

HALKBANK

İkincil halka arzı tahminlerimize yansıtık

Halkbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 49TL olarak güncelliyoruz ve sermaye maliyeti varsayımımız altında getiri potansiyeli nedeniyle TUT tavsiyemizi koruyoruz (önceki hedef fiyat 40TL). 12 aylık hedef fiyatımız %6 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Hedef fiyatımızı yukarı yönlü revize etmemizin başlıca etkeni, bankanın planlanan ikincil halka arz sonrasında iyileşen sermaye oranları sayesinde daha yüksek kredi büyümesi elde etmesi beklentimiz ve son dönemde uluslararası fonlama kaynaklarına erişime sahip olması. Hisse, 2026/27 tahminlerimize göre 1x/0.8x PD/DD ve 10.1x/4.9x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. 2026/27 yıllarında özkaynak karlılığı beklentimiz ise %12/%19.

- Bankanın uluslararası fonlama kaynaklarına yeniden yönelmesi olumlu:** Halkbank, 2010'ların ortalarından bu yana süren önemli bir aradan sonra 2025 yılında fon temini amacıyla uluslararası piyasalara yeniden yöneldi. Bu hamleyi, fonlama çeşitliliği açısından olumlu değerlendiriyoruz; bu araçların cazip fiyatlandırması ve daha uzun vadesi marjları destekleyecek. Halkbank'ın marjları, faiz artırım döngüsü sırasında özel bankaların gerisinde kalmıştı; bunun başlıca nedeni, fonlama yapısının büyük ölçüde TL ağırlıklı olması (%60). Banka, 2026 yılının ikinci yarısından itibaren başlayacak faiz indirimlerinden de faydalanacak. Olumsuz olarak ise sabit faizli TL menkul kıymetler toplam varlıkların yalnızca %3'ünü oluştururken, TÜFE'ye tahviller toplam varlıkların %10'unu oluşturmaktadır. Enflasyonun gerilediği ortamda, TÜFE'ye endeksli tahvillerin yüksek payı, bize göre net faiz marjı genişlemesini nispeten sınırlayabilir.
- 2027 ve sonrasında kredi büyümesi hedeflerini destekleyecek ikincil halka arz:** Sermaye kısıtlamaları nedeniyle bankanın toplam kredi pazar payı, 2023'ten bu yana yaklaşık 200 baz puan azalarak 2Ç26 itibarıyla %8,7'ye geriledi. Halka arzın ardından güçlenecek sermaye tabanı, bankanın TL kredi verme kapasitesini artıracak; aynı zamanda döviz fonlamanın hızlanması da döviz kredilerinin genişlemesini destekleyecektir.
- Varlık kalitesi tamponları nispeten sınırlı:** Halkbank'ın toplam kredi portföyünün karşılık oranı %3,3 seviyesinde ve bu oran %3.9 rakip banka ortalamasının altındadır. Bankanın serbest karşılıkları bulunmamaktadır ve bu nedenle varlık kalitesindeki daha fazla bozulmaya karşı tamponları sınırlıdır. KOBİ kredileri, kredilerin yaklaşık %50'sini oluşturmaktadır ve ekonomik yavaşlamanın gecikmeli etkisi, aktif kalitesini olumsuz etkilemeye devam edebilir.
- Çekirdek sermaye oranı %10'a ulaşacak, ancak yine de rakip banka ortalamasının altında kalacak:** Sadece banka sermaye yeterlilik oranı ve çekirdek sermaye oranları sırasıyla %14 ve %8,7 seviyesindedir; asgari çekirdek sermaye oranı gerekliliği ise %8,1'dir. Halka arzın her iki oranı yaklaşık 300 baz puan iyileştirmesi beklenmekle birlikte, 2027 ve sonrasında temettü dağıtımı beklemiyoruz; bunun yerine bankanın kredi büyümesini hızlandırmayı planladığı öngörülmüyor.
- Çarpanlar makul bir değerlemeyi yansıtıyor:** Halkbank'ın 2026/27'de %12/%19 özkaynak karlılığı elde etmesini bekliyoruz; bu rakamlar, %23/%27 olan sektör ortalamasının altında. Hisse, 2026/27 tahminlerimize göre 1x/0.8x PD/DD ile işlem görmektedir; %30/%25 sermaye maliyeti varsayımlarımız göz önüne alındığında, çarpanların cazip olmadığını düşünüyoruz.

Riskler: (i) Ortodoks olmayan politikalar, (ii) Küresel tahvil faizlerinde artış gelişmekte olan ülkelere fon girişlerini baskılayabilir, (iii) Jeopolitik riskler, (iv) enflasyon beklentilerinde bozulma

(TLmn)	2024	Δ	2025	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net Kar	15,106	49%	27,083	79%	32,843	21%	67,080	104%
Özsermaye	152,565	19%	218,333	43%	326,216	49%	393,296	21%
F/K (x)	7.5		6.5		10.1		4.9	
F/DD (x)	0.7		0.8		1.0		0.8	
Hisse Başına Kar (TL)	2.1		3.8		4.6		9.3	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Sermaye Karlılığı	10.8%		14.6%		12.1%		18.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma



Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL49

Potansiyel Getiri

6%

Fiyat Bilgileri

Kodu	HALKB.TI / HALKB.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL46.08
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	331,075 / 6,818
Hisse Sayısı (mn)	7,185
Saklama Oranı	9%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	2,398.53 / 50.70

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

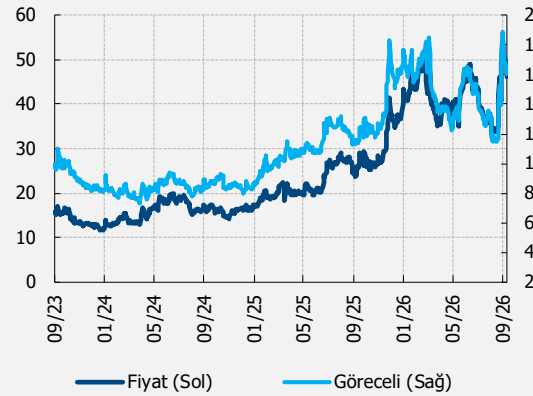
1 Aylık	54.35 / 33.76
1 Yıllık	54.35 / 25.14
Sene başından itibaren	54.35 / 32.44

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	35%	38%
3 Aylık	-5%	-2%
1 Yıllık	79%	39%
Sene başından itibaren	25%	0%



15 Eylül 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oğuzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Şekil 1: Finansallar (milyon TL)

HALKB - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2023	2024	2025	2026T	2027T
Net faiz geliri	41,384	38,390	89,772	169,839	265,963
Ticari & Kur & Swap	-16,210	-22,076	-13,051	-28,128	-30,894
Komisyon geliri	18,947	39,367	60,312	77,153	103,025
Diğer gelirler	13,173	18,538	21,652	21,966	34,494
Toplam gelirler	57,295	74,219	158,685	240,830	372,589
Faaliyet giderleri	48,120	59,478	104,649	155,401	211,980
Karşılık öncesi gelirler	9,175	14,741	54,035	85,429	160,609
Karşılık gideri	2,924	7,292	35,374	64,768	83,955
Faaliyet geliri	6,251	7,449	18,661	20,661	76,654
İştirakler gelirleri	401	1,061	11,160	16,674	19,175
Vergi öncesi kar	6,653	8,510	29,821	37,335	95,829
Vergi gideri	-3,459	-6,595	2,739	4,492	28,749
Net Kar	10,112	15,106	27,083	32,843	67,080

Bilanço					
	2023	2024	2025	2026T	2027T
Toplam Varlıklar	2,195,287	3,022,220	4,292,781	5,151,379	6,592,570
Nakit ve Benzeri Değerler	289,554	650,087	891,857	880,638	1,126,931
Krediler	1,221,978	1,418,866	1,928,924	2,604,293	3,587,651
Takipteki Krediler	18,540	30,398	79,020	139,840	158,453
Menkul Kıymetler	584,393	782,425	1,186,846	1,269,923	1,371,517
Mevduatlar	1,872,848	2,381,754	3,487,119	4,054,437	5,129,479
Kredi borçlanmaları	17,563	53,942	95,175	147,522	206,531
Özkaynaklar	128,406	152,565	218,333	326,216	393,296

Temel Göstergeler	2023	2024	2025	2026T	2027T
Özkaynak karlılığı	9.3%	10.8%	14.6%	12.1%	18.6%
Aktif karlılığı	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	1.1%
Komisyon geliri büyümesi	124%	108%	53%	28%	34%
Faaliyet gideri artışı	172%	24%	76%	48%	36%
Net kar artışı	-31%	49%	79%	21%	104%
Net faiz marjı (swap dahil)	2.3%	1.5%	2.6%	3.9%	4.9%
Takipteki Krediler Oranı	1.5%	2.1%	4.0%	5.2%	4.3%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	-0.5%	-0.5%	1.4%	1.9%	1.5%
Gider/Gelir oranı	83%	79%	62%	60%	54%
Kredi-Mevduat oranı	67%	60%	55%	63%	70%

Kaynak: Şirket Finansallar, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Şirket Tanımı

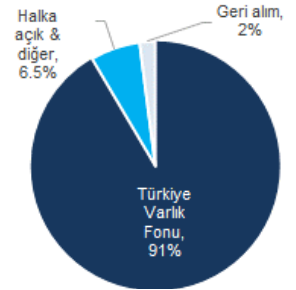
Halkbank mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri veren bir devlet bankasıdır. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir.

Toplam şube ve personel sayısı sırasıyla 1,109 ve 22,551. Bankanın toplam kredilerde ve mevduatta pazar payı sırasıyla %8 ve %12 seviyesindedir. TL kredilerde %8.8 pazar payı vardır. KOBİ kredilerinde ise %14 pazar payı bulunmaktadır.

Katalizörler: (i) Makro-ihiyati önlemlerde gevşeme (ii) Türkiye'nin kredi notunda artışlar, (iii) TL tahvil faizlerinde düşüş

Riskler: (i) Ortodoks olmayan politikalar, (ii) Küresel tahvil faizlerinde artış gelişmekte olan ülkelere fon girişlerini baskılayabilir, (iii) Jeopolitik riskler, (iv) enflasyon beklentilerinde bozulma

Ortaklık Yapısı (ikincil halka arz öncesi)



Şekil 2: Tahmin Değişiklikleri (milyon TL)

	2024	2025	2026T				2027T			
Sadece Banka - TL milyon			Yeni	Eski	Yeni vs Eski Δ	yıllık	Yeni	Eski	Yeni vs Eski Δ	yıllık
Net faiz geliri	38,390	89,772	169,839	159,824	6%	89%	265,963	220,800	20%	57%
Komisyonlar	39,367	60,312	77,153	77,219	0%	28%	103,025	102,357	1%	34%
Faaliyet giderleri	59,478	104,649	155,401	155,401	0%	48%	211,980	211,980	0%	36%
Toplam karşılıklar	7,292	35,374	64,768	44,368	46%	83%	83,955	62,959	33%	30%
Net kar	15,106	27,083	32,843	43,444	-24%	21%	67,080	59,194	13%	104%
Temel Göstergeler					bps	bps			bps	bps
Swaptan arındırılmış net faiz geliri	1.5%	2.6%	3.9%	3.7%	24	127	4.9%	4.1%	82	104
Risk maliyeti (net)	-0.5%	1.4%	1.9%	1.4%	50	55	1.5%	1.5%	-5	-44
Özkaynak karlılığı	10.8%	14.6%	12.1%	18.2%	-609	-254	18.6%	20.4%	-177	658
Makroekonomik Göstergeler										
TÜFE (dönem sonu)	44%	31%	30%	30%			23%	23%		
Reel GSYİH büyüme	3.3%	3.6%	2.5%	2.5%			3.5%	3.5%		
Politika faizi (dönem sonu)	48%	38%	35%	35%			28%	28%		

Kaynak: YKY Araştırma

- Beklentimizden daha yüksek TL faiz ortamı nedeniyle 2026 için marj beklentilerimizi aşağı yönlü revize ederken, ikincil halka arz kaynaklarının kredi büyümesi ve marjlar açısından olumlu yanların 2027 ve sonrası için tahminlerimize yansıttık.

Şekil 3: Değerleme

Halkbank için %6 getiri potansiyel ile 12 aylık vadede hedef fiyatımızı 49TL olarak güncelledik ve TUT tavsiyemizi koruyoruz.

Değerlememizi TL bazlı Artık Özkaynak modeline göre gerçekleştirdik. 2026 için %30 özkaynak maliyeti (%25 risksiz getiri oranı, %5 risk primi, 1x beta), 2027 için %25 özkaynak maliyeti (%20 risksiz getiri oranı, %5 risk primi, 1x beta) ve sonraki yıllar için de kademeli düşüş varsayıyoruz. Terminal dönemde ise %21 özkaynak maliyeti varsayıyoruz (%16 risksiz getiri oranı, %5 risk primi, 1x beta).

YKY Artık Özkaynak Modeli

milyar TL	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	Terminal
Maddi Özkaynak (dönem başı)	112,239	195,765	234,732	306,744	386,684	485,882
Net Kar (temettü hariç)	16,169	47,905	68,413	76,623	85,817	96,115
Maddi Özkaynak Karlılığı	10%	22%	25%	22%	20%	18%
Dağıtılan Temettü	0	0	0	0	0	0
Risksiz Getiri Oranı	25%	20%	20%	20%	20%	16%
Risk Primi	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Beta (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Özkaynak Maliyeti	30%	25%	25%	25%	25%	21%
Artık Getirinin Bugünkü Değeri	1,150					
Terminal Değer	-2,505					
Özkaynak - İştirakler	195,765					
İştirakler	130,451					
12-ay İleri Dönük Hedef Fiyat (TL)	49					
Getiri Potansiyeli (%)	6					

Kaynak: YKY Araştırma

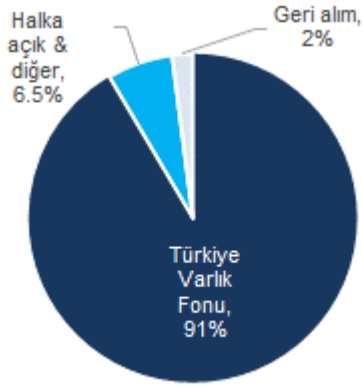
Şekil 4: İkincil Halka Arz

Banka, diğer bankalara görece zayıf bir seviyede bulunan çekirdek sermaye oranını güçlendirmek amacıyla ikincil halka arz (SPO) gerçekleştirecek. Planlanan SPO ile Halkbank'ın ödenmiş sermayesi %25 oranında artırılarak 7,2 milyar TL'den 8,9 milyar TL'ye yükseltilecek. Halen %6 seviyesinde bulunan halka açık hisse oranı, SPO sonrasında artacak. Mevcut hissedarların (Türkiye Varlık Fonu: %92 / halka açık hisseler: %6 / geri alınan hisseler: %2) rüşhan haklarında kısıtlama olacak. Dolayısıyla, tüm mevcut hissedarların hisseleri seyretililecektir. SPO'nun fiyatlandırması piyasa koşullarına ve yatırımcı talebine bağlı olacaktır.

Hedefler: Banka 2026'da özkaynak karlılığını %11-%12 olarak hedefliyor (6A26: %16). Özkaynak karlılığındaki düşüş ikincil halka arz sonrası bankanın özkaynaklarında artış kaynaklı. Bankanın 2027 özkaynak karlılığı hedefi %20'nin üzerinde ve uzun vadede %26-%31 hedeflenmektedir.

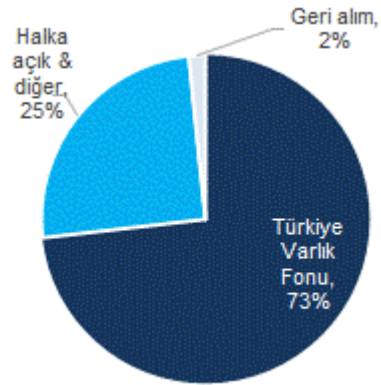
Bankanın çekirdek sermaye oranı hedefi ikincil halka arz sayesinde 2026 için yaklaşık %10 seviyesindedir (6A26: %8.7). İkincil halka arzın çekirdek sermaye oranında etkisinin yaklaşık 300 baz puan olması tahmin edilmektedir.

Grafik 1: Güncel Hissedarlık Yapısı



Kaynak: YKY Araştırma

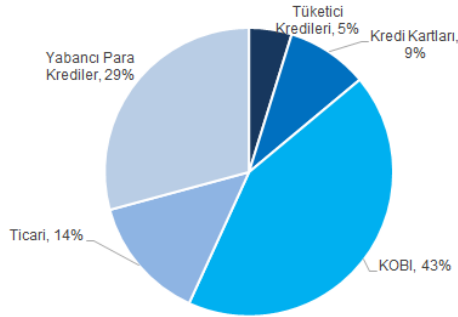
Grafik 2: SPO Sonrası Olası Hissedarlık Yapısı



Kaynak: YKY Araştırma

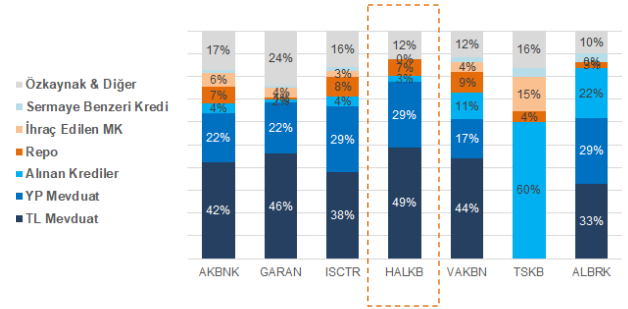
Şekil 5: Grafikler

Grafik 3: Halkbank Kredi Dağılımı



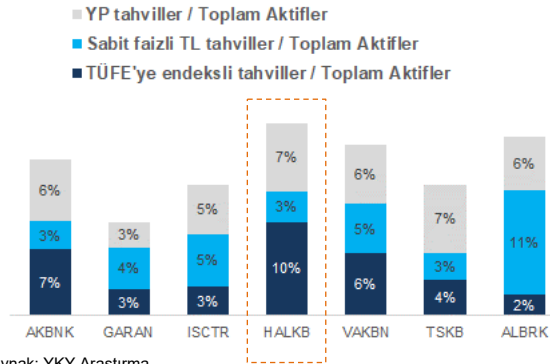
Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 4: Fonlama Dağılımı



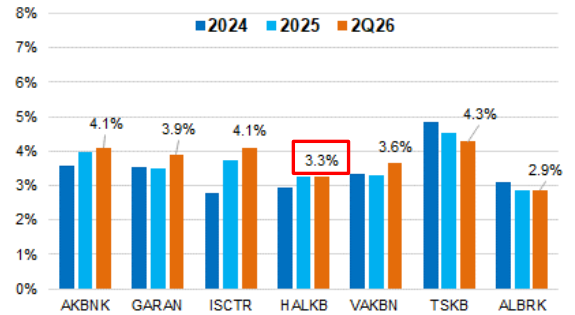
Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 5: Menkul Kıymet Portföyü Dağılımı



Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 6: Toplam Kredilerin Karşılık Oranı



Kaynak: YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.