

GARANTİ BANKASI

Çarpanlar makul seviyeye ulaştı

Garanti için 12 aylık hedef fiyatımızı 182TL olarak revize ediyoruz fakat sermaye maliyeti varsayımımızın altında kalan sınırlı getiri potansiyeli nedeniyle tavsiyemizi TUT olarak aşağı yönlü revize ediyoruz (önceki hedef fiyat: 146TL). 12 aylık hedef fiyatımız %23 getiri potansiyeline işaret etmektedir. 2025 net kar tahminimizi %8 yukarı yönlü revize ettik. Bu değişimde beklentimizden daha olumlu gelişen komisyon gelirleri ve risk maliyeti ana etkenler. Garanti 2025/26 tahminlerimize göre 1.4x/1x PD/DD ve 5.1x/3.1x F/K ile işlem görmektedir. Banka hâlihazırda 2026 tahminlerimize göre araştırma kapsamımızdaki diğer özel mevduat bankalarına göre yaklaşık %25 daha primli PD/DD çarpanından işlem görmektedir. Bu primi son iki senedeki yüksek özkaynak karlılığına bağlıyoruz fakat önümüzdeki yıl bu farkın diğer bankalar lehine kapanmasını öngörüyoruz ve bu doğrultuda bu primin de azalmasını bekliyoruz. Garanti'yi Model Portföyümüze 1 Ağustos 2024'te ekledikten sonra hisse BIST-100'e göre %16 daha olumlu performans gösterdi. Banka aynı dönemde XBANK endeksinin de %10 üzerinde performans gösterdi. Garanti 2025 başından itibaren ise XU100'ün %9 üzerinde performans gösterdi (XBANK'a göre %10 daha olumlu).

- 2026'da rakiplerle özkaynak karlılığı farkı daralacak:** Garanti, daha düşük TÜFE'ye endeksli tahvil portföyü ve görece daha güçlü TL kredi-mevduat makası yönetimi sayesinde yüksek TL faiz oranı ortamında 2024 ve 2025'in ilk yarısında araştırma kapsamımızdaki özel mevduat bankaları arasında en yüksek özkaynak karlılığını elde etti. Bankanın 2026 yılında marj genişleme kapasitesinin görece bir miktar daha sınırlı olacağını öngörüyoruz.
- Sermaye oranları korunaklı:** Garanti'nin sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %18 ve %14.7 seviyelerinde. Bankanın kaldıraç oranı da 9x gibi düşük bir seviyede ve bu durum bankanın önümüzdeki yıllarda görece yüksek temettü dağıtımı ve kredi büyümesi için potansiyel yaratmaktadır fakat bankanın primli çarpanlarının bu durumu hâlihazırda yansıttığını düşünüyoruz.
- Çarpanlar makul seviyeye ulaştı:** Garanti'nin 2025/26'da %32/%38 özkaynak karlılığı elde etmesini öngörüyoruz (2024: %32). Hisse 2025/26 tahminlerimize göre 1.4x/1x PD/DD ile işlem görüyor. Aynı dönem için %35/30 sermaye maliyeti varsayımımızı göz önünde bulundurarak, bu çarpanların makul olduğunu düşünüyoruz. Banka hâlihazırda 2026 tahminlerimize göre araştırma kapsamımızdaki diğer özel bankalara göre yaklaşık %25 daha primli PD/DD çarpanından işlem görmektedir ve bu farkın diğer bankalar lehine kapanmasını öngörüyoruz.
- Halka açıklık oranı düşük:** BBVA'nın Garanti'de payı 86% seviyesinde (2022 yılındaki çağrı öncesi %49.8), halka açıklık oranı ise %14 seviyesine geriledi. Bu nedenle banka Mayıs 2022 sonunda MSCI endekslerinden çıkarıldı.

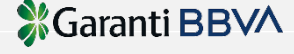
Riskler: i) Küresel risk iştahında azalma gelişmekte olan ülkelere fon girişlerini baskılayabilir, ii) jeopolitik riskler iii) enflasyon beklentilerinde kötüleşme

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ
Net Kar	87,332	49%	92,175	6%	123,079	34%	202,093	64%
Özsermaye	244,797	60%	329,926	35%	447,073	36%	624,597	40%
F/K (x)	1.9		4.5		5.1		3.1	
F/DD (x)	0.7		1.3		1.4		1.0	
Hisse Başına Kar (TL)	20.79		21.95		29.30		48.12	
Temettü Verimi (*)	3.1%		2.6%		3.0%		3.9%	
Sermaye Karlılığı	43.9%		32.1%		31.7%		37.7%	

(*) temettü verimi ödemeye yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma



Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL182

Potansiyel Getiri

23%

Fiyat Bilgileri

Kodu	GARAN.TI / GARAN.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL148.10
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	622,020 / 15,299
Hisse Sayısı (mn)	4,200
Saklama Oranı	14%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	3,297.72 / 83.02

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

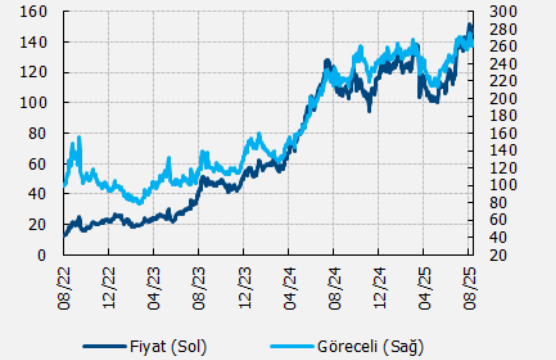
1 Aylık	151.80 / 133.90
1 Yıllık	151.80 / 94.26
Sene başından itibaren	151.80 / 99.90

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	4%	-1%
3 Aylık	35%	19%
1 Yıllık	32%	17%
Sene başından itibaren	23%	9%



13 Ağustos 2025 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Şekil 1: Finansallar (milyon TL)

GARAN - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2022	2023	2024	2025T	2026T
Net faiz geliri	83,319	74,836	100,349	159,909	247,449
Ticari & Kur & Swap	8,527	27,797	6,705	12,648	25,012
Komisyon geliri	16,628	40,764	94,124	141,014	193,399
Diğer gelirler	11,974	28,896	43,759	45,258	61,693
Toplam gelirler	120,447	172,293	244,937	358,829	527,553
Faaliyet Giderleri	22,909	47,672	92,822	148,428	203,526
Karşılık öncesi gelirler	97,538	124,621	152,116	210,402	324,027
Karşılık gideri	27,310	35,597	54,262	80,854	85,361
Faaliyet Geliri	70,228	89,025	97,854	129,548	238,667
İştirakler gelirleri	5,375	14,023	18,948	24,633	30,791
Vergi Öncesi Kar	75,603	103,047	116,802	154,180	269,457
Vergi gideri	17,094	15,716	24,627	31,101	67,364
Net Kar	58,509	87,332	92,175	123,079	202,093

Bilanço	2022	2023	2024	2025T	2026T
Toplam Varlıklar	1,152,172	1,930,055	2,607,672	3,479,748	4,412,280
Nakit ve Benzeri Değerler	161,000	393,870	459,732	740,626	936,467
Krediler	632,361	1,019,031	1,506,149	2,007,970	2,651,593
Takipteki Krediler	17,613	21,654	35,056	64,264	79,780
Menkul Kıymetler	187,992	292,776	367,026	407,396	431,840
Mevduatlar	790,664	1,383,704	1,821,373	2,462,530	3,113,730
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	12,873	5,241	24,699	49,399	60,267
Özkaynaklar	152,685	244,797	329,926	447,073	624,597

Temel Göstergeler	2022	2023	2024	2025T	2026T
Özkaynak karlılığı	50.3%	43.9%	32.1%	31.7%	37.7%
Aktif karlılığı	6.1%	5.7%	4.1%	4.0%	5.1%
Komisyon geliri büyümesi	96%	145%	131%	50%	37%
Faaliyet gideri artışı	81%	108%	95%	60%	37%
Net kar artışı	333%	49%	6%	34%	64%
Net faiz marjı (swap dahil)	8.3%	5.0%	3.4%	5.2%	6.5%
Takipteki Krediler Oranı	2.6%	2.0%	2.2%	3.1%	2.9%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	2.8%	2.1%	1.2%	2.3%	1.6%
Gideri/Gelir oranı	18%	26%	35%	39%	36%
Kredi büyümesi	59%	60%	46%	32%	32%
Mevduat büyümesi	54%	75%	32%	35%	26%
Kredi-Mevduat oranı	82%	75%	84%	82%	86%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Sirket Tanımı

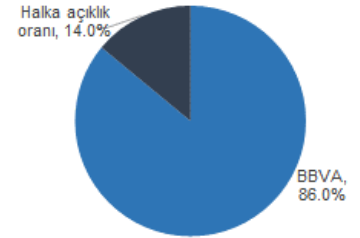
Garanti mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri vermektedir. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir. Toplam şube ve personel sayısı sırasıyla 798 ve 20,102'dir.

Banka 2Ç25 itibarı ile özel bankalar arasında TL ve yabancı para kredilerde %21.7 ve %8.6 pazar payına sahiptir.

Katalizörler: i) Türkiye'nin kredi notunda iyileşme, ii) Enflasyon beklentilerinde iyileşmenin devam etmesi, iii) Küresel merkez bankalarının faiz indirimlerine devam etmesi

Riskler: i) Küresel risk iştahında azalma gelişmekte olan ülkelere fon girişlerini baskılayabilir, ii) jeopolitik riskler iii) Türkiye'de enflasyon beklentilerinde kötüleşme

Ortaklık Yapısı



Şekil 2: Tahmin Değişiklikleri (milyon TL)

	2021	2022	2023	2024	2025T				2026T			
Sadece Banka - TL milyon					Yeni	Eski	Δ	yıllık değişim	Yeni	Eski	Δ	yıllık değişim
Net faiz geliri	33,640	83,319	74,836	100,349	159,909	158,165	1%	59%	247,449	273,025	-9%	55%
Komisyonlar	8,501	16,628	40,764	94,124	141,014	135,303	4%	50%	193,399	173,551	11%	37%
Faaliyet giderleri	12,673	22,909	47,672	92,822	148,428	144,415	3%	60%	203,526	198,941	2%	37%
Toplam karşılıklar	27,019	27,310	35,597	54,262	80,854	93,438	-13%	49%	85,361	91,534	-7%	6%
Net kar	13,514	58,509	87,332	92,175	123,079	114,454	8%	34%	202,093	208,398	-3%	64%
Temel Göstergeler												
Swap dahil net faiz marjı	4.1%	8.3%	5.0%	3.4%	5.2%	5.5%	-23	186	6.5%	7.6%	-109	131
Risk maliyeti (net)	3.2%	2.8%	2.1%	1.2%	2.3%	2.9%	-62	106	1.6%	1.9%	-25	-68
Özkaynak karlılığı	19%	50%	44%	32%	32%	30%	151	-40	38%	40%	-225	603
Kaynak: YKY Araştırma, KAP												
Makroekonomik Göstergeler												
TÜFE (dönem sonu)	36%	64%	65%	44%	44%	30%			20%	20%		
Reel GSYİH büyüme	11%	6%	4%	3%	3%	3%			4%	4%		
Politika faizi (dönem sonu)	14%	9%	43%	48%	35%	35%			25%	25%		
Kaynak: YKY Araştırma												

- 2025 net kar tahminimizi %8 yukarı yönlü revize ettik. Bu olumlu değişimde Nisan ayındaki beklentimizden daha olumlu gelişen komisyon gelirleri ve risk maliyeti ana etkenler.
- Banka 2025 için “düşük %30’lar” özkaynak karlılığı hedefini korudu (YKYt: %32). Net faiz marjı hedefinde aşağı yönlü risk olmasına rağmen güçlü gelişen komisyonlar ve beklentilerden daha olumlu gelişen risk maliyeti sayesinde bu durumun telafi edilmesi öngörülmektedir.

Şekil 3: Değerleme

Garanti için %23 getiri potansiyel ile 12 aylık vadede hedef fiyatımızı 182TL olarak güncelledik ve tavsiyemizi TUT olarak güncelledik.

Değerlememizi TL bazlı Artık Özkaynak modeline göre gerçekleştirdik. 2025 için %35 özkaynak maliyeti (%29 risksiz getiri oranı, %6 risk primi, 1x beta), 2026 için %30 özkaynak maliyeti (%24 risksiz getiri oranı, %6 risk primi, 1x beta) ve sonraki yıllar için de kademeli düşüş varsayıyoruz. Terminal dönemde ise %21 özkaynak maliyeti varsayıyoruz (%15 risksiz getiri oranı, %6 risk primi, 1x beta).

YKY Artık Özkaynak Modeli

mın TL	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	Terminal
Maddi Özkaynak (dönem başı)	250,047	325,577	484,841	664,939	855,198	1,068,611	1,307,986
Net Kar (temettü hariç)	98,447	171,302	213,781	239,435	268,167	300,348	336,389
Maddi Özkaynak Karlılığı	34%	42%	37%	32%	28%	25%	23%
Dağıtılan Temettü	18,400	24,569	50,447	75,357	84,400	94,528	105,871
Risksiz Getiri Oranı	29%	24%	19%	19%	19%	19%	15%
Risk Primi	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Beta (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Özkaynak Maliyeti	35%	30%	25%	25%	25%	25%	21%
Artık Getirinin Bugünkü Değeri	186,979						
Terminal Değer	16,069						
Özkaynak - İştirakler	267,927						
İştirakler	109,677						
12-ay İleri Dönük Hedef Fiyat (TL)	182						
Getiri Potansiyeli (%)	23						

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.