

27 Ağustos 2026

Bankacılık Sektörü

Yakın vadeli pozitif görünüm

Risklere rağmen bankalarda değer görüyoruz. Petrol kaynaklı kısa vadeli enflasyon endişeleri önemini korusa da etkinin büyük bölümü beklentilere yansdı. Küresel para politikasının daha uzun süre sıkı kalma ihtimali de gelişmekte olan ülkelere fon akımlarını baskılıyor. Daha önce ötelenen faiz indirim döngüsü yeniden gündemde, ancak ne ölçüde sürdürülebileceğine ilişkin endişeler ve seçim belirsizliği devam ediyor. Bununla birlikte, bankacılık endeksi belirgin biçimde geride kaldı ve TL bazında yılbaşından bu yana yatay kalarak risklerin önemli bölümünü fiyatladı. Bankalardaki pozisyonların taktiksel olarak artırılmasını öneriyoruz; mevcut değerlemeler, kârların 4Ç26'dan itibaren ivmelenmesi öncesinde cazip bir giriş noktası sunuyor.

- **Marjlar 3Ç'de baskılı kalacak, sonrasında toparlanacak:** TL fonlama maliyetlerindeki yükselişin büyük bölümü marjlara 2Ç'de yansdı. Ancak TÜFE'ye endeksli tahvillerin enflasyon varsayımlarında yeni güncellemeler bulunmaması nedeniyle marjların 3Ç'de baskılı kalmasını bekliyoruz. Raporda ayrıca, TL özkaynak durasyon tahminlerimiz üzerinden bankaların faiz duyarlılığını değerlendiriyoruz.
- **Aktif kalitesi zorlanma sinyalleri vermeye başladı:** Dezenflasyon için gerekli yüksek faizler ve sınırlı kredi büyümesi, artan risk maliyetleriyle birlikte bankaların gelir tablolarını baskılıyor. Görünüm alarm verici değil, ancak temkin gerektiriyor.
- **Takip ettiğimiz bankaların kârlarının 2026'da %28, 2027'de %48 büyümesini bekliyoruz:** Kâr ivmesinin 4Ç'den itibaren banka hisseleri için katalist oluşturmasını bekliyoruz. Ancak Garanti, kapsamımızda 2027'de %30 özkaynak kârlılığına ulaşmasını beklediğimiz tek banka. Bu nedenle yapısal bir yeniden değerlendirme beklemiyoruz.
- **Değerlemeler yakın dönem diplerine yakın:** Bankaların 2024'ten bu yana ortalama 12 aylık ileriye dönük F/DD çarpanı 0,91x iken, mevcut 0,77x yalnızca 0,69x olan -2 standart sapma seviyesinin hafif üzerinde. Bu cazip bir giriş noktası.
- **Garanti ve Yapı Kredi en beğendiğimiz hisseler; Akbank'ı da beğeniyoruz:** Garanti'yi düşük kaldıraç ve yüksek özkaynak kârlılığı nedeniyle tercih ederken, Yapı Kredi ve Akbank faiz indirimlerine yüksek duyarlılıklarıyla Garanti'yi tamamlıyor. **Garanti-Yapı Kredi** ve **Garanti-Akbank** eşleşmeleri dengeli pozisyonlanma sağlıyor. **İş Bankası**'nın değerlemesini cazip buluyor, ancak değerinin açığa çıkması için güçlü bir çeyrek gerektiğini düşünüyoruz. **Kamu bankaları** faiz indirimlerinden en fazla yararlanmalı. TL'nin enflasyonun altında değer kaybetmesi **TSKB**'nin olumlu operasyonel trendini gizliyor; bu patikadaki değişim değeri açığa çıkarabilir.
- **Enflasyon sürprizleri temel aşağı yönlü risk:** TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin yıl sonunda %35'e gerileyeceğini varsayıyoruz; ancak gevşemenin boyutu yakın dönem enflasyon verilerine bağlı. Eşel mobil vergi mekanizmasının sağladığı tampon büyük ölçüde tükendi; petrol fiyatlarındaki ilave yükseliş faiz indirimlerini geciktirerek yatırımcı algısını zayıflatabilir. İran çatışmasının çözülmesi temel yukarı yönlü risk olsa da yakın vadede ilerleme olasılığı düşük görünüyor. Seçim kaynaklı gelişmeler ise her iki yönde risk yaratıyor.

	Eski Tavsiye	Yeni Tavsiye	Eski Hedef Fiy.	Yeni Hedef Fiy.	Yukarı Potansiyel
AKBNK	AL	AL	98,8	103,6	42%
GARAN	AL	AL	196,6	210,8	58%
ISCTR	AL	AL	19,4	18,3	42%
YKBNK	AL	AL	51,1	54,0	46%
HALKB	SAT	TUT	28,1	40,1	5%
VAKBN	AL	TUT	36,9	41,2	28%
TSKB	AL	AL	16,7	16,8	50%

	2026E F/K	2026E F/DD	Hedef F/DD
AKBNK	4,96	1,17	1,39
GARAN	4,02	1,15	1,48
ISCTR	4,41	0,71	0,86
YKBNK	4,04	1,09	1,21
HALKB	6,11	1,17	0,98
VAKBN	4,06	0,90	0,88
TSKB	2,74	0,62	0,80

Kaynak: Ünü & Co



Araştırma Analisti

Oğuzhan Evranos, CFA

Oguzhan.Evranos@unluco.com

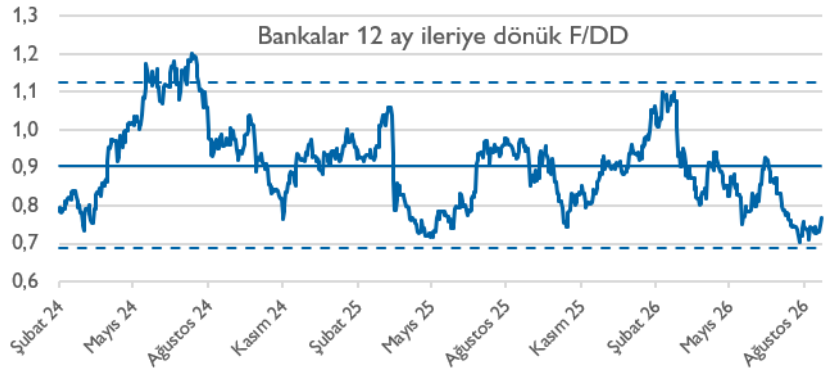
Sektör Güncellemesi

ARAŞTIRMA | CEEMEA/Türkiye

Yatırım Tezi

Zorlu görünümüne rağmen bankalarda taktiksel bir fırsat görüyoruz. Petrol kaynaklı kısa vadeli enflasyon endişeleri önemini korusa da etkinin büyük bölümü beklentilere yansımış durumda. Riskler yurt içi enflasyonla sınırlı değil; küresel para politikasının daha uzun süre sıkı kalma ihtimali de gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını baskılıyor. Bu zorlu ortamda daha önce ötelenen faiz indirim döngüsü yeniden gündeme gelirken, indirimlerin ne ölçüde sürdürülebileceğine ilişkin belirsizlik geçerliliğini koruyor. Buna karşın, BIST Bankacılık Endeksi belirgin biçimde geride kaldı ve TL bazında yılbaşından bu yana yatay kalarak bu endişelerin önemli bölümünü fiyatladı. Mevcut değerlemelerin 4Ç26'dan itibaren beklediğimiz kâr toparlanması öncesinde cazip bir giriş noktası sunduğunu düşünüyor ve bankalardaki pozisyonların taktiksel olarak artırılmasını öneriyoruz. Bunu yapısal bir yeniden değerlemenin başlangıcından ziyade, kâr ivmesi ve değerlemelere dayalı bir fırsat olarak görüyoruz.

Mevcut değerlemeler iyi bir giriş noktası sunuyor



Kaynak: Ünlü & Co

Marjlardaki toparlanmanın 4Ç26'da başlamasını bekleriz; hızını ve büyüklüğünü bilanço yapısı belirleyecek. TL fonlama maliyetlerindeki sert yükselişin büyük bölümü 2Ç26 marjlarına yansıdı. Ancak 3Ç, bazı bankaların 2Ç'de kaybettiği TÜFE'ye endeksli tahvil varsayımı güncellemelerinden kaynaklanan telafi gelirini içermeyeceğinden, marjların düşük seviyelerde yatay kalmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, fonlama maliyetleri geriledikçe çekirdek TL makaslar toparlanmaya başlamalı. Bir hafta vadeli repo ihalelerinin yeniden başlaması efektif fonlama faizini yaklaşık %40'tan aşağı çekmeye başladı; yıl sonunda %35'e gerilemesini bekliyoruz. Buna bağlı olarak 4Ç26'dan itibaren daha belirgin bir marj toparlanması öngörüyoruz. Büyük altı bankanın ortalama swap düzeltilmiş net faiz marjının 2026'daki %3,4'ten 2027'de %4,0'a, 2028'de ise %4,2'ye yükselmesini bekliyoruz.

TL özkaynak modified durasyon analizimiz, faiz indirimlerinden en fazla Halkbank'ın yararlanacağını, Garanti'nin ise faizlerin daha uzun süre yüksek kaldığı senaryoda en defansif banka olduğunu gösteriyor. TL faizlerdeki 100 baz puanlık düşüşün vergi sonrası özkaynak kârlılığını Halkbank'ta 2,39 puan, VakıfBank'ta 1,60 puan, İş Bankası'nda 1,27 puan, Yapı Kredi'de 1,03 puan, Akbank'ta 0,93 puan ve Garanti'de 0,69 puan artıracağını tahmin ediyoruz. Kesin sonuçlardan ziyade yön gösterici olarak değerlendirilmesi gereken analiz, bankaların TL faizlerdeki değişimlere göreli duyarlılığını ölçmek için yararlı bir çerçeve sunuyor. Kredi portföylerinin kısa efektif durasyonu ile kredi kartı ve KMH faizlerinin düzenlemelere bağlı olarak yeniden fiyatlanması, marj genişlemesinin kalıcılığını sınırlamalı. Menkul kıymet portföylerinin yapısı da önemli bir ayrışma unsuru: Sabit faizli tahviller hızlı bir faiz indirim döngüsünde daha fazla potansiyel sunarken, TÜFE'ye endeksli tahviller yukarı yönlü enflasyon sürprizlerine karşı kısmi koruma sağlıyor. Bu bileşim, Garanti'nin defansif bilançosunu Yapı Kredi veya Akbank'ın daha yüksek faiz duyarlılığıyla eşleştirme tercihimizi destekliyor.

Aktif kalitesindeki bozulma görünür hâle geldi, ancak henüz alarm verici değil. Takipteki kredi girişleri, faizlerdeki artışa paralel olarak 2024 başından bu yana hızlanırken, karşılık giderlerinin kısa vadede yüksek kalmasını bekliyoruz. Daha yakından izlenmesi gereken KOBİ ve bireysel portföylerdeki gelişmeleri raporun ilgili bölümünde ayrıntılı olarak inceliyoruz. Birikimli baskının 2028'e kadar sürmesini, ancak nominal ve reel faizler geriledikçe net takipteki kredi girişlerinin kademeli olarak yavaşlamasını bekliyoruz. Faiz indirim döngüsünü yeniden geciktirecek bir şok, bu görünüme ilişkin en önemli riski oluşturuyor.

Kâr ivmesi 4Ç26'dan itibaren güçlenmeli, ancak kârlılık henüz yapısal bir yeniden değerlemeyi desteklemiyor. Takip ettiğimiz bankaların toplam kârının 2026'da %28, 2027'de %48 ve 2028'de %45 büyümesini bekliyoruz. Bununla birlikte Garanti, kapsamımızda 2027'de yaklaşık %30 özkaynak kârlılığına ulaşmasını beklediğimiz tek banka. Bu nedenle güçlü kâr büyümesine rağmen sektör genelinde yapısal bir yeniden değerlendirme öngörmüyoruz. İran kaynaklı zayıflığı ve daha temkinli görünümümüzü yansıtmak üzere toplam 2026 ve 2027 net kâr tahminlerimizi sırasıyla %22 ve %15 düşürdük. Ancak aşağı yönlü risklerin büyük bölümü piyasa beklentilerine yansımış durumda. Değerlemeler de yakın dönem diplerine yakın: Takip ettiğimiz bankaların 2024'ten bu yana ortalama 12 aylık ileriye dönük F/DD çarpanı 0,91x iken, mevcut 0,77x seviyesi 0,69x olan -2σ seviyesinin hafif üzerinde bulunuyor.

Yüksek nakit getirileri AL tavsiyeleri için yüksek bir eşik oluşturuyor. Raporun ilgili bölümünde ayrıntılı olarak ele aldığımız üzere, gerekli getirileri hem mutlak hem de karşılaştırma ölçütüne göre değerlendiriyoruz. Nakitten banka hisselerine geçen bir yatırımcı açısından Sharpe oranı çerçevemiz, 0,25 hedef Sharpe oranı için 12 aylık toplam %52,0, 0,50 hedef Sharpe oranı için ise %61,3 getiri gerektiğine işaret ediyor. XU030'u karşılaştırma ölçütü olarak kullanan bir hisse yatırımcısı için Bilgi Oranı çerçevemiz daha düşük eşikler sunuyor: %48,4 beklenen getiri bankalarda makul bir ağırlık artırma pozisyonunu, %54,1 ise güçlü kanaate dayalı bir pozisyonu destekliyor. Bu seviyeler, mekanik tavsiye eşiklerinden ziyade risk düzeltilmiş referans noktaları olarak değerlendirilmelidir.

Garanti ve Yapı Kredi en beğendiğimiz hisseler; Akbank'ı da beğeniyoruz. Garanti'nin sektörün en güçlü net faiz marjı, yüksek özkaynak kârlılığı, düşük bilanço kaldıracı ve kredi ağırlıklı aktif yapısı, faizlerin daha uzun süre yüksek kalması durumunda bankayı tercih ettiğimiz defansif pozisyon hâline getiriyor. Garanti'nin değerlemesini de cazip buluyoruz.. Yapı Kredi, faiz indirim döngüsüne daha yüksek duyarlılığı ve daha büyük TÜFE'ye endeksli tahvil portföyüyle Garanti'yi tamamlıyor. Yapı Kredi'nin küresel liderlerle geliştirdiği ve kısa-orta vadede kârlılık ile franchise değeri açısından anlamlı faydalar yaratabilecek ortaklık modelini de beğeniyoruz. Akbank, güçlü sermaye yeterliliği ve marjların baskılandığı dönemlerde önemli bir tampon sağlayan sektörün en iyi komisyon geliri/faaliyet gideri dengesiyle benzer bir faiz duyarlılığı sunuyor. Bu nedenle Garanti-Yapı Kredi eşleşmesini tercih ederken, Garanti-Akbank eşleşmesinin de farklı faiz senaryolarında dengeli pozisyonlanma sağladığını düşünüyoruz.

İş Bankası ve TSKB cazip değerlemeler sunuyor, ancak değerlerin açığa çıkması için farklı katalistlere ihtiyaç duyuyor. İş Bankası'nın değerlemesi önemli bir toparlanma potansiyeline işaret etse de zayıf marj performansı ve yüksek faaliyet giderleri bankanın 2Ç26'da benzerlerinin gerisinde kalmasına neden oldu. İştiraklerin aktifler içindeki görece yüksek payı da ekonomik döngünün mevcut aşamasında daha sınırlı destek sağlıyor. AL tavsiyemizi koruyoruz. Özellikle marj toparlanması açısından güçlü bir çeyrek, değerlendirme iskontosunun kapanması için gerekli görünüyor. TSKB'nin değerlendirme-kârlılık dengesi de cazip; ancak döviz ağırlıklı bilançosu bankayı TL'nin değer kaybı patikasına bağımlı kılıyor. Aktiflerinin %77'si ve yükümlülüklerinin %94'ü döviz cinsinden olan TSKB'nin marj ve kâr dinamikleri mevduat bankalarından önemli ölçüde ayrışıyor. TL'deki mevcut enflasyon altı değer kaybı, döviz ağırlıklı gelirlerin TL karşılığını sınırlayarak bankayı bir değer tuzağında bırakıyor. TL'nin değer kaybındaki hızlanma, değerlerin açığa çıkmasını sağlayacak en belirgin katalist olacaktır.

Her iki kamu bankasını TUT'a çekerken, orta vadeli görünümüne ilişkin daha olumlu bir yaklaşım benimsiyoruz. Yaklaşık on yıldır banka üzerinde baskı yaratan

önemli bir belirsizliği ortadan kaldıran ABD davasının düşürülmesinin ardından Halkbank tavsiyemizi SAT'tan TUT'a yükseltiyoruz. Uluslararası fonlamaya erişimin yeniden sağlanması, muhabir banka ilişkilerinin genişlemesi ve menkul kıymet ağırlıklı aktif yapısından kademeli olarak uzaklaşılması, uzun vadeli dönüşümü destekleyebilir. Planlanan ikincil halka arz bankanın sermaye tamponlarını güçlendirmeli, kaldırıcı azaltmalı ve yatırımcı tabanını genişletmeli; ancak halka arzın büyüklüğü kısa vadeli baskı yaratabilir. VakıfBank da halka arz kaynaklı bir miktar baskı görebilir; özel bankalara göre iskontosunun daha fazla açılması taktiksel giriş fırsatları yaratabilir. Bankanın değiştirmedığı %20,9'luk TÜFE'ye endeksli tahvil varsayımı, muhtemelen 4Ç26'da güçlü bir enflasyon tahmini revizyonu ile kar artış potansiyeli bırakıyor. Ancak mevcut kârlılık ve sermaye dinamikleri şimdilik TUT tavsiyesini gerektiriyor.

Yukarı yönlü enflasyon sürprizleri temel aşağı yönlü risk olmaya devam ediyor.

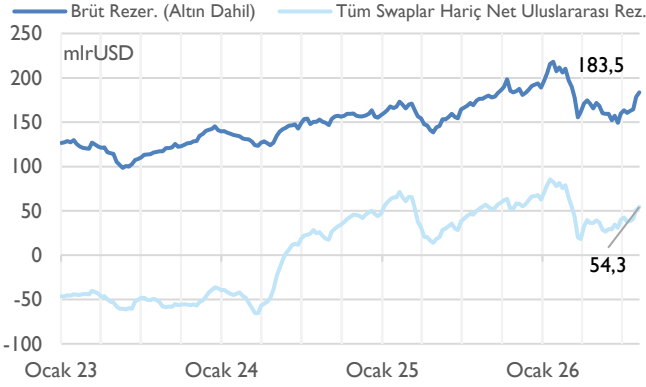
TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin yıl sonunda %35'e gerilemesi için alan görüyoruz; ancak gevşemenin boyutu yakın dönem enflasyon verilerine ve TL mevduatın görece cazibesine bağlı olacak. Eşel mobil vergi mekanizmasının sağladığı koruma neredeyse tükendiğinden, petrol fiyatlarındaki ilave yükseliş faiz indirimlerini geciktirebilir, aktif kalitesi üzerindeki baskıyı artırabilir ve yatırımcı algısını zayıflatabilir. İran çatışmasının çözüme kavuşması temel yukarı yönlü riski oluştururken, yakın zamanda bir ilerleme sağlanması düşük ihtimal olarak görünüyor. Seçim kaynaklı gelişmeler ise her iki yönde risk yaratabilir.

Finansal İstikrar, Dezenflasyon ve Faizler

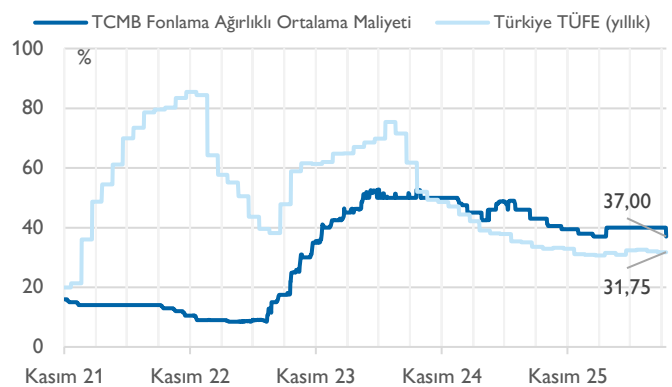
Uzun bir yol katettik...: Kur korumalı mevduat sisteminin kademeli olarak sonlandırılması, %85'e kadar yükselen enflasyonun %30'ların düşük seviyelerine indirilmesi ve rezervlerin temerrüt endişelerini besleyecek ölçüde düşük seviyelerden yeniden güçlendirilmesi, doğru yönde atılmış önemli adımlar.

TCMB rezervleri: Yakın dönemdeki toparlanma görülüyor*

TCMB fonlama maliyeti ve enflasyon



Kaynak: Ünlü & Co, TCMB* 14 Ağustos itibarıyla



Kaynak: Bloomberg

Türkiye'nin rezervleri, IMF'nin ARA çerçevesinin işaret ettiği hem yeterli hem de ideal seviyelerin altında kalıyor. Haziran 2026 ARA parametrelerine göre, yabancı merkez bankalarıyla yapılan swaplar hariç toplam rezervler 14 Ağustos itibarıyla 167,2 milyar dolar seviyesinde bulunurken, dalgalı kur metodolojisine göre yeterli seviyenin 6,0 milyar dolar, ideal seviyenin ise 92,6 milyar dolar altında kaldı. IMF'nin hâlihazırda Türkiye için kullandığı sabit kur metodolojisinde ise açıklar sırasıyla 74,4 milyar dolar ve 195,2 milyar dolar ile belirgin biçimde daha yüksek.

Petrol ve motorin fiyatlarından kaynaklanan enflasyonist baskılar yakından izlenirken, otoriteler şimdiye kadar **eşel mobil** akaryakıt vergisi mekanizması dahil çeşitli önlemlerle **fiyat geçişkenliğini sınırlamaya çalıştı.**

...ancak önümüzde hâlâ uzun bir yol var: İç ve dış şoklarla kesintiye uğrayan Türkiye'nin son dezenflasyon süreci dalgalı seyrederken, dezenflasyonun hızı hedeflenenenden düşük kaldı. İran'daki savaş hem Türkiye hem de küresel enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam ederken, Türkiye'de dezenflasyon bir miktar ivme kaybetti. Petrol kaynaklı enflasyon baskısının sindirilmesinin ardından, dezenflasyonun 2027 ve sonrasında yeniden ivme kazanmasını bekliyoruz.

Makroekonomik varsayımlarımız

Makro Varsayımlar	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Enflasyon	65,1%	44,4%	30,9%	29,9%	22,3%	15,0%
Politika Faizi	42,5%	47,5%	38,0%	35,0%	27,0%	17,0%
GSYH Büyümesi	5,0%	3,3%	3,6%	2,9%	4,0%	4,0%
USDTRY	29,4	35,3	42,8	51,0	61,9	71,2
USDTRY yıllık değişim	57%	20%	21%	19%	21%	15%

Kaynak: TUIK, TCMB, Ünlü & Co

Enflasyon: Kısa vadeli olumsuz ve olumlu unsurlar: Enflasyon, Türk bankalarına ilişkin yatırım temasının merkezinde yer alıyor ve izlenmesi gereken en önemli katalizör/sınırlayıcı unsur olmayı sürdürüyor.

- **Kısa vadeli olumsuz sürprizler ağırlıklı olarak petrol fiyatlarının doğrudan ve dolaylı etkilerinden kaynaklanabilir.** Eşel mobil akaryakıt vergisi mekanizması 1 Ekim 2026'da tamamen sonlandırılacak. Geçiş kademeli olarak gerçekleşecek: i) 1 Ekim 2026'a kadar fiyat artışının %50'si ÖTV indirimleriyle karşılanacak, ii) 1 Ağustos–30 Eylül arasında bu oran %25'e düşürülecek, iii) 1 Ekim'den itibaren mekanizma sonlandırılacak. Ayrıca motorin, 13 Ağustos 2026 itibarıyla eşel mobil mekanizmasından çıkarılarak önceden belirlenmiş aylık ÖTV takvimine geçirildi. Sıfıra indirilen vergi; Eylül'de litre başına 3 TL, Ekim'de 6 TL, kasımda 9 TL ve Aralık'ta 12 TL olarak uygulanacak, 1 Ocak 2027'den itibaren ise yasal seviye olan 13,9006 TL'ye ulaşacak. Bu düzenlemelerde yapılabilecek değişiklikler, kısa vadeli enflasyon görünümü açısından her iki yönde de risk oluşturuyor.

Yakın zamanda sıkılaştırılan **kredi büyüme sınırları**, kredi büyümesini baskılıyor.

Mevcut koşullarda **takipteki kredi girişlerinde ılımlı bir hızlanma** beklenebilir.

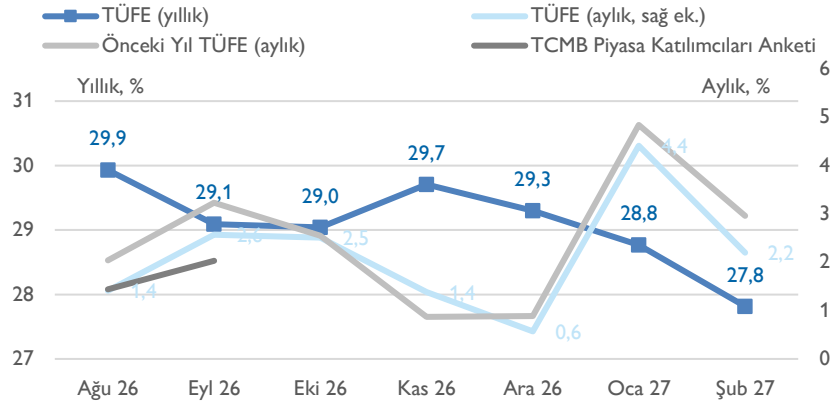
- **Eğitim hizmetlerinde fiyat artışları mevsimsel olarak eylülde yüksek seyrediyor.** Bu kalemdaki enflasyon yakın dönemde sürekli manşet TÜFE'nin üzerinde kaldığından yakından izlenmesi önem taşıyor.
- **Geçen yılın kasım ve aralık aylarındaki düşük baz**, yıllık enflasyondaki iyileşmeyi sınırlayacak.
- **Asgari ücret tartışmaları** genellikle kasım ayında yoğunlaşıyor; resmi görüşmeler aralıkta başlıyor ve nihai karar ay sonunda açıklanıyor. Bu nedenle konu, söz konusu dönemde enflasyon tartışmalarının temel belirleyicilerinden biri hâline geliyor. TCMB'nin asgari ücretteki her %1'lik artış için öngördüğü 0,06–0,08 puanlık geçişkenliğe göre, %30'luk artış enflasyona mekanik olarak yaklaşık 1,8–2,4 puan katkı sağlayabilir. Genel seçim öncesinde ılımlı bir seçim primi içerdiğini varsaydığımız %35'lik artışta ise etki 2,1–2,8 puana ulaşabilir.

Mevcut kredi büyümesi oldukça sınırlı ve dezenflasyonu destekliyor.



Kaynak: BDDK, Ünlü & Co

Kısa vadeli TÜFE beklentilerimiz, geçen yılın enflasyonu ve piyasa katılımcıları anketi ile karşılaştırmalı



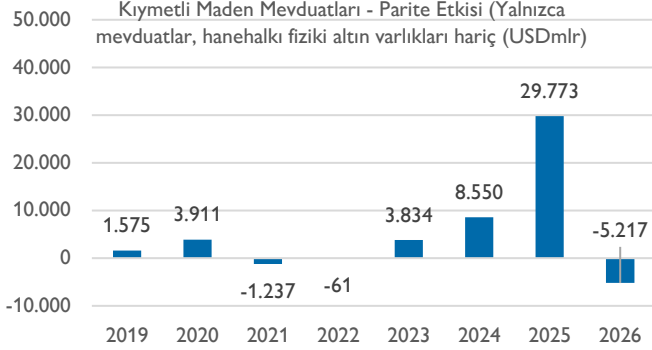
Kaynak: TUIK, TCMB, Ünlü & Co

Toplam stokun sabit kaldığı varsayımıyla, **altının ons fiyatındaki her 1.000 dolarlık artış yaklaşık 134 milyar dolarlık servet etkisi** yaratabilir.

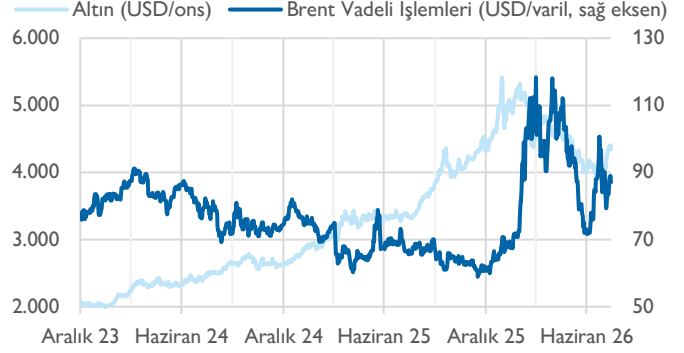
Brent kaynaklı endişeler yatıştıktan sonra altın kaynaklı servet etkisi yeniden devreye girebilir. Diğer unsurların yanı sıra merkez bankalarının altın alımlarıyla desteklenen güçlü yükseliş, İran savaşı ve Brent fiyatlarındaki sıçramayla birlikte durakladı. Savaş öncesi dinamiklere dönüşmesi, altında yeni bir yükseliş eğilimi başlatarak Türkiye'nin dezenflasyon süreci üzerinde baskı yaratabilir. Kabaca bir hesaplamayla, tüm kıymetli maden mevduatlarının yalnızca altından oluştuğu varsayıldığında, haziran itibarıyla bankacılık sistemindeki altın miktarı yaklaşık 700 ton seviyesinde bulunuyor. TCMB daha önce fiziki altın stokunu yaklaşık 3.600–3.700 ton olarak tahmin etmişti. Yine tüm kıymetli maden mevduatlarının altından oluştuğu varsayımıyla, bankalardaki aylık ortalama altın stokunu 2025 için 529 ton olarak hesaplıyoruz. Bu tutar, TCMB'nin kıymetli maden mevduatları için yayımladığı parite etkisiyle birlikte değerlendirildiğinde, 2025'te altın fiyatlarındaki yükselişten kaynaklanan toplam servet etkisinin — banka mevduatları ve fiziki stoklar dahil yaklaşık 4.200 ton üzerinden — 230 milyar dolar civarında olduğu varsayılabilir. İleriye dönük bakarsak,

toplam altın miktarının sabit kaldığı varsayımında ons başına her 1.000 ABD doları değer artışı yaklaşık 134 milyar dolar tutarında servet etkisi yaratacaktır.

Altın dinamiklerine genel bir bakış



Kaynak: Ünlü & Co, TCMB



Kaynak: Bloomberg

Uzun vadede para politikasının 2029'a kadar sıkı kalmasını bekliyoruz. Enflasyonun 2029 itibarıyla %12'ye gerileyerek bu seviyede istikrar kazanacağını öngörüyoruz, uzun vadeli tahminlerimizde şimdilik tek haneli enflasyona dönüş varsaymıyoruz. Dezenflasyonun yıllık enflasyonu kalıcı biçimde %25'in altına indirecek ölçüde güç kazanması hâlinde, uzun vadeli enflasyon varsayımımızı %10'a düşürmeyi değerlendirebiliriz.

Uzun vadele TCMB'nin 2029'a kadar sıkı para politikası duruşunu korumasını bekliyoruz.

Faizler	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Enflasyon	30,9%	29,9%	22,3%	15,0%	12,0%	12,0%
Politika Faizi	38,0%	35,0%	27,0%	17,0%	14,0%	14,0%
2Y Gösterge Tahvil	37,2%	34,9%	26,3%	18,0%	15,0%	15,0%
10Y Gösterge Tahvil	29,0%	30,9%	25,3%	18,0%	17,0%	17,0%

Kaynak: Matriks, TCMB, Ünlü & Co

Hisse fiyatlarındaki oynaklık, TL faizlerine duyarlı bilanço kalemlerindeki oynaklığın doğal bir sonucu.

Duyarlılık analizimizde, faiz değişikliklerinin **mevcut piyasa fiyatlarına anında yansıdığı varsayımıyla** ekonomik etkiyi tahmin eden piyasa değerine göre değerlendirme yaklaşımını kullanıyoruz. Uygulamada ise bilanço kalemlerinin büyük bölümü itfa edilmiş maliyetle taşındığından, gelir tablosu etkisi yeniden fiyatlamaya yoluyla kademeli olarak ortaya çıkıyor. Bilançonun, özellikle mevduatların, görece kısa durasyonu nedeniyle **en büyük etkinin faiz değişikliğini izleyen ilk çeyrekte gerçekleşmesini ve etkinin büyük bölümünün iki çeyrek içinde kâra yansımısını bekliyoruz.**

Bankaların TL özkaynak modified durasyonunun tahmini: Banka bazındaki net faiz marjı tahminlerimizi oluşturmadan önce, her bankanın özkaynağının TL faiz duyarlılığını tahmin etmek amacıyla bilançoları aşağıdan yukarıya analiz ettik. Bilançolar farklı vade, nakit akışı ve yeniden fiyatlamaya profillerine sahip araçlar içerdiğinden, çalışma zorunlu olarak çok sayıda basitleştirici varsayımına dayanıyor. Bazı varsayımlar sapma yaratabileceği veya belirli bankalara daha iyi uyabileceği için sonuçlar kesin ölçümlerden ziyade bilgiye dayalı tahminler olarak değerlendirilmeli. Temel varsayımlarımızdan biri, TL kredi durasyonunun her bankanın TL ürün karmasından türetilmesi. Finansal tablo dipnotlarında açıklanan yeniden fiyatlamaya profillerini mekanik olarak kullanmıyoruz; zira geniş vade aralıkları TL ve YP kredileri birlikte içerdiğinden, yalnızca TL'ye odaklanan bir analiz açısından yanıltıcı olabilir. Swap portföylerini bilanço içi YP pozisyonların bir oranı olarak tahmin ediyor; mevcut swap faizleri ve bankaların açıkladığı swap maliyetleriyle kalibre ediyoruz. Kredileri ürüne göre itfali veya vade sonunda anapara ödemeli olarak modellerken, ilgili kredi kategorileri için sabit-değişken faiz dağılımını tahmin ediyoruz. Ayrıca kullandırım dönemleri ve ürün grupları için farklı faiz oranları uyguluyoruz. TÜFE'ye endeksli tahvilleri hesaplamaya dahil etmiyoruz ve ayrı değerlendiriyoruz; bu tahviller yukarı yönlü enflasyon sürprizlerine karşı koruma sağlarken, enflasyonun beklentilerin altında kalması durumunda baskı yaratıyor. Son olarak, hesaplamaya konveksiteyi dahil etmiyoruz. Varsayımların tam listesi çok daha uzun olduğundan, sonuçlar kesin ölçümler olarak değil, güçlü temellere dayandığını düşündüğümüz yön gösterici tahminler olarak ele alınmalıdır.

Faiz indirimlerinden en fazla Halkbank yararlanırken, faizlerin daha uzun süre yüksek kaldığı senaryoda Garanti en defansif banka: Aşağıdaki tablo, TL özkaynak modified durasyon tahminlerimizi özetliyor. TL faizlerdeki kalıcı oynaklık ve sık yön

değişimlerinin banka bazındaki etkisini değerlendirmek açısından bu duyarlılığın kritik olduğunu düşünüyoruz. Davranışsal dinamiklerle birlikte ele alınıp gösterge niteliğinde bir zaman çizelgesine uyarlandığında, analiz yararlı bir işlem çerçevesi sunabilir.

Faizlerdeki 100 Baz Puanlık Düşüşün Pozitif Etkisinin Değerlendirilmesi

	Özkaynak TL Modified Durasyon	(Vergi sonrası) Özkaynak Karlılığı (%)	Bilanço Kaldırıcı	2Ç26
AKBNK	1,33	0,93	AKBNK	11,5
GARAN	0,98	0,69	GARAN	9,1
ISCTR	1,81	1,27	ISCTR	11,2
YKBNK	1,47	1,03	YKBNK	12,5
HALKB	3,42	2,39	HALKB	20,1
VAKBN	2,29	1,60	VAKBN	16,5
TSKB	0,34	0,24	TSKB	7,4

Kaynak: Ünlü & Co

Garanti-Akbank ve Garanti-Yapı Kredi eşleşmeleri, yüksek oynaklık ortamında dengeli bankacılık riski sunuyor.

Kredi portföylerinin durasyonu düşük; rekabetçi ortamda üç çeyrek boyunca anlamlı bir marj iyileşmesini desteklemesi zor.

Faiz duyarlılığının zamanlamaya dönüştürülmesinde kredi portföyünün bileşimi belirleyici: Bireysel krediler, özel bankaların TL kredi portföylerinde önemli bir paya sahip. KMH ve kredi kartları çok kısa yeniden fiyatlama profilleri taşıırken, konut ve taşıt kredileri ağırlıklı olarak itfali. Bu nedenle, özellikle yüksek faiz ortamında, konut ve taşıt kredilerinin durasyonu sözleşmedeki vadelerinden belirgin biçimde daha kısa. TL ticari kredilerin %95'inin sabit faizli, 18 ay vadeli, üç ayda bir faiz ödemeli bullet kredilerden oluştuğunu; kalan %5'in ise üç ayda bir yeniden fiyatlandığını varsayıyoruz. Sabit faizli bölümü üçer aylık kullandırım kohortlarıyla modelliyor ve yeni kredi kullandırımalarında yıllık %30 büyüme öngörüyoruz. Aktif tarafı durasyonunun en büyük belirleyicisi olan TL krediler, duyarlılık analizimizde merkezi bir rol oynuyor; bankalar için tahmin ettiğimiz modified durasyonlar 0,43–0,69 yıl arasında değişiyor.

Kredilerin Kırılımı, 2Ç26*, TL Kredilerin Modified Durasyon Tahmini

	AKBNK	GARAN	ISCTR	YKBNK	HALKB	VAKBN	TSKB
TL Krediler (TLmn)	1.451.086	1.878.598	1.700.379	1.353.333	1.598.494	2.059.362	14.940
TL	73%	75%	65%	69%	70%	63%	6%
TL Bireysel Krediler	41%	45%	36%	45%	12%	19%	0%
Konut	5%	5%	4%	3%	3%	2%	0%
Taşıt	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
İhtiyaç	13%	10%	8%	10%	1%	5%	0%
Kredili Mevduat Hesabı	5%	7%	4%	8%	2%	4%	0%
Kredi Kartı	18%	23%	20%	24%	5%	8%	0%
TL Ticari / Kurumsal	32%	30%	30%	24%	58%	44%	6%
YP Ticari / Kurumsal	27%	25%	35%	31%	30%	37%	96%
YP Krediler	530.847	639.080	906.038	596.914	686.424	1.226.828	253.681

TL Kredi Portföyü Tahmini Modified Durasyonu	0,52	0,48	0,51	0,43	0,67	0,58	0,69
---	------	------	------	------	------	------	------

Kaynak: Ünlü & Co, Şirket Verileri; * TL perakende krediler içindeki YP payı küçük olduğu için hepsini TL varsaydık

Tasarruf finansman şirketleri, konut ve taşıt finansmanında hızla pazar payı kazanıyor.

Kredi kartı ve KMH segmentleri marjlarda genişlemeye anlamlı bir katkı sağlamayabilir: Kredi kartı ve KMH faizleri, TCMB tarafından aylık olarak belirlenip açıklanan düzenleyici çerçeve kapsamında oluşuyor. Uygulanabilecek azami oranlar, 32–45 gün vadeli TL mevduatın ağırlıklı ortalama faizi ile politika faizinin %110'undan düşük olanı üzerinden hesaplanan referans orana, ürün ve bakiye dilimine göre belirlenen marjların eklenmesiyle hesaplanıyor. Dolayısıyla TCMB'nin politika faizini indirmesi ve mevduat faizlerinin gerilemesiyle bu kredi faizleri de düşmeli; gevşeme döngüsünde söz konusu ürünlerden anlamlı bir marj genişlemesi beklenmemeli.

TL menkul kıymet portföylerinin büyüklüğü ve bileşimi de önemli bir ayrışma unsuru: TÜFE'ye endeksli tahvil portföyü daha büyük olan bankalar yukarı yönlü enflasyon sürprizlerinden doğal olarak daha fazla yararlanırken, sabit faizli TL menkul kıymet portföyü

daha büyük olan bankalar faizlerin hızlı gerilediği bir ortama daha iyi konumlanıyor. Garanti'nin daha küçük menkul kıymet portföyü, hâlihazırda güçlü olan marj performansına ek olarak, menkul kıymetlerdeki negatif taşıma maliyetinin rakiplerini daha fazla baskıladığı 2Ç'deki TL fonlama şoku sırasında avantaj sağladı. Geriye dönük bakıldığında bu sonuç açık görünebilir; ancak yıl başında Garanti'nin faizlerin gerilediği bir ortamda özel banka benzerlerinin gerisinde kalması bekleniyordu. Gerçekleşmeler bunun aksini gösterdi. Akbank ve Yapı Kredi'yi görece yüksek bilanço kaldıraçları ve daha büyük TÜFE'ye endeksli tahvil portföyleri nedeniyle beğeniyoruz. Bu bankalar olası hızlı bir faiz indirim döngüsünde daha yüksek potansiyel sunarken, TÜFE'ye endeksli tahvilleri olumsuz yukarı yönlü enflasyon sürprizlerine karşı kısmi koruma sağlıyor.

TL Menkul Kıymetler , 2Ç26*, TL Sabit getirili menkul kıymetlerin tahmini modified durasyonu

	AKBNK	GARAN	ISCTR	YKBNK	HALKB	VAKBN	TSKB
TL Menkul Kıymetler	548.088	367.142	599.459	439.424	908.785	939.112	34.575
Sabit Faizli	199.150	190.914	278.749	137.510	155.614	309.552	10.718
TÜFE'ye Endeksli	256.050	121.157	152.862	236.000	466.842	376.000	13.484
Değişken Faizli (TÜFE hariç)	92.888	55.071	167.849	65.914	286.330	253.560	10.373
Özkaynak	324.746	487.168	453.171	286.488	234.602	353.008	50.251
Özkaynağa Oranı							
TL Menkul Kıymetler	168,8%	75,4%	132,3%	153,4%	387,4%	266,0%	68,8%
Sabit Faizli	61,3%	39,2%	61,5%	48,0%	66,3%	87,7%	21,3%
TÜFE'ye Endeksli	78,8%	24,9%	33,7%	82,4%	199,0%	106,5%	26,8%
Değişken Faizli (TÜFE hariç)	28,6%	11,3%	37,0%	23,0%	122,0%	71,8%	20,6%

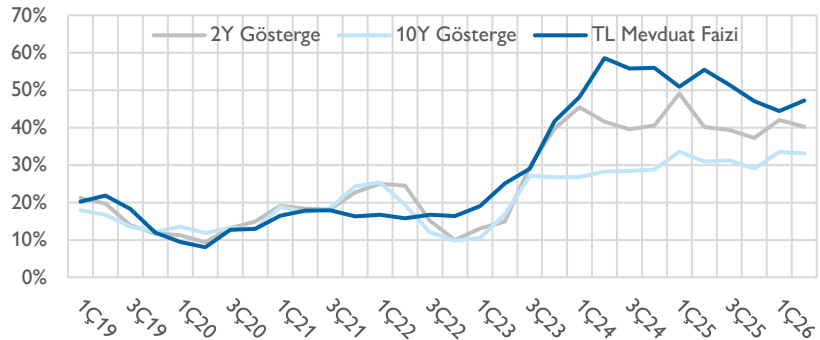
TL Sabit Menkul Portföyü							
Tahmini Modified Durasyonu	0,88	1,17	1,00	0,91	1,09	0,80	0,82

Kaynak: Ünlü & Co, Şirket Verileri

Mevcut getirilerdeki negatif taşıma maliyeti (carry) marjları baskılıyor:

Karşılaştırma açısından, iki yıllık gösterge tahvilin tamamen TL vadeli mevduatla fonlanması mevcut getirilerde negatif taşıma yaratıyor. TÜFE'ye endeksli tahvillerde de görünüm daha iyi değil. Reel getirilerin yaklaşık 5,5 puan seviyesinde olduğu dikkate alındığında, 12 aylık enflasyonun yaklaşık %30 olması durumunda bir yıllık brüt getiri yaklaşık %37'ye ulaşıyor. TL menkul kıymet portföyünün modified durasyon tahminine ilişkin son bir not olarak, sabit faizli TL menkul kıymetlerin vade sonunda anapara ödemeli olduğu ve kupon oranlarının mevcut getirilere eşit olduğu varsayıldı. Macaulay durasyonları temsili vadeler kullanılarak hesaplandı ve ardından modified durasyona dönüştürüldü. Açıklanan vade aralıklarının, özellikle 1-5 yıl bandının, geniş olması ve dipnotlarda TL ile YP kalemlerin birlikte sunulması nedeniyle, raporlanan vade aralıklarının orta noktalarını mekanik biçimde oransal dağıtmak yerine sabit faizli TL portföye temsili vadeler atadık.

Gösterge Tahvil Getirilerinin TL Vadeli Mevduat Maliyetleriyle Karşılaştırılması (Tamamı Bileşik)

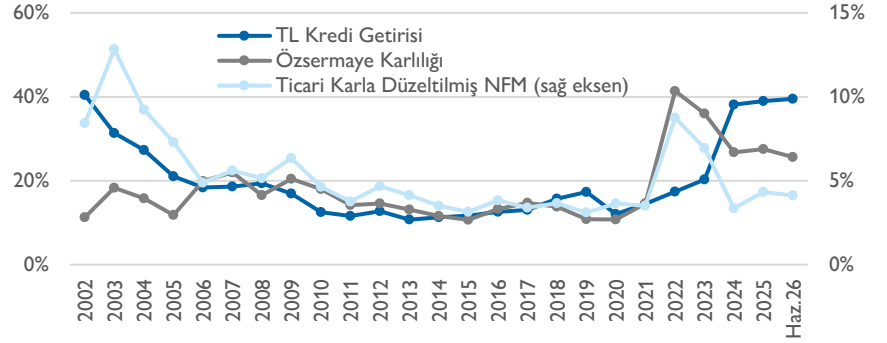


Kaynak: TCMB, Matriks, Ünlü & Co

2Ç26'nın gösterdiği üzere, marjlar olumsuz fonlama şoklarına karşı kırılganlığını koruyor: Fonlama maliyetlerindeki yaklaşık 300 baz puanlık artışın ardından marjlar belirgin

baskı altında kaldı. Kredi getirileri benzer seviyelerde olmasına rağmen net faiz marjları 2002'ye kıyasla daha düşük; ancak bankaların gelir kaynakları bugün çok daha çeşitlendirilmiş durumda. Güçlü komisyon gelirleri, dijitalleşmenin sağladığı faaliyet verimliliği, sıkı maliyet kontrolü ve iştiraklerden gelen daha yüksek katkı, şokun büyüklüğüne rağmen özkaynak kârlılığının görece dirençli kalmasını sağladı.

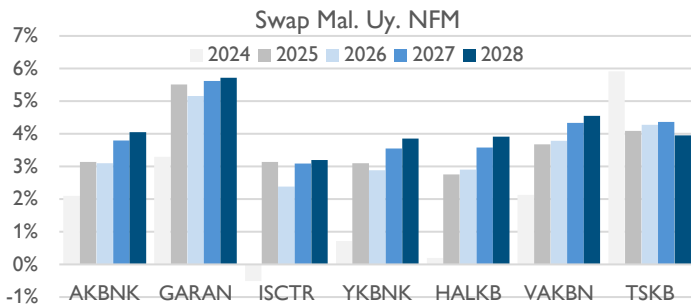
Sektör: Mevcut Marj Seviyeleri Büyük Şoklara Karşı Sınırlı Bir Tampon Sağlıyor



Kaynak: BDDK aylık verileri, Ünlü & Co

2027 ve 2028'de kademeli ve kalıcı bir marj toparlanması öngörüyoruz: Takip ettiğimiz bankaların ortalama swap düzeltilmiş net faiz marjının, 2025'teki %3,6 seviyesine yakın biçimde 2026'da %3,4 olarak gerçekleşmesini; ardından 2027'de %4,0'a ve 2028'de %4,2'e yükselmesini bekliyoruz. **Garanti**'nin hâlihazırda yüksek olan marjını beğeniyoruz. Ancak faiz indirim döngüsünde vadesiz mevduat ve özkaynak gibi maliyetsiz fonlama kaynaklarının marj katkısı azalacağından, ilave marj genişlemesi için alan sınırlı kalabilir. En güçlü toparlanmayı **Halkbank** öncülüğünde ve **VakıfBank**'ın takibiyle kamu bankalarında bekliyoruz. **Akbank**, **Yapı Kredi** ve **İş Bankası**'nın potansiyel marj genişlemesi ise **Garanti** ile kamu bankalarının arasında yer alıyor. İş Bankası teorik olarak özel bankalar arasında en yüksek iyileşme alanını sunsa da 1Y26'da benzerlerinin gerisinde kaldı. İş Bankası'nda güçlü bir çeyreklik marj toparlanması gördükten sonra daha olumlu bir yaklaşım benimseyebiliriz.

Net Faiz Marjı Beklentilerimiz

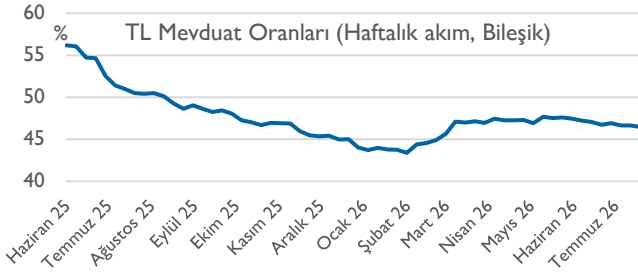


Kaynak: TCMB, Ünlü & Co

3Ç'de marjların genel olarak yatay kalmasını, 4Ç'den itibaren toparlanmasını bekliyoruz: 2Ç'de marjlardaki zayıflık, TÜFE'ye endeksli tahvillerde kullanılan enflasyon varsayımlarının yukarı çekilmesiyle kısmen dengelendi. 3Ç26 benzer bir telafi gelirinden yararlanmayacak olsa da TL fonlama maliyetlerinin 2Ç26'da zirveye ulaşmış görünmesi nedeniyle çekirdek TL makaslar toparlanmaya başlamalı. Ayrıca altın fiyatlarındaki gerileme ve buna bağlı olarak YP mevduatın payındaki düşüş, TL mevduat oranı hedeflerinden kaynaklanan baskıyı azaltarak bankaların TL mevduat faizlerini daha fazla yükseltme ihtiyacını sınırlamalı. TCMB, %37 faizle bir hafta vadeli repo ihalelerine yeniden başlayarak efektif fonlama faizini %40'tan aşağı çekti. Yılın kalanında toplam 200 baz puanlık faiz indirimiyle

politika faizinin yıl sonunda %35'e gerilemesini bekliyoruz. İndirimlerin zamanlaması nedeniyle 3Ç26'ya sınırlı bir pozitif katkı öngörürken, marjlardaki anlamlı toparlanmanın 4Ç'den itibaren başlamasını bekliyoruz. Hatırlatmak gerekirse, 2Ç26 finansallarında TÜFE'ye endeksli tahvil varsayımları Akbank'ta %25'ten %30'a, Garanti'de %23'ten %27'ye, Yapı Kredi'de %27'den %30'a ve TSKB'de %25,7'den %28,7'ye yükseltirken, VakıfBank görece düşük %20,9 varsayımını korudu. Bu durum, 4Ç26'da VakıfBank için güçlü, Garanti için ise daha sınırlı bir marj katkısına alan bırakıyor.

Kısa vadeli marj görünümü: 4Ç26'da anlamlı bir marj genişlemesi bekliyoruz



	1Ç26	2Ç26	3Ç26	4Ç26
AKBNK	3,1%	3,0%	2,8%	3,5%
GARAN	5,5%	4,8%	4,8%	5,5%
ISCTR	3,1%	1,8%	1,9%	2,8%
YKBNK	3,1%	2,6%	2,5%	3,3%
HALKB	2,8%	2,6%	2,5%	3,7%
VAKBN	3,7%	3,1%	3,3%	5,0%
TSKB	4,1%	4,1%	4,5%	4,5%
Büyük-6 Ort.	3,6%	3,0%	3,0%	4,0%

Kaynak: TCMB, Ünlü & Co

TCMB, TL mevduatların cazibesini koruyarak faizleri ne kadar indirebilir?
Mevduat sahipleri açısından kritik eşik, TL mevduatın vergi sonrası getirisi ile TL'deki değer kaybı arasındaki fark. Politika faizindeki değişimin mevduat faizlerine tamamen yansıdığı varsayıldığında, %35 brüt TL mevduat faizi, %17,5 stopaj sonrasında aylık net %2,4 getiri sağlar. Bu oran basit yıllıklandırılmış bazda %28,9'a, aylık bileşik bazda ise yaklaşık %33,0'a karşılık gelmektedir. Buna karşılık TL, son bir ayda ABD doları karşısında %1,7 değer kaybetti. Mevcut değer kaybı hızı devam ettiği sürece TL mevduatlar, döviz mevduatlara kıyasla anlamlı bir getiri avantajı sunmaya devam ederek mevduat sahiplerinin dövizle yönelme eğilimini sınırlayacaktır. Dolarizasyon baskısı TL'deki değer kaybı hızının, TL mevduatların vergi sonrası getirisine yaklaşması veya bu seviyeyi aşması durumunda beklenebilir. Sırf faiz indiriminin gelir tablosu etkisine bakarak yorumlarsak bankaların kârları açısından durum olumlu olsa, TCMB'nin enflasyon görünümünün gerektirdiğinden daha güvercin bir duruş benimsediğine ilişkin endişeleri artırarak yatırımcı algısını zayıflatabilir. TCMB'nin enflasyon görünümüyle uyumsuz faiz indirdiği yönündeki algı, bankalara yönelik yatırım temasını olumsuz etkileyebilir. Biz yıl sonuna kadar %35'e kadar bir indirim için yer olduğunu düşünüyoruz.

Regülasyon & Büyüme & Seçim

Bankacılık sektörü sıkı şekilde yönetilen politika çerçevesinin etkisi altında kalmaya devam ediyor: Hâlihazırda uygulanan en önemli üç düzenleme şunlar: (i) dezenflasyonu destelemeyi amaçlayan sekiz haftalık kredi büyüme sınırları; (ii) TL mevduatların toplam mevduatlar içindeki payını artırmaya yönelik zorunlu karşılık düzenlemeleri; ve (iii) yerleşiklerin ve yatırımcıların döviz kuru beklentilerini çıpalamayı amaçlayan, kademeli değer kaybına dayalı yönetilen dalgalı kur rejimi.

Önemli düzenleme: TL mevduat payı hedefleri (12 Aralık 2025'te Yürürlüğe Girdi, 8 Ocak 2026'da Güncellendi)

Bireysel Mevduatlar

İlgili dönemsel hedefi karşılayamayan bankalara, söz konusu döviz mevduat yükümlülükleri için tesis edilen zorunlu karşılıklar üzerinden hesaplanan yıllık %3 komisyon uygulanır. Hedef hesaplamasında baz döneme ait döviz mevduat bakiyesi, cari dönem döviz kuru kullanılarak yeniden değerlendirilir.

- Bireysel TL mevduat payı %60 dâhil olmak üzere %60 ile %65 arasında olan bankaların bu oranı 0,4 yüzde puan artırması gerekmektedir.
- Bireysel TL mevduat payı %60'ın altında olan bankaların bu oranı 0,8 yüzde puan artırması gerekmektedir.

İki hesaplama dönemi boyunca—12 haftaya karşılık gelmektedir—hedefe kıyasla birikimli sapması 50 baz puanı aşmayan bankalar hedefi karşılamış sayılır.

Kaynak: İlgili Düzenlemeler, Ünlü & Co

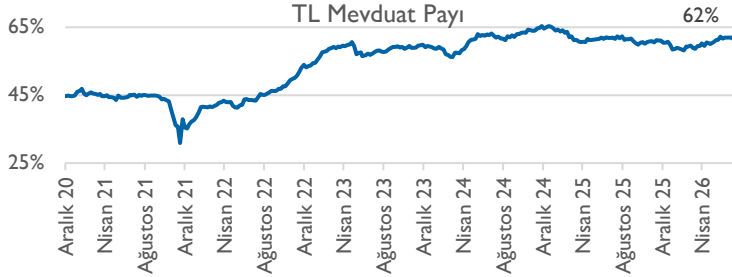
Tüzel Kişi Mevduatları

İlgili dönemsel hedefi karşılayamayan bankalara, söz konusu döviz mevduat yükümlülükleri için tesis edilen zorunlu karşılıklar üzerinden hesaplanan yıllık %1,5 komisyon uygulanır. Hedef hesaplamasında baz döneme ait döviz mevduat bakiyesi, cari dönem döviz kuru kullanılarak yeniden değerlendirilir.

- Tüzel kişi TL mevduat payı %60 veya üzerinde olan bankaların bu oranın %60'ın altına düşmesini önlemesi gerekmektedir.
- Tüzel kişi TL mevduat payı %60'ın altında olan bankaların bu oranı 0,6 yüzde puan artırması gerekmektedir.

İki hesaplama dönemi boyunca—12 haftaya karşılık gelmektedir—hedefe kıyasla birikimli sapması 20 baz puanı aşmayan bankalar hedefi karşılamış sayılır.

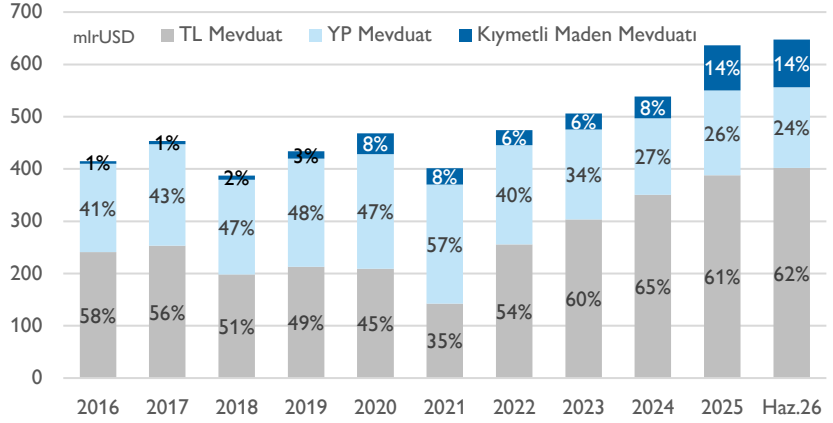
TL mevduat payı



TL Mevduat Payı	2Ç26
AKBNK	66,1%
GARAN	67,3%
ISCTR	57,0%
YKBK	61,6%
HALKB	63,1%
VAKBN	71,8%

Kaynak: BDDK Haftalık Bülteni, Şirket Verileri, Ünlü & Co

TL mevduat payı yakından takip edilmeli: Mevcut kur rejimi—kademeli değer kaybına dayalı yönetilen dalgalı kur—mevduat kompozisyonunun TL ve kıymetli madenlere kaymasından da görüldüğü üzere, döviz mevduatlarının cazibesini azalttı. Düzenleyici otoriteler, TL'nin net ihracat açısından rekabet gücünü değerlendirirken ağırlıklı olarak döviz kurlarının seyrini takip ediyor. Altın fiyatları, TL'nin değer kaybı patikası belirlenirken büyük ölçüde değerlendirme kapsamı dışında kalıyor. Altındaki yükselişin devam etmesi, bankaları TL mevduat payı hedeflerini karşılayabilmek amacıyla TL mevduat faizlerini artırmaya itebilir. Bu düzenlemelerin değişmez olmadığını ve gerekli görülmesi hâlinde ayarlanabileceğini belirtmek gerekir. Ancak mevcut hâliyle düzenleme, net faiz marjlarını artırabilmek için TL fonlama maliyetlerinin gerilemesine ihtiyaç duyan bankalar açısından bir engel oluşturabilir.

Altında olası yeni bir ralli bankaları TL mevduat oranlarını artırmaya itebilir

Kaynak: BDDK Aylık Bülten, Ünlü & Co

Kredi büyüme sınırları seçimler yaklaştıkça gevşetilebilir.

Kredi büyüme sınırları enflasyonla mücadelede önemli bir araç ve böyle kalmasını bekliyoruz: Mevcut çerçeve, konut kredileri, kredi kartı bakiyeleri ve belirli seçici ticari krediler kapsam dışında kalmak üzere, geleneksel kredi kategorilerinin büyük bölümünü etkin biçimde sınırlıyor. Mevcut kredi kompozisyonu ve güncel büyüme sınırlarına göre, segment bazındaki limitlerin düzenlemeye tabi TL kredi portföyünde yıllıklandırılmış yaklaşık %20–22 büyümeye işaret ettiğini; düzenleme dışı ve muaf kategoriler de dâhil edildiğinde ise toplam TL kredi büyümesinin yaklaşık %25–35 seviyesinde gerçekleşmesiyle genel olarak uyumlu olduğunu hesaplıyoruz.

Önemli Düzenleme: Kredi Büyümesine Dayalı TL Zorunlu Karşılık Uygulaması (Son Güncelleme: 23 Mayıs 2026; 31 Aralık 2026'ya Kadar Geçerlidir)

- Kredi büyümesine dayalı zorunlu karşılık uygulamasında hesaplama dönemi sekiz haftadır.
- Mevcut sekiz haftalık kredi büyüme sınırları şöyledir:
 - KOBİ'lere kullanılan TL krediler: %4,5 — yıllıklandırılmış %33,1 (Önceki: %5,0 — %37,3)
 - KOBİ dışı işletmelere kullanılan TL krediler: %2,0 — yıllıklandırılmış %13,7 (Önceki: %3,0 — %21,2)
 - İhtiyaç kredileri: %3,0 — yıllıklandırılmış %21,2 (Önceki: %4,0 — %29,0)
 - Taahhüt kredileri: %3,0 — yıllıklandırılmış %21,2 (Önceki: %4,0 — %29,0)
 - Kredili mevduat hesapları: %1,0 — yıllıklandırılmış %6,7 (Önceki: %2,0 — %13,7)
 - Yabancı para kredileri: %0,5 — yıllıklandırılmış %3,3 (Önceki: %1,0 — yıllıklandırılmış %6,7; 31 Ocak 2026'da güncellendi)
- Bankaların yurt dışı şubeleri tarafından yurt içinde yerleşik kişilere kullanılan krediler, kredi büyümesi hesaplamasına dâhil edilmektedir.
- Büyüme sınırının aşılması hâlinde bankaların, aşan tutar kadar TL zorunlu karşılığı bir yıl süreyle bloke olarak tesis etmesi gerekmektedir.

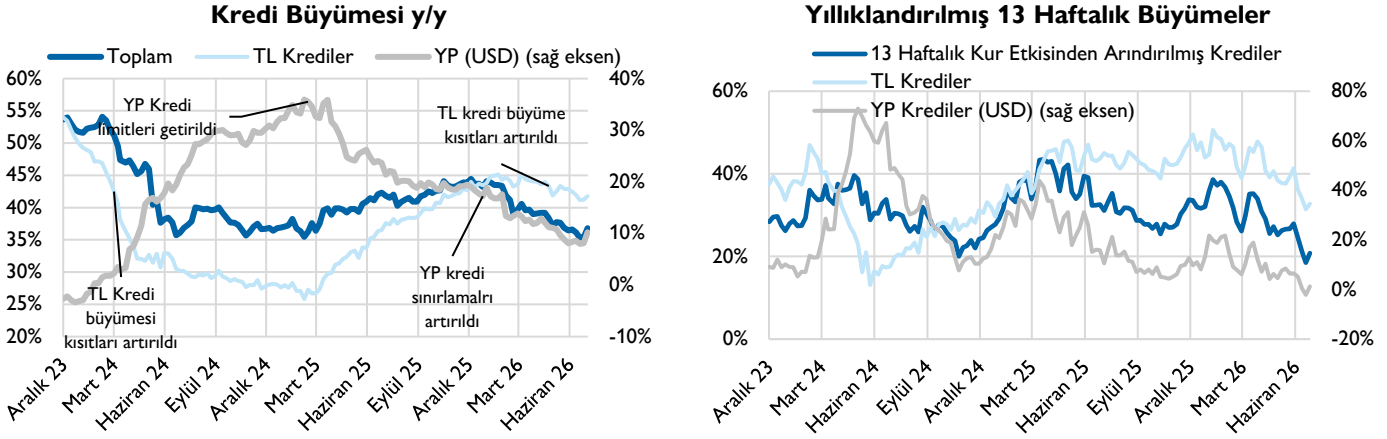
Kaynak: Ünlü & Co

Kredi büyümesi sınırlı kalmaya devam ederek aktif kalitesi risklerini artırıyor.

Kredi büyümesinin sınırlı kalmasını bekliyoruz: Toplam kredi büyümesinin 2026'da %33, 2027'de %28 ve 2028'de %22 olacağını; bunun sırasıyla yaklaşık %3, %6 ve %7 reel büyümeye karşılık geleceğini tahmin ediyoruz. Dolayısıyla kredi büyümesinin bankalara yönelik yatırım temasının temel unsurlarından biri olması pek olası görünmüyor. Enflasyonun %30 civarında takılı kaldığı ve tek haneli hedefe ulaşılması için önümüzde uzun bir yol olduğu ortamda otoritelerin hassas bir denge kurması gerekecek: kredi büyümesini dezenflasyonu destekleyecek ölçüde sınırlarken finansal koşulları taktipteki kredi girişlerinde keskin bir hızlanmaya yol açacak kadar sıkılaştırmamak. Fazla basitleştirme riskini göze alarak bir örnek vermek gerekirse, geçen yıl kullanılan vade sonunda anapara ödemeli bir TL ticari kredinin faiz oranı yaklaşık %56 seviyesinde olurdu. Borçlunun vade sonunda krediyi yenilemek istemesi hâlinde, yıllıklandırılmış bazda genel olarak %20–30 seviyesindeki mevcut kredi büyüme sınırları bankanın tutarın tamamını yeniden finanse etmesini engelleyebilir ve borçlunun anaparanın bir kısmını, potansiyel olarak da önemli bir bölümünü geri ödemesini gerektirebilir. Şirket kârlılığının hâlihazırda döngüsel olarak zayıf olduğu bir dönemde likidite baskıları da aktif kalitesi üzerinde ilave baskı yaratıyor. Ayrıca büyüme sınırlarının bankaların farklılaştırılmış aktif kompozisyonu stratejileri izlemesini kısıtladığını ve bu uygulamanın ne

zaman tamamen sonlandırılacağına ilişkin belirsizliğin geçerli bir endişe kaynağı olmaya devam ettiğini belirtmek gerekir.

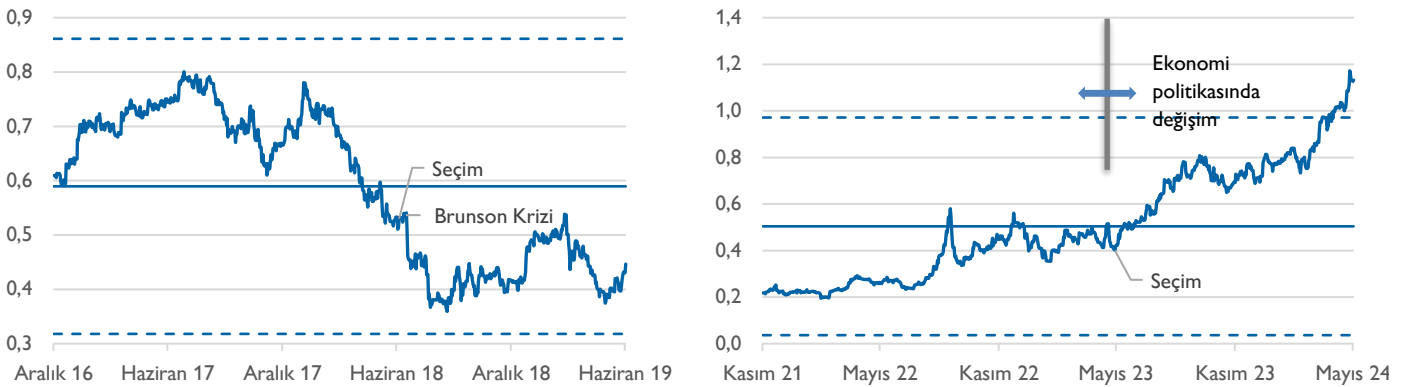
Kredi büyümesi yavaşlayarak dezenflasyon görünümünü desteklerken, YP kredi büyümesi belirgin biçimde ivme kaybetti



Kaynak: BDDK, Ünlü & Co

Kısa bir hatırlatma: 2018 ve 2023 genel seçimleri öncesinde önemli teşvikler uygulandı: 2018'de Kredi Garanti Fonu aracılığıyla sağlanan kredi genişlemesi, mali teşvikler ve daha gevşek makroihtiyati politikalar iç talebi destekledi. 2023'te ise negatif reel faizler, hızlı bireysel kredi büyümesi, ücret ve emekli maaşı artışları, erken emeklilik, sosyal transferler, ücretsiz doğal gaz ve TL'yi istikrara kavuşturmayı amaçlayan döviz müdahalelerini bir araya getiren daha kapsamlı ve doğrudan bir paket uygulandı. Genel olarak 2023'teki teşvikler 2018 programından daha büyüktü. Daha uzun vadeli bir perspektiften bakıldığında ise her genel seçim öncesinde bir önceki seçim dönemine kıyasla giderek daha güçlü teşvikler uygulandığı görülüyor.

Bankacılık sektörü 12 ay ileriye dönük F/DD çarpanları: Seçimlerden 1,5 yıl öncesi ve 1 yıl sonrası (24.06.2018 ve 28.05.2023)



Kaynak: Ünlü & Co

Seçimler öncesinde mevcut politika bileşiminin daha destekleyici yönde değiştirilmesi hâlinde neler beklenebilir? Piyasa katılımcılarının önemli bir bölümü; (i) enflasyonu düşürmeyi birinci öncelik olarak gören sıkı para politikası, (ii) bütçe disiplini ve verimlilik kazanımlarına odaklanılması ve (iii) ihtiyaç ortaya çıktığında ve/veya dezenflasyon yorgunluğu belirginleştiğinde mikro alanlarda destekleyici adımlar atılmasından oluşan mevcut politika bileşiminin doğru olduğunu ve "seçim ayarlamalarına" başvurulmadan kesintisiz şekilde uygulanmaya devam edilmesi gerektiğini savunuyor. Mevcut politika bileşiminde "seçim odaklı ayarlamalar" yapıp yapılmayacağını zaman gösterecek. Ancak

önceki seçim dönemlerinde olduğu gibi, gelecek seçime yaklaşılrken bankaların değerlemelerini etkileyebilecek çok sayıda piyasa söylentisi ve “görüşmelere yakın kaynaklara göre” türü haberle karşılaşılmasını beklemek makul olacaktır. Bazı değişiklikler bankaların finansallarını doğrudan etkileyebilirken bazıları ise enflasyon üzerinden bankalara yönelik yatırım temasını dolaylı olarak etkileyebilir.

- Kredi büyüme sınırlarında yapılabilecek değişiklikler
- Merkez Bankası’nın politika bileşiminin daha destekleyici hâle gelmesi (faiz indirimleri vb.)
- Stopaj oranlarında yapılabilecek değişiklikler (özellikle mevduat faizlerine uygulanan stopaj)
- Asgari ücret ve sosyal güvenlik ödemelerinde yapılabilecek artışlar
- Kredi yapılandırma imkânlarının genişletilmesi (kredi kartları, kredili mevduat hesapları ve KOBİ kredileri)
- Önemli ölçüde bütçe harcaması gerektiren mega projeler

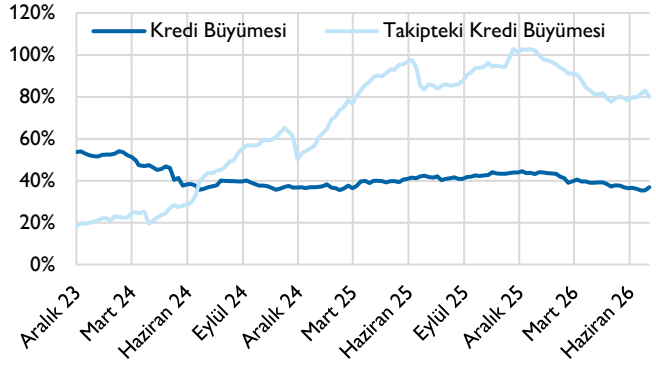
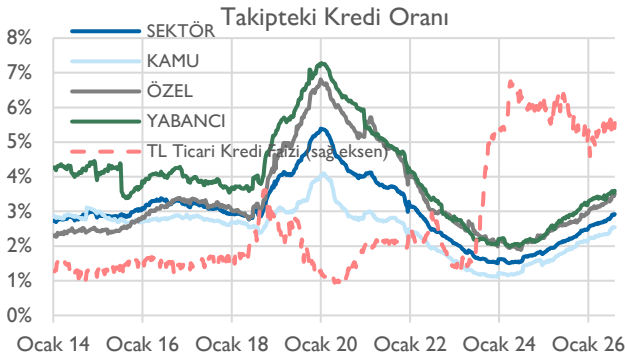
Varlık Kalitesi Görünümü

Şu ana kadar büyük ölçekli ve güçlü bir şirketten kaynaklanan takipteki kredi görülmedi; böyle bir gelişme aktif kalitesi döngüsünde belirgin bir bozulmaya işaret edecektir.

Takipteki kredi girişleri hızlandı: Aktif kalitesi göstergeleri, faizlerdeki yükselişle genel olarak paralel biçimde 2024 başından bu yana bozulma eğiliminde olurken bozulmanın hızı mevcut faiz ortamıyla yakından ilişkili kalmaya devam ediyor. Mevcut faiz seviyelerinde aktif kalitesi baskıları, banka hisselerinin yukarı yönlü potansiyelini sınırlandırabilir. Görünümü endişe verici bulmuyoruz; ancak yakın vadede kârlarda anlamlı bir toparlanmanın önünde engel olarak değerlendiriyoruz. 2018–19 stres döneminden farklı olarak mevcut bozulma, TL'deki sert değer kaybının yüksek borçluluğa sahip büyük şirketleri ve kısa döviz pozisyonu taşıyan sektörleri olumsuz etkilemesinden değil, uzun süre yüksek kalan faizlerin yarattığı birikimli baskıdan ve ekonomideki döngüsel zayıflıktan kaynaklanıyor. Bu kez bozulma bireysel krediler ve KOBİ'ler geneline yayılırken genel olarak beklentilerle uyumlu seyretmiştir. Bununla birlikte 2026'da faiz indirim döngüsünün gecikmesi ve İran savaşının ekonomi üzerindeki olumsuz yansımaları baskıyı artırdı. Aşağıdaki BDDK grafiklerinde Akbank, Yapı Kredi ve İş Bankası özel bankalar grubunda, Garanti yabancı bankalar grubunda, Halkbank ve VakıfBank ise kamu bankaları grubunda yer almaktadır.

Takipteki kredi oranı* yükseliş eğiliminde — dezenflasyon yorgunluğu belirginleşiyor.

Takipteki kredi satışları ve kayıttan düşülen krediler için düzeltildiğinde, takipteki kredi büyümesi daha yüksek olurdu.



Kaynak: BDDK, TCMB Ünlü & Co * 7 Ağustos en güncel veri

KOBİ ve bireysel kredi portföyleri daha yakından takip edilmeli: Son dönem çeyreklik sonuç telekonferanslarında, bireysel krediler ve KOBİ segmentlerindeki olası aktif kalitesi bozulmasına giderek daha fazla odaklanılıyor. Saçılım grafiği analizimiz de aynı görünüme işaret ederken zayıflama belirtileri kamu bankalarında daha belirgin. Bu nedenle, takipteki kredi satışlarındaki farklılıkların temeldeki bozulmayı kısmen gizleyebileceğini dikkate alarak farklı banka gruplarındaki haftalık takipteki kredi girişlerini daha yakından inceledik. Haftalık verilerde görülen negatif uç değerler temkinli olunması gerektiğine işaret ediyor.

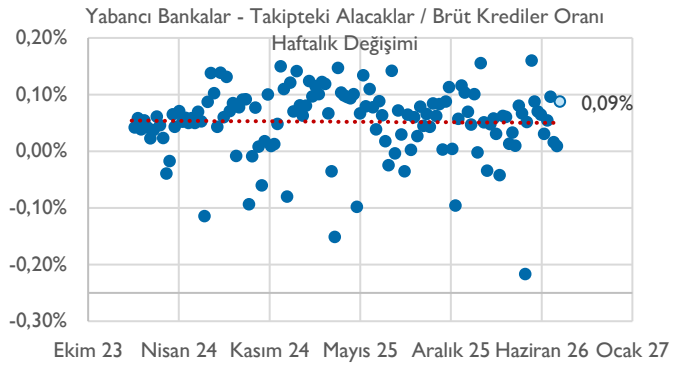
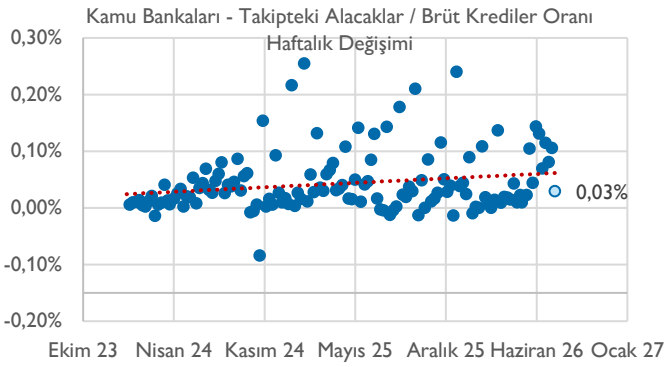
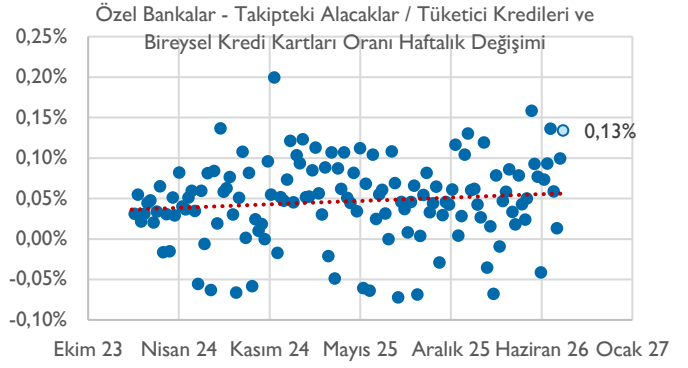
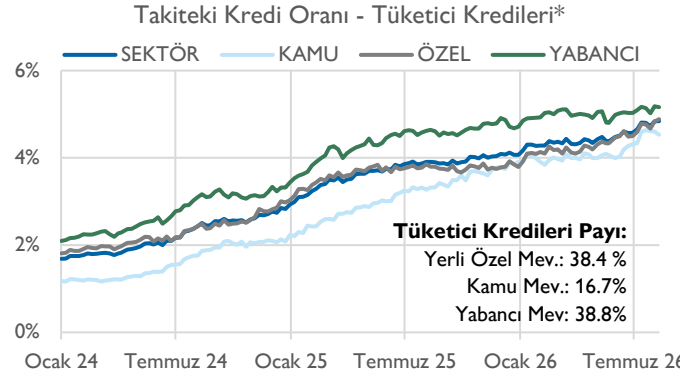
Banka bazında segment dağılımı: Daha riskli segmentlerin payı toplam kredi portföyünün yaklaşık %50'sinde kümelenirken Garanti'de oran biraz daha yüksek

2Ç26, mnTL	AKBNK	GARAN	ISCTR	YKBNK	HALKB	VAKBN	TSKB
Canlı Krediler	1.981.933	2.517.678	2.606.417	1.950.247	2.284.918	3.286.190	262.934
Faiz Getirili Aktifler	3.462.808	4.074.367	4.557.866	3.220.509	4.441.695	5.608.966	356.857
Daha Riskli Segmentler	AKBNK	GARAN	ISCTR	YKBNK	HALKB	VAKBN	TSKB
KOBİ Kredileri	416.206	580.487	524.514	156.020	1.025.187	1.013.000	0
Kredi Kartı, İhtiyaç, KMH	706.658	999.374	812.281	820.089	191.301	555.785	0
Kredilere Oranı	57%	63%	51%	50%	53%	48%	0%
Faiz Getiren Varlıklara Oranı	32%	39%	29%	30%	27%	28%	0%

Kaynak: Şirket Sunumları, ÜNLÜ & Co

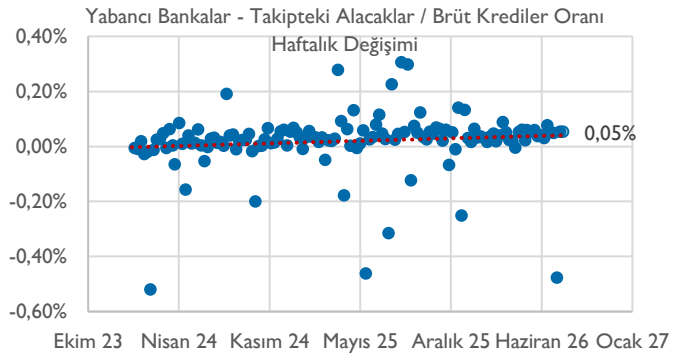
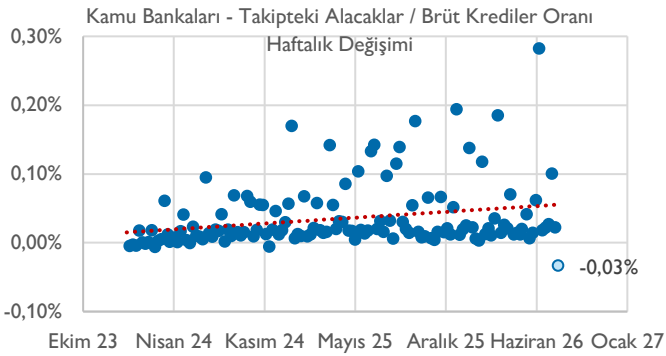
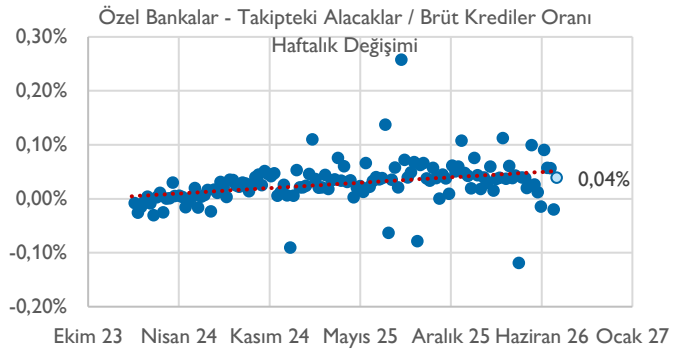
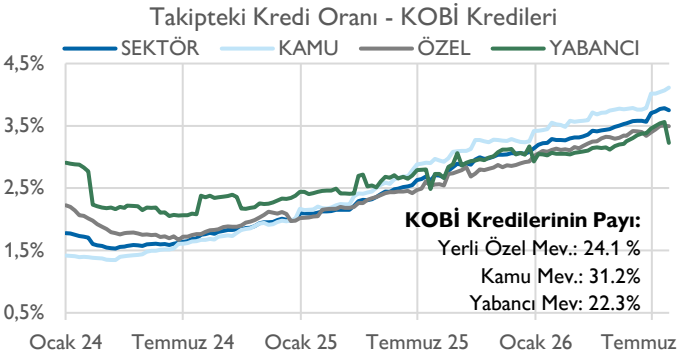
* KOBİ kredilerinin doğrudan karşılaştırılması yanıltıcı olabilir; bazı bankalar KOBİ kredi portföylerini kendi iç tanımlarına göre açıklarken bazıları BDDK tanımını kullanmaktadır. Akbank için konsolide finansallardaki KOBİ kredisi payını solo rakamlara uyguladık.

Tüketici Kredileri* segmentindeki takipteki kredilere genel bir bakış **



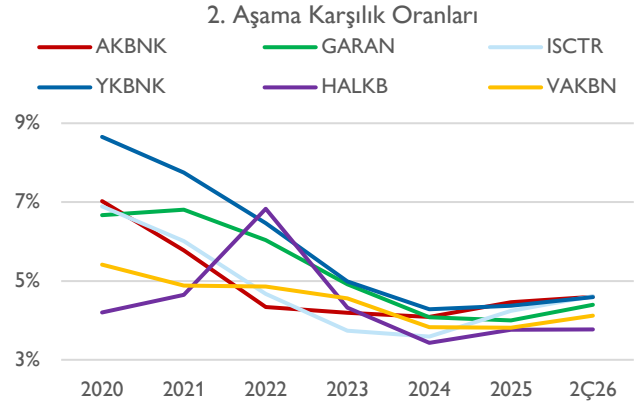
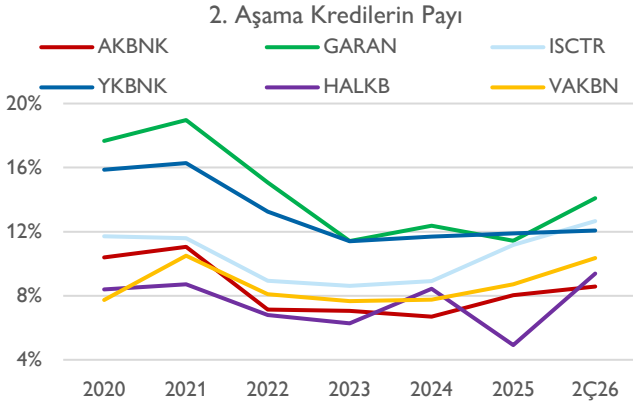
Kaynak: BDDK, ÜNLÜ & Co; * Tüketici Kredileri ve Bireysel Kredi Kartları, ** Tüketici Kredilerindeki haftalık takipteki kredi değişimi/Brüt Tüketici Kredileri

KOBİ Kredileri segmentindeki takipteki kredilere genel bir bakış, kamu bankalarında bozulma belirgin*



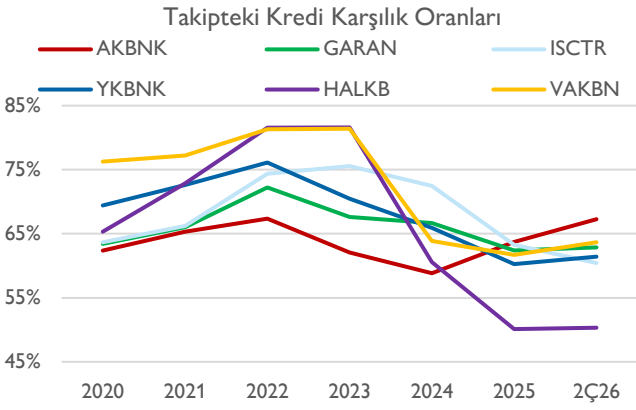
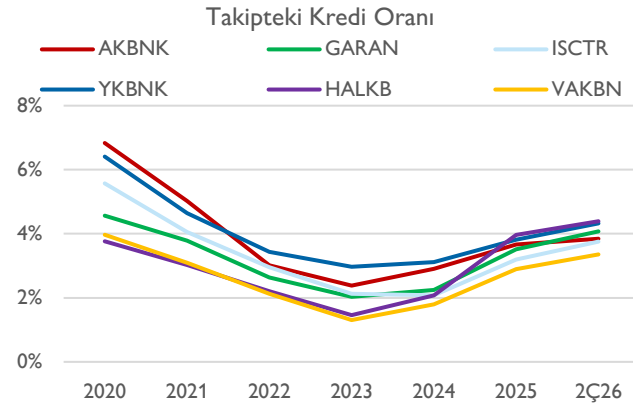
Kaynak: BDDK haftalık bülteni, ÜNLÜ & Co, ** KOBİ kredilerindeki haftalık takipteki kredi değişimi/Brüt KOBİ Kredileri

İkinci aşama kredilerin payı artarken karşılık oranları yakın dönem dip seviyelerine yakın seyrediyor



Kaynak: Ünlü & Co, Şirket verileri

Takipteki krediler için ayrılan karşılıklar azalan trendde, Akbank olumlu ayrışıyor



Kaynak: Ünlü & Co, Şirket verileri

Yeni borç yapılandırma pencereleri, önümüzdeki çeyreklerde karşılık iptalleri, takipteki kredi girişleri ve kredi risk maliyetinde oynaklığın sürmesine neden olabilir

Yapılandırma dönemlerindeki karşılık iptalleri ileriye yönelik temkin gerektiriyor: Karşılık iptalleri, Eylül 2024'teki bireysel kredi yapılandırma düzenlemesinin ardından ve son kredi kartı ile ihtiyaç kredisi yapılandırma programıyla genel olarak aynı döneme denk gelen 1Ç26'da keskin biçimde arttı. Bu iptaller kısmen gerçek tahsilatları ve iyileşen ödeme performansını yansıtıyor olabilir. Ancak zamanlaması, yapılandırmayla bağlantılı iyileşmenin karşılık giderlerini geçici olarak azaltmış olabileceğine de işaret ediyor. Dolayısıyla son dönemdeki rahatlamamanın bir bölümü geçici olabilir; bu durum takipteki kredi oluşumunun yeniden hızlanmasına ve karşılık giderlerinde çeyrekler bazında daha yüksek oynaklığa yol açabilir.

En güncel yapılandırma pencereleri:

- 26 Eylül 2024 düzenlemesi
- 10 Temmuz 2025 tarihli genişletilmiş düzenleme — son başvuru tarihi: 10 Ekim 2025
- 29 Ocak 2026 düzenlemesi — son başvuru tarihi: 29 Nisan 2026

Karşılık iptalleri, ardışık çeyreklerin kârları arasında belirgin farklar yaratacak ölçüde yüksek

	Karşılık İptali (TLmn)*							
	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
AKBNK	1.580	411	1.885	844	576	438	2.431	1.771
GARAN	3.098	14.780	13.261	8.908	7.593	4.027	15.987	7.347
ISCTR	514	2.008	3.564	3.746	2.539	1.826	5.668	1.536
YKBNK	5.694	4.704	7.358	4.899	627	1.298	7.152	4.304
HALKB	5.515	2.314	3.511	3.523	5.889	7.830	13.421	7.600
VAKBN	5.271	3.556	21.080	9.423	4.234	2.218	12.249	1.647

Kaynak: Ünlü & Co *Serbest karşılık iptalleri hariç

Aktif kalitesi görünümünün her çeyreğin ikinci aylık BDDK verisi açıklandıktan sonra kapsamlı biçimde yeniden değerlendirilmesini öneriyoruz.

Faiz indirim döngüsünü geciktirecek yeni bir şok, aktif kalitesi görünümünü önemli ölçüde bozabilir.

Net takipteki kredi girişi tahminlerimizde temkinliyiz: Birikimli baskının mevcut seviyelerde 2028'e kadar devam etmesini bekliyoruz. Uzun dezenflasyon süreci para politikasının uzun süre sıkı kalmasını gerektirdiğinden, net takipteki kredi girişlerinin 2028 sonrasında da tarihsel ortalamaların üzerinde seyretmesini öngörüyoruz. Bununla birlikte nominal ve reel faizler geriledikçe net takipteki kredi girişlerinin kademeli olarak azalmasını bekliyoruz.

Yakın vadede karşılık giderlerinin yüksek seyretmesini bekliyoruz.

	2023	2024	2025	6A26	2026	20027	2028
AKBNK	1,19%	1,38%	2,32%	2,30%	2,66%	2,83%	2,27%
GARAN	0,67%	0,89%	1,80%	2,78%	2,82%	2,73%	1,97%
ISCTR	0,96%	0,99%	2,29%	2,19%	2,50%	2,49%	1,79%
YKBNK	0,15%	0,61%	1,85%	2,44%	2,42%	2,04%	1,65%
HALKB	-0,37%	-0,46%	1,40%	1,21%	1,38%	1,65%	1,14%
VAKBN	2,04%	0,33%	1,26%	1,47%	1,67%	1,81%	1,42%
TSKB	3,08%	0,37%	-0,83%	-0,06%	0,86%	1,76%	1,63%

Kaynak: Ünlü & Co

Net Takipteki Kredi* Girişi Tahminlerimiz

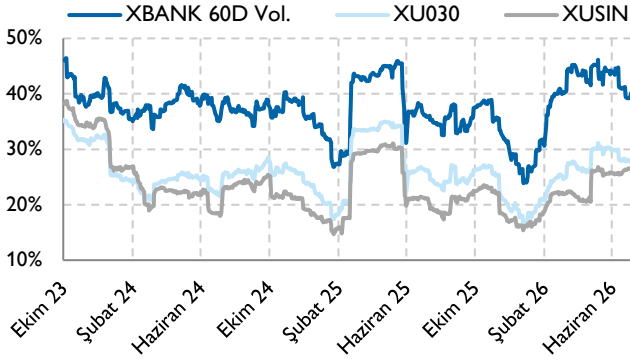
Net TK Girişi	AKBNK	GARAN	ISCTR	YKBNK	HALKB	VAKBN	TSKB
2016	0,80%	1,18%	0,95%	1,72%	0,86%	1,38%	-0,07%
2017	0,58%	0,52%	0,37%	1,12%	0,55%	1,16%	0,01%
2018	4,17%	3,83%	2,66%	2,87%	1,09%	1,57%	2,39%
2019	4,76%	3,05%	3,58%	4,24%	2,67%	2,62%	1,50%
2020	1,48%	-0,28%	0,48%	0,59%	0,42%	0,29%	1,18%
2021	0,80%	0,27%	0,46%	0,35%	-0,13%	0,36%	-0,41%
2022	3,00%	1,68%	1,09%	1,36%	0,67%	0,70%	0,58%
2023	0,75%	0,67%	0,50%	1,30%	0,00%	0,09%	1,67%
2024	1,94%	2,00%	1,07%	1,63%	0,89%	1,03%	-0,18%
2025	2,81%	3,17%	2,61%	2,60%	3,00%	2,08%	1,02%
2026	2,97%	3,30%	2,93%	2,82%	2,38%	1,84%	0,66%
2027	2,94%	3,09%	2,51%	2,36%	1,98%	1,79%	1,63%
2028	2,41%	2,18%	1,92%	1,87%	1,72%	1,62%	1,41%
2029	2,01%	1,41%	1,47%	1,48%	1,49%	1,49%	1,28%

Kaynak: Ünlü & Co *Giriş-tahsilat

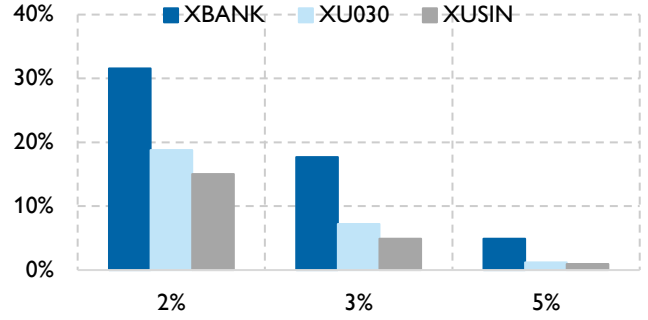
“AL” tavsiyesi ne zaman gerçekten “AL”dır? Banka hisselerinin getiri potansiyelinin mutlak ve göreceli açıdan değerlendirilmesi

Türkiye’de banka hisselerine yatırım yapmak bu oynaklığa değer mi? Son birkaç yılda risksiz TL getirisinin cazibesi, haklı olarak, Türk hisse senetlerine yönelik ilgiyi azalttı. Buna ek olarak sürekli değişen makroekonomik, siyasi ve jeopolitik görünüm oynaklığı daha da artırarak hisse senedi yatırımları üzerinde ilave baskı yarattı; bu etki Türkiye’de banka hisselerinde daha güçlü hissedildi. Bankacılık sektöründeki oynaklığı sektörel açıdan çeşitlendirilmiş endekslerle karşılaştırmak doğru bir birebir kıyaslama değildir. Bununla birlikte oynaklığın boyutu oldukça yüksek ve banka hisselerinin getirilerin dağılımı kalın ve uzun kuyruklarla karakterize ediliyor. Bu nedenle söz konusu riskin dikkatle değerlendirilmesi gerekiyor.

Başlıca endekslerin oynaklık (Vol) karşılaştırması

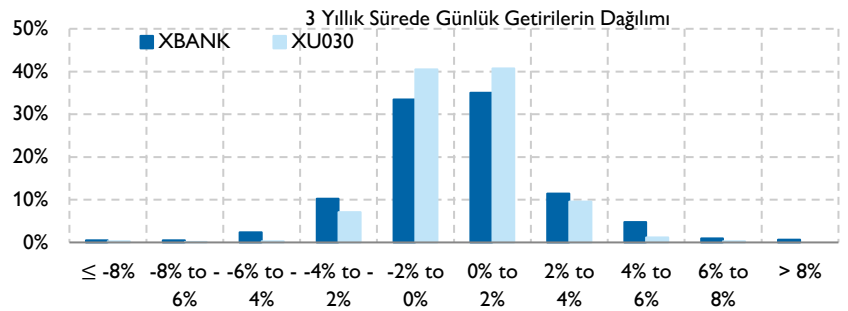


Yüksek Mutlak Değişim Yaşanan Günlerin Payı Yüksek

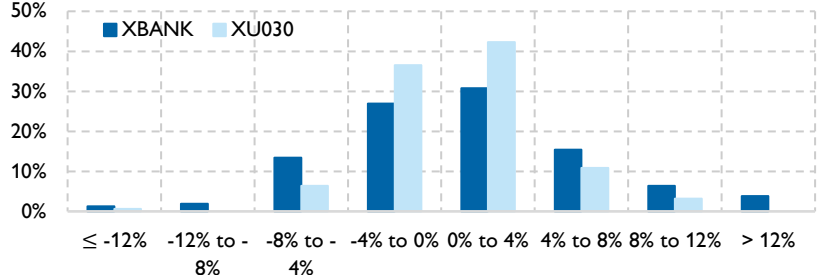


Kaynak: Ünlü & Co

Kuyruklar kalın ve uzun: Günlük ve haftalık getirilerin dağılımı



3 yıllık sürede Haftalık Getirilerin Dağılımı



Kaynak: Ünlü & Co

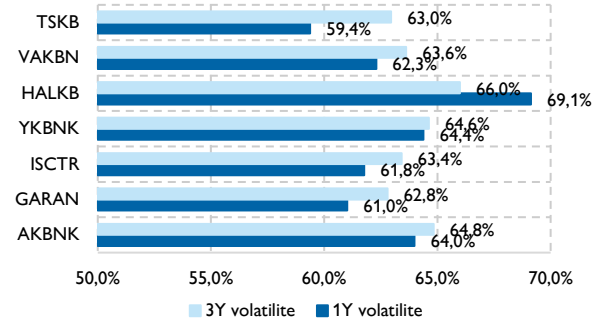
Mevduat ve para piyasası fonları, hisse senetlerine karşı oldukça güçlü alternatifler sunuyor.

Nakitten hisse senedine geçiş eşiği: %40 getiri potansiyeli yeterli değil. Bir yıllık TLREF OIS'in 5 Ağustos itibarıyla işaret ettiği yıllık efektif brüt getiri %42,8 seviyesindeyken nakitten banka hisselerine geçmenin fırsat maliyeti oldukça yüksek. Dolayısıyla yalnızca pozitif getiri potansiyeli yeterli değil. XBANK'ın "nakit yatırımcısı perspektifinden" gerçek bir AL olarak değerlendirilebilmesi için beklenen toplam getirisinin yalnızca risksiz alternatifi aşması değil, aynı zamanda sektörün tarihsel olarak yaklaşık %38 seviyesindeki oynaklığını da yatırımcılar açısından yeterince telafi etmesi gerekir.

Getiri Potansiyellerinin Nakitten Hisse Senedine Geçiş Perspektifiyle Değerlendirilmesi

Nakitten Hisse Senedine Geçiş: Güçlü Bir AL Tavsiyesi İçin Gerekli 12 Aylık Getiri (Sharpe: 0,50)

Değerlendirme	Hedef Sharpe	Gerekli Fazla Getiri	Gerekli Toplam Getiri	Yorum
Nakit eşdeğeri	0.00	0.0%	42.8%	Bu seviyenin altında cazip değil
Sınırlı prim	0.25	9.5%	52.3%	Pozitif, ancak ikna edici değil
İkna edici AI	0.50	19.1%	61.8%	Asgari ikna edici eşik
Güçlü görüş	0.75	28.6%	71.4%	Yüksek güvenli yatırım görüşü
Olağanüstü	1.00	38.1%	80.9%	Çok zorlu bir eşik



Kaynak: Ünlü & Co

Sharpe oranı öncelikle çeşitlendirilmiş portföyler için kullanılan bir ölçüttür; bu nedenle tek bir sektöre yoğunlaşan endeksler açısından kusursuz bir gösterge değildir.

Bununla birlikte **XBANK'ın tarihsel risk ayarlı performansı, nakit getirisinin üzerinde anlamlı bir getiri tamponu korunması gerektiğine işaret ediyor.**

Bilgi Oranı (Information Ratio), bir gösterge endekse göre yönetilen hisse senedi portföyü açısından daha uygun bir ölçüttür. Sharpe oranından farklı olarak yalnızca yatırımcının gösterge endeksine kıyasla elde ettiği getiri ve üstlendiği riski değerlendirir. Bu nedenle bankaların mevcut bir hisse senedi portföyünde ağırlık artırmayı hak edip etmediğine karar vermek için daha sağlıklı bir çerçeve sunar.

Son bir yıllık performans, yüksek bir getiri eşiğini destekliyor: XBANK son 12 ayda, aynı döneme karşılık gelen %48,6'lık TLREF getirisine kıyasla toplam -%1,2 getiri sağlayarak yaklaşık 50 yüzde puan daha zayıf performans gösterdi. Yıllıklandırılmış %37 oynaklıkla birlikte bu performans, -0,92 Sharpe oranına karşılık geldi. Daha çeşitlendirilmiş XU030 ve XUSIN endeksleri de risk ayarlı bazda nakit getirisini aşmadı.

Geri dönük bakış: Nakit Getirisi Son 12 Ayda XBANK'ı Yaklaşık 50 Yüzde Puan Geride Bıraktı

Son 12 Ay	Toplam Getiri	TLREF'e Göre Getiri Farkı	Yıllıklandırılmış Volatilité	Sharpe
XBANK	-1,20%	-49,80%	37,10%	-0,92
XU030	31,40%	-17,20%	24,90%	-0,37
XUSIN	36,70%	-11,80%	21,70%	-0,28
TLREF	48,60%			

Kaynak: Ünlü & Co

Mutlak getiriden göreceli getiriye: Bankalarda ağırlık artırmak ne zaman alınan riske değer? Hâlihazırda XU030'u gösterge endeks olarak kullanan bir hisse senedi yatırımcısı için nakit getirisi daha az anlamlı bir eşiştir. Buradaki temel soru, banka hisselerindeki ağırlık artırma pozisyonunun yarattığı ilave gösterge riskine kıyasla yeterli ek getiri sağlayıp sağlayamayacağıdır. Bilgi Oranı, XBANK'ın XU030'a göre aktif getirisini takip hatasıyla karşılaştırarak bu risk-getiri dengesini ölçer. XU030'un 12 aylık beklenen toplam getirisinin yaklaşık %37 (Bloomberg aşağıdan yukarıya getiri potansiyeli), XBANK'ın üç yıllık takip hatasının ise yaklaşık %23 olduğu dikkate alındığında yalnızca pozitif göreceli getiri potansiyeli, bankalarda ağırlık artırmayı gerektirmediği için yeterli değildir.

XBANK vs XU030

Dönem	Yıllıklandırılmış Aktif Getiri	Takip Hatası	Günlük IR
Son 1 Yıl	-24,90%	22,00%	-1,13
Önceki 2 Yıl	28,60%	23,10%	1,24
Son 3 Yıl	10,70%	22,80%	0,47

Eşik	IR	Gerekli Getiri	Yorum
Benchmark ile aynı	0	37,00%	Aktif getiri yok
İkna edici ağırlık artışı	0,5	48,40%	Asgari ikna edici eşik
Güçlü görüş	0,75	54,10%	Yüksek aktif getiri

Kaynak: Ünlü & Co

Tahmin Değişiklikleri, Tavsiyeler ve Değerleme

Garanti ve Yapı Kredi en beğendiğimiz hisseler; Akbank'ı da beğeniyoruz.

Özel bankalarda AL tavsiyelerimizi korurken kamu bankalarını TUT olarak güncelliyoruz: Başlıca değişikliklerimiz şöyle: İran kaynaklı zayıflığı yansıtmak amacıyla 2026 net kâr tahminlerimizi aşağı yönlü revize ederken 2027 tahminlerimizde daha ihtiyatlı bir yaklaşım benimsedik. Hedef fiyatlarımızın değerlendirme dönemini ileri taşıdık. Kamu bankalarının orta ve uzun vadeli görünümüne, özellikle ABD'deki davanın düşürülmesinin ardından Halkbank'a yönelik daha iyimseriz.

Tahminlerimiz, Hedef Fiyatlarımız ve Tavsiyelerimizdeki Değişiklikler

	Tavsiye		HF			Güncel Fiyat		2026 Net Kâr (TLmlr)			2027 Net Kâr (TLmlr)		
	Eski	Yeni	Eski	Yeni	Değişim			Eski	Yeni	Değişim	Eski	Yeni	Değişim
AKBNK	AL	AL	98,8	103,61	5%	73,2	42%	92,1	76,7	-17%	125,7	114,3	-9%
GARAN	AL	AL	196,6	210,81	7%	133,3	58%	174,2	139,2	-20%	239,2	189,0	-21%
ISCTR	AL	AL	19,4	18,29	-6%	12,9	42%	124,3	73,2	-41%	160,6	128,4	-20%
YKBNK	AL	AL	51,1	54,01	6%	37,1	46%	87,0	77,6	-11%	117,7	107,3	-9%
HALKB	SAT	TUT	28,1	40,13	43%	38,1	5%	50,2	44,8	-11%	64,6	71,9	11%
VAKBN	AL	TUT	36,9	41,22	12%	32,1	28%	95,9	78,5	-18%	139,3	119,4	-14%
TSKB	AL	AL	16,7	16,79	1%	11,2	50%	16,6	11,4	-31%	23,1	13,7	-41%
						TOPLAM		640,4	501,5	-22%	870,2	743,9	-15%

Kaynak: Ünlü & Co

Kâr büyümesinin 4Ç26'dan itibaren ivme kazanmasını bekliyoruz.

Kar Büyümesi	2025	2026	2027	2028
AKBNK	35,1%	34,0%	48,9%	39,0%
GARAN	20,0%	25,9%	35,7%	42,1%
ISCTR	48,2%	8,6%	75,4%	42,4%
YKBNK	62,3%	64,8%	38,2%	40,5%
HALKB	23,1%	65,3%	60,2%	63,2%
VAKBN	73,5%	12,0%	52,1%	52,3%
TSKB	12,3%	0,3%	20,0%	34,4%
TOPLAM	38,8%	28,3%	48,3%	45,0%

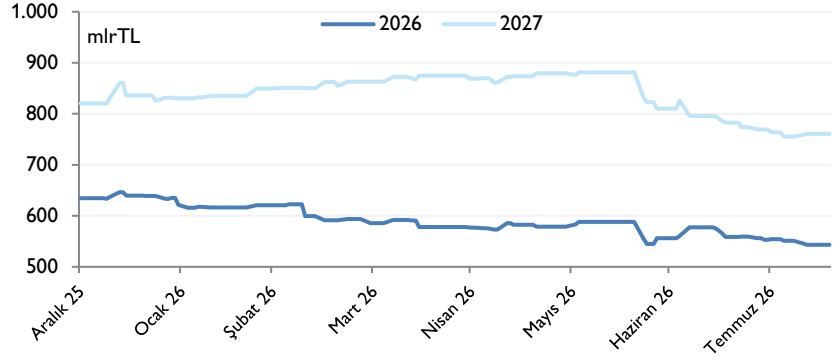
Kaynak: Ünlü & Co

Ünlü & Co vs. Piyasa Beklentileri

TLbn	Ünlü	2026E Cons.	Δ	Ünlü	2027E Cons.	Δ	Ünlü	2028E Cons.	Δ
AKBNK	77	90	-15%	114	135	-15%	159	174	-9%
GARAN	139	139	0%	189	187	1%	269	244	10%
HALKB	45	47	-5%	72	68	6%	117		n.a.
ISCTR	73	99	-26%	128	137	-6%	183	187	-2%
VAKBN	78	88	-11%	119	123	-3%	182	151	20%
YKBNK	78	80	-3%	107	111	-3%	151	156	-4%
Toplam	490	543	-10%	730	760	-4%	943*	913	+16%*

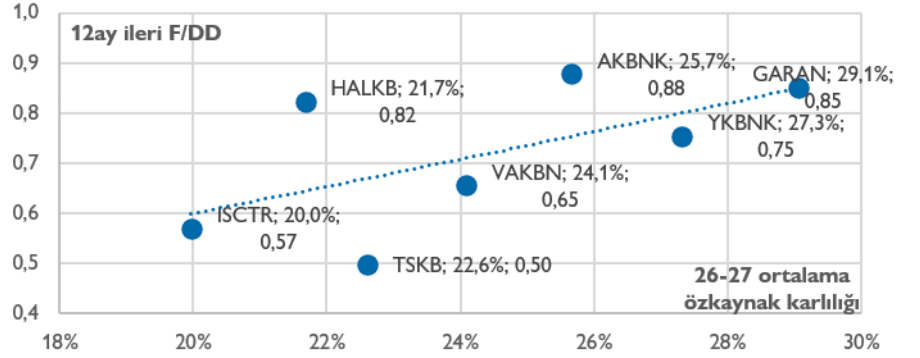
Kaynak: Ünlü & Co, Bloomberg * Halkbank hariç

Bloomberg beklentileri: Aşağı yönlü revizyonların büyük bölümü tahminlere yansımış durumda



Kaynak: Bloomberg, Ünlü & Co

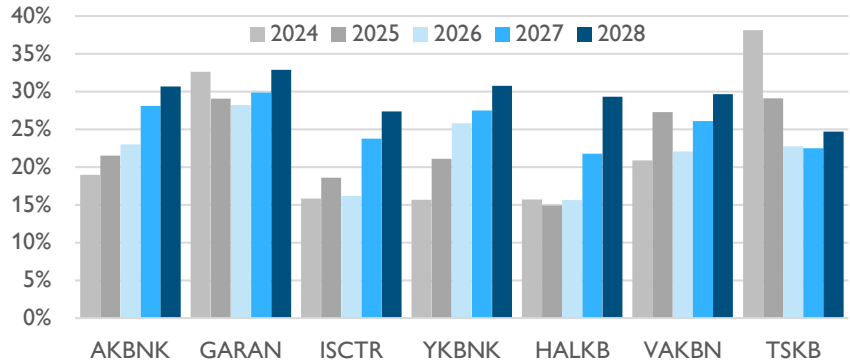
2026-27 Ortalama Özkaynak Kârlılığı ve İleriye Dönük F/DD Çarpanı



Kaynak: Ünlü & Co

Sınıfının en iyi net faiz marjının desteklediği güçlü özkaynak kârlılığı nedeniyle Garanti'yi tercih ediyoruz: Piyasanın Garanti'nin üstün kârlılık göstergelerini, özellikle sınıfının en iyi net faiz marjını ve güçlü özkaynak kârlılığını yeterince fiyatlamadığına inanıyoruz. Kredi ağırlıklı aktif kompozisyonu, 2026'da şu ana kadar bankanın olumlu ayrışmasını sağladı. Görece düşük bilanço kaldıraç ve kredilerin toplam aktifler içindeki yüksek payı sayesinde Garanti, faizlerin uzun süre yüksek kaldığı bir ortamda özellikle güçlü ve defansif bir konumda bulunuyor. Garanti'nin değerlemesi de cazip. Tek bir banka üzerinden pozisyon almak yerine daha dengeli bir konumlanma sağlamak amacıyla hisse çiftlerini öneriyoruz. **Garanti-Yapı Kredi** uzun pozisyon için tercih ettiğimiz ikili olurken **Garanti-Akbank** da cazip bir eşleşme sunuyor.

Özkaynak Kârlılığı Tahminlerimiz



Kaynak: Ünlü & Co

İş Bankası'nın diğer bankalara göre iskontosu yakın dönem dip seviyelerinde; güçlü bir 3Ç26 performansı değerini açığa çıkmasını sağlayabilir.

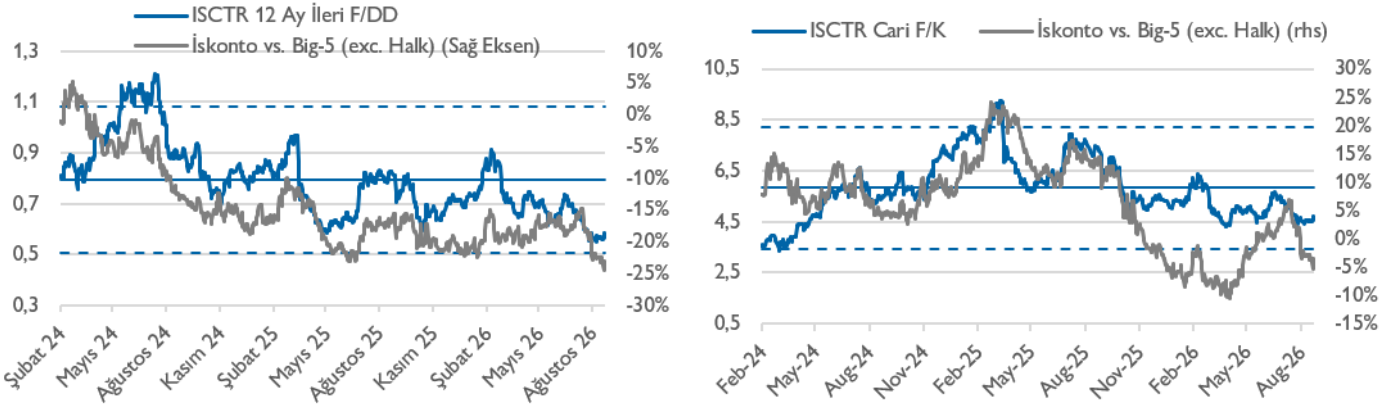
Özel bankalar arasında en yüksek yeniden değerlendirme potansiyeli İş Bankası'nda bulunuyor; ancak bu potansiyelin açığa çıkması için operasyonel toparlanma gerekiyor. Banka, 2Ç26'da operasyonel açıdan benzerlerinin gerisinde kaldı. Net faiz marjı performansı görece zayıf seyrederken faaliyet giderleri de bu zayıflığı telafi etmeye yardımcı olmadı. İştiraklerin toplam aktifler içindeki yüksek payı da ekonomik döngünün mevcut aşamasında olumsuz bir unsur oluşturuyor.

Bankaları Ayırtıran Bilanço Oranları

2Ç26	Kaldıra.	Krediler/Varlıkları	İştirakler/Varlıklar
AKBNK	11,5	53%	2,7%
GARAN	9,1	57%	3,8%
ISCTR	11,2	51%	6,0%
YKBNK	12,5	55%	2,7%
HALKB	20,1	48%	2,5%
VAKBN	16,5	57%	1,0%
TSKB	7,4	71%	3,9%

Kaynak: Ünlü & Co

İş Bankası'nın güçlü bir çeyreklik performans sergilemesi hâlinde önemli bir toparlanma potansiyeli bulunuyor.

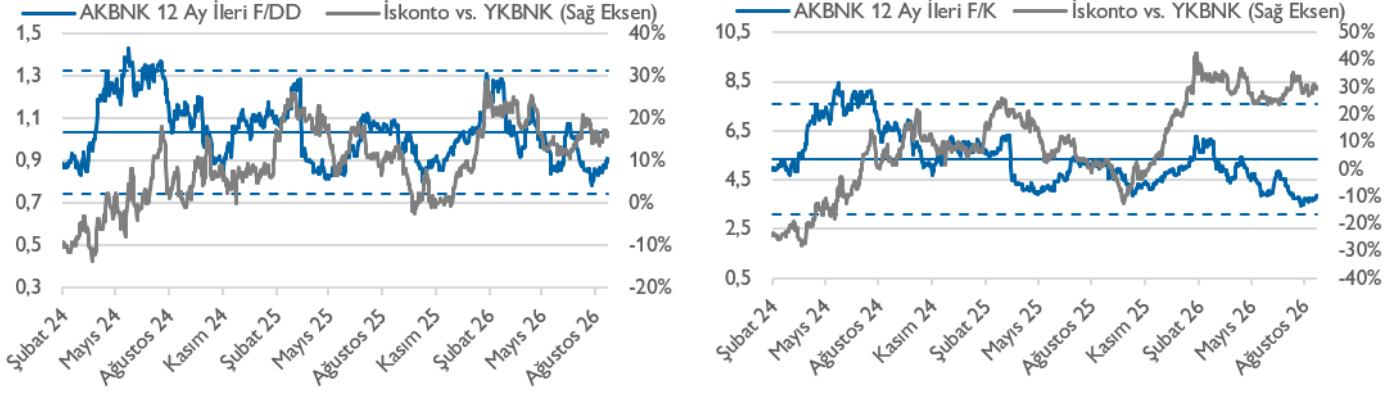


Kaynak: Ünlü & Co

Yapı Kredi ve Akbank: Benzer bilanço yapıları, uzun-kısa taktiksel çift işlemleri için cazip fırsatlar sunacaktır.

Yapı Kredi ve Akbank'ın bilançoları, enflasyonun zaman zaman yukarı yönlü sürprizler yaptığı hızlı bir faiz indirim ortamına oldukça uygun: Görece büyük menkul kıymet portföyleri, faizlerin hızla gerilediği bir ortamda iki bankaya avantaj sağlayacaktır. TÜFE'ye endeksli tahvillerin portföylerindeki görece yüksek payı ise yukarı yönlü enflasyon sürprizlerine karşı koruma sunuyor. İki banka da 2Ç26'daki faiz şokundan olumsuz etkilenerek net faiz marjlarında daralma yaşasa da önümüzdeki 3Ç–4Ç görünümünden fayda sağlayacaklarını düşünüyoruz. TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin %40'tan—hâlihazırda %37'ye geriledi—yıl sonunda %35'e düşmesini bekliyoruz. Akbank'ın sınıfının en iyi ücret geliri/faaliyet gideri oranı, bankayı oldukça avantajlı bir konuma taşıyor. Bankaların net faiz marjlarının sıklıkla baskı altında kaldığı bir ortamda yalın faaliyet yapısı ve çeşitlendirilmiş gelir tabanı operasyonel bir tampon sağlıyor ve Akbank'ın olumlu ayrışmasına yardımcı oluyor.

Akbank ve Yapı Kredi benzer bilanço yapılarına sahip. Akbank'ın güçlü maliyet kontrolü ve daha yüksek sermaye yeterliliği primli işlem görmesini desteklese de aradaki farkın Yapı Kredi lehine daralmasını bekliyoruz.



Kaynak: Ünlü & Co

Küresel liderlerle stratejik ortaklık modeli, **Yapı Kredi**'nin kısa ve orta vadede özel banka benzerleriyle arasındaki sermaye yeterliliği farkını kapatmasına ve ücret geliri yaratma kapasitesini artırmasına yardımcı olabilir.

Yapı Kredi'nin stratejik ortaklıkları kısa ve orta vadeli görünümü güçlü biçimde destekliyor: Yapı Kredi, Yapı Kredi Portföy'ün 16,4 milyar TL baz satış bedeliyle Azimut'a satılacağını açıkladı. İşlem kapsamında imzalanan 15 yıllık münhasır dağıtım anlaşması, bankanın geniş müşteri ağı üzerinden varlık yönetimi ürünleri sunmaya devam etmesine imkân sağlayacak. Düzenleyici kurum onaylarına tabi olan işlemin 2026 yıl sonuna kadar tamamlanması bekleniyor. İşlemin Yapı Kredi'nin solo net kârına yaklaşık 12 milyar TL, çekirdek sermaye yeterlilik oranına ise yaklaşık 70 baz puan katkı sağlayabileceğini tahmin ediyoruz. Yönetim ayrıca ortaklıktan sağlanacak sinerjilerin, işlem öncesi yapıya kıyasla bankanın ücret geliri yaratma kapasitesini artırmasını bekliyor. Bu anlaşma, Yapı Kredi'nin sigorta iştiraklerini 2013'te Allianz'a satarken başarıyla uyguladığı modeli takip ediyor. Söz konusu satışa, Mart 2028'de sona ermesi beklenen 15 yıllık münhasır bankasürans anlaşması eşlik etmişti. Hayat dışı sigortacılık sektörünün son yıllardaki güçlü kârlılığı ve bireysel emeklilik iş kolunun hızlı büyümesini sürdürmesi dikkate alındığında anlaşmanın yenilenmesi, orta vadede ilave bir katalist sağlayabilir.

Azimut işleminin Yapı Kredi'nin çekirdek sermaye yeterlilik oranını 70 baz puan artırmayı bekliyoruz.

Konsolide, 2Ç26	Sermaye Yeterlilik Oranları			Yasal Aşgari Oranlar			Tampon (baz puan)		
	Çekirdek	Ana Sermaye	SYR	Çekirdek	Ana Sermaye	SYR	Çekirdek	Ana Sermaye	SYR
AKBNK	11,28%	13,33%	16,38%	8,51%	10,01%	12,01%	277	332	437
GARAN	11,91%	11,91%	15,90%	8,66%	10,16%	12,16%	325	175	374
ISCTR	10,37%	11,61%	14,15%	8,59%	10,09%	12,09%	178	152	206
YKBK	9,40%	12,05%	14,45%	8,07%	9,57%	11,57%	133	248	288
HALKB	8,16%	11,12%	13,22%	8,10%	9,60%	11,60%	7	153	163
VAKBN	9,86%	12,24%	14,31%	8,54%	10,04%	12,04%	132	220	227
TSKB	13,47%	17,36%	18,50%	7,01%	8,51%	10,51%	646	885	799

Kaynak: Ünlü & Co, Şirket verileri

Halkbank'ın ikincil halka arzına ilişkin arz baskısı riski, tüm banka hisseleri üzerinde kısa vadeli baskı yaratıyor.

Halka arzdan sağlanacak **her 1 milyar TL gelir, çekirdek sermaye yeterlilik oranını yaklaşık 3,6 baz puan artıracaktır.**

Halkbank'ın halka arzı oldukça büyük ölçekli olacak: Banka, mevcut ortakların rüşhan haklarını tamamen kısıtlayarak 1,796 milyar TL nominal değerli yeni pay ihraç etmek suretiyle ödenmiş sermayesini %25 artışla 7,185 milyar TL'den 8,981 milyar TL'ye yükseltmeyi planlıyor. Yeni paylar, işlem sonrasındaki sermayenin %20'sini oluşturacak. Yönetim, işlemin sermaye yeterliliği tamponlarını güçlendirmeyi, kaldırıcı azaltmayı ve bankanın yatırımcı tabanını çeşitlendirmeyi amaçladığını belirtti. Halka arz fiyatı, takvimi ve yatırımcı tahsisatları henüz açıklanmadı; ancak işlemin 2026 yıl sonuna kadar tamamlanmasını bekliyoruz. Banka, 2 Eylül 2026'da yerel saatle 16.00'da İstanbul'da bir Sermaye Piyasaları Güncelleme Toplantısı düzenleyecek ve işlem hakkında daha fazla ayrıntı paylaşabilir. 7 Ağustos itibarıyla Türkiye Varlık Fonu dışındaki mevcut ortaklar, rüşhan hakkı niteliği taşımayacak özel bir tahsis mekanizması aracılığıyla yeni pay talebinde bulunabilecek. Türkiye Varlık Fonu'nun yeni pay almadığı ve ihraç edilen payların tamamının halka açıklığa dâhil olduğu varsayımında fondaki ortaklık payı %91,5'ten yaklaşık %73,2'ye gerilerken halka açıklık oranı %8,43'ten yaklaşık %26,75'e yükselecektir.

20 Ağustos kapanış fiyatı üzerinden yapılacak bir halka arz, 61,1 milyar TL büyüklüğe işaret ediyor; bu tutar kapsamımızdaki bankaların mevcut toplam halka açık piyasa değerinin %10'undan fazlasına karşılık geliyor.

Ticker	Total Market Cap (TLbn)	Free Float	Free-float Market Cap (TLbn)	30D Avg. Trading Volume(TLbn)
AKBNK	359,8	53,14%	191,2	10,0
GARAN	543,1	13,98%	75,9	4,2
ISCTR	309,5	32,32%	100,0	7,3
YKBNK	294,0	38,77%	114,0	7,8
HALKB	244,6	8,43%	20,6	1,5
VAKBN	297,9	7,44%	22,2	1,0
TSKB	30,6	40,89%	12,5	0,2
Toplam	2.079,4		536,4	31,9

Kaynak: Ünlü & Co, Matriks

Kapsamımızdaki bankalar arasında olası faiz indirimlerinden en fazla Halkbank'ın faydalanmasını bekliyoruz.

Halkbank için bir toparlanma hikâyesi bulunuyor: ABD'deki davanın düşürülmesi, yaklaşık on yıldır bankayı rahatsız eden önemli bir engelin ortadan kalkmasını sağlayarak Halkbank açısından kritik bir dönüm noktası oluşturuyor. Yönetim, ABD davasının sonuçlanmasının Halkbank'ın uluslararası borçlanma piyasalarına erişimini yeniden sağlamasını, muhabir banka ilişkilerini genişletmesini ve marjinal fonlama maliyetlerini düşürmesini bekliyor. Banka, bunun sonucunda artacak yabancı para cinsinden toptan fonlamayı yüksek maliyetli TL mevduatların bir bölümünün yerine kullanmayı; yabancı para ve gayrinakdi kredi büyümesini desteklemeyi ve ücret geliri yaratma kapasitesini güçlendirmeyi planlıyor. Ayrıca Halkbank'ın bireysel kredilerinin toplam krediler içindeki payını artırabileceğini düşünüyoruz. Bu değişim, mevcut menkul kıymet ağırlıklı aktif kompozisyonuna kıyasla aktif getirilerini yükseltebilir, ücret gelirlerine katkı sağlayabilir ve mevduat tabanını güçlendirebilir. Yukarı yönlü ilave tahmin değişiklikleri yapmadan önce uygulamada bir miktar ilerleme görmek istediğimiz için bu unsurların tamamını tahminlerimize tam olarak yansıtmadık. Buna paralel olarak Halkbank, kapsamımızdaki bankalar arasında en yüksek hedef fiyat artışını kaydediyor; hedef fiyatımızı %43 artışla 28,1 TL'den 40,1 TL'ye yükseltiyoruz. Tavsiyemizi de %5 getiri potansiyeliyle SAT'tan TUT'a yükseltiyoruz. Aşağıdaki tabloda bazı halka arz senaryolarını değerlendirdik; ancak nihai halka arz fiyatının talep toplama sürecinin tamamlanmasının ardından belirleneceğini belirtmek gerekir. Aşağıdaki senaryolar yalnızca örnekleme amacıyla sunulmuş olup halka arz fiyatı tahmini veya yatırım tavsiyesi olarak değerlendirilmemelidir.

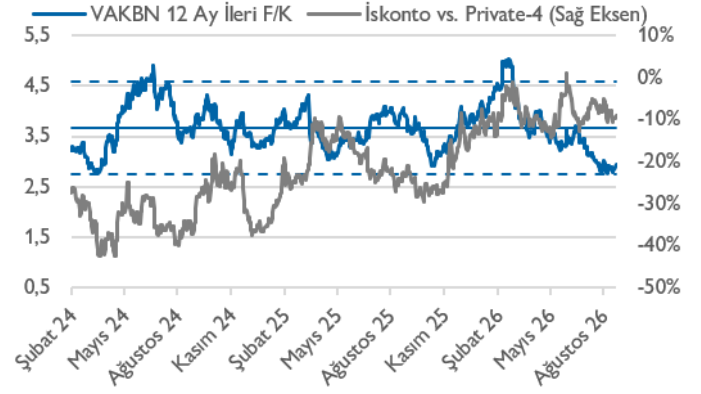
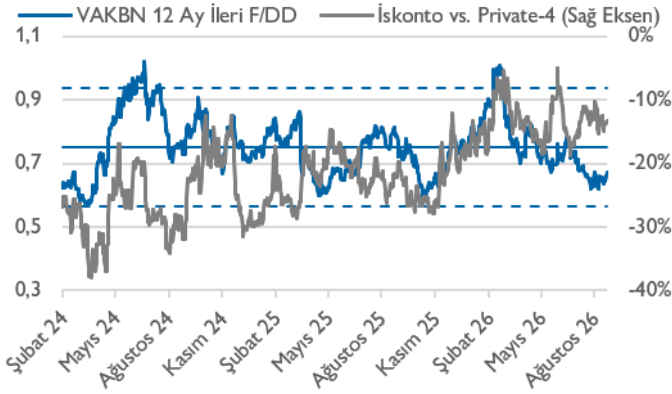
Senaryo Analizi

Referans senaryo*	Referans PD/DD (2Ç26 gerçekleşen)	Teklif fiyatı (TL)	20 Ağu kapanışına göre prim / (iskonto)	Brüt gelir (milyar TL)	İşlem sonrası 2Ç26 özkaynak (milyar TL)	İşlem sonrası PD/DD**	2027T net kâr katkısı (milyar TL)***	2027T net kâr (milyar TL)	2027T HBK etkisi	CET1 artışı (baz puan)	Pro forma CET1
HALKB duyuru öncesi PD/DD	1,13x	38,3	12,50%	68,8	303,4	1,13x	20,2	82	6,20%	248	10,64%
Akbank ve Garanti güncel PD/DD*	1,11x	37,27	9,50%	66,9	301,5	1,11x	19,7	81,5	5,50%	241	10,57%
20 Ağu 2026 kapanış fiyatı	1,04x	34,04	0,00%	61,1	295,7	1,03x	18	79,8	3,30%	220	10,36%
VAKBN güncel PD/DD	0,84x	26,37	-22,50%	47,4	282	0,84x	13,9	75,7	-2,00%	171	9,87%

Kaynak: Ünlü & Co,* 20 Ağustos Kapanışıyla **2Ç26 gerçekleşen özkaynak üzerine ***İndikatiftir, basit varsayımlar kullanılmıştır

VakıfBank arz baskısından etkilenebilir ve bu durum cazip giriş seviyeleri yaratabilir: Halkbank ile benzerlikleri nedeniyle kısa vadeli arz baskısından en fazla VakıfBank etkilenebilir. Baskının derinleşmesi hâlinde VakıfBank için uygun giriş seviyelerinin değerlendirilmesini öneriyoruz. Operasyonel tarafta banka, 2026 için TÜFE'ye endeksli tahvil varsayımında henüz bir değişiklik yapmadı. Bu durum, muhtemelen 4Ç26 finansallarında, varsayım değişikliğinden kaynaklanabilecek önemli bir telafi geliri potansiyeli bırakıyor. Yönetim, 2Ç26 sonuç telekonferansında %20,9 yerine %29 TÜFE varsayımı kullanılmasının 1Y26 net kârını 8,9 milyar TL artıracaklarını belirtti. Bu etkinin basitçe yıl geneline yansıtılması, 2026 net kârına yaklaşık 17,8 milyar TL ilave katkıya işaret ediyor. Banka, 2026 ortalama özkaynak kârlılığı öngörüsünü %20'lerin üst seviyelerinden yaklaşık %20'ye revize ederken biz 2026 için %22,1 özkaynak kârlılığı tahmin ediyoruz.

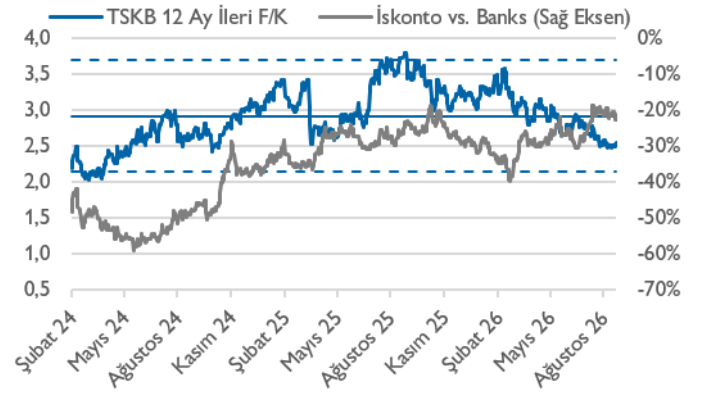
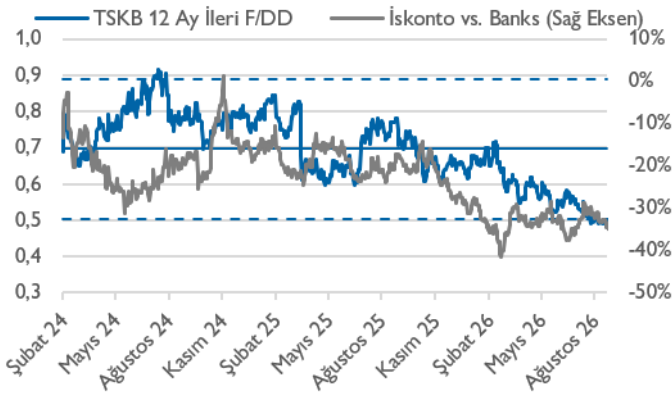
VakıfBank'ın özel banka benzerlerine göre iskontosunun %5-10 daha açılması hâlinde taktiksel işlem amacıyla VakıfBank'ta pozisyon alınmasını öneririz.



Kaynak: Ünlü & Co

TSKB TSKB'nin değerlendirme-kârlılık dengesi cazip görünüyor; peki katalist ne olabilir? TSKB'nin iş modeli ve ölçeği, kapsamımızdaki geleneksel büyük ölçekli bankalardan önemli ölçüde farklılaşıyor. Bir kalkınma ve yatırım bankası olarak faaliyet gösteren TSKB; ağırlıklı olarak uzun vadeli proje finansmanı, kurumsal krediler ve yatırım bankacılığı hizmetlerine odaklanıyor. Geleneksel ticari bankalardan farklı olarak mevduat toplamıyor; bunun yerine ağırlıklı olarak uluslararası finans kuruluşlarından ve sermaye piyasalarından sağlanan uzun vadeli toptan fonlamaya dayanıyor. Fonlama ve kredi faaliyetlerinin döviz kompozisyonunu yansıtabilecek şekilde bilançosu ağırlıklı olarak yabancı para cinsinden oluşuyor. Bu durum, bankanın fonlama yapısını ve marj dinamiklerini mevduat bankalarından önemli ölçüde farklılaştırıyor. 2Ç26 itibarıyla aktiflerinin %77'si, yükümlülüklerinin ise %94'ü yabancı para cinsindedir. TL'deki mevcut değer kaybı hızı, bankanın yabancı para ağırlıklı net faiz gelirlerini baskılayarak TSKB'yi olumsuz etkiliyor. Bu nedenle TSKB'de 2027 net kâr büyümesini %20 tahmin ederken geleneksel bankaların TL faiz indirim döngüsünden faydalanarak yaklaşık %50 kâr büyümesi kaydetmesini bekliyoruz. TL'nin değer kaybı patikasındaki bir hızlanma, TSKB'deki değer açığa çıkmasını sağlayabilir. Diğer tüm koşullar sabitken tamamen serbest dalgalı kur rejimine geçilmesinin ise hissede oldukça güçlü bir yükselişi tetikleyeceğini düşünüyoruz.

F/DD bazında açılan, F/K bazında ise daralan iskonto, kur kaynaklı anomaliyi teyit ediyor.



Kaynak: Ünlü & Co

FİNANSALLAR

Akbank

Akbank – Temel varsayımlar ve tahminler

Değerleme	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
F/K (x)*	2,9	8,0	6,3	4,7	3,2	2,3
PD/DD (x)*	0,9	1,4	1,2	1,0	0,8	0,6
Hisse başına kar (TL)	12,8	8,1	11,0	14,8	22,0	30,5
Hisse başına temettü (TL)	1,9	1,2	2,2	3,0	4,4	6,1
Temettü getirisi (%)	4,2%	2,2%	3,1%	4,2%	6,3%	8,8%

*Geçmiş veriler için yıl sonu piyasa değeri/yıl sonu finansalları; tahminler için güncel piyasa değeri/ilgili yıl sonu finansalları.

Rasyo Analizi	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş) (%)	4,6%	2,1%	2,4%	3,1%	3,8%	4,1%
TGA Oranı (%)	2,4%	2,9%	3,7%	4,4%	4,9%	5,1%
TGA Karşılık Oranı (%)	62,1%	58,8%	63,7%	65,6%	65,6%	65,6%
Kredi Riski Maliyeti (%)	1,6%	1,5%	2,4%	2,7%	2,8%	2,3%
Grup 2 Krediler Ağırlığı (%)	7,1%	6,7%	8,0%	9,1%	10,1%	10,1%
Grup 2 Krediler Karşılık Oranı (%)	16,6%	14,6%	11,8%	11,0%	12,0%	12,0%
Toplam Karşılık Oranı (%)	3,7%	3,6%	4,0%	4,5%	5,1%	5,2%
Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri (%)	68,9%	86,1%	107,2%	103,0%	102,2%	101,4%
Gider/Gelir (%)	32,5%	55,8%	51,1%	47,8%	43,2%	41,7%
Aktif Karlılığı (%)	4,7%	2,0%	2,0%	2,1%	2,4%	2,6%
Özkaynak Karlılığı (%)	37,9%	19,0%	21,5%	23,3%	28,1%	30,7%

Bilanço (TLm)	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Nakit Değerler ve Bankalar	340.897	492.120	593.457	701.666	917.689	1.140.392
Menkul Kıymetler	442.502	572.901	734.774	850.152	1.067.179	1.296.563
Canlı Krediler	849.387	1.249.413	1.716.788	2.278.441	2.932.621	3.599.811
TGA	20.719	37.358	65.281	104.829	152.636	191.911
Beklenen Karşılıklar	32.107	46.170	70.591	107.795	156.791	195.488
Diğer Aktifler	167.776	209.974	296.298	406.960	512.447	612.964
Toplam Aktifler	1.789.174	2.515.597	3.336.007	4.234.253	5.425.781	6.646.153
Mevduatlar	1.218.108	1.562.097	2.071.580	2.695.086	3.507.203	4.354.326
Para Piyasalarına Borçlar	89.831	324.370	329.545	309.625	352.406	388.055
Alınan Krediler	94.829	95.384	144.505	172.994	222.962	266.857
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	39.461	95.215	199.357	262.729	338.598	405.891
Diğer yükümlülükler	135.750	198.183	280.860	426.720	538.044	647.543
Özkaynaklar	211.195	240.348	310.158	367.099	466.568	583.482
Toplam Yükümlülükler	1.789.174	2.515.597	3.336.007	4.234.253	5.425.781	6.646.153

Gelir Gider (TLm)	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Net Faiz Gelirleri	63.547	65.045	101.215	179.305	240.017	280.457
Artış(y/y)	-17%	2%	56%	77%	34%	17%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	30.832	69.162	114.402	146.805	185.492	220.810
Artış(y/y)	199%	124%	65%	28%	26%	19%
Ticari kar	37.118	-1.356	-12.975	-44.343	-36.030	-17.279
Diğer Bankacılık Gelirleri	6.138	11.132	6.367	16.608	30.608	37.613
Faaliyet Brüt Karı	137.635	143.983	209.010	298.376	420.086	521.600
Faaliyet Giderleri	44.775	80.283	106.700	142.541	181.473	217.768
Artış(y/y)	134%	79%	33%	34%	27%	20%
Beklenen Zarar Karşılık Giderleri	15.731	23.482	39.679	68.063	101.285	106.299
Artış(y/y)	47%	49%	69%	72%	49%	5%
Faaliyet Karı	77.129	40.218	62.631	87.772	137.328	197.534
İştirak Gelirleri	7.317	9.669	11.490	14.810	18.132	20.536
Vergi Öncesi Kar	84.446	49.887	74.121	102.582	155.460	218.070
Vergi Karşılığı	17.967	7.521	16.874	25.851	41.198	59.260
Net Kar	66.479	42.366	57.247	76.731	114.261	158.810

Kaynak: Şirket bilgileri, Ünlü&Co

Garanti

Garanti – Temel varsayımlar ve tahminler

Değerleme	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
F/K (x)*	2,8	5,7	5,4	3,9	2,9	2,0
PD/DD (x)*	1,0	1,6	1,4	1,0	0,8	0,6
Hisse başına kar (TL)	20,8	21,9	26,3	33,1	45,0	64,0
Hisse başına temettü (TL)	2,4	1,5	2,7	6,6	9,0	12,8
Temettü getirisi (%)	4,4%	3,6%	3,9%	5,1%	6,9%	9,8%

*Geçmiş veriler için yıl sonu piyasa değeri/yıl sonu finansalları; tahminler için güncel piyasa değeri/ilgili yıl sonu finansalları.

Rasyo Analizi	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş) (%)	4,9%	3,3%	4,8%	5,2%	5,6%	5,7%
TGA Oranı (%)	2,0%	2,2%	3,5%	4,5%	5,0%	5,1%
TGA Karşılık Oranı (%)	67,6%	66,7%	62,4%	63,0%	63,0%	63,0%
Kredi Riski Maliyeti (%)	2,1%	1,2%	2,1%	2,9%	2,8%	2,0%
Grup 2 Krediler Ağırlığı (%)	11,4%	12,4%	11,4%	14,7%	15,7%	15,7%
Grup 2 Krediler Karşılık Oranı (%)	21,9%	12,5%	8,5%	7,6%	8,0%	8,0%
Toplam Karşılık Oranı (%)	4,4%	3,6%	3,5%	4,3%	4,7%	4,8%
Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri (%)	85,5%	101,4%	92,6%	91,4%	90,4%	89,4%
Gider/Gelir (%)	27,7%	37,9%	44,9%	45,0%	44,2%	42,1%
Aktif Karlılığı (%)	5,6%	4,0%	3,4%	3,2%	3,3%	3,7%
Özkaynak Karlılığı (%)	44,9%	32,6%	29,1%	28,2%	29,9%	32,9%

Bilanço (TLm)	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Nakit Değerler ve Bankalar	391.935	459.166	797.029	867.930	1.141.382	1.440.091
Menkul Kıymetler	292.776	367.026	429.397	581.853	832.887	1.064.019
Canlı Krediler	1.044.477	1.526.969	2.201.377	2.881.997	3.826.053	4.855.199
TGA	21.654	35.056	80.236	134.341	199.758	258.286
Beklenen Karşılıklar	47.100	55.877	79.833	128.218	189.242	243.124
Diğer Aktifler	226.314	275.332	392.737	542.120	699.467	854.653
Toplam Aktifler	1.930.055	2.607.672	3.820.942	4.880.023	6.510.305	8.229.124
Mevduatlar	1.383.704	1.821.373	2.563.506	3.336.735	4.369.095	5.607.099
Para Piyasalarına Borçlar	43.454	32.627	36.383	41.659	190.803	185.393
Alınan Krediler	44.058	48.821	61.774	62.673	83.282	100.713
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	5.241	24.699	168.712	209.377	272.408	329.125
Diğer yükümlülükler	208.801	350.226	546.198	667.149	871.072	1.082.854
Özkaynaklar	244.797	329.926	444.370	562.430	723.645	923.940
Toplam Yükümlülükler	1.930.055	2.607.672	3.820.942	4.880.023	6.510.305	8.229.124

Gelir Gider (TLm)	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Net Faiz Gelirleri	74.836	100.349	165.312	260.584	364.178	458.586
Artış(y/y)	-10%	34%	65%	58%	40%	26%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	40.764	94.124	142.747	192.020	241.828	286.871
Artış(y/y)	145%	131%	52%	35%	26%	19%
Ticari kar	27.797	6.705	-5.477	-35.252	-43.949	-33.861
Diğer Bankacılık Gelirleri	28.896	43.759	40.831	49.095	43.094	51.683
Faaliyet Brüt Karı	172.293	244.937	343.413	466.447	605.151	763.278
Faaliyet Giderleri	47.672	92.822	154.098	210.128	267.521	321.025
Artış(y/y)	108%	95%	66%	36%	27%	20%
Beklenen Zarar Karşılık Giderleri	35.597	54.262	75.048	112.267	132.872	131.903
Artış(y/y)	30%	52%	38%	50%	18%	-1%
Faaliyet Karı	89.025	97.854	114.268	144.053	204.758	310.350
İştirak Gelirleri	14.023	18.948	28.504	38.511	45.649	51.381
Vergi Öncesi Kar	103.047	116.802	142.772	182.564	250.407	361.731
Vergi Karşılığı	15.716	24.627	32.167	43.339	61.427	93.105
Net Kar	87.332	92.175	110.605	139.225	188.980	268.626

Kaynak: Şirket bilgileri, Ünlü&Co

Halkbank

Halkbank – Temel varsayımlar ve tahminler

Değerleme	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
F/K (x)*	8,5	5,3	9,7	5,6	3,5	2,1
PD/DD (x)*	0,7	0,7	1,2	1,0	0,7	0,6
Hisse başına kar (TL)	1,4	3,1	3,8	6,2	10,0	16,3
Hisse başına temettü (TL)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Temettü getirisi (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*Geçmiş veriler için yıl sonu piyasa değeri/yıl sonu finansalları; tahminler için güncel piyasa değeri/ilgili yıl sonu finansalları.

Rasyo Analizi	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş) (%)	1,4%	0,2%	2,1%	2,9%	3,6%	3,9%
TGA Oranı (%)	1,5%	2,1%	4,0%	4,8%	5,4%	5,8%
TGA Karşılık Oranı (%)	81,6%	60,6%	50,1%	50,0%	50,0%	50,0%
Kredi Riski Maliyeti (%)	-0,4%	-0,5%	1,4%	1,4%	1,7%	1,1%
Grup 2 Krediler Ağırlığı (%)	6,3%	8,4%	4,9%	9,9%	11,9%	11,9%
Grup 2 Krediler Karşılık Oranı (%)	27,9%	14,7%	14,9%	6,5%	8,5%	8,5%
Toplam Karşılık Oranı (%)	3,8%	2,9%	3,3%	3,6%	4,2%	4,4%
Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri (%)	39,4%	66,2%	57,6%	53,1%	52,1%	52,0%
Gider/Gelir (%)	84,0%	80,1%	65,9%	65,9%	58,3%	54,2%
Aktif Karlılığı (%)	0,5%	0,8%	0,7%	0,9%	1,2%	1,5%
Özkaynak Karlılığı (%)	8,7%	15,7%	14,9%	19,0%	24,4%	29,8%

Bilanço (TLm)	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Nakit Değerler ve Bankalar	289.443	649.923	891.631	1.038.879	1.265.648	1.584.128
Menkul Kıymetler	584.393	782.425	1.186.846	1.336.318	1.722.514	2.069.911
Canlı Krediler	1.252.005	1.431.297	1.915.010	2.603.181	3.350.782	4.109.023
TGA	18.540	30.398	79.020	132.338	189.857	251.968
Beklenen Karşılıklar	48.567	42.829	65.106	97.197	147.599	190.734
Diğer Aktifler	99.473	171.006	285.380	460.733	577.069	693.321
Toplam Aktifler	2.195.287	3.022.220	4.292.781	5.474.253	6.958.270	8.517.617
Mevduatlar	1.872.848	2.381.754	3.487.119	4.200.150	5.381.185	6.596.800
Para Piyasalarına Borçlar	20.182	246.987	226.485	524.619	638.203	755.720
Alınan Krediler	16.991	53.015	94.733	125.450	161.667	193.515
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	9.252	4.649	0	2.335	3.004	3.721
Diğer yükümlülükler	147.607	169.279	266.111	359.979	436.075	516.877
Özkaynaklar	128.406	166.535	218.333	261.720	338.137	450.984
Toplam Yükümlülükler	2.195.287	3.022.220	4.292.781	5.474.253	6.958.270	8.517.617

Gelir Gider (TLm)	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Net Faiz Gelirleri	41.384	38.390	89.772	161.893	218.026	298.808
Artış(y/y)	-39%	-7%	134%	80%	35%	37%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	18.947	39.367	60.312	82.048	104.188	124.683
Artış(y/y)	124%	108%	53%	36%	27%	20%
Ticari kar	-16.210	-22.076	-13.051	-28.034	-2.690	-10.259
Diğer Bankacılık Gelirleri	13.173	18.538	21.652	18.711	23.139	29.181
Faaliyet Brüt Karı	57.295	74.219	158.685	234.618	342.663	442.413
Faaliyet Giderleri	48.120	59.478	104.649	154.563	199.871	239.846
Artış(y/y)	172%	24%	76%	48%	29%	20%
Beklenen Zarar Karşılık Giderleri	2.924	7.292	35.374	47.547	72.270	70.880
Artış(y/y)	-92%	149%	385%	34%	52%	-2%
Faaliyet Karı	6.251	7.449	18.661	32.507	70.522	131.688
İştirak Gelirleri	401	7.993	11.208	19.774	22.496	25.127
Vergi Öncesi Kar	6.653	15.443	29.870	52.282	93.017	156.814
Vergi Karşılığı	-3.459	-6.595	2.739	7.434	21.157	39.506
Net Kar	10.112	22.038	27.131	44.847	71.861	117.308

Kaynak: Şirket bilgileri, Ünlü&Co

İşbank

İşbank – Temel varsayımlar ve tahminler

Değerleme	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
F/K (x)*	3,2	7,4	5,2	4,2	2,4	1,7
PD/DD (x)*	0,9	1,1	0,8	0,6	0,5	0,4
Hisse başına kar (TL)	7,2	1,8	2,7	2,9	5,1	7,3
Hisse başına temettü (TL)	0,7	0,2	0,5	0,6	1,0	1,5
Temettü getirisi (%)	2,5%	1,5%	4,1%	4,7%	8,3%	11,8%

*Geçmiş veriler için yıl sonu piyasa değeri/yıl sonu finansalları; tahminler için güncel piyasa değeri/ilgili yıl sonu finansalları.

Rasyo Analizi	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş) (%)	3,2%	-0,5%	1,9%	2,4%	3,1%	3,2%
TGA Oranı (%)	2,1%	2,1%	3,2%	4,4%	4,9%	5,1%
TGA Karşılık Oranı (%)	75,6%	72,5%	63,3%	62,0%	62,0%	62,0%
Kredi Riski Maliyeti (%)	1,0%	1,1%	2,4%	2,5%	2,5%	1,8%
Grup 2 Krediler Ağırlığı (%)	8,6%	8,9%	11,2%	13,2%	14,2%	14,2%
Grup 2 Krediler Karşılık Oranı (%)	14,4%	13,2%	11,0%	11,0%	12,0%	12,0%
Toplam Karşılık Oranı (%)	3,2%	3,1%	3,7%	4,6%	5,1%	5,3%
Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri (%)	58,8%	78,0%	89,6%	83,6%	82,8%	82,1%
Gider/Gelir (%)	53,4%	83,1%	65,2%	66,7%	58,3%	56,7%
Aktif Karlılığı (%)	3,8%	1,6%	1,7%	1,4%	1,9%	2,1%
Özkaynak Karlılığı (%)	33,3%	15,8%	18,6%	16,2%	23,8%	27,4%

Bilanço (TLm)	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Nakit Değerler ve Bankalar	566.472	682.005	1.001.377	1.229.040	1.591.382	1.917.853
Menkul Kıymetler	472.417	653.869	774.903	981.021	1.314.877	1.661.409
Canlı Krediler	1.147.370	1.622.482	2.305.094	2.984.636	3.842.099	4.704.501
TGA	24.920	34.429	76.043	136.578	196.883	252.042
Beklenen Karşılıklar	37.967	51.184	89.066	143.493	207.991	261.632
Diğer Aktifler	280.569	382.171	556.585	753.010	942.030	1.117.821
Toplam Aktifler	2.453.780	3.323.772	4.624.935	5.940.791	7.679.281	9.391.994
Mevduatlar	1.662.177	2.127.115	3.098.896	3.994.653	5.203.373	6.569.549
Para Piyasalarına Borçlar	123.181	338.407	367.650	479.682	620.100	758.250
Alınan Krediler	120.766	211.093	228.729	255.029	332.301	397.715
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	68.486	55.606	114.003	146.968	189.358	228.128
Diğer yükümlülükler	211.374	273.215	388.022	570.020	725.494	692.955
Özkaynaklar	267.797	318.337	427.635	494.438	608.655	745.397
Toplam Yükümlülükler	2.453.780	3.323.772	4.624.935	5.940.791	7.679.281	9.391.994

Gelir Gider (TLm)	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Net Faiz Gelirleri	67.073	34.451	96.921	153.755	232.629	285.953
Artış(y/y)	-11%	-49%	181%	59%	51%	23%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	42.438	91.411	134.351	187.749	236.870	281.519
Artış(y/y)	163%	115%	47%	40%	26%	19%
Ticari kar	12.223	-8.862	-22.199	-35.344	-22.607	-14.260
Diğer Bankacılık Gelirleri	13.587	23.950	20.979	30.356	43.765	52.353
Faaliyet Brüt Karı	135.321	140.950	230.052	336.516	490.657	605.565
Faaliyet Giderleri	72.229	117.149	150.021	224.581	285.921	343.106
Artış(y/y)	112%	62%	28%	50%	27%	20%
Beklenen Zarar Karşılık Giderleri	20.071	23.628	57.046	94.542	127.438	125.992
Artış(y/y)	27%	18%	141%	66%	35%	-1%
Faaliyet Karı	43.021	172	22.985	17.394	77.298	136.467
İştirak Gelirleri	34.061	38.002	48.702	59.556	74.331	87.362
Vergi Öncesi Kar	77.082	38.174	71.687	76.950	151.629	223.829
Vergi Karşılığı	4.818	-7.344	4.246	3.730	23.189	40.940
Net Kar	72.265	45.517	67.441	73.220	128.439	182.889

Kaynak: Şirket bilgileri, Ünlü&Co

Vakıfbank

Vakıfbank – Temel varsayımlar ve tahminler

Değerleme	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
F/K (x)*	5,1	5,7	4,3	4,1	2,7	1,8
PD/DD (x)*	0,7	1,1	0,9	0,8	0,6	0,5
Hisse başına kar (TL)	2,5	4,1	7,1	7,9	12,0	18,3
Hisse başına temettü (TL)	1,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Temettü getirisi (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*Geçmiş veriler için yıl sonu piyasa değeri/yıl sonu finansalları; tahminler için güncel piyasa değeri/ilgili yıl sonu finansalları.

Rasyo Analizi	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş) (%)	2,0%	2,1%	3,0%	3,8%	4,3%	4,6%
TGA Oranı (%)	1,3%	1,8%	2,9%	3,8%	4,3%	4,8%
TGA Karşılık Oranı (%)	81,4%	63,9%	61,7%	63,5%	63,5%	63,5%
Kredi Riski Maliyeti (%)	2,0%	0,3%	1,3%	1,7%	1,8%	1,4%
Grup 2 Krediler Ağırlığı (%)	7,7%	7,7%	8,7%	10,9%	11,9%	11,9%
Grup 2 Krediler Karşılık Oranı (%)	23,9%	19,7%	12,6%	11,0%	12,0%	12,0%
Toplam Karşılık Oranı (%)	4,1%	3,3%	3,3%	4,0%	4,6%	4,8%
Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri (%)	49,0%	63,4%	61,6%	57,1%	57,1%	57,1%
Gider/Gelir (%)	39,8%	40,3%	40,2%	46,4%	43,6%	40,8%
Aktif Karlılığı (%)	1,1%	1,2%	1,5%	1,3%	1,6%	1,9%
Özkaynak Karlılığı (%)	17,6%	20,9%	27,3%	22,1%	26,1%	29,7%

Bilanço (TLm)	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Nakit Değerler ve Bankalar	436.525	839.344	980.228	1.109.154	1.466.995	1.818.979
Menkul Kıymetler	659.771	915.386	1.199.693	1.480.717	1.876.743	2.272.644
Canlı Krediler	1.499.288	2.009.402	2.925.230	3.678.572	4.735.698	5.791.974
TGA	19.823	36.667	87.224	145.381	213.790	289.035
Beklenen Karşılıklar	61.595	68.001	99.829	153.723	226.159	294.460
Diğer Aktifler	242.821	288.688	295.744	361.786	457.678	550.233
Toplam Aktifler	2.796.634	4.021.486	5.388.290	6.621.887	8.524.744	10.428.405
Mevduatlar	1.961.761	2.537.788	3.449.195	4.165.703	5.431.634	6.627.382
Para Piyasalarına Borçlar	132.363	507.549	425.822	620.326	744.765	909.408
Alınan Krediler	221.678	274.080	463.928	635.930	803.736	966.591
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	118.329	213.701	311.833	267.101	344.262	412.027
Diğer yükümlülükler	191.075	269.172	415.131	531.494	674.293	816.576
Özkaynaklar	171.428	219.194	322.381	401.332	526.054	696.421
Toplam Yükümlülükler	2.796.634	4.021.486	5.388.290	6.621.887	8.524.744	10.428.405

Gelir Gider (TLm)	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Net Faiz Gelirleri	51.955	98.976	152.384	251.413	354.419	447.786
Artış(y/y)	-30%	91%	54%	65%	41%	26%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	25.746	46.474	72.693	97.668	124.398	149.349
Artış(y/y)	139%	81%	56%	34%	27%	20%
Ticari kar	14.031	-9.362	6.041	-27.202	-16.631	-5.047
Diğer Bankacılık Gelirleri	40.289	46.056	62.626	47.313	37.483	49.038
Faaliyet Brüt Karı	132.021	182.144	293.745	369.193	499.669	641.127
Faaliyet Giderleri	52.505	73.331	118.021	171.127	217.867	261.441
Artış(y/y)	193%	40%	61%	45%	27%	20%
Beklenen Zarar Karşılık Giderleri	54.304	52.298	80.148	90.351	113.040	122.141
Artış(y/y)	23%	-4%	53%	13%	25%	8%
Faaliyet Karı	25.212	56.515	95.576	107.715	168.763	257.546
İştirak Gelirleri	200	125	525	993	1.260	1.503
Vergi Öncesi Kar	25.412	56.639	96.101	108.708	170.022	259.049
Vergi Karşılığı	366	16.264	26.051	30.228	50.629	77.264
Net Kar	25.046	40.375	70.050	78.480	119.394	181.785

Kaynak: Şirket bilgileri, Ünlü&Co

Yapı Kredi

Yapı Kredi – Temel varsayımlar ve tahminler

Değerleme	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
F/K (x)*	2,4	8,9	6,5	3,8	2,8	2,0
PD/DD (x)*	0,9	1,3	1,2	0,9	0,7	0,5
Hisse başına kar (TL)	8,1	3,4	5,6	9,2	12,7	17,8
Hisse başına temettü (TL)	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	3,6
Temettü getirisi (%)	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	7,2%	10,2%

*Geçmiş veriler için yıl sonu piyasa değeri/yıl sonu finansalları; tahminler için güncel piyasa değeri/ilgili yıl sonu finansalları.

Rasyo Analizi	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş) (%)	5,1%	0,7%	2,2%	2,9%	3,6%	3,9%
TGA Oranı (%)	3,0%	3,1%	3,8%	4,8%	5,2%	5,3%
TGA Karşılık Oranı (%)	70,5%	65,9%	60,3%	62,0%	62,0%	62,0%
Kredi Riski Maliyeti (%)	1,1%	0,8%	2,1%	2,5%	2,1%	1,6%
Grup 2 Krediler Ağırlığı (%)	11,4%	11,7%	11,9%	12,6%	13,6%	13,6%
Grup 2 Krediler Karşılık Oranı (%)	14,8%	11,4%	9,7%	9,0%	9,0%	9,0%
Toplam Karşılık Oranı (%)	4,5%	3,8%	3,9%	4,5%	4,8%	4,9%
Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri (%)	74,2%	94,5%	93,6%	89,9%	89,8%	89,7%
Gider/Gelir (%)	32,1%	59,0%	55,4%	49,9%	50,2%	48,1%
Aktif Karlılığı (%)	4,9%	1,4%	1,7%	2,1%	2,3%	2,5%
Özkaynak Karlılığı (%)	46,1%	15,7%	21,1%	26,8%	27,8%	30,6%

Bilanço (TLm)	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Nakit Değerler ve Bankalar	290.162	411.046	510.342	645.109	826.001	1.012.657
Menkul Kıymetler	403.821	506.153	587.508	752.872	980.444	1.203.345
Canlı Krediler	876.756	1.206.555	1.716.069	2.218.014	2.855.009	3.500.845
TGA	26.830	38.804	68.029	112.245	157.206	196.648
Beklenen Karşılıklar	40.535	47.102	69.123	104.575	145.184	180.454
Diğer Aktifler	181.617	265.128	358.791	514.608	653.808	787.389
Toplam Aktifler	1.738.651	2.380.586	3.171.616	4.138.273	5.327.285	6.520.429
Mevduatlar	1.036.470	1.267.908	1.783.460	2.231.367	2.751.867	3.433.409
Para Piyasalarına Borçlar	57.973	187.775	67.445	217.352	399.546	444.072
Alınan Krediler	140.307	270.366	390.392	470.612	606.321	731.103
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	77.702	129.311	221.838	279.268	359.884	432.068
Diğer yükümlülükler	247.348	332.421	452.875	606.574	769.035	928.635
Özkaynaklar	178.852	192.804	255.605	333.100	440.631	551.144
Toplam Yükümlülükler	1.738.651	2.380.586	3.171.616	4.138.273	5.327.285	6.520.429

Gelir Gider (TLm)	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Net Faiz Gelirleri	72.902	75.914	144.627	219.294	253.184	293.838
Artış(y/y)	-5%	4%	91%	52%	15%	16%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	34.482	73.097	110.297	140.518	178.707	214.208
Artış(y/y)	144%	112%	51%	27%	27%	20%
Ticari kar	19.911	-46.431	-63.087	-93.670	-69.231	-52.497
Diğer Bankacılık Gelirleri	17.382	28.506	20.941	46.984	33.845	41.122
Faaliyet Brüt Karı	144.677	131.086	212.777	313.125	396.505	496.670
Faaliyet Giderleri	46.481	77.385	117.883	156.255	198.933	238.720
Artış(y/y)	107%	66%	52%	33%	27%	20%
Beklenen Zarar Karşılık Giderleri	23.870	35.754	50.319	76.300	81.178	86.060
Artış(y/y)	6%	50%	41%	52%	6%	6%
Faaliyet Karı	74.327	17.947	44.575	80.570	116.394	171.890
İştirak Gelirleri	8.225	11.780	15.402	20.636	25.785	30.340
Vergi Öncesi Kar	82.551	29.727	59.976	101.206	142.178	202.230
Vergi Karşılığı	14.542	710	12.886	23.585	34.918	51.567
Net Kar	68.009	29.017	47.090	77.622	107.260	150.663

Kaynak: Şirket bilgileri, Ünlü&Co

TSKB

TSKB – Temel varsayımlar ve tahminler

Değerleme	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
F/K (x)*	2,6	3,4	3,0	2,7	2,2	1,7
PD/DD (x)*	0,9	1,1	0,8	0,6	0,5	0,4
Hisse başına kar (TL)	2,5	3,6	4,1	4,1	4,9	6,6
Hisse başına temettü (TL)	0,0	0,0	0,5	0,6	0,7	1,3
Temettü getirisi (%)	0,0%	0,0%	4,6%	5,6%	6,7%	11,9%

*Geçmiş veriler için yıl sonu piyasa değeri/yıl sonu finansalları; tahminler için güncel piyasa değeri/ilgili yıl sonu finansalları.

Rasyo Analizi	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş) (%)	6,7%	5,9%	5,1%	4,3%	4,4%	4,0%
TGA Oranı (%)	3,0%	2,2%	2,4%	2,4%	3,2%	3,9%
TGA Karşılık Oranı (%)	78,0%	87,5%	74,1%	74,1%	74,1%	74,1%
Kredi Riski Maliyeti (%)	3,1%	0,4%	1,3%	1,6%	2,3%	1,6%
Grup 2 Krediler Ağırlığı (%)	9,8%	6,6%	7,0%	7,7%	8,7%	8,7%
Grup 2 Krediler Karşılık Oranı (%)	31,1%	35,3%	32,6%	33,3%	33,3%	33,3%
Toplam Karşılık Oranı (%)	6,3%	4,8%	4,5%	4,8%	5,7%	6,2%
Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri (%)	39,1%	23,9%	12,7%	15,4%	15,4%	15,3%
Gider/Gelir (%)	9,2%	14,9%	16,8%	21,8%	20,0%	19,7%
Aktif Karlılığı (%)	4,9%	4,9%	4,0%	3,0%	2,7%	2,9%
Özkaynak Karlılığı (%)	42,1%	38,1%	29,1%	22,7%	22,5%	24,7%

Bilanço (TLm)	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Nakit Değerler ve Bankalar	7.708	10.553	14.138	10.003	12.892	15.447
Menkul Kıymetler	28.987	43.956	56.981	105.254	136.754	168.198
Canlı Krediler	125.746	162.327	229.021	305.691	393.961	472.378
TGA	3.939	3.673	5.710	7.460	13.209	19.328
Beklenen Karşılıklar	8.228	8.047	10.614	14.920	23.315	30.637
Diğer Aktifler	18.733	18.799	31.420	34.142	43.167	51.561
Toplam Aktifler	176.884	231.260	326.657	447.629	576.669	696.275
Mevduatlar	0	0	0	0	0	0
Para Piyasalarına Borçlar	2.481	3.281	6.033	27.291	35.129	43.065
Alınan Krediler	106.851	124.001	193.618	266.398	348.459	422.402
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	32.227	51.562	60.594	63.764	82.185	98.351
Diğer yükümlülükler	13.913	19.939	20.761	34.318	43.046	51.096
Özkaynaklar	21.412	32.479	45.651	55.857	67.849	81.361
Toplam Yükümlülükler	176.884	231.260	326.657	447.629	576.669	696.275

Gelir Gider (TLm)	2023A	2024A	2025A	2026T	2027T	2028T
Net Faiz Gelirleri	10.234	15.105	17.070	19.561	28.868	30.774
Artış(y/y)	52%	48%	13%	15%	48%	7%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	453	514	426	729	924	1.102
Artış(y/y)	186%	13%	-17%	71%	27%	19%
Ticari kar	1.698	-2.075	-478	-651	-1.726	1.471
Diğer Bankacılık Gelirleri	236	888	3.077	2.008	2.060	3.202
Faaliyet Brüt Karı	12.622	14.432	20.095	21.647	30.126	36.549
Faaliyet Giderleri	1.160	2.147	3.368	4.724	6.014	7.217
Artış(y/y)	130%	85%	57%	40%	27%	20%
Beklenen Zarar Karşılık Giderleri	4.069	894	4.370	4.853	9.832	9.257
Artış(y/y)	30%	-78%	389%	11%	103%	-6%
Faaliyet Karı	7.393	11.392	12.358	12.070	14.279	20.075
İştirak Gelirleri	1.899	2.287	2.464	2.970	3.706	4.357
Vergi Öncesi Kar	9.292	13.679	14.822	15.041	17.986	24.432
Vergi Karşılığı	2.251	3.544	3.439	3.622	4.284	6.023
Net Kar	7.041	10.135	11.383	11.418	13.702	18.410

Kaynak: Şirket bilgileri, Ünlü&Co

Bahsi geçen şirketler

Akbank (AKBNK.IS, AL, HF: 103,6 TL)
 Garanti Bank (GARAN.IS, AL, HF: 210,8 TL)
 Halkbank (HALKB.IS, TUT, HF: 40,1 TL)
 Isbank (ISCTR.IS, AL, HF: 18,3 TL)
 Vakıfbank (VAKBN.IS, TUT, HF: 41,2 TL)
 Yapı Kredi (YKBNK.IS, AL, HF: 54,0 TL)
 TSKB (TSKB.IS, AL, HF: 16,8 TL)

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

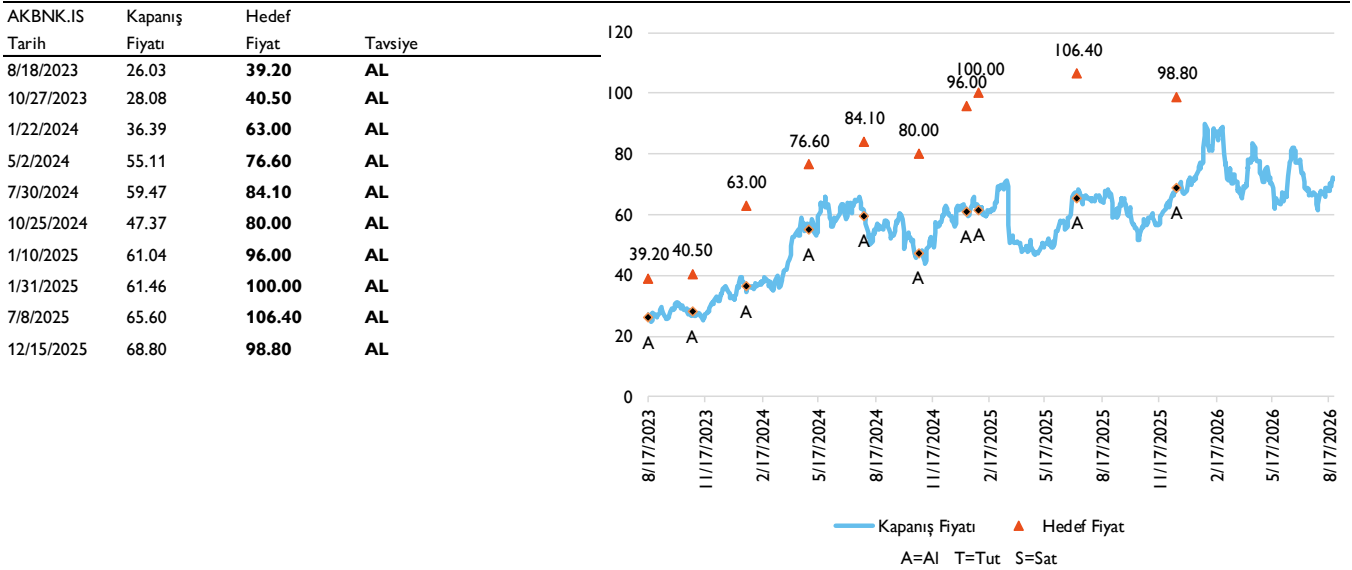
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ile irtibata geçmeniz rica olunur.

Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLURESEARCH@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

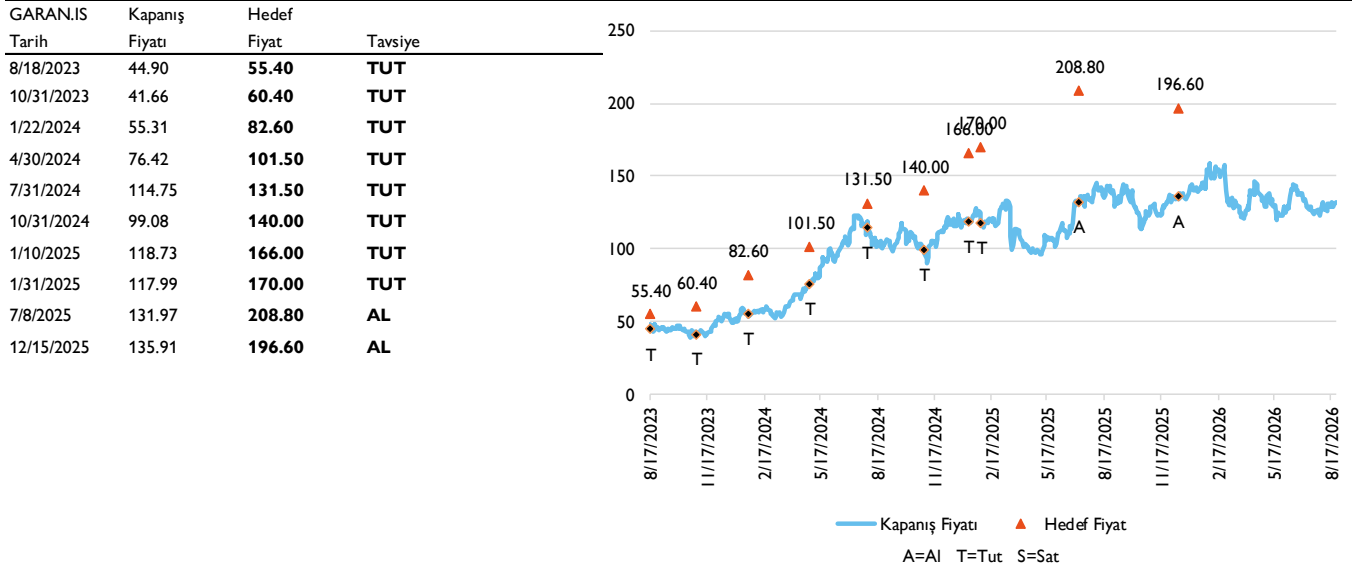
Oğuzhan Evranos, CFA işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

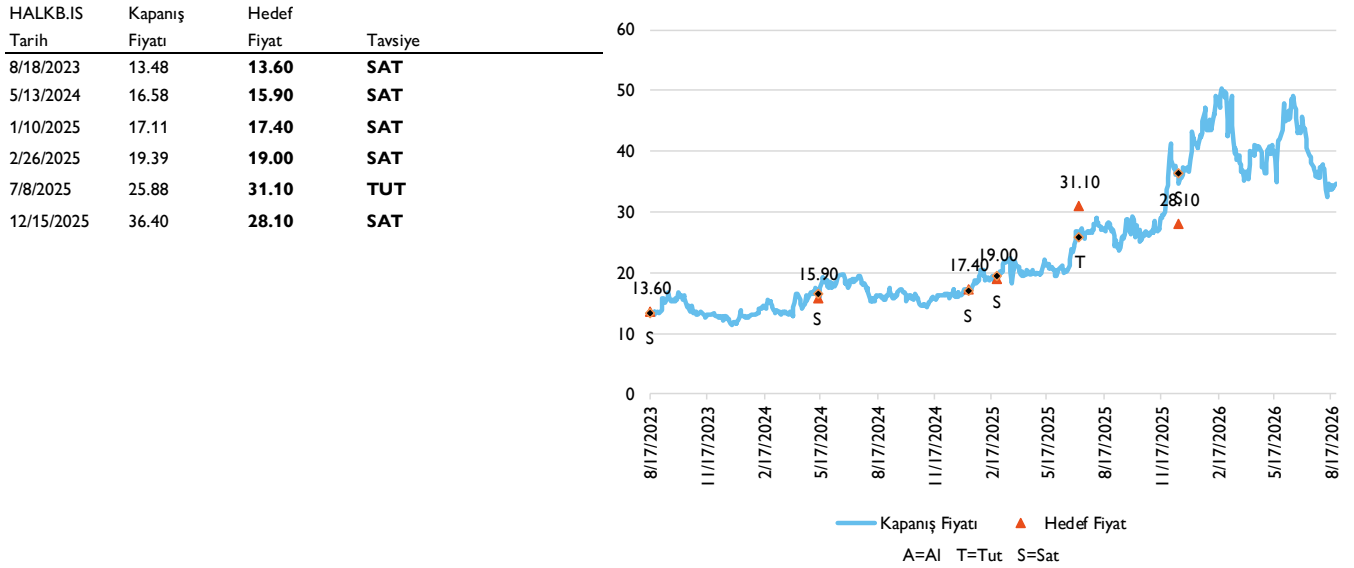
3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği AKBNK.IS



3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği GARAN.IS

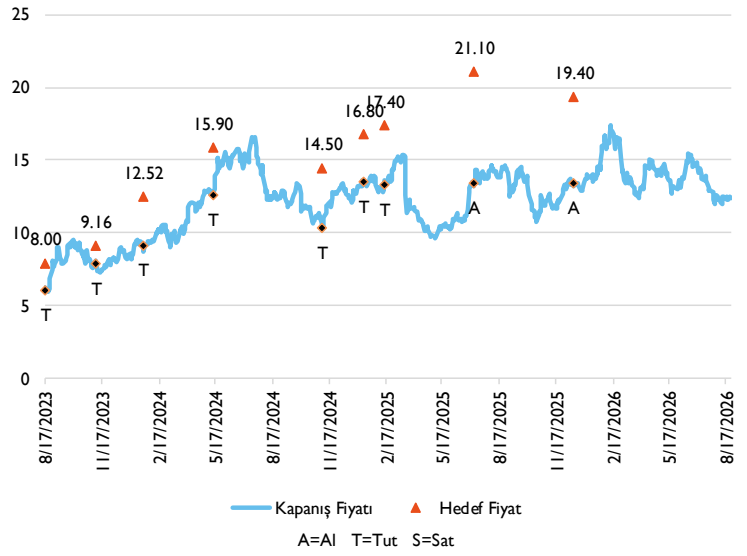


3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği HALKB.IS



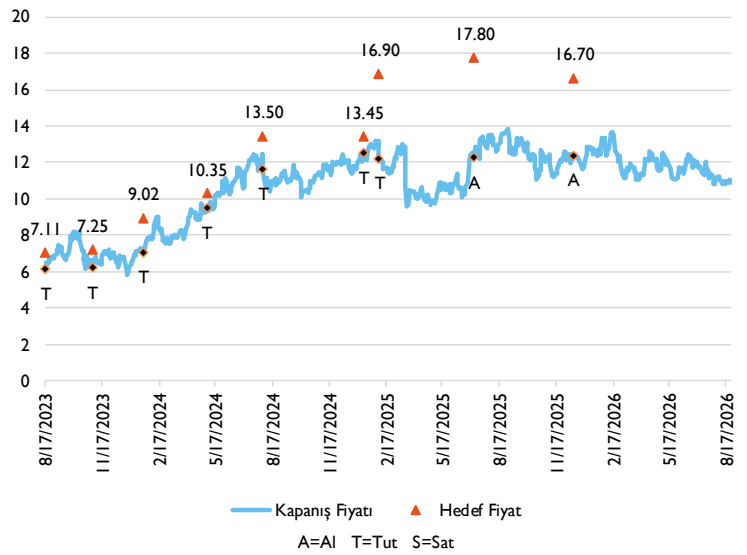
3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği ISCTR.IS

ISCTR.IS	Kapanış	Hedef	
Tarih	Fiyatı	Fiyat	Tavsiye
8/18/2023	6.12	8.00	TUT
11/7/2023	7.96	9.16	TUT
1/22/2024	9.22	12.52	TUT
5/13/2024	12.65	15.90	TUT
11/5/2024	10.39	14.50	TUT
1/10/2025	13.57	16.80	TUT
2/13/2025	13.33	17.40	TUT
7/8/2025	13.46	21.10	AL
12/15/2025	13.47	19.40	AL



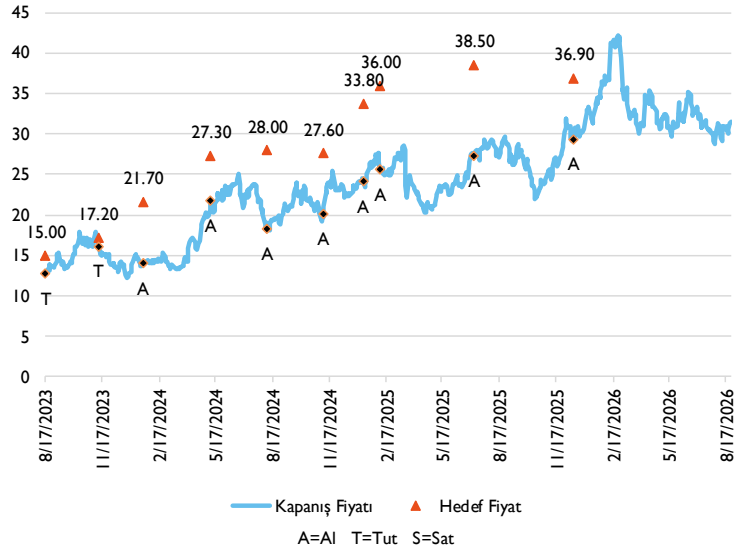
3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği TSKB.IS

TSKB.IS	Kapanış	Hedef	
Tarih	Fiyatı	Fiyat	Tavsiye
8/18/2023	6.20	7.11	TUT
11/1/2023	6.26	7.25	TUT
1/22/2024	7.12	9.02	TUT
5/3/2024	9.52	10.35	TUT
8/2/2024	11.69	13.50	TUT
1/10/2025	12.56	13.45	TUT
2/5/2025	12.29	16.90	TUT
7/8/2025	12.30	17.80	AL
12/15/2025	12.43	16.70	AL



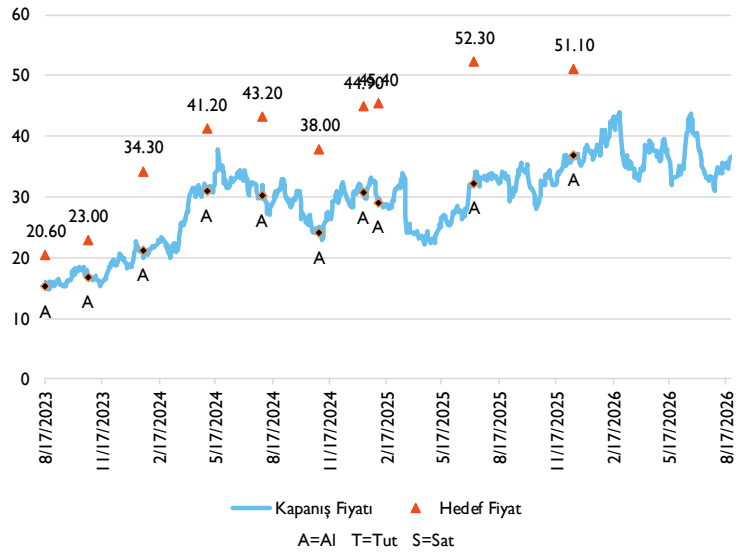
3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği VAKBN.IS

VAKBN.IS	Kapanış	Hedef	Tavsiye
Tarih	Fiyatı	Fiyat	
8/18/2023	12.81	15.00	TUT
11/10/2023	16.19	17.20	TUT
1/22/2024	14.03	21.70	AL
5/10/2024	21.76	27.30	AL
8/9/2024	18.32	28.00	AL
11/7/2024	20.20	27.60	AL
1/10/2025	24.12	33.80	AL
2/7/2025	25.58	36.00	AL
7/8/2025	27.30	38.50	AL
12/15/2025	29.40	36.90	AL



3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği YKBNK.IS

YKBNK.IS	Kapanış	Hedef	Tavsiye
Tarih	Fiyatı	Fiyat	
8/18/2023	15.24	20.60	AL
10/25/2023	16.90	23.00	AL
1/22/2024	21.30	34.30	AL
5/3/2024	30.96	41.20	AL
7/31/2024	30.20	43.20	AL
11/1/2024	24.06	38.00	AL
1/10/2025	30.70	44.90	AL
2/3/2025	29.12	45.40	AL
7/8/2025	32.34	52.30	AL
12/15/2025	37.00	51.10	AL



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AL	TUT	SAT	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	71	29	0	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

Al (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede %20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede %10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede %10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir

iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

Hedef fiyat: (12 aylık dönem için geçerli) (AKBNK.IS)

Değerleme metodu: Değerlemede ekonomik katma değer (EVA) modeli ile düzeltilmiş Gordon Büyüme Modeli kullanılmıştır.

Değerleme döneminde risksiz getiri oranının 2026 sonundaki %30,9'dan 2033'te %17,0'ye kademeli olarak gerileyeceği varsayılmış; hisse risk primi %6 ve beta 1,2x olarak alınmıştır.

Riskler: Beklenmediği kadar derin bir ekonomik yavaşlamanın aktif kalitesini olumsuz etkilemesi, TL'nin önemli ölçüde değer kaybetmesi, regülasyonlarda olumsuz değişiklikler

Hedef fiyat: (12 aylık dönem için geçerli) (GARAN.IS)

Değerleme metodu: Değerlemede ekonomik katma değer (EVA) modeli ile düzeltilmiş Gordon Büyüme Modeli kullanılmıştır.

Değerleme döneminde risksiz getiri oranının 2026 sonundaki %30,9'dan 2033'te %17,0'ye kademeli olarak gerileyeceği varsayılmış; hisse risk primi %6 ve beta 1,2x olarak alınmıştır.

Riskler: Beklenmediği kadar derin bir ekonomik yavaşlamanın aktif kalitesini olumsuz etkilemesi, TL'nin önemli ölçüde değer kaybetmesi, regülasyonlarda olumsuz değişiklikler

Hedef fiyat: (12 aylık dönem için geçerli) (HALKB.IS)

Değerleme metodu: Değerlemede ekonomik katma değer (EVA) modeli ile düzeltilmiş Gordon Büyüme Modeli kullanılmıştır.

Değerleme döneminde risksiz getiri oranının 2026 sonundaki %30,9'dan 2033'te %17,0'ye kademeli olarak gerileyeceği varsayılmış; hisse risk primi %6 ve beta 1,2x olarak alınmıştır.

Riskler: Beklenmediği kadar derin bir ekonomik yavaşlamanın aktif kalitesini olumsuz etkilemesi, TL'nin önemli ölçüde değer kaybetmesi, regülasyonlarda olumsuz değişiklikler, Türkiye veya Türk finans sistemine ABD'nin yaptırım uygulaması.

Hedef fiyat: (12 aylık dönem için geçerli) (ISCTR.IS)

Değerleme metodu: Değerlemede ekonomik katma değer (EVA) modeli ile düzeltilmiş Gordon Büyüme Modeli kullanılmıştır.

Değerleme döneminde risksiz getiri oranının 2026 sonundaki %30,9'dan 2033'te %17,0'ye kademeli olarak gerileyeceği varsayılmış; hisse risk primi %6 ve beta 1,2x olarak alınmıştır.

Riskler: Beklenmediği kadar derin bir ekonomik yavaşlamanın aktif kalitesini olumsuz etkilemesi, TL'nin önemli ölçüde değer kaybetmesi, regülasyonlarda olumsuz değişiklikler

Hedef fiyat: (12 aylık dönem için geçerli) (VAKBN.IS)

Değerleme metodu: Değerlemede ekonomik katma değer (EVA) modeli ile düzeltilmiş Gordon Büyüme Modeli kullanılmıştır.

Değerleme döneminde risksiz getiri oranının 2026 sonundaki %30,9'dan 2033'te %17,0'ye kademeli olarak gerileyeceği varsayılmış; hisse risk primi %6 ve beta 1,2x olarak alınmıştır.

Riskler: Beklenmediği kadar derin bir ekonomik yavaşlamanın aktif kalitesini olumsuz etkilemesi, TL'nin önemli ölçüde değer kaybetmesi, regülasyonlarda olumsuz değişiklikler

Hedef fiyat: (12 aylık dönem için geçerli) (YKBNK.IS)

Değerleme metodu: Değerlemede ekonomik katma değer (EVA) modeli ile düzeltilmiş Gordon Büyüme Modeli kullanılmıştır.

Değerleme döneminde risksiz getiri oranının 2026 sonundaki %30,9'dan 2033'te %17,0'ye kademeli olarak gerileyeceği varsayılmış; hisse risk primi %6 ve beta 1,2x olarak alınmıştır.

Riskler: Beklenmediği kadar derin bir ekonomik yavaşlamanın aktif kalitesini olumsuz etkilemesi, TL'nin önemli ölçüde değer kaybetmesi, regülasyonlarda olumsuz değişiklikler

Hedef fiyat: (12 aylık dönem için geçerli) (TSKB.IS)

Değerleme metodu: Değerlemede ekonomik katma değer (EVA) modeli ile düzeltilmiş Gordon Büyüme Modeli kullanılmıştır.

Değerleme döneminde risksiz getiri oranının 2026 sonundaki %30,9'dan 2033'te %17,0'ye kademeli olarak gerileyeceği varsayılmış; hisse risk primi %6 ve beta 1,2x olarak alınmıştır.

Riskler: Beklenmediği kadar derin bir ekonomik yavaşlamanın aktif kalitesini olumsuz etkilemesi, TL'nin önemli ölçüde değer kaybetmesi, regülasyonlarda olumsuz değişiklikler

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş. ("BIST") endeksine ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanlıtıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
Akbank	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
Garanti Bankası	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
Halkbank	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
İşbank	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
Vakıfbank	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
Yapı Kredi Bankası	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
TSKB	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahı ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz.

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğunu düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımni hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşüncüyü yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası ("ADR") gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iş birimleri ve onların hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ &

Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlaması açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.