74.71	65.1	14.8%	19.9%
Akbank	AKBNK TI	40.4	TUT	AL	48.11	43.71	10.1%	19.1%

Kaynak: TEB Yatırım tahminleri



Pinar Uguroglu

[pinar.uguroglu@tebyatirim.com.tr](mailto:pinar.uguroglu@tebyatirim.com.tr)

+90 216 636 4535

### Yatırım teması

Bu raporda, özel bankalar için 2024T net kar beklentilerimizi ortalama %26 oranında aşağı yönlü revize ediyoruz ve bankaların 2023T'de ortalama %38'e karşı 2024T'de %28'lik bir ortalama öz sermaye karlılığı elde edileceğini öngörüyoruz. Net kar tahminimizin düşüşündeki ana nedenler, parasal sıkılaştırma döngüsü ortasında bankaların fonlama maliyetlerinin artması ve kredi mevduat makasının daralmasıdır. Ayrıca, daha önceki beklentilerimizin aksine, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın daha şahin bir tutum alarak enflasyonda kalıcı düşüşü sağlamak adına parasal gevşeme adımlarını yıl sonuna kadar erteleyebileceğini düşünüyoruz. Bu durum, ortalama fonlama maliyetinin yılın büyük bir bölümünde yüksek kalabileceği sonucunu doğurabilir. Tüm bu gelişmelerin şu anda içinde bulunduğumuz sıkılaştırma döngüsünün beklenen sonuçları olduğuna inanıyoruz. 2024 bir normalleşme yılı olacak ise yatırımcıların 2024 rakamlarının ötesine bakıp 2025 beklentilerini satın almaya başlayıp başlamayacağı sorusu anlamlıdır. Son yıllarda oldukça büyük bir bilanço genişlemesi yaşayan Türk bankaları için kredi-mevduat makasında görülecek normalleşme, net karlarda 2025 yılında ciddi bir büyüme ve yine 2025 yılı bazlı büyük bir yeniden değerlendirme potansiyeli anlamına gelecektir. Ancak 2025'e dair beklentilere yaslanabilmek için, enflasyondaki düşüşe dair erken işaretlerin alınması ve belki de en önemlisi, ABD doları bazlı fonlamanın fırsat maliyetinin düşmesi gerektiğini düşünüyoruz ki bu da 2024 yılının hemen başlarında gerçekleşmeyebilir. Dolayısıyla Türk bankalarına yönelik temkinli iyimser bakış açımızı korurken zamanlamanın da önemli olduğunu vurguluyoruz. YKBNK ve ISCTR'de AL tavsiyemizi koruyoruz, AKBNK'nın notunu ise TUT'a düşürüyoruz. GARAN'da da TUT tavsiyesine devam ediyoruz.

### Katalistler

Yakın dönemdeki net karlar (4Ç23 ve 1Ç24), artan fonlama maliyetleri karşısında bankaların kredi-mevduat makası daralmasının boyutunu daha net ortaya koyabilir. Ancak çıpalanan enflasyon beklentileri ve TCMB'nin mevcut politikasının gevşeme yönünde değişmesi ileriye dönük en önemli katalizörler olacaktır.

### Riskler

Yukarı yönlü temel riskler; 1) enflasyondaki düşüş eğiliminin beklenenden daha iyi gelişmesi, 2) Türk finansal varlıklarına yönelik risk iştahının artması, 3) TL mevduat maliyetlerinde gevşeme, 4) TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi, 5) Türkiye'nin kredi notunun yükseltilmesi.

Aşağı yönlü riskler; 1) TCMB'nin enflasyon beklentilerini sabitlemek için daha şahin bir tutum alması, 2) mevduat değişiklikleri nedeniyle mevduat maliyetlerinin daha da artması, 3) küresel risk iştahının yabancı yatırımcıların Türk varlıklarını almasını engelleyecek şekilde azalması.

## Yönetici Özeti

### 2024: Makroekonomik normalleşme arayışında bir geçiş yılı

2023'ün başında Türk bankalarının kârlılığı konusunda biraz tedirgindik, ancak 2023'ün ilk yarısında kaydedilen yüksek ticari karlar ve ikinci yarıda gevşetilen makro ihtiyati tedbirler bankaların 2023 yılı genelinde yılbaşındaki beklentilerin üzerinde güçlü karlar elde etmesine yardımcı oldu. 4Ç23 finansallarıyla birlikte özel bankaların 2023T'de bir önceki yıla göre ortalama %20 net kar artışı sağlamaları ve ortalama %38'lik bir öz sermaye kârlılığı elde edeceklerini tahmin ediyoruz.

2024 yılında fonlama maliyeti yüksek kalırken bankaların TL kredi mevduat makaslarını genişletme çabasına devam edeceklerini düşünüyoruz. Bu pek çok açıdan kolay bir iş değil; 1) son beş yıl içinde kamu bankalarına 800 baz puandan fazla pazar payı kaptıran özel bankalar, elverişli faiz ortamında 2024 yılında kredi hacimlerini büyütme için çabalayacaklardır. Kredi faizlerindeki artışın yataylaştığını ve yoğun rekabetin kredi faizlerini daha da sınırlayabileceğini hâlihazırda gözlemlemekteyiz; 2) aynı zamanda, ana kredi kategorilerindeki mevduat kaynaklı büyüme sınırlamaları nedeniyle kredi büyümeleri çok da fazla hızlanamıyor. 2024 yılı genelinde TCMB enflasyonla mücadele için para arzını kontrol altına almaya çalışacaktır. Bu sebeple, kredi büyüme sınırlamalarında herhangi bir gevşeme görmeyi beklemiyoruz, bu da kredilerin daha hızlı yeniden fiyatlanmasını engelleyecektir, 3) TCMB enflasyonla mücadelede somut sonuçlar alabilmek için parasal gevşemeyi yılın sonuna kadar erteleyebilir. Bu da yılın büyük bir bölümünde ortalama fonlama maliyetinin yüksek kalabileceği anlamına gelebilir, 4) düşük TL kredi mevduat oranından da anlaşılacağı gibi piyasada bol miktarda TL likiditesi varken, mevduat faizlerinde görülebilecek keskin bir düşüş, mevduat sahiplerini döviz alımına sevk edebilir ki bu durum düzenleyicilerin her ne pahasına olursa olsun kaçınmaya çalışacağı bir durum olacaktır. Dolayısıyla likidite bol olmasına rağmen TL mevduat maliyetini yönetmek oldukça zor olabilir.

Yukarıda sayılan etmenlerin hepsinin şu anda içinde bulunduğumuz sıkılaştırma döngüsünün anlaşılır sonuçları olduğuna inanıyoruz. O halde yatırımcıların 2024T rakamlarının ötesine bakıp 2025T beklentilerini satın almaya başlayıp başlamayacağı sorusu hala ortadadır. Son yıllarda bilançolarını nominal anlamda oldukça büyüten bankalarda kredi mevduat makasında görülebilecek bir normalleşme, net karların ciddi anlamda büyümesi ve banka değerlemelerinin daha yüksek bir baza oturmasını sağlayabilir. Buna karşılık, 2025 yılı beklentilerine yaslanabilmek için, enflasyondaki düşüşe dair işaretlerin alınmaya başlanması ve belki de daha önemlisi, ABD doları bazında fonlamanın fırsat maliyetinin düşmesi gerektiğini düşünüyoruz ki bu da 2024 yılının hemen başlarında gerçekleşmeyebilir. Dolayısıyla Türk bankalarına yönelik temkinli iyimser bakış açımızı korurken yatırımcılar için zamanlamanın önemini vurguluyoruz.

Bu raporumuzda 2024T tahminlerimizi aşağıdaki etmenleri göz önüne alarak revize ediyoruz; 1) daha yüksek kredi büyüme beklentileri (%36-%38'den %45-%50'ye), 2) 2024T için daha yüksek ortalama fonlama maliyeti (%31'den %43,75'e revize edildi), 3) ertelenen parasal gevşeme döngüsü nedeniyle yatay gerçekleşmesini beklediğimiz kredi-mevduat makası 4) bankaların fonlama maliyeti yükünü ağırlaştırıran yüksek zorunlu karşılıklar. 2024 yılında takip ettiğimiz özel bankalarda ortalama %28'lik öz sermaye kârlılığıyla yatay bir net kar artışı bekliyoruz.

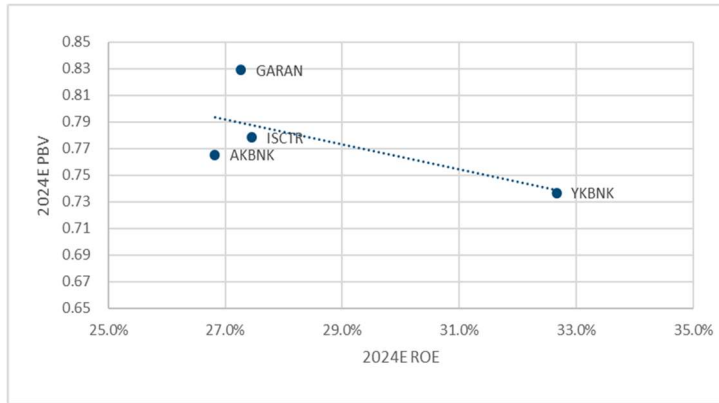
YKBNK, kaldıracını yükseltebileceğinden ve daha yüksek sürdürülebilir öz sermaye kârlılığı potansiyeli taşıdığından en beğendiğimiz banka konumunda olmakla birlikte; TCMB parasal sıkılaşmayı sona erdirdiğinde ISCTR'nin de çok yüksek bir karlılık potansiyeli taşıdığına düşündüğümüz için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Geçtiğimiz Ekim ayından bu yana görülen %21'lik yükselişin ardından AKBNK tavsiyemizi TUT'a düşürüyoruz. GARAN'da ise TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz.

### Görsel 1: Türk bankalarının GOÜ benzerleriyle çarpan bakımından karşılaştırılması

	----F/K----			----PD/DD----			----Özkaynak Karlılığı----			10-yıllık tahvil verimi	Özkaynak Karlılığı - 10 yıllık farkı		
	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T		2023T	2024T	2025T
Güney Afrika	10.6	9.9	8.6	2.1	1.9	1.7	18.0	18.2	18.5	11.38	6.67	6.85	7.16
Polonya	7.9	7.9	7.8	1.4	1.3	1.2	17.7	16.8	16.0	5.40	12.31	11.44	10.64
Orta ve Doğu Avrupa	6.8	7.6	7.4	1.1	1.0	0.9	17.9	15.0	13.5	5.05	12.90	9.96	8.45
Hindistan	18.7	17.1	15.2	2.6	2.2	1.9	14.5	15.2	15.1	7.45	7.03	7.76	7.69
Meksika	9.8	8.9	8.4	1.6	1.6	1.5	16.9	18.2	17.3	9.28	7.61	8.91	8.00
Endonezya	16.7	15.1	13.8	3.3	3.0	2.8	19.4	20.6	21.1	6.61	12.83	13.98	14.45
Brezilya	8.4	6.9	6.1	1.3	1.2	1.1	15.8	17.7	18.0	11.83	4.01	5.90	6.12
<b>Türkiye (4 banka)</b>	<b>3.23</b>	<b>3.25</b>	<b>2.18</b>	<b>1.06</b>	<b>0.82</b>	<b>0.60</b>	<b>38.2</b>	<b>28.6</b>	<b>31.6</b>	<b>27.07</b>	<b>11.15</b>	<b>1.48</b>	<b>4.56</b>
<b>AKBNK</b>	3.2	3.4	2.3	1.03	0.81	0.61	36.4	26.8	30.3	27.07	9.37	-0.25	3.21
<b>GARAN</b>	3.2	3.5	2.4	1.10	0.86	0.65	41.7	27.2	30.7	27.07	14.59	0.17	3.63
<b>ISCTR</b>	3.6	3.3	2.0	1.04	0.81	0.56	32.2	27.5	33.7	27.07	5.09	0.38	6.60
<b>YKBNK</b>	2.9	2.7	2.1	1.05	0.78	0.57	42.6	32.7	31.9	27.07	15.57	5.63	4.79
GOÜ Ortalama	11.3	10.5	9.6	1.9	1.7	1.6	17.2	17.4	17.1	8.14	9.05	8.35	8.93
<b>Türk bankalarının primi/iskontosu (%)</b>	<b>-71%</b>	<b>-69%</b>	<b>-77%</b>	<b>-45%</b>	<b>-53%</b>	<b>-62%</b>							

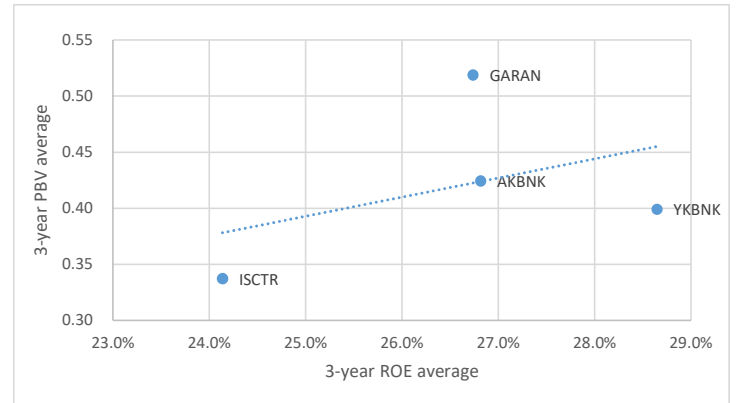
Kaynak: Bloomberg ve Teb Yatırım hesaplamaları

### Görsel 1: Türk bankaları PD/DD vs öz sermaye karlılığı değerlemesi (2024T için)



Kaynak: TEB Yatırım hesaplamaları

### Görsel 2: Türk bankaları PD/DD vs özsermaye karlılığı değerlemesi (tarihsel ortalama)



Kaynak: TEB Yatırım hesaplamaları

### Görsel 4: Tahminlerimizdeki değişiklikler

Net Kar	Eski			Yeni			Değişim			Büyüme		
	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T	2023/2022	2024/2023	2025/2024
AKBNK	68,820	84,347	84,617	65,087	62,080	91,401	-5%	-26%	8%	8.4%	-4.6%	47.2%
GARAN	69,688	89,477	105,648	81,393	73,782	108,814	17%	-18%	3%	39.1%	-9.4%	47.5%
ISCTR	76,699	122,413	136,809	69,184	74,908	126,276	-10%	-39%	-8%	12.4%	8.3%	68.6%
YKBNK	57,659	80,480	82,879	64,560	67,750	89,784	12%	-16%	8%	22.4%	4.9%	32.5%
<b>TOPLAM</b>	<b>272,866</b>	<b>376,716</b>	<b>409,953</b>	<b>280,224</b>	<b>278,520</b>	<b>416,274</b>	<b>3%</b>	<b>-26%</b>	<b>2%</b>	<b>20.4%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>49.5%</b>

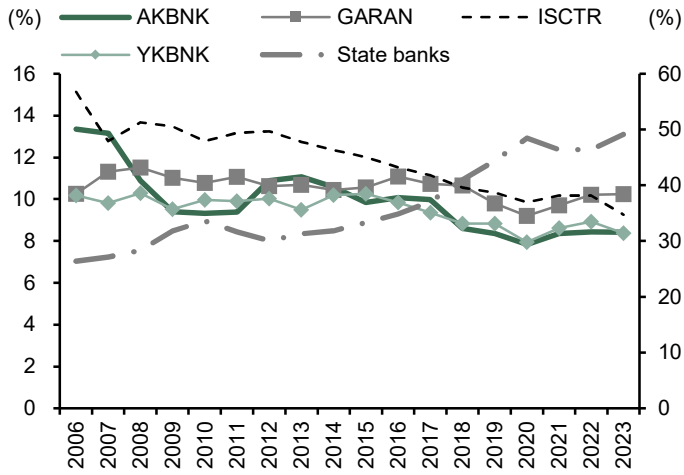
Defter Değeri	Eski			Yeni			Değişim			Büyüme		
	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T	2023/2022	2024/2023	2025/2024
AKBNK	204,943	282,407	358,590	203,651	259,222	344,415	-1%	-8%	-4%	32.6%	27.3%	32.9%
GARAN	223,107	305,615	402,315	238,081	303,724	405,160	7%	-1%	1%	55.9%	27.6%	33.4%
ISCTR	250,802	365,546	507,878	238,845	306,835	443,217	-5%	-16%	-13%	24.8%	28.5%	44.4%
YKBNK	169,787	244,501	324,210	176,562	237,856	325,707	4%	-3%	0%	39.8%	34.7%	36.9%
<b>TOPLAM</b>	<b>848,639</b>	<b>1,198,068</b>	<b>1,592,993</b>	<b>857,139</b>	<b>1,107,636</b>	<b>1,518,498</b>	<b>1%</b>	<b>-8%</b>	<b>-5%</b>	<b>37.4%</b>	<b>29.2%</b>	<b>37.1%</b>

Kaynak: BNPP TEB Yatırım tahminleri

## Özel bankalarda kredi büyümesi kamu bankalarının üzerinde olabilir...

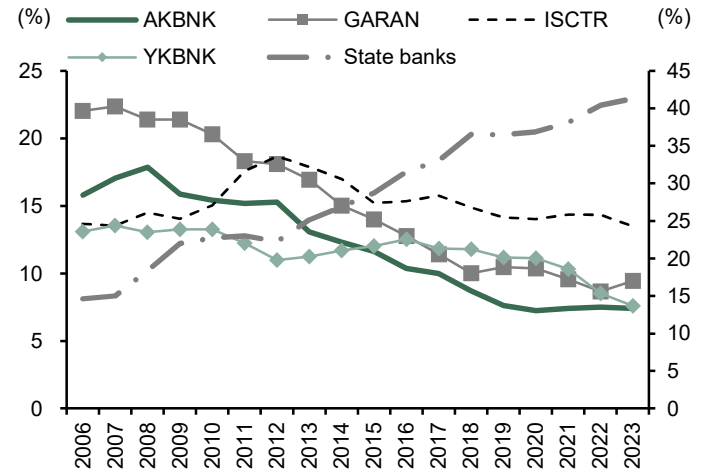
2024T yılını, özel bankaların kamu bankalarından kaybettikleri pazar paylarını geri almaya çalışacakları; kamu bankalarının ise kendilerini devletin son üç yılda iki kez sermayelendirmesinin ardından sermaye yeterlilik rasyolarını koruma kaygıları nedeniyle ve TCMB'nin sıkı para politikası amaçlarına yardımcı olmak amacıyla kredileri hacimlerini sınırlı tutarak özel bankalara yer açmak isteyebilecekleri bir yıl olarak öngörüyoruz. İhracat, yatırım ve tarım kredileri ile mikro kredilerin hariç tutulduğu TL ticari kredilerinde kredi büyüme limiti aylık %2,5 olarak uygulanıyor. İhtiyaç kredilerinde aylık büyüme tavanı %3 olup, kredi kartı kredi büyümesinde herhangi bir sınırlama bulunmamakta. Dolayısıyla özel bankalar açısından kredi büyüme ivmesinin büyük oranda kredi kartları kaynaklı olacağını düşünüyoruz. Kredi büyüme tavanları bu yıl özel bankalar için %35-%40'lık bir kredi büyümesi anlamına gelirken, kredi kartı bakiyesinin mevcut hızı kredi kartlarında %80 civarında bir büyüme anlamına geliyor, bu da özel bankalar için genel kredi büyüme oranını yaklaşık %50'ye çekecektir. Kamu bankaları için kredi büyümesinin %20 seviyelerinde kalmasını bekliyoruz, bu da sektörün genel kredi büyümesinin bir önceki yıla göre %36 büyüyeceği anlamına gelmektedir. Kamu bankaları için ticari kredilerdeki büyüme (ihracat, yatırım ve kurumsal kredi kartları hariç) aynı zamanda sermaye aşındırıcı, çünkü standart yaklaşımda ticari krediler ihtiyaç kredilerinin %150'lik risk ağırlığı üzerinde %200'lük risk ağırlığına sahip.

Görsel 3: TL kredi pazar payları (4 özel banka vs. kamu bankaları)



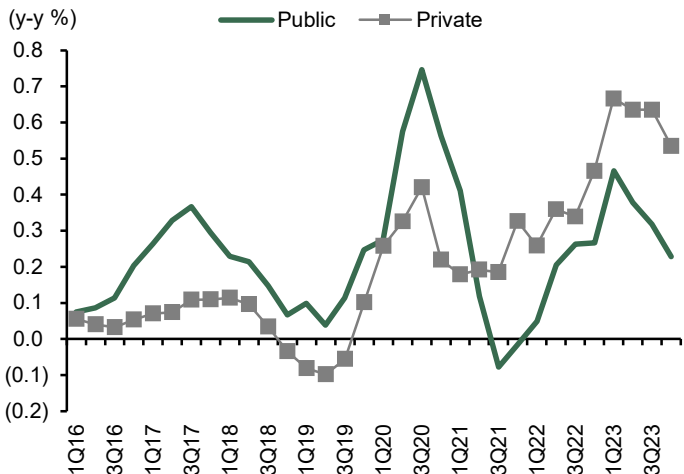
Kaynak: BDDK, BNPP TEB Yatırım hesaplamaları

Görsel 4: YP kredi pazar payları (4 özel banka vs. kamu bankaları)



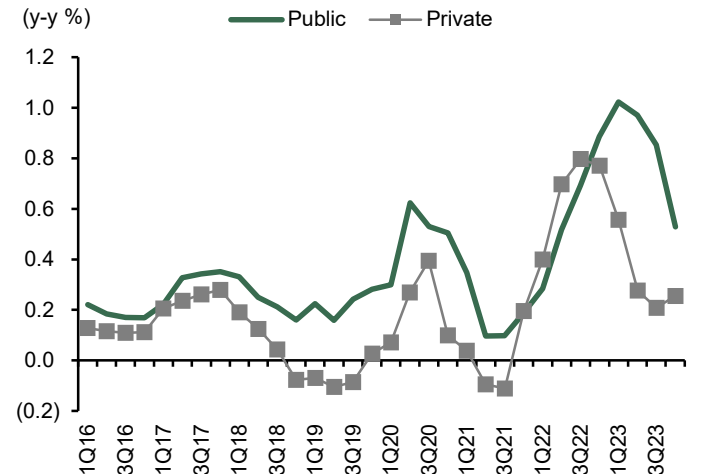
Kaynak: BDDK, BNPP TEB Yatırım hesaplamaları

Görsel 5: TL bireysel kredi büyümesi (kamu-özel)



Kaynak: BDDK, BNPP TEB Yatırım hesaplamaları

Görsel 6: TL ticari kredi büyümesi (kamu-özel)



Kaynak: BDDK, BNPP TEB Yatırım hesaplamaları

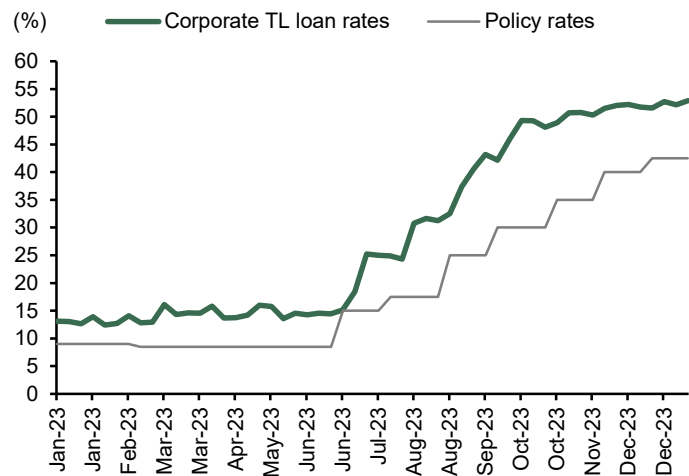
## Kredi mevduat makası genişlemesi fonlama maliyeti üzerinden belirlenecek

TL'nin aylık değer kaybı son dönemde hızlanarak Aralık'23'te %1,5; Ocak'24'te şu ana kadar ortalama %3'ün üzerinde gerçekleşti. Bu hızdaki bir artış, döviz cinsinden mevduat sahibi için yıllık %45'lik bir getiri anlamına gelmektedir. Dolayısıyla tasarruf sahibinin kur korumalı TL hesabını standart TL mevduata çevirmesini teşvik etmek için, TCMB'nin TL'deki değer kaybı hızını yavaşlatmadığı durumda eşdeğer oranın en az %45 olması gerektiğini düşünüyoruz. Bu, bankaların kredi mevduat makasları için önemli bir belirleyici konumundadır. 2023 yılında artan politika faizleriyle birlikte kredi faizleri de arttı. Ancak son bir ayda artan politika faizlerine rağmen TL kurumsal/ticari kredi faiz oranlarının oldukça istikrarlı bir seyir izleyerek %50-%52 aralığında çıpalandığını görüyoruz. Benzer şekilde, bireysel müşteriler için, ihtiyaç kredilerinde %88'lik bir faiz tavanı imkanı olmasına rağmen, son iki ayın ortalaması yaklaşık %62 oldu. Bütün bunlar, kredi faiz oranlarının zirveye ulaştığını ve özel bankaların mevcut toplam kredi getirilerini artırmak için kredi defterlerini büyütme hevesinin bir rekabete yol açarak kredi faiz oranlarını sınırladığını gösteriyor. Kredi büyümesine ilişkin mevzuat sınırlamaları da dikkate alındığında, kredi mevduat makasları çoğunlukla fonlama maliyetinin iyi yönetilmesiyle iyileşebileceğini düşünüyoruz. Fonlama maliyeti yönetiminin bir parçası olarak, özel bankalar, politika faizleri yükselirken ağırlıklı swap ihalelerine başvurdu, ancak son trend, faiz artırımını döngüsünün sonuna yaklaştığımız beklentisiyle artık swap bakiyelerini büyütme istekli olmadıklarını gösteriyor.

Dört özel bankaya ilişkin tahminlerimizde sıkılaştırma döngüsünün kredi mevduat makasları üzerinde tam etkisini 2024T yılında göstereceğini düşünüyoruz. Rahatlama yılın ilerleyen dönemlerinde, özellikle de TCMB'nin politika faizlerini düşürmeye başlamasıyla gerçekleşecek. Daha önceki tahminlerimizde faiz indirim sürecinin enflasyonun zirveye ulaşmasının hemen ardından Temmuz gibi erken bir zamanda başlayabileceği konusunda oldukça iyimserdik. Ancak son dönemde asgari ücretteki artışın beklenenden fazla gerçekleşmesi, TL'deki değer kaybının hızlanması ve yabancı fon girişinin yavaş seyretmesi gibi gelişmeler, TCMB'nin enflasyonu çıpalamak için çok daha ikna edici adımlar atması gerekebileceğini gösterdi. Bu durum faiz indirimleri konusunda önceki beklentilerimizden daha yavaş hareket edebilecekleri anlamına gelebilir.

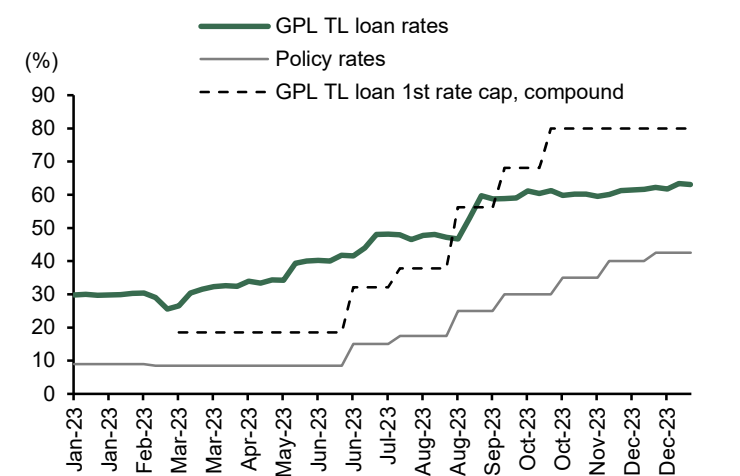
Takibimizdeki dört özel banka için, ortalama swap maliyetiyle düzeltilmiş net faiz marjının 2023T tahminlerimiz olan 470 baz puana kıyasla 2024T'de 355 baz puana gerilemesini bekliyoruz. Genel olarak, swap maliyetiyle düzeltilmiş net faiz gelirlerinin 2024T'de yıllık %12 büyümesini bekliyoruz, bu da %52'lik ortalama enflasyon beklentimizin altında kalmaktadır.

Görsel 7: TL ticari kredi faizi vs. politika faizi



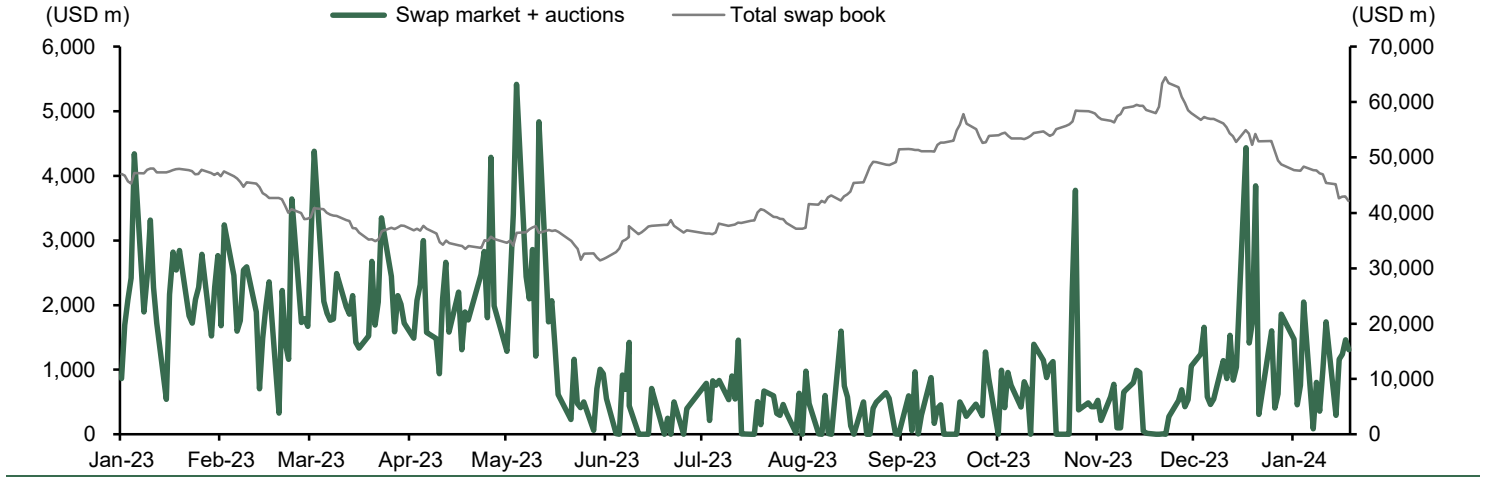
Kaynak: BDDK, TCMB

Görsel 8: İhtiyaç kredisi faizi vs. politika faizi



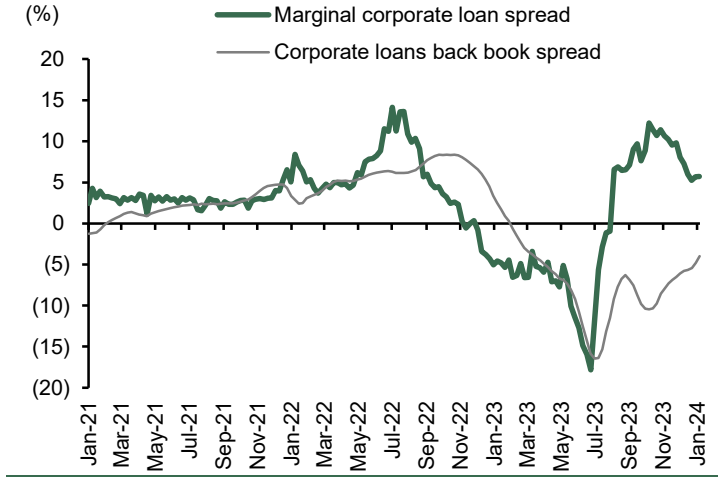
Kaynak: BDDK, TCMB

Görsel 9: Swap büyüklükleri ve swap ihaleleri



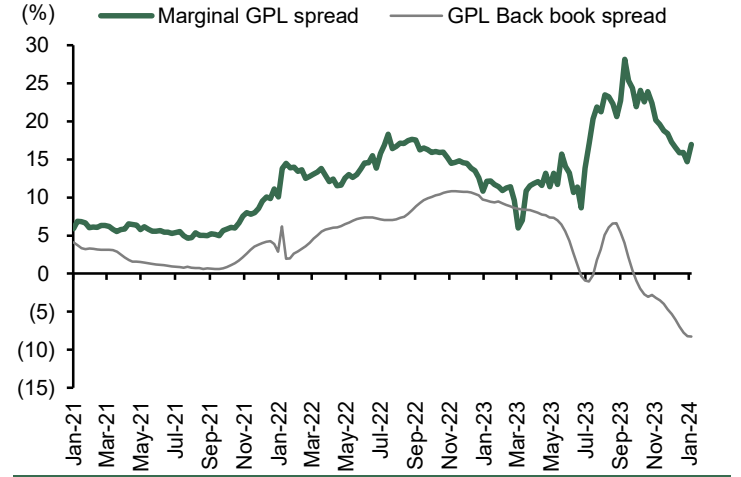
Kaynak: BDDK, TCMB

Görsel 10: TL ticari kredilerin yeni kullanılan ve mevcut bakiyelerinin marj görünümleri



Kaynak: BDDK, BNPP TEB Yatırım hesaplamaları

Exhibit 11: Genel ihtiyaç kredilerinin yeni kullanılan ve mevcut bakiyelerinin marj görünümleri



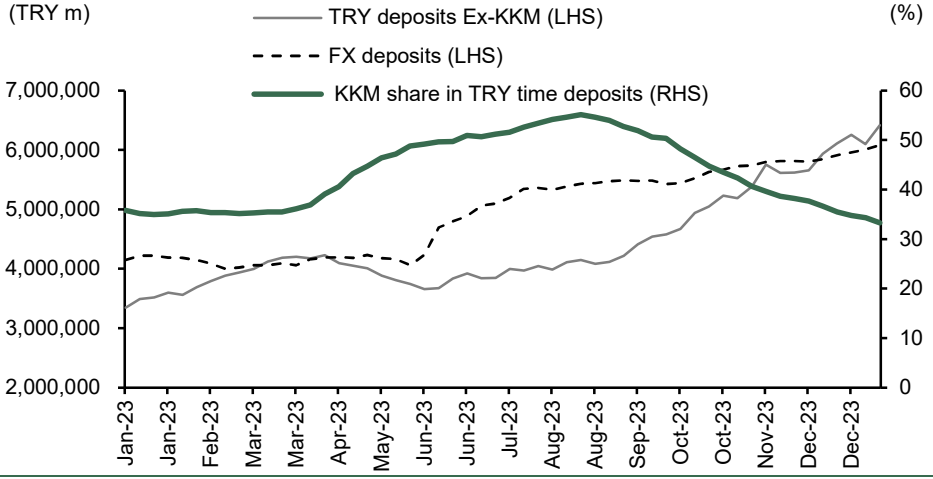
Kaynak: BDDK, BNPP TEB Yatırım hesaplamaları

## DDM/KKM'nin toplam TL mevduata oranı bu yıl içinde yarılanabilir

2022'de bankalara büyük bir maliyet avantajı sağlamasına karşın, 2023'teki seçimlerin ardından oluşan yeni ekonomi yönetimi kur korumalı TL hesaplarının (DDM/KKM) para politikasının etkinliği açısından azaltılması yönünde adımlar attı. Bu kapsamda TCMB, artık bankalardan TL dönüşüm oranlarına göre uzun vadeli TL menkul kıymet alma talebinde bulunmamakta fakat bankalar belirtilen koşulların gerçekleşmemesi halinde döviz zorunlu karşılıklarının yüzde 8'ine kadar komisyon ödemekle yükümlü olabilecekler. Bu durum, sabit getirili menkul kıymet piyasasındaki fiyatlamaların daha liberal koşullarda oluştuğu anlamına geliyor. Diğer taraftan, kur korumalı TL hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranının yüzde 15'ten yüzde 30'a yükseltilmesi ve bu hesapların neredeyse gerçek döviz hesapları gibi ele alınması da caydırıcı özellikte bir düzenleme oldu.

Kur korumalı hesaplardaki mevcut trende baktığımızda, bu hesapların toplam TL vadeli mevduattaki ağırlığının gelecek yılın başından itibaren yarı yarıya azalacağını tahmin ediyoruz. Bu durum TCMB'nin TL likidite yönetiminin etkinliği açısından büyük bir avantaj yaratacaktır. Ancak tasarruf sahiplerinin TL'de kalmasını teşvik etmek için mevduat faizlerinin en azından beklenen enflasyonla aynı seviyede olması gerekiyor. Bu da Türk bankacılık sektörünün kredi mevduat makasını koruyabilmesi için enflasyon beklentilerini aşağı kırmamanın şart olduğu teorimizi desteklemektedir.

**Görsel 12: DDM/KKM hesaplarının toplam TL mevduat içindeki payı, DDM/KKM hariç TL ve YP mevduatlar**

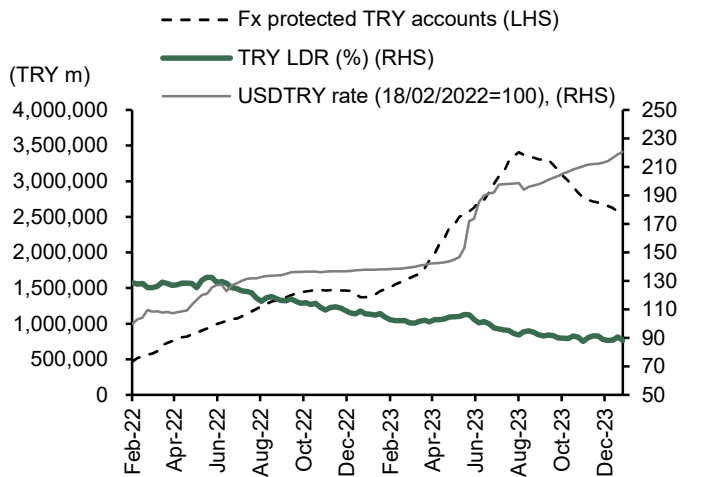


Kaynak: BDDK

## TL likidite konusu

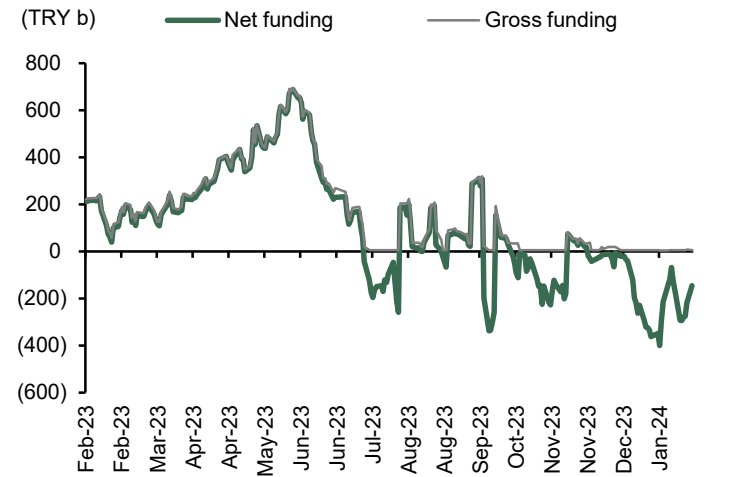
Haziran 2023'ten bu yana TL kredi mevduat oranı %100'ün altına geriledi. Tarihsel olarak, fonlamanın büyük bir kısmı mevduat yoluyla yapılırken ve tasarruflar çoğunlukla döviz hesaplarında tutulduğundan, TL kredi mevduat oranı nadiren %100'ün altına inmiştir. Bu anomalinin, Mayıs 2023 seçimleri sonrasında TL'nin hızla değer kaybetmesiyle birlikte DDM/KKM hesaplarının şişmesiyle ilgili olduğunu düşünüyoruz. Bu aynı zamanda piyasada istenmeyen miktarda bol likidite oluşmasına da neden oldu ve bu da yüksek munzam karşılık artışlarıyla toplanmaya çalışıldı. Bankaların TL zorunlu karşılıklarından herhangi bir ücret almaması fonlama maliyetini de artırmaktadır. İlginçtir ki, son zamanlarda eğilimin Aralık ayının sonundaki yüksek seviyelerinden aşağı doğru indiğini gözlemlese de, büyük miktardaki TL likiditesi TL mevduat maliyetini önemli ölçüde aşağı çekmiyor. Politika faizleri %45 seviyesinde kaldığı ve bankaların DDM/KKM hesaplarını her ay artan bir hızla TL'ye çevirmeleri gerektiği sürece mevduat maliyetlerinin yüksek seviyede yapışkan kalabileceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan, bankalar artık yüksek faiz oranları göz önüne alındığında 1Y23'e göre daha fazla TL tahvil satın almaya daha istekli.

**Görsel 13: Kur korumalı hesaplar ve TL kredi-mevduat oranı trendi**



Kaynak: BDDK, BNPP TEB Yatırım hesaplamaları

**Görsel 14: TCMB net fonlaması**



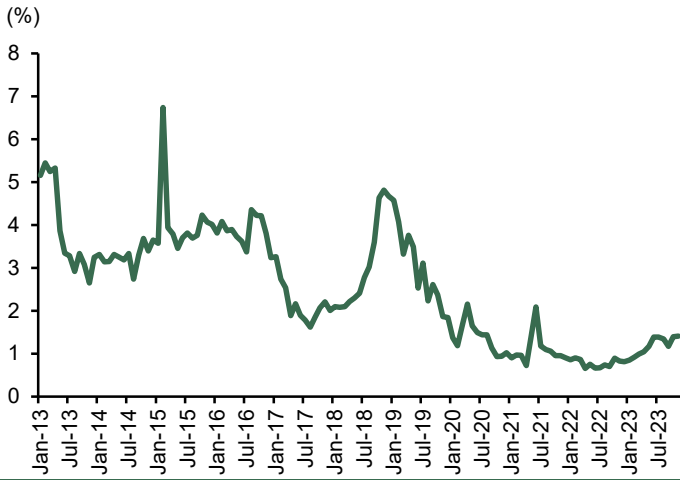
Kaynak: TCMB



## Ekonomide yumuşak iniş gerçekleştiği takdirde aktif kalitesi riski oluşmayabilir

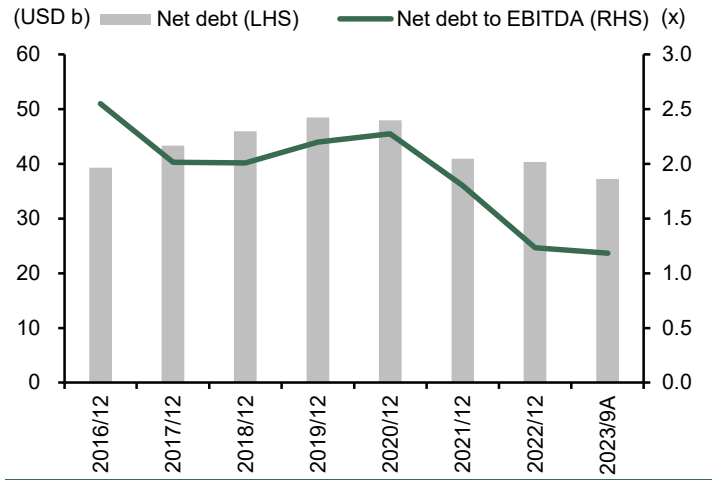
Bankalar 2024 yılı için artan varlık kalitesi risklerine karşı uyarıda bulunurken, şu ana kadar aktif kalitesinin kötüleştiğine dair önemli bir öncü göstere görmedik. Şirketlerin son beş yılda kaldıraçların azaltılması oldukça artan faizlere karşı net karları için tampon görevi göreceklerdir. Aktif kalitesinin temel öncü göstergesinin reel GSYİH büyümesi olduğunu savunuyoruz ve makro varsayımlarımız, enflasyonla mücadelede ekonomide yumuşak bir inişin makul olabileceğini öne sürüyor. 2024/25T'de Türkiye ekonomisinde bir resesyona beklemiyoruz. Sağlıklı istihdam piyasası aynı zamanda bireysel kredilerin takipteki alacaklarının artmasını da engelleyecektir.

Görsel 15: Karşılıksız çeklerin toplam çeklere oranı



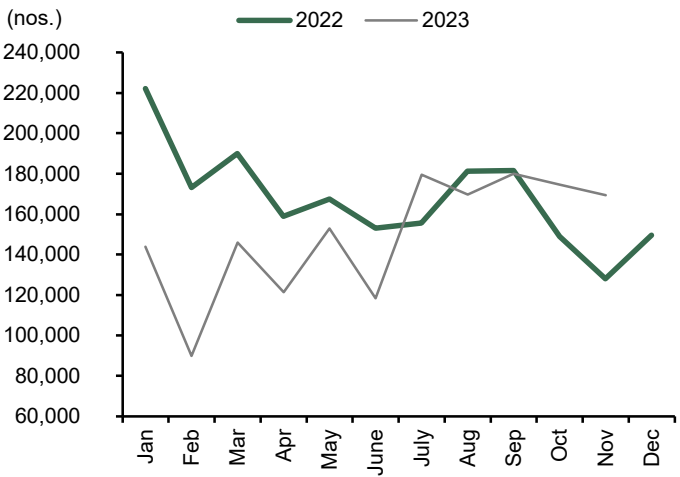
Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği Risk Merkezi

Görsel 16: BIST şirketlerinin net borç durumu



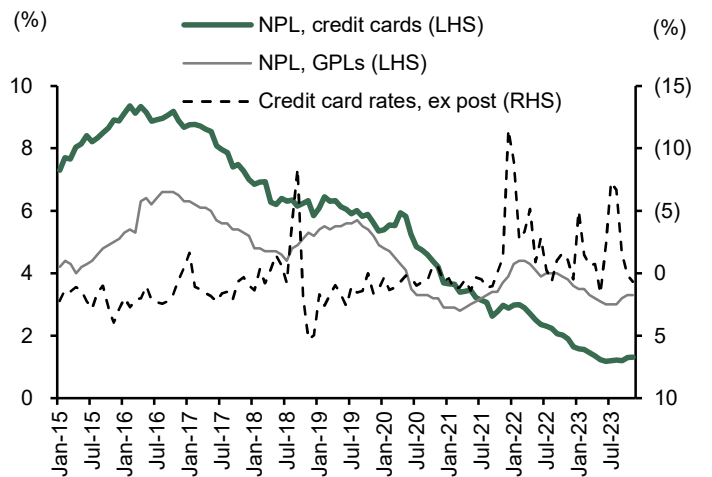
Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet, BNPP TEB Yatırım tahminleri

Görsel 17: Kredi kartı ödemesini geciktiren kişi sayısı



Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği Risk Merkezi

Görsel 18: Kredi kartı ve ihtiyaç kredisi tahsili geciken alacaklar oranı



Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği Risk Merkezi, BNPP TEB Yatırım tahminleri

## Akbank (AKBNK TI; TUT; HF: TL48,11)

2024T yılı için net kar tahminimizi %26 oranında aşağı yönlü revize ederek net karda bir önceki yıla göre %5'lik hafif bir düşüş bekliyoruz. Değişikliğin önemli kısmı, yüksek swap maliyetleri nedeniyle çok daha düşük gelmesini tahmin ettiğimiz swap maliyetiyle düzeltilmiş net faiz marjı tahminlerinden ve 2024T'de TCMB'nin daha şahin bir tutum sergilemesi beklentimizden kaynaklanmaktadır. Ayrıca bankanın 2023T'deki ticari gelirinin, döviz piyasasında azalan müşteri faaliyeti nedeniyle önemli ölçüde düşmesini muhtemel görüyoruz.

Revize edilmiş 2024T tahminlerimize göre AKBNK, 0,81x PD/DD ve 3,4x F/K seviyesinde, 3,1x seviyesindeki özel banka emsallerinin ortalamasına göre küçük bir primle işlem görüyor.

Bankalar için 2026 yılına kadar %31 özsermaye maliyeti kullandığımızdan indirgeme oranı varsayımlarımızı değiştirmedik. 2026 sonrası içinse enflasyonun orta onlu seviyelere ineceğini varsayarak %24 özsermaye maliyeti kullandık. Iskonto oranı varsayımımızda herhangi bir değişiklik bulunmamaktadır.

Buna göre, uç dönem olan 2030 sonu itibarıyla hedef Tier-1 sermaye oranı üzerinden AKBNK'yi 1,03x (değişiklik yok) PD/DD üzerinden değerlendiriyoruz. Tahminlerimiz 2024T için aşağı yönlü revize edilirken, 2025T için net kar beklentilerimizi bir miktar artırdık. Tahminlerimizi 2024T sonuna kaydırarak HF'mizi %10 artırarak 48,11 TL'ye yükselttik. %19 ile sınırlı bir yukarı yönlü potansiyeli sebebiyle AKBNK için AL önerimizi TUT'a indiriyoruz. Eylül sonundaki tavsiyemizi yükseltmemizden bu yana AKBNK, nominal olarak TL bazında %21 oranında değer kazanırken, gösterge BIST-100 endeksinin %23 üzerinde performans gösterdi.

TUT tavsiyemize ilişkin yukarı yönlü riskler şunlardır: 1) yatırımcıların ilgisini piyasaya çekecek şekilde çapalanan enflasyon beklentileri; 2) beklenenden erken bir parasal gevşeme döngüsü başlaması, 3) bankacılık sektörünün kredi büyümesi üzerindeki sınırlamaları kaldıracak mevzuat değişiklikleri. Aşağı yönlü riskler: 1) bozulan makroekonomik ortam ve kredi notu düşmesi, 2) bankanın karlılığını sınırlayacak mevzuat değişiklikleri.

## Garanti Bankası (GARAN TI; TUT; HF:74,71)

GARAN'ın özel bankalar arasındaki hisse fiyatı performansı da dikkat çekiciydi; hisse senedi Eylül sonundan bu yana nominal TL bazında %17 oranında değer kazandı.

GARAN, 2023 yılında mevduat maliyetlerini düşük tutmayı başardı ancak sektör ortalaması olan %34'e karşılık TL vadeli mevduatının yaklaşık %48'ini oluşturduğunu tahmin ettiğimiz önemli bir DDM/KKM portföyüne sahip olması fonlama maliyetini yönetme konusundaki esnekliği ileriye dönük olarak olumsuz etkileyebilir. Özel rakiplerinden farklı olarak GARAN, büyük bir TÜFE'li tahvil portföyü ile de bilançosunu desteklemiyor. Enflasyonun yıl boyunca yüksek kalacağı göz önüne alındığında TÜFE'li tahvillerin hala önemli bir varlık sınıfı olduğunu düşünüyoruz.

9A23 itibarıyla GARAN'ın net kredi büyümesi (kredi kartları hariç) ya da yeni açılan kredilerin %46'sı önümüzdeki 3 ayda vadesi dolacak kredilerden oluşuyor. Bu, bankaya hızlı bir şekilde yeniden fiyatlama yapma avantajı sağlayacaktır. Ancak aynı zamanda GARAN'ın kredi kartı portföyü toplam TL kredi büyüklüğünün 1/3'ü kadar ve kredi kartı kredi faiz oranları son dört aydır durağan seyrederek bu ürünün karlılığını sınırlamaktadır.

GARAN için 2024T net kar tahminimizi %18 oranında aşağı yönlü revize ettik ve banka net karında bir önceki yıla göre %9 civarında bir düşüş bekliyoruz. Uç dönem 2030 sonu itibarıyla hedef Tier-1 sermaye oranında GARAN'ı 1,19x (değişiklik yok) PD/DD olarak değerlendiriyoruz. Tahminlerimizin devamında GARAN'a yönelik 12 aylık

HF'mizi önceki 67,01 TL'den 74,71 TL'ye yükseltiyoruz. GARAN, özel emsallerinin ortalamasına göre %10'luk bir primle 3,5x 2024T F/K seviyesinde işlem görüyor. 0,86x'lik 2024T PD/DD çarpanı aynı zamanda benzerleri arasında en yüksek değerdir.

TUT tavsiyemize ilişkin yukarı yönlü riskler: 1) döviz mevduatlarının DDM hesaplarına dönüştürülmesine ilişkin düzenlemelerin gevşetilmesi; 2) Türk finansal varlıklarının yukarı yönlü derecelendirilmesi; 3) diğer potansiyel olarak olumlu mevzuat değişiklikleri.

Aşağı yönlü riskler: 1) daha yüksek risk primleriyle kötüleşen makro ortam; 2) bankanın kârlılığını sınırlayacak beklenmedik düzenleyici değişiklikler; ve 3) BBVA'nın Mayıs 2022'deki geri alım sırasında satın alınan GARAN hisselerini bir kısmını tasfiye etmeye karar vermesi durumunda oluşabilecek potansiyel hisse fazlası.

## Yapı Kredi Bankası (YKBNK TI; AL; HF:30,03)

Eylül sonunda tavsiyemizi yükseltmemizden bu yana YKBNK, nominal olarak TL bazında %19 artış göstererek, gösterge BIST-100 endeksinin %21 üzerinde performans gösterdi.

YKBNK yönetimi, 2024T için kredileri büyütme ve kredi portföyü durasyonu ekleme konusunda istekli. Banka yakın zamanda görece yüksek maliyetli AT-1 tahvilinin yerine Tier-2 sermaye benzeri tahvil ihracını tamamladı. YKBNK'nin kredilerini büyütme için yeterli sermayesi ve iştahı var. Ancak yine de faiz getirli aktiflerin büyüme tahminini %38'den %50'ye yükseltirken, daha sıkı kredi-mevduat makası öngörümüz çerçevesinde net kar tahminimizi %16 aşağı yönlü revize ettik. Dolayısıyla 2024T özelinde YKBNK için yatay bir net kar zemini öngörüyoruz. Revize edilmiş 2024T tahminlerimize göre YKBNK, takibimizdeki özel emsallerine göre en düşük oran olan 0,78x PD/DD ve 2,7x F/K seviyesinde işlem görüyor. Öz sermaye modelimizde, uç dönemde 2030 sonu itibarıyla YKBNK'yi hedef Tier-1 sermayesi üzerinden 1,15x (değişiklik yok) PD/DD üzerinden değerlendiriyoruz. 2024T sonu tahminimize göre YKBNK'nin HF'sini %15 oranında artırıyor ve hisse başına 30,03 TL'ye yükseltiyoruz (önceki HF TL26,05). Mevcut hisse fiyatına göre %37 yukarı yönlü potansiyeli ile hisse senedi üzerindeki AL notumuzu koruyoruz.

AL tavsiyemize ilişkin temel aşağı yönlü riskler: 1) TL varlıklarının notunun daha da düşürülmesi ve risk primlerinin artması; 2) beklenenden düşük reel GSYİH büyümesi; 3) TL'nin (ABD Doları karşısında) daha da düşmesinin varlık kalitesi risklerini artırması; ve 4) ücretleri veya net faiz marjı artışını sınırlayacak bir mevzuat değişikliği.

## Isbank (ISCTR TI; AL; HF:33,02)

2024T'de ISCTR'deki ana tema, geniş iştirak portföyünün tek bir kuruluş altında yeniden yapılandırılması olacaktır. Ancak bunun bankaya anlık maddi veya sermayesel bir faydası olmayabilir, iştirak gelirlerinin muhasebeleştirilmesinde farklılıklara yol açabilir. Ayrıca bu yıl, bağlı kuruluşlarının bir kısmının (finansal olmayan kuruluşlar veya daha spesifik olarak SISE) enflasyon muhasebesine geçeceği konusunda da bir belirsizlik var; bu, büyük olasılıkla özsermaye tabanının büyümesine ve dolayısıyla ISCTR'ye olan iştirak katkısına faydalı olacaktır. ISCTR aynı zamanda geniş iştirak/sabit varlık ve TÜFE'li tahvil portföyleri nedeniyle 2025T'de bankalar tarafından benimsenecek olan enflasyon muhasebesinden de önemli ölçüde yararlanacaktır.

2024T için ISCTR'nin net kar tahminimizi %39 oranında aşağı yönlü revize ettik ancak yine de bir önceki yıla göre hafif bir artış (%8,3) bekliyoruz. ISCTR'nin geniş

iştirak portföyü ve TÜFE'li tahvilleri, bankanın net karını emsallerine göre daha fazla tamponlayacaktır. Ayrıca kredi portföyünün hızlı bir şekilde yeniden fiyatlandırılmasını ve bankanın DDM/KKM hesaplarını yüksek oranların üzerinde teklif vermeden TL mevduata çevirebileceğini düşünüyoruz. Revize edilmiş 2024 tahminlerimize göre ISCTR 0,81x PD/DD ve 3,3x F/K seviyesinde işlem görüyor. Bu rakamlar, ISCTR'yi tarihsel olarak daha iskontolu olan değerlemeye kıyasla genel olarak özel emsalleriyle aynı seviyeye getiriyor. Ancak bu aşamada, iştirak portföyünün yeniden yapılandırılması ve 2025 yılında geçilecek olan enflasyon muhasebesinden önemli bir yararlanıcı olması yönünde potansiyel olarak olumlu beklentiler göz önüne alındığında, ISCTR'nin emsallerine göre iskontolu fiyatlanmasını beklemiyoruz.

Özsermaye modelimizde, ISCTR'yi uç dönemde 2030 sonu itibarıyla hedef Tier-1 sermayesi üzerinden 1,09x (değişiklik yok) PD/DD üzerinden değerlendiriyoruz. 2024 sonu tahminlerimize göre HF'mizi 30,89 TL/hisse'den 33,02/hisse'ye yükseltiyoruz. Mevcut seviyelerde %33 yükseliş potansiyeli sunan hisse senedi için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

AL tavsiyemize ilişkin başlıca aşağı yönlü riskler şunlardır: 1) TL varlıklarının notunun daha da düşürülmesi ve risk primlerinin artması; 2) beklenenden düşük reel GSYİH büyümesi; 3) TL'nin (USD karşısında) düşmesi ve aktif kalitesi risklerinin artması; ve 4) ücretleri veya net faiz marjı artışını sınırlayan herhangi bir düzenleyici önlem getirilmesi.

## Görsel 21: Hedef fiyat ve varsayım değişiklikleri

Özsermaye modeli değerlendirme varsayımları (Eski)	AKBNK	GARAN	ISCTR	YKBNK
<b>Özsermaye maliyeti (Eski)</b>				
2025/2021 (%)	31.00	31.0	31.0	31.0
2026 sonrası (%)	23.97	24.0	23.7	24.0
Uç dönem PD/DD (x)	1.03	1.19	1.09	1.15
Hedef min. Tier-1 rasyosu (%)	11.60	11.1	11.6	11.1
<b>Hisse başı hedef fiyat (Eski)</b>	<b>43.71</b>	<b>67.01</b>	<b>30.89</b>	<b>26.05</b>
Hisse başı artık sermaye	10.70	12.51	2.45	4.69
Hisse başı düzeltilmiş net karın net bugünkü değeri	10.07	19.24	10.41	8.38
Hisse başı uç dönem değeri	22.95	35.26	18.03	12.97
Özsermaye modeli değerlendirme varsayımları (Yeni)	AKBNK	GARAN	ISCTR	YKBNK
<b>Özsermaye maliyeti (Yeni)</b>				
2025/2021 (%)	31.0	31.0	31.0	31.0
2026 sonrası (%)	24.0	24.0	23.7	24.0
Uç dönem PD/DD (x)	1.03	1.19	1.09	1.15
Hedef min. Tier-1 rasyosu (%)	11.6	11.1	11.6	11.1
<b>Hisse başı hedef fiyat (Yeni)</b>	<b>48.11</b>	<b>74.72</b>	<b>33.02</b>	<b>30.03</b>
Hisse başı artık sermaye	9.46	17.83	1.07	6.16
Hisse başı düzeltilmiş net karın net bugünkü değeri	11.49	13.98	11.28	7.22
Hisse başı uç dönem değeri	27.15	42.90	22.81	16.65
Hedef fiyattaki değişiklik	10%	12%	7%	15%

Kaynak: BNPP TEB Yatırım hesaplamaları

## Görsel 22: 2023T özet finansallar

2023T	AKBNK	GARAN	ISCTR	YKBNK
TL kredi büyümesi (%)	62.2%	55.0%	52.8%	51.4%
YP kredi büyümesi (USD) (%)	-7.5%	7.4%	-10.0%	-15.3%
Ortalama faiz getirili aktifler, mın TL	1,303,113	1,390,116	1,651,134	1,279,366
Defter değeri, mın TL	203,651	238,081	238,845	176,562
Net Faiz Geliri	63,315	72,939	69,072	70,972
Net faiz geliri, swaplar dahil	59,637	68,982	52,402	65,186
TÜFEX bono geliri	63,206	36,941	41,897	60,387
Ticari kar/zarar , swaplar dahil	36,567	29,447	12,290	20,112
Net ücret ve komisyon gelirleri	30,861	39,245	42,497	33,933
Net karşılıklar	-12,960	-19,300	-12,978	-9,243
Faaliyet giderleri	-44,619	-47,550	-70,190	-46,523
Karşılıklar öncesi kar	93,190	103,591	86,692	80,748
Vergi öncesi kar	82,589	97,256	77,965	79,153
<b>Net kar</b>	<b>65,087</b>	<b>81,393</b>	<b>69,184</b>	<b>64,560</b>
<b>Rasyolar (%)</b>				
Swap maliyetiyle düzeltilmiş net faiz marjı (%)	4.6%	5.4%	3.5%	5.1%
Swap maliyeti ve TÜFE'li tahvil gelirlerine göre düzeltilmiş net faiz marjı (%)	-0.3%	2.3%	0.6%	0.4%
Swap maliyetiyle düzeltilmiş net faiz gelirinde TÜFE'li tahvil geliri payı (%)	106.0%	53.6%	80.0%	92.6%
Net Kredi risk maliyeti (%)	-1.7%	-1.8%	-1.3%	-1.0%
Net Kredi risk maliyeti kur hariç (%)	-1.5%	-0.7%	-0.9%	-0.2%
Maliyet/gelir rasyosu (%)	-34.1%	-33.6%	-56.7%	-37.2%
Tahsili geciken alacaklar oranı (TGA) (%)	2.2%	1.9%	2.1%	2.7%
Tahsili gecikmiş alacak + Grup 2 yeniden yapılandırılan kredi rasyosu	7.7%	7.4%	7.5%	9.3%
Tier-1 rasyosu (düzenleme etkisi hariç) (%)	14.9%	15.3%	11.9%	15.6%
Özsermaye karlılığı (%)	36.4%	41.7%	32.2%	42.6%
Aktif karlılığı (%)	4.5%	5.3%	3.7%	4.5%

Kaynak: TEB Yatırım Tahminleri

## Görsel 23: 2024T özet finansallar

2024T	AKBNK	GARAN	ISCTR	YKBNK
TL kredi büyümesi	56.1%	55.5%	53.6%	62.9%
YP kredi büyümesi (USD)	4.1%	8.2%	5.1%	8.2%
Ortalama faiz getirili aktifler, mn TL	2,154,295	2,031,210	2,455,093	1,905,808
Defter değeri, mn TL	259,222	303,724	306,835	237,856
Net Faiz Geliri	102,166	78,089	102,344	105,222
Net faiz geliri, swaplar dahil	70,022	65,143	63,506	79,330
TÜFEX bono geliri	61,688	32,872	46,307	69,827
Ticari kar/zarar , swaplar dahil	-8,109	11,525	-6,921	-1,232
Net ücret ve komisyon gelirleri	57,756	74,208	76,520	60,947
Net karşılıklar	-12,058	-15,670	-16,749	-14,863
Faaliyet giderleri	-70,682	-76,124	-113,588	-75,701
Karşılıklar öncesi kar	<b>90,086</b>	<b>108,738</b>	<b>99,542</b>	<b>98,875</b>
Vergi öncesi kar	<b>83,162</b>	<b>96,591</b>	<b>88,109</b>	<b>90,717</b>
<b>Net kar</b>	<b>62,080</b>	<b>73,782</b>	<b>74,908</b>	<b>67,750</b>
<b>Rasyolar</b>				
Swap maliyetiyle düzeltilmiş net faiz marjı (%)	3.6%	3.5%	2.9%	4.2%
Swap maliyeti ve TÜFE'li tahvil gelirlerine göre düzeltilmiş net faiz marjı (%)	0.4%	1.6%	0.7%	0.5%
Swap maliyetiyle düzeltilmiş net faiz gelinde TÜFE'li tahvil geliri payı (%)	88.1%	50.5%	72.9%	88.0%
Net Kredi risk maliyeti (%)	-1.1%	-1.2%	-1.2%	-1.1%
Net Kredi risk maliyeti kur hariç (%)	-0.6%	-1.1%	-0.8%	-0.7%
Maliyet/gelir rasyosu (%)	-46.6%	-46.5%	-66.1%	-45.9%
Tahsili geciken alacaklar oranı (TGA) (%)	2.1%	1.9%	1.7%	2.1%
Tahsili gecikmiş alacak + Grup 2 yeniden yapılandırılan kredi rasyosu	6.2%	6.6%	9.2%	9.4%
Tier-1 rasyosu (düzenleme etkisi hariç) (%)	14.4%	14.7%	11.2%	13.7%
Özsermaye karlılığı (%)	26.8%	27.2%	27.5%	32.7%
Aktif karlılığı (%)	3.0%	3.3%	2.8%	3.3%

Kaynak: TEB Yatırım Tahminleri

## Görsel 24: 2025T özet finansallar

2025T	AKBNK	GARAN	ISCTR	YKBNK
TL kredi büyümesi	37.4%	40.1%	37.3%	40.3%
YP kredi büyümesi (USD)	2.0%	0.0%	2.0%	3.0%
Ortalama faiz getirili aktifler, mn TL	2,601,264	2,706,970	3,244,365	2,568,264
Defter değeri, mn TL	344,415	405,160	443,217	325,707
Net Faiz Geliri	128,676	140,731	132,627	122,169
Net faiz geliri, swaplar dahil	124,283	132,922	122,384	118,132
TÜFEX bono geliri	46,245	24,643	34,786	47,504
Ticari kar/zarar , swaplar dahil	10,442	3,219	20,547	5,703
Net ücret ve komisyon gelirleri	74,136	102,865	113,553	84,744
Net karşılıklar	-16,412	-28,887	-22,080	-17,323
Faaliyet giderleri	-92,328	-102,021	-151,708	-99,611
Karşılıklar öncesi kar	<b>134,552</b>	<b>169,745</b>	<b>176,957</b>	<b>129,388</b>
Vergi öncesi kar	<b>123,115</b>	<b>144,786</b>	<b>154,877</b>	<b>119,143</b>
<b>Net kar</b>	<b>91,401</b>	<b>108,814</b>	<b>126,276</b>	<b>89,784</b>
<b>Rasyolar</b>				
Swap maliyetiyle düzeltilmiş net faiz marjı (%)	5.0%	5.2%	4.7%	4.6%
Swap maliyeti ve TÜFE'li tahvil gelirlerine göre düzeltilmiş net faiz marjı (%)	3.0%	4.0%	2.7%	2.8%
Swap maliyetiyle düzeltilmiş net faiz gelirinde TÜFE'li tahvil geliri payı (%)	37.2%	18.5%	28.4%	40.2%
Net Kredi risk maliyeti (%)	-1.1%	-1.4%	-1.2%	-0.9%
Net Kredi risk maliyeti kur hariç (%)	0.0%	-1.3%	-0.9%	-0.6%
Maliyet/gelir rasyosu (%)	-43.3%	-41.3%	-56.9%	-46.9%
Tahsili geciken alacaklar oranı (TGA) (%)	2.0%	1.7%	2.0%	2.0%
Tahsili gecikmiş alacak + Grup 2 yeniden yapılandırılan kredi rasyosu	6.1%	8.5%	8.8%	9.4%
Tier-1 rasyosu (düzenleme etkisi hariç) (%)	14.5%	15.0%	12.7%	14.5%
Özsermaye karlılığı (%)	30.3%	30.7%	33.7%	31.9%
Aktif karlılığı (%)	3.3%	3.7%	3.5%	3.2%

Kaynak: TEB Yatırım Tahminleri

## Finansal Tablolar

## AKBNK

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Faiz Gelirleri	48,802	127,815	225,851	474,386	597,481
Faiz Giderleri	(25,967)	(50,944)	(162,536)	(372,221)	(468,805)
Net Faiz Geliri	22,835	76,872	63,315	102,166	128,676
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	5,233	10,316	30,861	57,756	74,136
YP Alım-Satım Gelirleri	(2,738)	10,178	34,209	(13,243)	5,468
Menkul Kıymet Alım-Satım Gelirleri	9,187	4,882	2,359	5,134	4,975
Temettü Gelirleri	1,563	3,106	7,508	12,889	17,400
Diğer Gelirler	554	1,039	1,917	1,200	1,200
Faiz-Dışı Gelirler	13,799	29,520	76,853	63,737	103,179
Toplam Gelirler	36,633	106,391	140,168	165,902	231,855
Personel Giderleri	(3,274)	(6,338)	(15,735)	(28,809)	(39,932)
Diğer Faaliyet Giderleri	(6,052)	(12,800)	(28,884)	(41,873)	(52,396)
Toplam Faaliyet Giderleri	(9,326)	(19,138)	(44,619)	(70,682)	(92,328)
Karşılıklar Öncesi Faaliyet Karı	18,120	82,371	93,190	90,086	134,552
Beklenen Zarar Karşılıkları	(3,450)	(4,075)	(12,336)	(12,058)	(16,412)
Diğer Karşılıklar	(7,791)	(3,918)	(625)	0	0
Faaliyet Karı	16,066	79,260	82,589	83,162	123,115
Yinelenen Faaliyet Dışı Kar	0	0	0	0	0
İştiraklerden Elde Edilen Gelirler	-	-	-	-	-
Şerefiye Amortismanı	-	-	-	-	-
Yinelenmeyen Kalemler	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	16,066	79,260	82,589	83,162	123,115
Vergiler	(3,940)	(19,236)	(17,502)	(21,082)	(31,714)
Vergi Sonrası Net Kar	12,126	60,024	65,087	62,080	91,401
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Tercihli Hisselere Düşen Kar Payı	0	0	0	0	0
Diğer Kalemler	-	-	-	-	-
Net Dönem Karı	12,126	60,024	65,087	62,080	91,401
Yinelenmeyen Kalemler ve Şerefiye	0	0	0	0	0
Yinelenen Net Dönem Karı	12,126	60,024	65,087	62,080	91,401
<b>Hisse Başı Göstergeler (TRY)</b>					
Yinelenen Hisse Başı Kazanç (TRY)	2.33	11.54	12.52	11.94	17.58
Hisse Başı Kazanç	2.33	11.54	12.52	11.94	17.58
Hisse Başı Temettü	0.23	1.73	1.25	1.19	1.76
<b>Büyümler</b>					
Net Faiz Geliri (%)	16.9	236.6	(17.6)	61.4	25.9
Faiz-Dışı Gelirler (%)	210.2	113.9	160.3	(17.1)	61.9
Karşılıklar Öncesi Faaliyet Karı (%)	20.9	354.6	13.1	(3.3)	49.4
Faaliyet Karı (%)	102.2	393.3	4.2	0.7	48.0
Net Kar (%)	93.5	395.0	8.4	(4.6)	47.2
Yinelenen Hisse Başı Kazanç (%)	93.5	395.0	8.4	(4.6)	47.2
Hisse Başı Kazanç (%)	93.5	395.0	8.4	(4.6)	47.2
<b>Gelir Kırılımı</b>					
Net Faiz Geliri (%)	62.3	72.3	45.2	61.6	55.5
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri (%)	14.3	9.7	22.0	34.8	32.0
YP Alım-Satım Gelirleri (%)	(7.5)	9.6	24.4	(8.0)	2.4
Menkul Kıymet Alım-Satım Gelirleri (%)	25.1	4.6	1.7	3.1	2.1
Temettü Gelirleri (%)	4.3	2.9	5.4	7.8	7.5
Diğer Gelirler (%)	1.5	1.0	1.4	0.7	0.5
<b>Faaliyet Performans Göstergeleri</b>					
Brüt Faiz Verimi (%)	9.5	16.1	17.3	24.5	23.0
Fonlama Maliyeti (%)	5.6	7.2	14.0	21.2	20.2
Net Faiz Oranı (%)	3.9	8.9	3.4	3.4	2.8
Net Faiz Marjı (%)	4.5	9.7	4.9	5.3	4.9
Maliyet/Gelir Oranı (%)	25.5	18.0	31.8	42.6	39.8
Maliyet/Aktifler (%)	1.6	2.1	3.1	3.4	3.3
Efektif Vergi Oranı (%)	24.5	24.3	21.2	25.4	25.8
Yin. Gelir Üzerinden Temettü Oranı (%)	10.0	15.0	10.0	10.0	10.0
Özsermaye Karlılığı (%)	17.5	52.3	36.4	26.8	30.3
Özsermaye Karlılığı-Özsermaye Maliyeti (%)	(13.5)	21.3	5.5	(4.1)	(0.7)
Aktif Karlılığı (%)	2.1	6.7	4.5	3.0	3.3
Risk Ağırlıklı Varlıklar Getirisi (%)	2.5	8.3	6.0	4.0	4.5



## AKBNK

Bilanço (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Brüt Krediler	353,372	560,350	883,536	1,316,905	1,759,874
Beklenen Zarar Karşılıkları	(18,639)	(21,513)	(33,711)	(45,769)	(62,181)
Ertelenen Faiz	0	0	0	0	0
<b>Net Krediler</b>	<b>334,733</b>	<b>538,837</b>	<b>849,825</b>	<b>1,271,136</b>	<b>1,697,693</b>
Bankalardan Alınan Krediler	0	0	0	0	0
Devlet Tahvilleri	153,074	266,161	446,948	567,605	816,220
Alım-Satım Amaçlı Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0
Yatırım Amaçlı Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0
Nakit ve Nakit Benzerleri	133,268	160,592	343,863	388,777	461,098
Diğer Faiz Getirili Aktifler	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	5,829	15,127	16,388	16,388	16,388
Ortaklık Yatırımları	16,078	23,547	40,816	45,295	45,295
Şerefiye	0	0	0	0	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,466	2,652	3,001	3,001	3,001
Diğer Varlıklar	64,463	68,270	96,738	96,738	135,707
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>708,911</b>	<b>1,075,186</b>	<b>1,797,578</b>	<b>2,388,940</b>	<b>3,175,401</b>
Mevduatlar	413,261	679,325	1,206,074	1,691,489	2,223,664
Banka Mevduatları	0	0	0	0	0
Diğer Faiz Ödenen Yükümlülükler	144,046	140,866	260,874	305,885	364,490
Faiz Ödenmeyen Yükümlülükler	56,924	84,596	103,430	103,430	208,912
Sermaye Benzeri Borçlanma Araçları	18,726	16,800	23,550	28,914	33,921
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>632,956</b>	<b>921,587</b>	<b>1,593,928</b>	<b>2,129,718</b>	<b>2,830,986</b>
Ödenmiş Sermaye	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200
Toplam Yedekler	70,755	148,400	198,451	254,022	339,215
<b>Toplam Özsermaye</b>	<b>75,955</b>	<b>153,600</b>	<b>203,651</b>	<b>259,222</b>	<b>344,415</b>
Azınlık Payları	-	-	-	-	-
<b>Toplam Yükümlülükler ve Özsermaye</b>	<b>708,911</b>	<b>1,075,186</b>	<b>1,797,578</b>	<b>2,388,940</b>	<b>3,175,401</b>
<b>Diğer Kalemler</b>					
Toplam Risk Ağırlıklı Varlıklar	594,672	843,779	1,325,699	1,761,823	2,341,832
Ortalama Faiz Getirili Varlıklar	512,353	793,333	1,303,113	1,934,077	2,601,264
Ortalama Faiz Ödenen Yükümlülükler	462,875	706,512	1,163,745	1,758,393	2,324,182
Ana Sermaye	76,713	149,349	198,006	253,577	338,770
Toplam Sermaye	171,935	315,525	422,506	539,683	715,701
Brüt Tahsili Gecikmiş Alacaklar (TGA)	17,769	16,907	19,651	27,100	35,037
<b>Hisse Başlı Göstergeler</b>					
Hisse Başlı Defter Değeri	14.61	29.54	39.16	49.85	66.23
İştirakler Hariç Hisse Başlı Defter Değeri	14.32	29.03	38.59	49.27	65.66
<b>Büyüme</b>					
Brüt Krediler (%)	39.5	58.6	57.7	49.0	33.6
Ortalama Faiz Getirili Varlıklar (%)	40.5	54.8	64.3	48.4	34.5
Toplam Varlıklar (%)	58.9	51.7	67.2	32.9	32.9
Risk Ağırlıklı Varlıklar (%)	59.6	41.9	57.1	32.9	32.9
Mevduatlar (%)	53.9	64.4	77.5	40.2	31.5
<b>Kaldıraç &amp; Sermaye Ölçütleri</b>					
Kredi/Mevduat Oranı (%)	81.0	79.3	70.5	75.1	76.3
Özsermaye/Aktifler (%)	10.7	14.3	11.3	10.9	10.8
İştirakler Hariç Özsermaye/Varlıklar (%)	10.5	14.0	11.2	10.7	10.8
Risk Ağırlıklı Varlıklar/Toplam Varlıklar (%)	83.9	78.5	73.7	73.7	73.7
Ana Sermaye Yeterlilik Oranı (%)	12.9	17.7	14.9	14.4	14.5
Toplam Sermaye Yeterlilik Oranı (%)	28.9	37.4	31.9	30.6	30.6
<b>Aktif Kalitesi</b>					
TGA Değişimi (%)	2.6	(4.8)	16.2	37.9	29.3
TGA/Brüt Krediler (%)	5.0	3.0	2.2	2.1	2.0
Toplam Karşılıklar/Brüt Krediler (%)	5.3	3.8	3.8	3.5	3.5
Toplam Karşılıklar/TGA (%)	104.9	127.2	171.5	168.9	177.5

## GARAN

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Faiz Gelirleri	57,099	125,833	218,266	461,098	830,981
Faiz Giderleri	(23,459)	(42,514)	(145,327)	(383,008)	(690,250)
Net Faiz Geliri	33,640	83,319	72,939	78,089	140,731
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	8,501	16,628	39,245	74,208	102,865
YP Alım-Satım Gelirleri	(3,964)	1,942	16,483	8,002	(709)
Menkul Kıymet Alım-Satım Gelirleri	7,802	6,585	12,964	3,522	3,929
Temettü Gelirleri	3,008	5,375	13,708	20,563	24,879
Diğer Gelirler	1,188	3,133	8,766	4,000	4,000
Faiz-Dışı Gelirler	16,535	33,662	91,166	110,296	134,963
Toplam Gelirler	50,175	116,981	164,106	188,385	275,694
Personel Giderleri	(5,061)	(8,171)	(18,260)	(35,119)	(50,891)
Diğer Faaliyet Giderleri	(7,612)	(14,738)	(29,290)	(41,005)	(51,129)
Toplam Faaliyet Giderleri	(12,673)	(22,909)	(47,550)	(76,124)	(102,021)
Karşılıklar Öncesi Faaliyet Karı	29,700	87,487	103,591	108,738	169,745
Beklenen Zarar Karşılıkları	(11,736)	(15,058)	(19,128)	(18,670)	(28,887)
Diğer Karşılıklar	(7,405)	(3,412)	(172)	3,000	0
Faaliyet Karı	18,361	75,603	97,256	96,591	144,786
Yinelenen Faaliyet Dışı Kar	0	0	0	0	0
İştiraklerden Elde Edilen Gelirler	-	-	-	-	-
Şerhiye Amortismanı	-	-	-	-	-
Yinelenmeyen Kalemler	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	18,361	75,603	97,256	96,591	144,786
Vergiler	(4,232)	(17,094)	(15,862)	(22,808)	(35,972)
Vergi Sonrası Net Kar	14,129	58,509	81,393	73,782	108,814
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Tercihli Hisselere Düşen Kar Payı	0	0	0	0	0
Diğer Kalemler	-	-	-	-	-
Net Dönem Karı	14,129	58,509	81,393	73,782	108,814
Yinelenmeyen Kalemler ve Şerhiye	0	0	0	0	0
Yinelenen Net Dönem Karı	14,129	58,509	81,393	73,782	108,814
<b>Hisse Başı Göstergeler (TRY)</b>					
Yinelenen Hisse Başı Kazanç (TRY)	3.36	13.93	19.38	17.57	25.91
Hisse Başı Kazanç	3.36	13.93	19.38	17.57	25.91
Hisse Başı Temettü	0.31	2.09	1.94	1.76	2.59
<b>Büyümler</b>					
Net Faiz Geliri (%)	41.5	147.7	(12.5)	7.1	80.2
Faiz-Dışı Gelirler (%)	103.7	103.6	170.8	21.0	22.4
Karşılıklar Öncesi Faaliyet Karı (%)	51.1	194.6	18.4	5.0	56.1
Faaliyet Karı (%)	112.5	311.8	28.6	(0.7)	49.9
Net Kar (%)	126.5	314.1	39.1	(9.4)	47.5
Yinelenen Hisse Başı Kazanç (%)	126.5	314.1	39.1	(9.4)	47.5
Hisse Başı Kazanç (%)	126.5	314.1	39.1	(9.4)	47.5
<b>Gelir Kırılımı</b>					
Net Faiz Geliri (%)	67.0	71.2	44.4	41.5	51.0
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri (%)	16.9	14.2	23.9	39.4	37.3
YP Alım-Satım Gelirleri (%)	(7.9)	1.7	10.0	4.2	(0.3)
Menkul Kıymet Alım-Satım Gelirleri (%)	15.5	5.6	7.9	1.9	1.4
Temettü Gelirleri (%)	6.0	4.6	8.4	10.9	9.0
Diğer Gelirler (%)	2.4	2.7	5.3	2.1	1.5
<b>Faaliyet Performans Göstergeleri</b>					
Brüt Faiz Verimi (%)	10.0	14.4	15.7	22.7	30.7
Fonlama Maliyeti (%)	4.7	5.6	11.9	21.1	28.3
Net Faiz Oranı (%)	5.3	8.8	3.8	1.6	2.4
Net Faiz Marjı (%)	5.9	9.6	5.2	3.8	5.2
Maliyet/Gelir Oranı (%)	25.3	19.6	29.0	40.4	37.0
Maliyet/Aktifler (%)	2.0	2.4	3.1	3.4	3.5
Efektif Vergi Oranı (%)	23.0	22.6	16.3	23.6	24.8
Yin. Gelir Üzerinden Temettü Oranı (%)	9.3	15.0	10.0	10.0	10.0
Özsermaye Karlılığı (%)	19.9	50.3	41.7	27.2	30.7
Özsermaye Karlılığı-Özsermaye Maliyeti (%)	(11.1)	19.3	10.7	(3.8)	(0.3)
Aktif Karlılığı (%)	2.3	6.1	5.3	3.3	3.7
Risk Ağırlıklı Varlıklar Getirisi (%)	2.5	6.7	6.3	4.1	4.6

## GARAN

Bilanço (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Brüt Krediler	424,855	669,401	1,062,208	1,584,829	2,130,773
Beklenen Zarar Karşılıkları	(26,796)	(37,039)	(49,383)	(68,053)	(96,940)
Ertelenen Faiz	0	0	0	0	0
<b>Net Krediler</b>	<b>398,058</b>	<b>632,361</b>	<b>1,012,825</b>	<b>1,516,776</b>	<b>2,033,833</b>
Bankalardan Alınan Krediler	0	0	0	0	0
Devlet Tahvilleri	93,072	187,992	291,070	345,604	489,854
Alım-Satım Amaçlı Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0
Yatırım Amaçlı Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0
Nakit ve Nakit Benzerleri	200,489	229,832	426,151	469,994	557,878
Diğer Faiz Getirili Aktifler	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	5,195	9,969	15,738	15,738	15,738
Ortaklık Yatırımları	19,970	29,095	52,330	72,893	72,893
Şerefîye	0	0	0	0	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	772	1,024	1,245	1,245	1,245
Diğer Varlıklar	41,325	61,897	101,171	101,171	139,123
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>758,880</b>	<b>1,152,172</b>	<b>1,900,529</b>	<b>2,523,421</b>	<b>3,310,563</b>
Mevduatlar	513,240	790,664	1,365,259	1,843,341	2,462,148
Banka Mevduatları	0	0	0	0	0
Diğer Faiz Ödenen Yükümlülükler	92,322	95,987	147,219	221,357	284,565
Faiz Ödenmeyen Yükümlülükler	62,426	97,766	126,889	126,889	126,889
Sermaye Benzeri Borçlanma Araçları	10,912	15,069	23,082	28,111	31,802
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>678,899</b>	<b>999,486</b>	<b>1,662,448</b>	<b>2,219,697</b>	<b>2,905,403</b>
Ödenmiş Sermaye	4,200	4,200	4,200	4,200	4,200
Toplam Yedekler	75,781	148,485	233,881	299,524	400,960
<b>Toplam Özsermaye</b>	<b>79,981</b>	<b>152,685</b>	<b>238,081</b>	<b>303,724</b>	<b>405,160</b>
Azınlık Payları	-	-	-	-	-
<b>Toplam Yükümlülükler ve Özsermaye</b>	<b>758,880</b>	<b>1,152,172</b>	<b>1,900,529</b>	<b>2,523,421</b>	<b>3,310,563</b>
<b>Diğer Kalemler</b>					
Toplam Risk Ağırlıklı Varlıklar	705,003	1,044,459	1,543,371	2,049,205	2,688,424
Ortalama Faiz Getirili Varlıklar	572,571	870,902	1,390,116	2,031,210	2,706,970
Ortalama Faiz Ödenen Yükümlülükler	502,533	759,096	1,218,640	1,814,184	2,435,662
Ana Sermaye	79,665	151,447	235,901	301,544	402,980
Toplam Sermaye	170,330	317,919	494,884	630,946	837,762
Brüt Tahsilî Gecikmiş Alacaklar (TGA)	16,071	17,613	20,128	30,651	37,117
<b>Hisse Başı Göstergeler</b>					
Hisse Başı Defter Değeri	19.04	36.35	56.69	72.32	96.47
İştirakler Hariç Hisse Başı Defter Değeri	18.86	36.11	56.39	72.02	96.17
<b>Büyüme</b>					
Brüt Krediler (%)	34.8	57.6	58.7	49.2	34.4
Ortalama Faiz Getirili Varlıklar (%)	41.2	52.1	59.6	46.1	33.3
Toplam Varlıklar (%)	54.0	51.8	65.0	32.8	31.2
Risk Ağırlıklı Varlıklar (%)	63.1	48.1	47.8	32.8	31.2
Mevduatlar (%)	59.6	54.1	72.7	35.0	33.6
<b>Kaldıraç &amp; Sermaye Ölçütleri</b>					
Kredi/Mevduat Oranı (%)	77.6	80.0	74.2	82.3	82.6
Özsermaye/Aktifler (%)	10.5	13.3	12.5	12.0	12.2
İştirakler Hariç Özsermaye/Varlıklar (%)	10.4	13.2	12.5	12.0	12.2
Risk Ağırlıklı Varlıklar/Toplam Varlıklar (%)	92.9	90.7	81.2	81.2	81.2
Ana Sermaye Yeterlilik Oranı (%)	11.3	14.5	15.3	14.7	15.0
Toplam Sermaye Yeterlilik Oranı (%)	24.2	30.4	32.1	30.8	31.2
<b>Aktif Kalitesi</b>					
TGA Değişimi (%)	11.7	9.6	14.3	52.3	21.1
TGA/Brüt Krediler (%)	3.8	2.6	1.9	1.9	1.7
Toplam Karşılıklar/Brüt Krediler (%)	6.3	5.5	4.6	4.3	4.5
Toplam Karşılıklar/TGA (%)	166.7	210.3	245.3	222.0	261.2

## ISCTR

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Faiz Gelirleri	60,904	123,455	227,230	492,751	638,553
Faiz Giderleri	(29,963)	(48,251)	(158,158)	(390,407)	(505,926)
Net Faiz Geliri	30,941	75,203	69,072	102,344	132,627
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	7,620	16,147	42,497	76,520	113,553
YP Alım-Satım Gelirleri	(15,108)	(5,163)	8,040	(12,237)	20,547
Menkul Kıymet Alım-Satım Gelirleri	9,959	9,685	4,250	5,316	0
Temettü Gelirleri	8,024	21,829	30,416	44,103	59,540
Diğer Gelirler	694	1,927	6,857	2,400	2,400
Faiz-Dışı Gelirler	11,188	44,425	92,060	116,103	196,039
Toplam Gelirler	42,130	119,629	161,132	218,447	328,666
Personel Giderleri	(6,367)	(15,096)	(25,682)	(47,381)	(68,660)
Diğer Faaliyet Giderleri	(9,545)	(18,934)	(44,508)	(66,207)	(83,049)
Toplam Faaliyet Giderleri	(15,912)	(34,029)	(70,190)	(113,588)	(151,708)
Karşılıklar Öncesi Faaliyet Karı	16,259	75,914	86,692	99,542	176,957
Beklenen Zarar Karşılıkları	(7,129)	(5,882)	(12,664)	(16,749)	(22,080)
Diğer Karşılıklar	(3,613)	(5,768)	(314)	0	0
Faaliyet Karı	15,476	73,949	77,965	88,109	154,877
Yinelenen Faaliyet Dışı Kar	0	0	0	0	0
İştiraklerden Elde Edilen Gelirler	-	-	-	-	-
Şerefiye Amortismanı	-	-	-	-	-
Yinelenmeyen Kalemler	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	15,476	73,949	77,965	88,109	154,877
Vergiler	(2,008)	(12,411)	(8,781)	(13,202)	(28,601)
Vergi Sonrası Net Kar	13,468	61,538	69,184	74,908	126,276
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Tercihli Hisselere Düşen Kar Payı	0	0	0	0	0
Diğer Kalemler	-	-	-	-	-
Net Dönem Karı	13,468	61,538	69,184	74,908	126,276
Yinelenmeyen Kalemler ve Şerefiye	0	0	0	0	0
Yinelenen Net Dönem Karı	13,468	61,538	69,184	74,908	126,276
<b>Hisse Başı Göstergeler (TRY)</b>					
Yinelenen Hisse Başı Kazanç (TRY)	2.99	6.15	6.92	7.49	12.63
Hisse Başı Kazanç	2.99	6.15	6.92	7.49	12.63
Hisse Başı Temettü	0.30	0.92	0.69	0.75	1.26
<b>Büyümler</b>					
Net Faiz Geliri (%)	22.6	143.1	(8.2)	48.2	29.6
Faiz-Dışı Gelirler (%)	81.3	297.1	107.2	26.1	68.8
Karşılıklar Öncesi Faaliyet Karı (%)	(17.1)	366.9	14.2	14.8	77.8
Faaliyet Karı (%)	74.8	377.8	5.4	13.0	75.8
Net Kar (%)	97.7	356.9	12.4	8.3	68.6
Yinelenen Hisse Başı Kazanç (%)	97.7	105.6	12.4	8.3	68.6
Hisse Başı Kazanç (%)	97.7	105.6	12.4	8.3	68.6
<b>Gelir Kırılımı</b>					
Net Faiz Geliri (%)	73.4	62.9	42.9	46.9	40.4
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri (%)	18.1	13.5	26.4	35.0	34.5
YP Alım-Satım Gelirleri (%)	(35.9)	(4.3)	5.0	(5.6)	6.3
Menkul Kıymet Alım-Satım Gelirleri (%)	23.6	8.1	2.6	2.4	0.0
Temettü Gelirleri (%)	19.0	18.2	18.9	20.2	18.1
Diğer Gelirler (%)	1.6	1.6	4.3	1.1	0.7
<b>Faaliyet Performans Göstergeleri</b>					
Brüt Faiz Verimi (%)	8.8	11.8	13.8	20.1	19.7
Fonlama Maliyeti (%)	4.7	5.1	10.5	17.1	16.7
Net Faiz Oranı (%)	4.1	6.7	3.2	3.0	3.0
Net Faiz Marjı (%)	4.5	7.2	4.2	4.2	4.1
Maliyet/Gelir Oranı (%)	37.8	28.4	43.6	52.0	46.2
Maliyet/Aktifler (%)	2.1	2.9	3.8	4.2	4.3
Efektif Vergi Oranı (%)	13.0	16.8	11.3	15.0	18.5
Yin. Gelir Üzerinden Temettü Oranı (%)	10.0	15.0	10.0	10.0	10.0
Özsermaye Karlılığı (%)	17.4	44.2	32.2	27.5	33.7
Özsermaye Karlılığı-Özsermaye Maliyeti (%)	(13.3)	13.6	1.5	(3.2)	3.0
Aktif Karlılığı (%)	1.8	5.3	3.7	2.8	3.5
Risk Ağırlıklı Varlıklar Getirisi (%)	2.0	5.9	4.2	3.1	4.0

## ISCTR

Bilanço (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Brüt Krediler	514,207	782,423	1,163,703	1,686,546	2,222,862
Beklenen Zarar Karşılıkları	(28,323)	(32,644)	(41,787)	(58,536)	(80,617)
Ertelenen Faiz	0	0	0	0	0
<b>Net Krediler</b>	<b>485,884</b>	<b>749,779</b>	<b>1,121,916</b>	<b>1,628,009</b>	<b>2,142,245</b>
Bankalardan Alınan Krediler	0	0	0	0	0
Devlet Tahvilleri	144,540	278,281	441,245	552,626	681,446
Alım-Satım Amaçlı Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0
Yatırım Amaçlı Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0
Nakit ve Nakit Benzerleri	205,989	221,826	489,219	677,170	807,233
Diğer Faiz Getirili Aktifler	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	8,700	17,197	19,977	19,977	19,977
Ortaklık Yatırımları	39,461	79,859	125,677	169,781	229,320
Şerhli	0	0	0	0	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,750	3,514	5,225	5,225	5,225
Diğer Varlıklar	40,242	57,861	85,456	85,456	115,393
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>926,566</b>	<b>1,408,318</b>	<b>2,288,717</b>	<b>3,138,246</b>	<b>4,000,839</b>
Mevduatlar	595,627	931,074	1,658,785	2,434,002	3,069,762
Banka Mevduatları	0	0	0	0	0
Diğer Faiz Ödenen Yükümlülükler	144,522	139,868	189,016	176,592	257,587
Faiz Ödenmeyen Yükümlülükler	62,107	112,441	151,552	159,204	159,204
Sermaye Benzeri Borçlanma Araçları	37,471	33,559	50,519	61,614	71,070
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>839,727</b>	<b>1,216,943</b>	<b>2,049,872</b>	<b>2,831,412</b>	<b>3,557,622</b>
Ödenmiş Sermaye	4,500	10,000	10,000	10,000	10,000
Toplam Yedekler	82,339	181,376	228,845	296,835	433,217
<b>Toplam Özsermaye</b>	<b>86,839</b>	<b>191,376</b>	<b>238,845</b>	<b>306,835</b>	<b>443,217</b>
Azınlık Payları	-	-	-	-	-
<b>Toplam Yükümlülükler ve Özsermaye</b>	<b>926,566</b>	<b>1,408,318</b>	<b>2,288,717</b>	<b>3,138,247</b>	<b>4,000,839</b>
<b>Diğer Kalemler</b>					
Toplam Risk Ağırlıklı Varlıklar	834,830	1,236,263	2,020,251	2,770,130	3,531,542
Ortalama Faiz Getirili Varlıklar	688,435	1,043,150	1,651,134	2,455,093	3,244,365
Ortalama Faiz Ödenen Yükümlülükler	631,451	941,061	1,501,411	2,285,264	3,035,313
Ana Sermaye	91,831	196,566	241,363	310,068	447,888
Toplam Sermaye	207,646	425,497	532,063	659,554	930,703
Brüt Tahsil Gecikmiş Alacaklar (TGA)	20,830	23,134	24,673	28,034	44,900
<b>Hisse Başı Göstergeler</b>					
Hisse Başı Defter Değeri	19.30	19.14	23.88	30.68	44.32
İştirakler Hariç Hisse Başı Defter Değeri	18.91	18.79	23.36	30.16	43.80
<b>Büyüme</b>					
Brüt Krediler (%)	40.7	52.2	48.7	44.9	31.8
Ortalama Faiz Getirili Varlıklar (%)	42.5	51.5	58.3	48.7	32.1
Toplam Varlıklar (%)	56.0	52.0	62.5	37.1	27.5
Risk Ağırlıklı Varlıklar (%)	54.0	48.1	63.4	37.1	27.5
Mevduatlar (%)	61.5	56.3	78.2	46.7	26.1
<b>Kaldıraç &amp; Sermaye Ölçütleri</b>					
Kredi/Mevduat Oranı (%)	81.6	80.5	67.6	66.9	69.8
Özsermaye/Aktifler (%)	9.4	13.6	10.4	9.8	11.1
İştirakler Hariç Özsermaye/Varlıklar (%)	9.2	13.3	10.2	9.6	10.9
Risk Ağırlıklı Varlıklar/Toplam Varlıklar (%)	90.1	87.8	88.3	88.3	88.3
Ana Sermaye Yeterlilik Oranı (%)	11.0	15.9	11.9	11.2	12.7
Toplam Sermaye Yeterlilik Oranı (%)	24.9	34.4	26.3	23.8	26.4
<b>Aktif Kalitesi</b>					
TGA Değişimi (%)	2.3	11.1	6.7	13.6	60.2
TGA/Brüt Krediler (%)	4.1	3.0	2.1	1.7	2.0
Toplam Karşılıklar/Brüt Krediler (%)	5.5	4.2	3.6	3.5	3.6
Toplam Karşılıklar/TGA (%)	136.0	141.1	169.4	208.8	179.5

## YKBNK

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Faiz Gelirleri	51,629	128,152	223,273	451,127	523,784
Faiz Giderleri	(28,932)	(51,204)	(152,300)	(345,905)	(401,615)
Net Faiz Geliri	22,697	76,948	70,972	105,222	122,169
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	7,315	14,134	33,933	60,947	84,744
YP Alım-Satım Gelirleri	(4,644)	3,481	12,464	(7,937)	(1,375)
Menkul Kıymet Alım-Satım Gelirleri	4,819	5,507	7,648	6,705	7,078
Temettü Gelirleri	1,296	3,153	8,152	14,161	21,279
Diğer Gelirler	247	1,307	1,750	2,182	2,182
Faiz-Dışı Gelirler	9,033	27,582	63,946	76,059	113,908
Toplam Gelirler	31,731	104,530	134,919	181,281	236,077
Personel Giderleri	(4,433)	(9,097)	(16,420)	(26,875)	(38,944)
Diğer Faaliyet Giderleri	(5,854)	(13,320)	(30,103)	(48,826)	(60,667)
Toplam Faaliyet Giderleri	(10,287)	(22,417)	(46,523)	(75,701)	(99,611)
Karşılıklar Öncesi Faaliyet Karı	16,625	76,606	80,748	98,875	129,388
Beklenen Zarar Karşılıkları	(7,880)	(13,473)	(9,172)	(14,863)	(17,323)
Diğer Karşılıklar	(78)	(327)	(71)	0	0
Faaliyet Karı	13,486	68,314	79,153	90,717	119,143
Yinelenen Faaliyet Dışı Kar	0	0	0	0	0
İştiraklerden Elde Edilen Gelirler	-	-	-	-	-
Şerefiye Amortismanı	-	-	-	-	-
Yinelenmeyen Kalemler	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	13,486	68,314	79,153	90,717	119,143
Vergiler	(2,996)	(15,569)	(14,592)	(22,967)	(29,359)
Vergi Sonrası Net Kar	10,490	52,745	64,560	67,750	89,784
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Tercihli Hisselere Düşen Kar Payı	0	0	0	0	0
Diğer Kalemler	-	-	-	-	-
Net Dönem Karı	10,490	52,745	64,560	67,750	89,784
Yinelenmeyen Kalemler ve Şerefiye	0	0	0	0	0
Yinelenen Net Dönem Karı	10,490	52,745	64,560	67,750	89,784
<b>Hisse Başı Göstergeler (TRY)</b>					
Yinelenen Hisse Başı Kazanç (TRY)	1.24	6.24	7.64	8.02	10.63
Hisse Başı Kazanç	1.24	6.24	7.64	8.02	10.63
Hisse Başı Temettü	0.12	0.94	0.76	0.80	1.06
<b>Büyümler</b>					
Net Faiz Geliri (%)	33.7	239.0	(7.8)	48.3	16.1
Faiz-Dışı Gelirler (%)	35.8	205.3	131.8	18.9	49.8
Karşılıklar Öncesi Faaliyet Karı (%)	18.1	360.8	5.4	22.4	30.9
Faaliyet Karı (%)	105.8	406.6	15.9	14.6	31.3
Net Kar (%)	106.5	402.8	22.4	4.9	32.5
Yinelenen Hisse Başı Kazanç (%)	106.5	402.8	22.4	4.9	32.5
Hisse Başı Kazanç (%)	106.5	402.8	22.4	4.9	32.5
<b>Gelir Kırılımı</b>					
Net Faiz Geliri (%)	71.5	73.6	52.6	58.0	51.7
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri (%)	23.1	13.5	25.2	33.6	35.9
YP Alım-Satım Gelirleri (%)	(14.6)	3.3	9.2	(4.4)	(0.6)
Menkul Kıymet Alım-Satım Gelirleri (%)	15.2	5.3	5.7	3.7	3.0
Temettü Gelirleri (%)	4.1	3.0	6.0	7.8	9.0
Diğer Gelirler (%)	0.8	1.3	1.3	1.2	0.9
<b>Faaliyet Performans Göstergeleri</b>					
Brüt Faiz Verimi (%)	9.7	15.7	17.5	23.7	20.4
Fonlama Maliyeti (%)	5.8	6.8	13.0	19.7	16.8
Net Faiz Oranı (%)	3.9	8.9	4.5	4.0	3.5
Net Faiz Marj (%)	4.3	9.4	5.5	5.5	4.8
Maliyet/Gelir Oranı (%)	32.4	21.4	34.5	41.8	42.2
Maliyet/Aktifler (%)	1.7	2.4	3.3	3.6	3.6
Efektif Vergi Oranı (%)	22.2	22.8	18.4	25.3	24.6
Yin. Gelir Üzerinden Temettü Oranı (%)	9.5	15.0	10.0	10.0	10.0
Özsermaye Karlılığı (%)	18.9	55.6	42.6	32.7	31.9
Özsermaye Karlılığı-Özsermaye Maliyeti (%)	(12.1)	24.6	11.6	1.7	0.9
Aktif Karlılığı (%)	1.8	5.7	4.5	3.3	3.2
Risk Ağırlıklı Varlıklar Getirisi (%)	2.3	7.8	6.4	4.7	4.6

## YKBNK

Bilanço (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Brüt Krediler	407,001	606,114	884,884	1,372,623	1,865,936
Beklenen Zarar Karşılıkları	(29,454)	(36,062)	(42,149)	(57,012)	(74,335)
Ertelenen Faiz	0	0	0	0	0
<b>Net Krediler</b>	<b>377,548</b>	<b>570,052</b>	<b>842,736</b>	<b>1,315,612</b>	<b>1,791,601</b>
Bankalardan Alınan Krediler	0	0	0	0	0
Devlet Tahvilleri	127,596	242,210	414,962	556,168	673,661
Alım-Satım Amaçlı Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0
Yatırım Amaçlı Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0
Nakit ve Nakit Benzerleri	143,379	172,317	316,456	365,683	433,803
Diğer Faiz Getirili Aktifler	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	4,851	9,847	12,260	12,260	12,260
Ortaklık Yatırımları	15,207	20,848	35,038	49,199	49,199
Şerefîye	0	0	0	0	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,002	1,207	1,560	1,560	1,560
Diğer Varlıklar	66,187	91,612	112,489	112,489	171,227
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>736,770</b>	<b>1,108,094</b>	<b>1,735,501</b>	<b>2,412,971</b>	<b>3,133,311</b>
Mevduatlar	401,095	672,765	1,016,928	1,392,756	1,821,202
Banka Mevduatları	0	0	0	0	0
Diğer Faiz Ödenen Yükümlülükler	174,080	183,343	392,044	632,630	829,685
Faiz Ödenmeyen Yükümlülükler	58,668	86,266	107,365	107,365	107,365
Sermaye Benzeri Borçlanma Araçları	39,442	39,463	42,603	42,365	49,352
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>673,286</b>	<b>981,837</b>	<b>1,558,939</b>	<b>2,175,115</b>	<b>2,807,605</b>
Ödenmiş Sermaye	8,447	8,447	8,447	8,447	8,447
Toplam Yedekler	55,037	117,809	168,115	229,409	317,260
<b>Toplam Özsermaye</b>	<b>63,484</b>	<b>126,256</b>	<b>176,562</b>	<b>237,856</b>	<b>325,707</b>
Azınlık Payları	-	-	-	-	-
<b>Toplam Yükümlülükler ve Özsermaye</b>	<b>736,770</b>	<b>1,108,094</b>	<b>1,735,501</b>	<b>2,412,971</b>	<b>3,133,311</b>
<b>Diğer Kalemler</b>					
Toplam Risk Ağırlıklı Varlıklar	536,772	814,776	1,216,404	1,691,240	2,196,123
Ortalama Faiz Getirili Varlıklar	531,415	816,551	1,279,366	1,905,808	2,568,264
Ortalama Faiz Ödenen Yükümlülükler	495,472	755,095	1,173,573	1,759,662	2,383,995
Ana Sermaye	67,633	131,925	189,232	231,391	319,242
Toplam Sermaye	144,981	273,967	393,935	505,097	660,206
Brüt Tahsilî Gecikmiş Alacaklar (TGA)	18,886	20,733	23,750	32,581	38,131
<b>Hisse Başı Göstergeler</b>					
Hisse Başı Defter Değeri	7.52	14.95	20.90	28.16	38.56
İştirakler Hariç Hisse Başı Defter Değeri	7.28	14.80	20.72	27.97	38.37
<b>Büyüme</b>					
Brüt Krediler (%)	38.5	48.9	46.0	55.1	35.9
Ortalama Faiz Getirili Varlıklar (%)	38.4	53.7	56.7	49.0	34.8
Toplam Varlıklar (%)	60.3	50.4	56.6	39.0	29.9
Risk Ağırlıklı Varlıklar (%)	42.6	51.8	49.3	39.0	29.9
Mevduatlar (%)	57.7	67.7	51.2	37.0	30.8
<b>Kaldıraç &amp; Sermaye Ölçütleri</b>					
Kredi/Mevduat Oranı (%)	94.1	84.7	82.9	94.5	98.4
Özsermaye/Aktifler (%)	8.6	11.4	10.2	9.9	10.4
İştirakler Hariç Özsermaye/Varlıklar (%)	8.3	11.3	10.1	9.8	10.3
Risk Ağırlıklı Varlıklar/Toplam Varlıklar (%)	72.9	73.5	70.1	70.1	70.1
Ana Sermaye Yeterlilik Oranı (%)	12.6	16.2	15.6	13.7	14.5
Toplam Sermaye Yeterlilik Oranı (%)	27.0	33.6	32.4	29.9	30.1
<b>Aktif Kalitesi</b>					
TGA Değişimi (%)	0.5	9.8	14.6	37.2	17.0
TGA/Brüt Krediler (%)	4.6	3.4	2.7	2.4	2.0
Toplam Karşılıklar/Brüt Krediler (%)	7.2	5.9	4.8	4.2	4.0
Toplam Karşılıklar/TGA (%)	156.0	173.9	177.5	175.0	194.9

## Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına herhangi bir kimseye, herhangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde herhangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporla belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağılı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyana talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.