

**4. Çeyrek beklenti:** Bankacılık sektöründe İş Bankası ve Akbank liderliğinde makul sonuçlar bekliyoruz. Son dönemdeki TL ticari kredilerdeki fiyatlandırma/büyüme sınırlamaları ve TL mevduat payı düzenlemeleriyle bankaların çekirdek marj yaratma konusunda hareket alanı kısıtlanmış olsa da, yüksek TÜFE endeksli tahvil portföyü getirileri ve düşen swap maliyetleri sayesinde net faiz marjlarının güçlü kalmasını ve çeyreksel bazda 89 baz puan genişlemesini bekliyoruz. Öte yandan, ücret gelirlerindeki güçlü büyümenin bu çeyrekte ortalama %21 ile devam etmesini, operasyonel giderlerinse ortalama %32 artmasını beklemekteyiz. Aynı zamanda 2023'e ihtiyatlı girmek için karşılıkların bir önceki çeyreğe göre ortalama %16 artırılmış olduğunu tahmin ediyoruz. Spesifik olarak bakacak olursak, Yapı kredi'nin bu çeyrekteki güçlü TÜFE endeksli tahvil portföy getirilerinin sektöre göre yüksek olan operasyonel giderleri ile provizyon giderlerini dengelemesini ve Yapı kredi'nin çeyreksel bazda %2 gibi hafif bir düşüşle yatay bir çeyrek geçirmesini bekliyoruz. Diğer taraftan, İş Bankası'nın muhasebe politikası nedeniyle tahvil getirilerinin bu çeyrekte yatay seyretmesine karşın, güçlü iştirak gelirleri ve normalize olmuş kredi risk maliyeti sayesinde net karda çeyreksel bazda %29 büyüme ile rakiplerinden ayrışmasını bekliyoruz. Ayrıca güçlü TÜFE endeksli tahvil getirileri ile Akbank'ın %21'lik çeyreklik büyüme ile İş Bankası'nı takip etmesini bekliyoruz.

**2023 Görünüm: 2023'te marjların artan regülasyon baskısı ile azalan TÜFE endeksli tahvil getirileri ile baskılanmasını ve karlılıklarda %12'lik düşüş bekliyoruz.** 2023'ün ilk yarısında 2022'ye benzer şekilde mevcut konjonktürel ortamın devam etmesiyle TL kredilerin canlılığının devamlılığını beklemekle birlikte düzenlemelerin de etkisiyle TL mevduatların TL kredilerden daha hızlı büyümesini bekliyoruz. Halihazırda İş Bankası'nın TL mevduat payı düşük %40'lı seviyelerle hedefin oldukça altında kalırken, benzerleri %50-%60 arasındadır. %60 hedefinin geçilmesi daha az sabit faizli-düşük getirili tahvil almak zorunda kalacak ve daha az komisyon ödeyecek olmaları sebebiyle bankalar için önemlidir. Diğer taraftan 2023'ün seçim yılı olması sebebi ile öngörülebilirliğin düşük olduğunu fakat seçim sonuçlarından bağımsız olarak 2023 2. yarısında (1) ortodoks TCMB politikasına eğilim ve faiz oranlarının kademeli olarak %25 civarına yükseltilmesi, (2) ekonomik aktivitede ve kredilerde keskin bir yavaşlama ve (3) NPL'e sınırlı da olsa girişler beklemekteyiz. Buna bağlı olarak kapsamımızdaki bankalar için 2023'te net faiz marjında (swap düzeltilmiş) yıllık bazda 193 baz puan düşüş ve net karda ise yıllık %12 daralma hesaplamaktayız. Elbette, 2Y23'teki varsayımımızdan daha yüksek bir faiz ortamı görürsek, bu bankaların bilançolarına ve karlılığına daha büyük bir baskı yaratacaktır. Fakat ortodoks politikalara geçişin başlamasının ardından, bu aşamada iyi stratejilere sahip özel bankaların zorlu bir 2Y23'ün ardından 2024 için cazip fırsatlar yaratabileceğine inanıyoruz.

**Değerleme:** Değerlememiz Gordon Growth modelinde 8 yıllık tahmin süresi, %25 risksiz faiz oranı (makro varsayımlara göre kademeli olarak azalan), %5,5 hisse senedi risk primi, 1,15 beta ve %23,8 özsermaye maliyeti varsayımına dayanmaktadır. Akbank, Garanti, İş Bankası ve Yapı Kredi'deki "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz, hedef fiyatlarımız rapor kapsamımızdaki bankalar için ortalama %44 artış potansiyeline işaret ediyor. Yüksek likidite, güçlü sermaye tamponları ve yüksek TÜFEX portföyleriyle 2023'te Akbank ve Yapı Kredi'yi öne çıkarıyoruz. 2023 tahminlerine dayalı olarak, yerel tahvil getirileri üzeri tahmini özsermaye karlılığı vs. PD/DD'ye ilişkin görsel, Türk özel bankalarının küresel emsallerine göre iskontolu işlem gördüğünü göstermektedir. (Görsel 1).

## AKBANK

## ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Hisse Bilgileri	AKBNK.TI / AKBNK.IS
Bloomberg / Reuters kodu	AKBNK.TI / AKBNK.IS
Fiyat (TL/hisse)	17,36
Hedef Fiyat (TL/hisse)	25,14
Potansiyel Getiri	45%
Piyasa Değeri (milyon TL)	90.272
Dolaşımdaki Paylar	52%

## GARANTİ BANKASI

## ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Hisse Bilgileri	GARAN.TI / GARAN.IS
Bloomberg / Reuters kodu	GARAN.TI / GARAN.IS
Fiyat (TL/hisse)	25,44
Hedef Fiyat (TL/hisse)	35,94
Potansiyel Getiri	41%
Piyasa Değeri (milyon TL)	106.848
Dolaşımdaki Paylar	14%

## İŞ BANKASI

## ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Hisse Bilgileri	ISCTR.TI / ISCTR.IS
Bloomberg / Reuters kodu	ISCTR.TI / ISCTR.IS
Fiyat (TL/hisse)	11,38
Hedef Fiyat (TL/hisse)	15,97
Potansiyel Getiri	40%
Piyasa Değeri (milyon TL)	113.800
Dolaşımdaki Paylar	31%

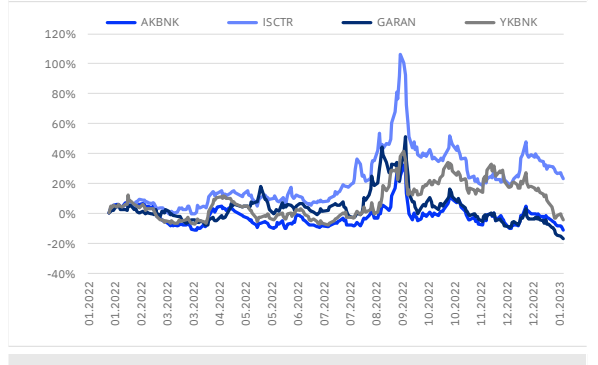
## YAPI KREDİ BANKASI

## ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Hisse Bilgileri	YKBNK.TI / YKBNK.IS
Bloomberg / Reuters kodu	YKBNK.TI / YKBNK.IS
Fiyat (TL/hisse)	9,66
Hedef Fiyat (TL/hisse)	14,39
Potansiyel Getiri	49%
Piyasa Değeri (milyon TL)	81.599
Dolaşımdaki Paylar	30%

## Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



Nesrin Aköz

Uzman Yardımcısı

nesrin.akoz@gedik.com

+90 212 385 42 00

Ali Kerim Akkoyunlu

Araştırma Direktörü

aakkoyunlu@gedik.com

+90 212 385 42 21

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

TL mn	AKBNK	GARAN	ISCTR	YKBNK	Ortalama
Fiyat (TL)	17,36	25,44	11,38	9,66	
Hisse Sayısı	5.200	4.200	10.000	8.447	
Piyasa Değeri	90.272	106.848	113.800	81.599	
<b>Hedef Fiyat (TL)</b>	<b>25,14</b>	<b>35,94</b>	<b>15,97</b>	<b>14,39</b>	
Potansiyel Getiri	45%	41%	40%	49%	
<b>Tavsiye</b>	<b>EÜG</b>	<b>EÜG</b>	<b>EÜG</b>	<b>EÜG</b>	
<b>Değerleme</b>					
2021 PD/DD	1,19	1,34	1,31	1,29	1,28
2022T PD/DD	0,61	0,72	0,69	0,64	0,66
2023T PD/DD	0,47	0,56	0,53	0,45	0,50
2021 F/K	7,4	8,2	8,4	7,8	8,0
2022T F/K	1,5	1,9	2,0	1,6	1,7
2023T F/K	1,8	2,2	2,1	1,8	2,0
2021 Özsermaye	75.955	79.981	86.839	63.484	76.565
2022T Özsermaye	147.424	149.427	165.868	128.281	147.750
2023T Özsermaye	191.638	192.205	214.496	179.353	194.423
2021 Net Kar	12.126	13.073	13.468	10.490	12.289
2022T Net Kar	59.449	56.736	57.377	51.079	56.160
2023T Net Kar	50.159	47.668	54.134	45.550	49.378
2021 Net Kar Büyümesi	93%	110%	98%	107%	102%
2022T Net Kar Büyümesi	390%	334%	326%	387%	359%
2023T Net Kar Büyümesi	-16%	-16%	-6%	-11%	-12%
2021 Aktif Karlılığı	2,12%	2,23%	1,90%	1,84%	2,02%
2022T Aktif Karlılığı	6,23%	5,68%	5,68%	5,41%	5,75%
2023T Aktif Karlılığı	3,71%	3,36%	3,24%	3,43%	3,44%
2021 Özsermaye Karlılığı	17,86%	19,00%	18,37%	19,43%	18,66%
2022T Özsermaye Karlılığı	54,74%	49,84%	45,36%	53,56%	50,88%
2023T Özsermaye Karlılığı	30,08%	28,31%	28,55%	29,77%	29,18%
2021 Swap düzeltilmiş net faiz marjı	2,87%	4,07%	4,81%	3,14%	3,72%
2022T Swap düzeltilmiş net faiz marjı	7,97%	7,96%	6,00%	8,88%	7,70%
2023T Swap düzeltilmiş net faiz marjı	5,94%	6,07%	4,79%	6,30%	5,77%
<b>AKTİF KALİTESİ</b>					
2021 Donuk Alacaklar	4,79%	3,64%	3,89%	4,44%	4,19%
2022T Donuk Alacaklar	3,42%	2,81%	2,95%	3,59%	3,19%
2023T Donuk Alacaklar	3,92%	3,71%	3,75%	4,14%	3,88%
2021 Net Kredi Risk Maliyeti	1,77%	3,17%	2,26%	2,30%	2,37%
2022T Net Kredi Risk Maliyeti	0,93%	1,27%	1,31%	1,76%	1,32%
2023T Net Kredi Risk Maliyeti	0,65%	1,24%	1,11%	1,52%	1,13%
<b>Bilanço</b>					
2021 Kredi büyümesi	39,5%	34,8%	40,7%	38,6%	38,4%
- TL	28,5%	27,0%	24,3%	30,4%	27,6%
- YP	-6,1%	-15,5%	-6,0%	-15,0%	-10,7%
2022T Kredi büyümesi	59,9%	57,8%	49,9%	49,2%	54,2%
- TL	74,2%	79,5%	72,1%	80,0%	76,4%
- YP	-9,8%	-20,9%	-9,2%	-24,2%	-16,0%
2023T Kredi büyümesi	24,2%	24,3%	22,7%	23,6%	23,7%
- TL	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%
- YP	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
2021 Mevduat büyümesi	53,9%	59,6%	61,5%	57,7%	58,2%
- TL	40,1%	25,7%	24,6%	34,9%	31,3%
- YP	-9,1%	7,9%	1,7%	-2,8%	-0,6%
2022T Mevduat büyümesi	69,4%	60,4%	46,2%	59,1%	58,8%
- TL	140,0%	134,8%	132,8%	148,0%	138,9%
- YP	-14,4%	-24,2%	-9,7%	-9,4%	-14,4%
2023T Mevduat büyümesi	25,0%	23,8%	15,7%	25,1%	22,4%
- TL	29,0%	30,0%	28,4%	28,6%	29,0%
- YP	-0,9%	-2,0%	-12,6%	-1,1%	-4,2%
<b>Gelir Tablosu</b>					
2021 Net Ücret Komisyon büyümesi	35%	42%	36%	39%	38%
2022T Net Ücret Komisyon büyümesi	100%	96%	111%	90%	99%
2023T Net Ücret Komisyon büyümesi	40%	40%	40%	40%	40%
2021 Operasyonel Giderler	21%	26%	35%	22%	26%
2022T Operasyonel Giderler	100%	80%	106%	113%	100%
2023T Operasyonel Giderler	46%	46%	46%	46%	46%

Kaynak: Mali Tablolar, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

4Ç22 Gedik Tahminleri (TL mn)						
Özel Bankalar	4Ç22T	3Ç22	4Ç21	Çeyreklik	Yıllık	Tahmini Açıklanma Tarihi
AKBNK						31.01.2023
Net Faiz Gelirleri	28.697	21.299	7.708	35%	272%	
Net Ücret Komisyon Gelirleri	3.651	2.716	1.490	34%	145%	
Operasyonel Giderler	6.709	4.809	3.023	40%	122%	
Provizyonlar	2.684	1.466	8.567	83%	-69%	
Net Faiz Marjı (swap düzeltilmiş)	11%	8%	4%	269 bps	721 bps	
Özsermaye Karlılığı	62%	60%	26%	242 bps	3.589 bps	
Net Kar	20.599	17.066	4.783	21%	331%	
GARAN						1.02.2023 (saat 8:30)
Net Faiz Gelirleri	28.431	25.671	11.487	11%	148%	
Net Ücret Komisyon Gelirleri	5.617	4.536	2.440	24%	130%	
Operasyonel Giderler	7.633	6.187	4.152	23%	84%	
Provizyonlar	5.808	6.316	14.251	-8%	-59%	
Net Faiz Marjı (swap düzeltilmiş)	9,9%	9,7%	5,2%	22 bps	469 bps	
Özsermaye Karlılığı	51,7%	57,6%	19,2%	-598 bps	3.246 bps	
Net Kar	18.165	17.511	3.619	4%	402%	
ISCTR						06-10.02.2023
Net Faiz Gelirleri	22.675	20.449	11.019	11%	106%	
Net Ücret Komisyon Gelirleri	5.345	4.203	2.339	27%	128%	
Operasyonel Giderler	8.962	8.544	5.077	5%	77%	
Provizyonlar	5.067	4.552	7.880	11%	-36%	
Net Faiz Marjı (swap düzeltilmiş)	6,5%	6,4%	4,2%	13 bps	227 bps	
Özsermaye Karlılığı	49,6%	44,3%	31,8%	525 bps	1.780 bps	
Net Kar	19.346	15.038	6.419	29%	201%	
YKBNK						2-3.02.2023
Net Faiz Gelirleri	28.908	20.705	7.873	40%	267%	
Net Ücret Komisyon Gelirleri	4.264	3.840	2.100	11%	103%	
Operasyonel Giderler	8.828	5.562	3.502	59%	152%	
Provizyonlar	5.868	2.966	5.835	98%	1%	
Net Faiz Marjı (swap düzeltilmiş)	11,6%	9,3%	4,0%	233 bps	760 bps	
Özsermaye Karlılığı	51,5%	62,4%	23,9%	-1.090 bps	2.761 bps	
Net Kar	15.849	16.135	3.558	-2%	345%	

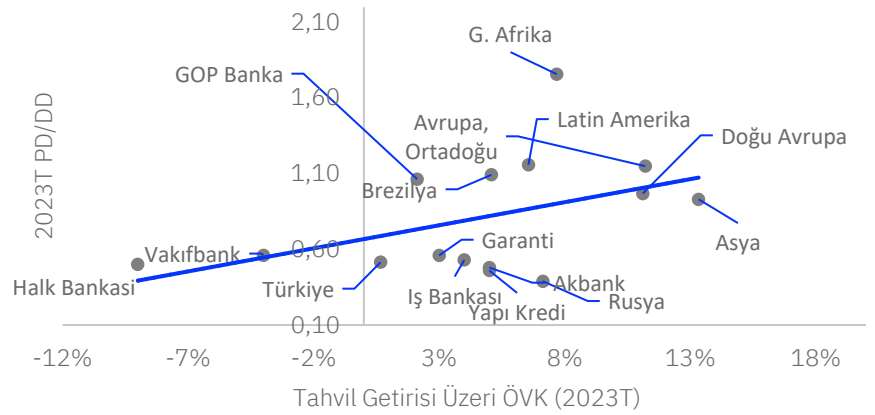
\*TSKB, Vakıfbank ve Halkbank tahminlerimize daha sonra 4.Çeyrek Kar Tahminleri raporumuzda yer verilecektir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Değerleme	AKBNK	GARAN	ISCTR	YKBNK
<b>Gordon Büyüme Modeli</b>				
Sürdürülebilir Özsermaye Karlılığı	25%	25%	25%	25%
Büyüme Oranı	9%	9%	9%	9%
Risksiz Faiz Oranı	17,47%	17,47%	17,47%	17,47%
Hisse Senedi Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,15	1,15	1,15	1,15
Özsermaye Maliyeti	23,79%	23,79%	23,79%	23,79%
Hedef PD/DD	1,08	1,08	1,05	1,12
İleriye dönük özsermaye	98.012	113.234	86.458	89.985
Hedef Piyasa Değeri (TLmn)	107.281	150.953	159.671	121.594
Piyasa Değeri (TL mn)	90.272	106.848	113.800	81.599
Hedef Fiyat (TL)	25,14	35,94	15,97	14,39
Hisse Fiyatı (TL)	17,36	25,44	11,38	9,66
Yükselme Potansiyeli	45%	41%	40%	49%
<b>Çarpanlar</b>				
2022T PD/DD	0,61	0,72	0,69	0,64
2023T PD/DD	0,47	0,56	0,53	0,45
2022T F/K	1,5	1,9	2,0	1,6
2023T F/K	1,8	2,2	2,1	1,8
2022T Özsermaye Karlılığı	55%	50%	45%	54%
2023T Özsermaye Karlılığı	30%	28%	29%	30%

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

**Grafik 1 : Yerel Tahvil Getirisi Üzeri 2023T Özsermaye Karlılığı vs 2023T PD/DD**



\*Türkiye için %25 tahvil faizi varsayımı kullanılmıştır.

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

**YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.