

# GARANTİ BANKASI

## Güçlü özkaynak karlılığı daha yüksek çarpanları hak ediyor

Garanti için 12 aylık hedef fiyatımızı 122TL olarak yukarı yönlü revize ediyoruz ve tavsiyemizi AL olarak koruyoruz (önceki hedef fiyat 89TL). 12 aylık hedef fiyatımız %30 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Garanti 2024/25 tahminlerimize göre 1.1x/0.7x PD/DD ve 3.3x/2x F/K ile işlem görmektedir. 2024/25 net kar tahminlerimizi yaklaşık %30 yukarı yönlü revize ettik. Bu olumlu revizyonda yıl başındaki beklentimizden daha olumlu gelişen ticari/kur/swap sonuçları, komisyon gelirleri ve düşük efektif vergi oranı ana etkenler. Güçlü karlılık gelişimi beklentimiz ve makro-ekonomik normalleşmenin devam etmesi sayesinde banka için görüşümüz olumlu olmaya devam etmektedir.

- TÜFE'ye endeksli (TÜFEX) tahvil portföyü görece sınırlı:** Bankanın TÜFEX portföyü 204 milyar TL seviyesindedir ve toplam aktiflerine oranı %5 gibi diğer bankalara göre daha düşük ve bu sayede düşüş beklediğimiz enflasyon ortamında marjlarının daha korunaklı olmasını bekliyoruz. Garanti'de vadesiz mevduatın toplam mevduatta payı da en yüksek bankalardan biri. Bu durum bankaya TL fonlama faizlerinin arttığı dönemde avantaj sağlamaktadır. KKM bakiyesi 350 milyar TL seviyesindedir (TL vadeli mevduatının yaklaşık %50'si) ve bu sayede KKM'den TL mevduata dönüşün hızlandığı son haftalarda Merkez Bankası'ndan azami oranda zorunlu karşılık faizi kazanmasını sağlayacaktır.
- Güçlü sermaye oranları:** Garanti'nin sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %17.1 ve %14.2 seviyelerinde. Bankanın kaldıraç oranı da 9x gibi düşük bir seviyede ve bu durum bankanın önümüzdeki yıllarda yüksek büyümesi için potansiyel yaratmaktadır.
- Yeterli aktif kalitesi tamponları:** Bankanın toplam karşılık oranı %205 seviyesindedir. İkinci evre kredilerin toplam kredilerde payı %10.8 ve bu kredilerin karşılık oranı %22.
- Yüksek özkaynak karlılığı daha yüksek PD/DD çarpanını hak etmektedir:** 2024/25'te özkaynak karlılığının %40/%45 öngörüyoruz (2023: %44). BBVA'in 1Ç24 finansallarında gözükten enflasyon muhasebesi dahil özkaynak karlılığı %9 seviyesindedir. Yılın ikinci yarısı ve 2025'te karlılıkta belirgin iyileşme bekliyoruz. Bankanın 2024 ve 2025'i %11-%13 ve %16-%18 bandında enflasyon muhasebesi etkisi dahil özkaynak karlılığı ile tamamlanmasını bekleriz. USD bazlı %13 özkaynak maliyeti varsayımı ile Garanti'nin ileri dönük PD/DD çarpanının 1.2x-1.4x bandına ulaşabileceğini tahmin ediyoruz.
- Halka açıklık oranı düşük:** BBVA'in 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) Ekonomik büyümede beklenenden fazla yavaşlama, ii) karlılıkları olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler, iii) enflasyon beklentilerinde kötüleşme

### Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net Kar	58,509	333%	87,332	49%	119,622	37%	202,343	69%
Özsermaye	152,685	91%	244,797	60%	352,640	44%	537,041	52%
F/K (x)	0.7		1.3		3.3		2.0	
F/DD (x)	0.3		0.5		1.1		0.7	
Hisse Başına Kar (TL)	13.93		20.79		28.48		48.18	
Temettü Verimi (*)	1.0%		3.6%		3.3%		4.5%	
Sermaye Karlılığı	50.3%		43.9%		40.0%		45.5%	

(\*) temettü verimi ödeme yılına göre

### Öneri

AL

### Hedef Fiyat

TL122.00

### Potansiyel Getiri

30%

### Fiyat Bilgileri

Kodu	GARAN.TI / GARAN.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL94.15
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	395,430 / 12,283
Hisse Sayısı (mn)	4,200
Saklama Oranı	14%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	2,130.84 / 66.76

### Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

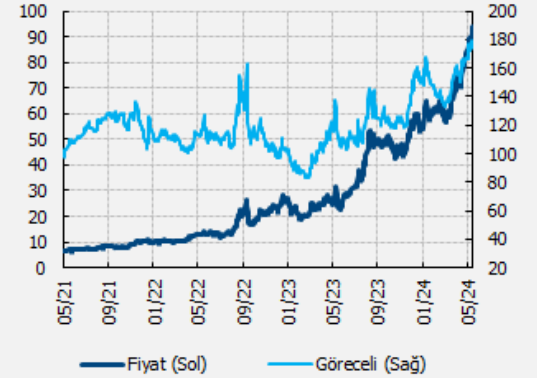
1 Aylık	94.15 / 73.80
1 Yıllık	94.15 / 22.57
Sene başından itibaren	94.15 / 54.04

### Performans (TL)

### Nominal

### Göreceli

1 Aylık	28%	14%
3 Aylık	49%	28%
1 Yıllık	274%	60%
Sene başından itibaren	69%	17%



17 Mayıs 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(\*) Pazar işlem kuralları için: [www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/508/pazarlar](http://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/508/pazarlar)

Oguzhan Vural

[oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr](mailto:oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr)

+90 212 319 83 65

**Şekil 1: Finansallar (milyon TL)**

GARAN - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2021	2022	2023	2024T	2025T
Net faiz geliri	33,640	83,319	74,836	146,285	267,142
Net türev ve kur kar/zararı	1,176	9,630	27,717	-6,744	-14,842
Ticari gelir	2,662	-1,103	80	-960	0
Komisyon geliri	8,501	16,628	40,764	82,260	125,093
Diğer gelirler	8,980	11,974	28,896	37,429	50,805
<b>Toplam gelirler</b>	<b>54,959</b>	<b>120,447</b>	<b>172,293</b>	<b>258,269</b>	<b>428,197</b>
Faaliyet Giderleri	12,673	22,909	47,672	79,431	116,769
<b>Karşılık öncesi gelirler</b>	<b>42,286</b>	<b>97,538</b>	<b>124,621</b>	<b>178,839</b>	<b>311,429</b>
<b>Karşılık gideri</b>	<b>27,019</b>	<b>27,310</b>	<b>35,597</b>	<b>54,600</b>	<b>59,318</b>
<b>Faaliyet Geliri</b>	<b>15,266</b>	<b>70,228</b>	<b>89,025</b>	<b>124,239</b>	<b>252,111</b>
İştirakler gelirleri	2,480	5,375	14,023	23,839	36,950
Vergi Öncesi gelir	17,746	75,603	103,047	148,077	289,061
Vergi gideri	4,232	17,094	15,716	28,455	86,718
<b>Net Kar</b>	<b>13,514</b>	<b>58,509</b>	<b>87,332</b>	<b>119,622</b>	<b>202,343</b>

Bilanço					
	2021	2022	2023	2024T	2025T
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>758,880</b>	<b>1,152,172</b>	<b>1,930,055</b>	<b>2,572,454</b>	<b>3,391,419</b>
Nakit ve Benzeri Değerler	167,274	161,000	393,870	523,482	689,747
Krediler	398,058	632,361	1,019,031	1,463,202	2,014,256
Takipteki Krediler	16,071	17,613	21,654	40,136	50,090
Menkul Kıymetler	93,072	187,992	292,776	351,330	379,437
Mevduatlar	513,240	790,664	1,383,704	1,801,178	2,251,294
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	21,843	12,873	5,241	6,289	7,546
<b>Özkaynaklar</b>	<b>79,981</b>	<b>152,685</b>	<b>244,797</b>	<b>352,640</b>	<b>537,041</b>

Temel Göstergeler					
	2021	2022	2023	2024T	2025T
<b>Özkaynak karlılığı</b>	<b>19.0%</b>	<b>50.3%</b>	<b>43.9%</b>	<b>40.0%</b>	<b>45.5%</b>
Aktif karlılığı	2.2%	6.1%	5.7%	5.3%	6.8%
Komisyon geliri büyümesi	42%	96%	145%	102%	52%
Faaliyet gideri artışı	26%	81%	108%	67%	47%
<b>Net kar artışı</b>	<b>117%</b>	<b>333%</b>	<b>49%</b>	<b>37%</b>	<b>69%</b>
Net faiz marjı (swap dahil)	4.1%	8.3%	5.0%	5.3%	8.9%
Takipteki Krediler Oranı	3.8%	2.6%	2.0%	2.6%	2.4%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	3.2%	2.8%	2.1%	2.2%	1.5%
Gider/Gelir oranı	22%	18%	26%	28%	25%
Kredi büyümesi	36%	59%	60%	43%	37%
Mevduat büyümesi	60%	54%	75%	30%	25%
Kredi-Mevduat oranı	80%	82%	75%	83%	91%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

**Sirket Tanımı**

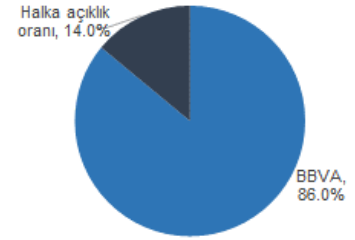
Garanti mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri vermektedir. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir.

Banka 1Ç24 itibarı ile özel bankalar arasında TL ve yabancı para kredilerde %20.7 ve %9.6 pazar payına sahiptir.

**Katalizörler:** i) Beklentilerden kuvvetli ekonomik büyüme aktif kalitesini destekleyecektir, ii) Türkiye'nin kredi notunda iyileşme, iii) Swap hatlarının açılması, iv) Enflasyon beklentilerinde iyileşme

**Riskler:** i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde bozulmaya sebep olabilir, ii) Karlılığı olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler, iii) Enflasyon beklentilerinde kötüleşme

**Ortaklık Yapısı**



**Şekil 2: Tahmin Değişiklikleri (milyon TL)**

	2020	2021	2022	2023	2024T				2025T			
					Yeni	Eski	Δ	yıllık değişim	Yeni	Eski	Δ	yıllık değişim
<b>Sadece Banka - TL milyon</b>												
Net faiz geliri	23,768	33,640	83,319	74,836	146,285	131,081	12%	95%	267,142	212,757	26%	83%
Komisyonlar	5,978	8,501	16,628	40,764	82,260	67,633	22%	102%	125,093	104,406	20%	52%
Faaliyet giderleri	10,038	12,673	22,909	47,672	79,431	75,548	5%	67%	116,769	110,523	6%	47%
Toplam karşılıklar	17,160	27,019	27,310	35,597	54,600	45,374	20%	53%	59,318	52,101	14%	9%
Net kar	6,238	13,514	58,509	87,332	119,622	93,543	28%	37%	202,343	153,811	32%	69%
<b>Temel Göstergeler</b>												
Swap dahil net faiz marjı	5.0%	4.1%	8.3%	5.0%	5.3%	5.5%	-20	35	8.9%	7.4%	156	360
Risk maliyeti (net)	3.3%	3.2%	2.8%	2.1%	2.2%	1.8%	36	8	1.5%	1.3%	17	-69
Özkaynak karlılığı	11%	19%	50%	44%	40%	33%	723	-390	45%	39%	656	544
Kaynak: YKY Araştırma, KAP												
<b>Makroekonomik Göstergeler</b>												
TÜFE (dönem sonu)	15%	36%	64%	65%	45%	45%			25%	25%		
Reel GSYİH büyüme	2%	11%	6%	4%	3%	3%			4%	4%		
Kaynak: YKY Araştırma												

- Beklentimizden daha kuvvetli ticari&kur&swap sonuçları, komisyon gelirleri ve beklentimizden daha düşük efektif vergi oranı sayesinde 2024/25 net kar tahminlerimizi yaklaşık %30 yukarı yönlü revize ettik.

**Şekil 3: 1Ç24 Sonuçları: UMS-29 (Enflasyon Muhasebesi) Etkisi Hariç ve Dahil**

1Ç24 (milyon TL)	UMS-29 Hariç	UMS-29 Dahil
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>26,445</b>	<b>14,380</b>
Vergi	-4,129	-8,494
<b>Net Kar</b>	<b>22,316</b>	<b>5,887</b>
<b>Özkaynak Karlılığı</b>	<b>36%</b>	<b>9%</b>
Efektif Vergi Oranı	-16%	-59%

#### Şekil 4: Değerleme

Garanti için %30 getiri potansiyel ile 12 aylık vadede hedef fiyatımızı 122TL olarak güncelledik ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

Değerlememizi TL bazlı Artık Özkaynak modeline göre gerçekleştirdik. 2024 için %50 özkaynak maliyeti (%44 risksiz getiri oranı, %6 risk primi, 1x beta), 2025 için %35 özkaynak maliyeti (%29 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

mn TL	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	Terminal
Maddi Özkaynak (dönem başı)	123,590	187,860	272,377	439,943	616,651	788,540	997,605	997,605
Net Kar (temettü hariç)	73,309	95,783	165,393	189,421	201,544	237,016	278,731	327,788
Maddi Özkaynak Karlılığı	47%	42%	46%	36%	29%	27%	25%	24%
Temettü	88	131	179	405	579	616	725	852
Risksiz Getiri Oranı		44%	29%	24%	19%	15%	15%	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		50%	35%	30%	25%	21%	21%	21%
Artık Getirinin Bugünkü Değeri		104,360						
Terminal Değer		20,292						
Özkaynak		187,860						
İştirakler		56,937						
<b>12-ay İleri Dönük Değer</b>		<b>369,449</b>						
<b>12-ay İleri Dönük Hedef Fiyat</b>		<b>122</b>						
<b>Getiri Potansiyeli (%)</b>		<b>30</b>						

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 dayanılarak 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 dayanılarak 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.