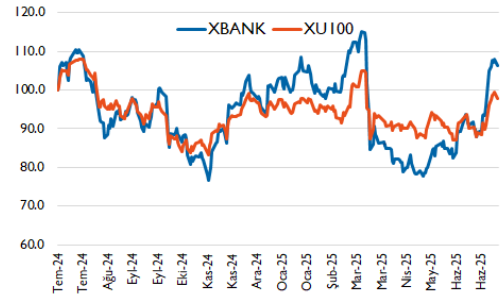


Türk Bankacılık Sektörü

Düşen faiz ortamında güçlü karlılık

- Türk bankacılık sektörü, marjların toparlanması ve makroekonomik ortamın iyileşmesiyle 2025-2026 döneminde güçlü kâr artışına hazır konumda.** 2024 yılında yaşanan %18'lik kâr daralmasının ardından, 2025 ve 2026 yıllarında sırasıyla %63 ve %61 oranlarında belirgin kâr artışları öngörmekteyiz. Faiz indirim sürecinin ardından net faiz marjında beklenen toparlanma, yavaşlamakla birlikte devam eden ücret ve komisyon gelirleri büyümesi ile ticari kar kaleminin normalleşmesi, sektördeki kârlılığı destekleyecek temel faktörler olarak öne çıkmaktadır. Sektörün ortalama özkaynak kârlılığının 2025'te %27'ye, 2026'da ise %33 seviyesine yükselmesi, sürdürülebilir kârlılık görünümünü güçlendirmektedir. TCMB'nin temmuz ayında faiz indirim döngüsüne başlamasını ve politika faizinin yıl sonunda %36 seviyesinde gerçekleşmesini beklemekteyiz. Bu gelişmeler ışığında, bankacılık sektörünün düşen faiz ortamından en hızlı ve belirgin şekilde fayda sağlayan sektör olarak ön plana çıkması beklenmektedir.
- Marjlarda toparlanma beklentisi:** Swap etkisinden arındırılmış net faiz marjlarının 2025'in ikinci çeyreğinde dip seviyeye ulaşmasını, ardından faiz indirimlerinin katkısıyla üçüncü çeyreктen itibaren toparlanma sürecine girmesini öngörüyoruz. Belirgin toparlanmanın ise 2025'in dördüncü çeyreğinden itibaren hız kazanacağını tahmin ediyoruz. 2025 yılı boyunca net faiz marjlarında yaklaşık 200 baz puan, 2026 yılında ise ek olarak 80 baz puan iyileşme bekliyoruz. Böylece, 2024'te yaşanan sert marj daralmasının önemli ölçüde telafi edilmesi mümkün olacaktır.
- Makro Rüzgarlar:** Beklenen faiz indirim döngüsü, net faiz marjı görünümünü destekleyen en kritik faktörlerden biri. TCMB'nin politika faizini 2025 sonuna kadar %46'dan %36'ya düşürmesini bekliyor, bu sürecin temmuz ayında 250 baz puanlık ilk indirimle başlamasını öngörüyoruz. Enflasyondaki gerileme de bu beklentiyi güçlendirmekte; manşet TÜFE'nin yıl sonunda yaklaşık %29,6'ya gerilemesi beklenmektedir. Ayrıca, CDS primlerindeki belirgin düşüş, yatırımcı güvenindeki artışı ve ülke risk primindeki iyileşmeyi göstermektedir. Bu olumlu gelişmeler hem yurtiçi hem de yurtdışı fonlama koşullarının istikrar kazanmasına katkıda bulunarak, bankalar için daha elverişli bir operasyonel ortam yaratmakta.
- Aktif kalitesinde bozulma bekliyoruz, ancak endişe verici seviyelerde değil:** Kredi riski maliyeti, sürdürülemez derecede düşük seviyelerden yukarı yönlü bir normalleşme sürecine girmiştir. 2024 yılında yaklaşık 60 baz puan seviyesinde gerçekleşen net kredi riski maliyetinin, 2025'te bireysel segmentte artan TGA oluşumu nedeniyle 180 baz puana yükselmesini bekliyoruz. Bu seviye, 2019 yılında gözlemlenen zirvelerin altında kalmakta olup, mevcut baz makro senaryo altında sistemik bir bozulmaya işaret etmemektedir. Senaryo analizimize göre, Grup 2 kredilerin %25'inin takipteki kredilere dönüşmesi durumunda, TGA oranı yıl sonunda %2,3 seviyesinden yaklaşık %5 seviyesine yükselebilir ve 2025 sektör kârları yaklaşık %21 oranında olumsuz etkilenebilir. Ancak, bu olumsuz senaryoya görece düşük bir olasılık atfetmekteyiz.
- Hisse Tavsiyelerimiz:** Akbank, Garanti BBVA, İş Bankası, TSKB, VakıfBank ve Yapı Kredi için "Al" tavsiyemiz; Halkbank için "Tut" tavsiyemiz bulunmaktadır.
- Değerleme çarpanları makul seviyelerde:** Banka endeksi 2025 tahminlerine göre ortalama 0.78x F/DD çarpanıyla işlem görüyor. 2025 için tahminlerimiz konsensüs tahminlerinin %3 üzerinde yer alıyor.
- Öne çıkan hisseler:** Değerleme varsayımlarımızda 2025 yılı için %36, sonraki dönemler için ise %25 seviyesinde risksiz faiz oranı, %6,0 risk primi ve 1,2 beta esas alıyoruz. **Bu çerçevede, takip ettiğimiz bankalar arasında Akbank ve Yapı Kredi en cazip risk-getiri profiline sahip bankalar olarak öne çıkmaktadır.**



Kaynak: ÜNLÜ & Co, Rasyonel

	Tavsiye	HF (TL)	Yukarı Potansiyel
AKBNK	AL	106.40	57%
GARAN	AL	208.80	53%
HALKB	TUT	31.10	19%
ISCTR	AL	21.10	53%
VAKBN	AL	38.50	41%
YKBK	AL	52.30	64%
TSKB	AL	17.83	38%

Kaynak: ÜNLÜ & Co

Araştırma Analisti
Sevgi Onur

Sevgi.Onur@unluco.com

+90 212 367 3668

2025 Görünümü: Düşen faiz ortamında marj toparlanması kârlılığı destekleyecek

Karlılıkta güçlü toparlanma

2024 yılında yaşanan %18'lik kar daralmasının ardından, 2025 yılında sektör karlılığında güçlü bir toparlanma öngörüyoruz. Sektör karının 2025 yılında %63 oranında artmasını bekliyor, bu iyileşmenin temelinde politika faizlerindeki düşüş ortamıyla birlikte swap etkisinden arındırılmış net faiz marjında 200 baz puanlık bir genişleme modelliyoruz. Marjlardaki bu toparlanmaya, devam eden ancak daha ılımlı seyreden ücret ve komisyon gelirlerindeki artış ile normalleşen ticaret gelirlerinin de katkı sağlamasını bekliyoruz.

Ücret ve komisyon gelirlerindeki artışın, enflasyonla uyumlu şekilde artması beklenen faaliyet giderlerindeki artışın üzerinde gerçekleşmesiyle, operasyonel verimlilikte de iyileşme öngörüyoruz. Bu doğrultuda, sektörün özkaynak kârlılığının 2025 yılında %27 seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. 2026 yılına ilişkin görünüm de olumlu. Marj genişlemesinin 2026'nın üçüncü çeyreğine kadar sürmesiyle, sektör net karının 2026 yılında %61 oranında artmasını ve sektör özkaynak karlılığının %33'e yükselmesi öngörüyoruz. Bu güçlü kârlılık trendi, normalleşen piyasa koşulları altında sürdürülebilir bir getiri profiline işaret ediyor.

Makro rüzgarlar

TCMB'nin Temmuz 2025'ten itibaren faiz indirimlerine başlamasını, ilk etapta 250 baz puanlık bir indirim ve 2025'in ikinci yarısında toplamda 750 baz puanlık bir gevşeme ile politika faizinin yıl sonuna kadar %36'ya gerilemesini modelliyoruz. Bu durum, bankalar için kritik bir dönüm noktasını temsil ediyor: gösterge faiz oranları düştükçe, mevduat fonlama maliyetleri kademeli olarak gerileyecek ve yüksek faiz döneminde zayıflayan marjlar yeniden iyileşme fırsatı bulacaktır. Politika faizinin 2026'ya kadar gerilemeye devam edeceğini ve bu sürecin 2026'nın 3. çeyreğine kadar (daha küçük ölçekli de olsa) marjlardaki iyileşmeyi destekleyeceğini varsayıyoruz. Manşet enflasyonun 2025 başlarında %40'ın üzerinde iken 2025 sonuna kadar %29,6'ya yavaşlamasını bekliyoruz. TÜFE'nin ılımlı hale gelmesi operasyonel görünürlüğü artırırken, TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerin getirilerinin de desteğinin azalabileceği anlamına geliyor. TÜFE'ye endeksli menkul kıymet değerlemesinde, %31,3 (Ekim-Ekim) enflasyon varsayımı kullanıyoruz.

TCMB'nin, Temmuz ayında faiz indirim döngüsüne başlayarak 250 baz puanlık bir indirim yapmasını bekliyoruz.

Marjların 2025 ve 2026 yılında yaklaşık 200 baz puan ve 80 baz puan iyileşmesini bekliyoruz

Tablo 1: Makro tahminler ve temel varsayımlar

Makro beklentiler	2024	2025T	2026T	2027T
TRY/USD (Ort)	32.8	39.3	48.2	55.2
TRY/USD (Yıl sonu)	35.3	42.7	51.3	59.0
TRY/€ (Ort)	35.5	44.3	55.0	62.9
TRY/€ (Yıl sonu)	36.7	49.6	58.5	67.3
Enflasyon	44.4%	29.6%	21.8%	15.0%
TCMB faiz oranı	47.5%	36.0%	26.5%	15.0%
GSYH büyümesi	3.2%	2.5%	3.0%	3.2%

Temel varsayımlar	2024	2025T	2026T	2027T
Kredi büyümesi	36%	32%	30%	29%
Mevduat büyümesi	28%	34%	26%	27%
Net faiz marjı (swap maliyetlerine göre düzeltilir)	1.7%	3.7%	4.5%	4.5%
Ücret ve komisyon gelirleri	114%	47%	32%	24%
Faaliyet giderleri	61%	45%	31%	22%
Kredi riski maliyeti (net)	0.6%	1.8%	1.2%	0.8%
TGA rasyosu	2.3%	3.4%	3.0%	2.4%
Net kar artışı	-18%	63%	61%	44%
Aktif karlılığı	1.8%	2.2%	2.7%	3.1%
Özkaynak karlılığı	20.3%	26.6%	32.7%	34.9%

Kaynak: Şirket finansalları, ÜNLÜ & Co tahminleri

Marjlarda 3Ç25'ten itibaren kademeli ve sürdürülebilir toparlanma

2024'teki sert daralmanın ardından, önümüzdeki 18 ay boyunca bankaların net faiz marjlarında anlamlı bir toparlanma öngörüyoruz. 2025'in ilk çeyreğinde, TL kredi-mevduat makasındaki iyileşme, TÜFE'ye endeksli menkul kıymet gelirlerindeki gerilemeyi telafi etmiş; böylece swap etkisinden arındırılmış net faiz marjları 2024'ün son çeyreğine göre büyük ölçüde yatay seyretmiştir.

Ancak 2025'in ikinci çeyreğinde, artan fonlama maliyetleri nedeniyle marjlarda geçici bir baskı gözlemlenmiş olup, bu dönemin döngüsel dip nokta olmasını bekliyoruz. Bu kapsamda, marjlarda en kötü dönemin geride kaldığına inanıyoruz.

2025'in üçüncü çeyreğinden itibaren, TL fonlama maliyetlerinin normalleşmeye başlamasıyla birlikte, marjlarda kademeli bir toparlanma öngörüyoruz. İlk belirgin iyileşmenin 2025'in son çeyreğinde gerçekleşmesi muhtemel görünüyor. Yıl genelinde yaklaşık 200 baz puan, 2026'da ise ilave 80 baz puanlık bir marj iyileşmesiyle, 2024'teki sert bozulmanın önemli ölçüde telafi edilmesini bekliyoruz.

Toparlanmanın hızı sınırlı kredi büyümesi ve devam eden rekabet koşulları tarafından dengelenecek olsa da 2026'ya kadar uzanan dönemde sürdürülebilir bir marj iyileşmesi görünümü öne çıkmaktadır.

Aktif kalitesinin 2025'te yıllık bazda bozulması bekleniyor, ancak endişe verici seviyede değil

2024 yılında oldukça sınırlı kalan kredi riski maliyeti (yaklaşık 60 baz puan) sonrasında, sürdürülemez seviyelerden yukarı yönlü bir normalleşme sürecine girildiğini gözlemliyoruz. Özellikle bireysel krediler ve kredi kartlarında artan takipteki kredi oluşumları nedeniyle, 2025 yılında sektör kredi riski maliyetinin (net) yaklaşık 180 baz puana yükselmesini öngörüyoruz.

Bu çerçevede, TGA oranının %2,6 seviyesinden 2025 sonunda %3,4 civarına yükselmesi beklenmektedir. Bu artış bir bozulmaya işaret etmekle birlikte, tarihsel standartlara göre halen rekor yüksek seviyelerinin oldukça altındadır.

2025 yılı boyunca bireysel segmentte yüksek seviyede takipteki kredi girişlerinin devam etmesi ve buna bağlı olarak karşılık ayırma ihtiyacının artması beklenmektedir. Ancak, 2026 itibarıyla ekonomik toparlanma varsayımı altında kredi riski maliyetinin yaklaşık 120 baz puana gerilemesi öngörülmektedir.

Yaptığımız senaryo analizinde, Grup 2 kredilerin %25'inin takipteki kredilere dönüşmesi durumunda, TGA oranı yaklaşık %5'e yükselebilir ve bu, 2025 yılı kârlarında %21'e varan bir negatif etkiye neden olabilir. Ancak bu senaryoya düşük bir gerçekleşme olasılığı atfediyoruz.

Ücret ve komisyon gelirleri ve faaliyet giderleri

2024'teki olağanüstü %114'lük artışın ardından, ücret ve komisyon gelirlerindeki büyümenin yavaşlaması ancak sağlıklı seviyelerde kalması bekleniyor. 2025'te net ücret gelirlerinin yıllık bazda yaklaşık %47 artarak enflasyonun üzerinde seyretmesini öngörüyoruz. Bankalar, dijital bankacılık ücretleri ve çapraz satışlardan faydalanmaya devam edecek; ancak kredi ve ödeme hacimlerindeki daha yavaş büyüme ile düşük faiz oranları, geçen yılki zirveden sonra ücret gelirlerindeki genişlemeyi bir miktar soğutacaktır.

Swap maliyetleri için düzeltilmiş net faiz marjlarının 2025'in 3. çeyreğinden itibaren toparlanması bekleniyor.

Kredi riski maliyetinin 2025 yıl sonunda 180 baz puana ulaşmasını, 2026 yılında 120 baz puana gerilemesini bekliyoruz

Faaliyet giderlerinin ise enflasyonla paralel bir hızda artması bekleniyor; 2025'te faaliyet giderleri büyümesinin ortalama TÜFE ile uyumlu olacağını tahmin ediyoruz. Yüksek personel giderleri ve sosyal güvenlik maliyeti giderleri artırsa da maliyet disiplini ve dijitalleşmeden kaynaklanan verimlilik kazanımları, maliyet artışının TÜFE seviyesinde sınırlı kalmasına yardımcı olacak ve verimlilik oranlarının istikrarlı olmasını sağlayacaktır.

Güçlü içsel sermaye tamponları, şokları absorbe etme kapasitesini destekliyor.

Bankaların bilançolarının olası şokları absorbe etme kapasitesinin, son yıllarda içsel sermaye üretimi ile biriktirilen sağlam sermaye tamponları sayesinde önemli ölçüde güçlü olduğunu düşünüyoruz. Olumsuz tarafta ise, beklenenden yüksek TL mevduat maliyetleri ve beklenenden daha kötü bir varlık kalitesi bozulması başlıca risk faktörleri olarak öne çıkıyor. Yapısal anlamda önemli bir olumlu gelişme ise KKM'den çıkış sürecinin tamamlanmaya yakın olmasıdır.

Güçlü sermaye tamponları, sağlam likidite

Ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasına rağmen, çoğu banka güçlü içsel sermaye tamponları oluşturmuş durumda; bu da şokları absorbe etme kapasitesini ve gelecekteki büyüme potansiyelini destekliyor. Sağlam likidite pozisyonları, fonlama şoklarına veya piyasa oynaklığı dönemlerine karşı dayanıklılık sağlıyor. Ayrıca, 2026 mali yılında %33'e ulaşması beklenen özkaynak kârlılığı sürdürülebilir kârlılığı işaret ediyor.

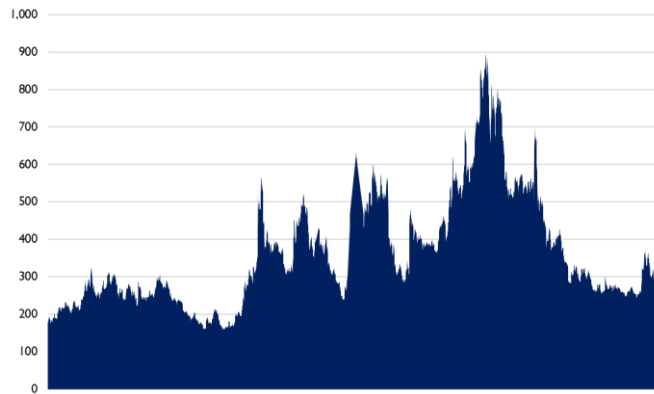
Döviz kredilerinin ağırlığında azalma olumlu

2018'den bu yana, Türk bankaları döviz kredilerinin toplam krediler içindeki ağırlığını önemli ölçüde azalttı. Bankalar döviz kredilerinin payını ortalama 10 puan düşürerek, kur şoklarına karşı döviz borcu yüküne bağlı sorunları ve takipteki krediler baskılarına maruziyeti azaltmış durumda.

Artan yatırımcı güveni

Faiz oranı yönetimi ve makro ihtiyati düzenlemelerde artan öngörülebilirlik, bankaların daha yüksek stratejik netlikle ve daha düşük risk ile faaliyet göstermelerine olanak tanıyor. Bu değişim, düşen CDS primlerine de yansıyor; bu durum, artan yatırımcı güveni ve azalan ülke risk primine işaret ediyor. Sonuç olarak, hem yurtiçi hem de yurtdışı fonlama koşulları istikrar kazanıyor ve bu da sektörün performans görünümünü daha da destekliyor.

Tablo 2: Azalan CDS primleri, artan yatırımcı güvenine işaret ediyor



Kaynak: Bloomberg

Bankalar daha iyi koşullarda dış finansmana erişim sağlıyor

Türkiye riskine yönelik artan yatırımcı iştahu

Akbank, Nisan ayında 750 milyon dolar tutarında, sürdürülebilirlik temalı sendikasyon kredisi sağladı. Kredinin 3 yıllık bir dilimi içermesi, Türkiye riskine yönelik artan uzun vadeli yatırımcı iştahını ve iyileşen fonlama vade yapılarını yansıtıyor. Benzer şekilde, Garanti BBVA gerçekleştirdiği son sendikasyon kredisi işleminde vadesini 2 yıla uzattı. Tüm bankalar, Aralık/Kasım 2024 dönemine kıyasla fonlama maliyetlerini 15 baz puan kadar düşürmeyi başardı. Bu gelişmeler, sağlam temel göstergelerle birlikte, sektör için olumlu bakış açımızı destekliyor.

KKM hesaplarından çıkış ve TL fonlamanın yeniden dengelenmesi, bilançolardaki yapısal verimsizlikleri azaltıyor. Makro dezenflasyon eğilimleri ve beklenen politika gevşemesi daha destekleyici bir zemin sinyali veriyor.

Aktif kalitesi özellikle teminatsız bireysel kredilerde zayıflıyor olsa da riskler yönetilebilir durumda. 2025 mali yılı için kredi riski maliyetinin 180 baz puana ulaşmasını bekliyoruz, ancak baz senaryo makro varsayımları altında sistemik bir bozulma beklemiyoruz.

Değerlemeler makul seviyelerde

XBANK, 2025T için 4,5x F/K ve 0,78x PD/DD çarpanlarıyla işlem görüyor ve değerlemeler makul seviyelerde görünüyor. 2025-26T için karlılıkta toparlanma beklentilerinin henüz tam olarak fiyatlanmadığını düşünüyoruz. MSCI G.O.Ü bankalarına göre 1 yıllık ileriye dönük F/DD iskontosu Mayıs ayındaki %49 seviyesinden %32'ye gerilemiştir ve bu oran son 3 yılın ortalaması olan %26 seviyesinin üzerindedir.

Tablo 3: Hedef fiyatlarımız ve tavsiyelerimiz

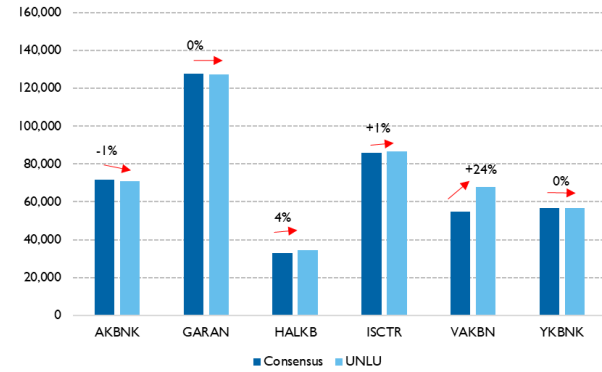
Banka	Tavsiye	Hedef Fiyat	Cari Fiyat	Yükselme Potansiyeli	2025 F/K	2026 F/K	2027 F/K	2025 PD/DD	2026 PD/DD	2027 PD/DD
AKBNK	AL	106.4	68.0	57%	5.3	3.5	2.4	1.3	1.0	0.7
GARAN	AL	208.8	136.4	53%	4.7	2.9	1.9	1.3	0.9	0.7
HALKB	TUT	31.1	26.2	19%	5.5	3.1	2.2	1.1	0.9	0.7
ISCTR	AL	21.1	13.8	53%	4.0	2.3	1.8	0.9	0.6	0.5
VAKBN	AL	38.5	27.3	41%	4.0	2.6	1.7	0.9	0.7	0.5
YKBNK	AL	52.3	31.9	64%	4.7	3.1	2.1	1.1	0.9	0.6
TSKB	AL	17.8	12.9	38%	2.7	1.8	1.3	0.8	0.6	0.4
					4.6	2.8	2.0	1.1	0.8	0.6

Kaynak: ÜNLÜ & Co tahminleri, Rasyonet

2025T net kâr beklentimiz, konsensus tahmininin %3 üzerinde

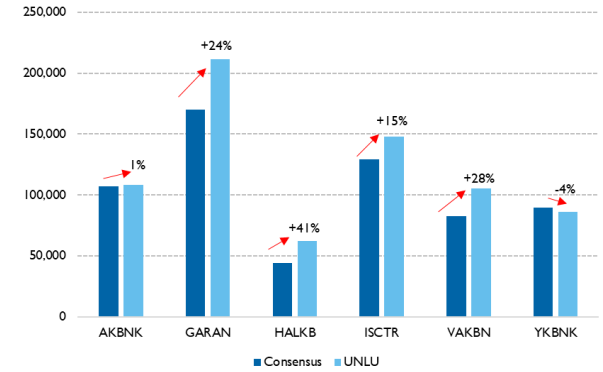
2025 yılı tahminlerimizle, konsensüsün %3 üzerindeyiz. 2026 yılı için ise ortalama olarak konsensüsün %16 üzerindeyiz.

Tablo 4: ÜNLÜ & Co ve konsensus karşılaştırması, 2025T Net Kâr (m TL)



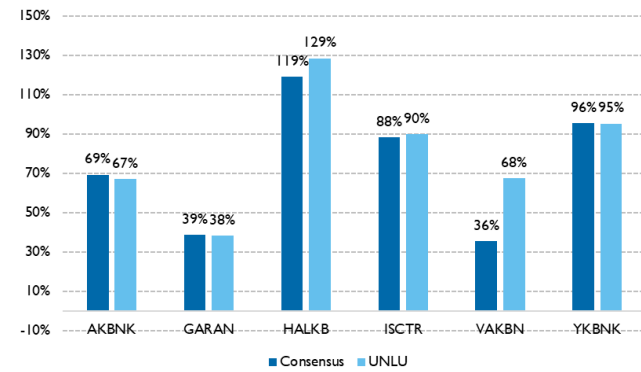
Kaynak: ÜNLÜ & Co tahminleri, Bloomberg

Tablo 5: ÜNLÜ & Co ve konsensus karşılaştırması, 2026T Net Kâr (m TL)



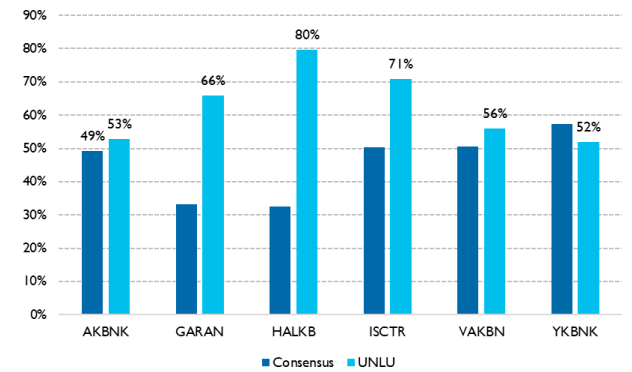
Kaynak: ÜNLÜ & Co tahminleri, Bloomberg

Tablo 6: ÜNLÜ & Co ve konsensus karşılaştırması, 2025T Net Kâr büyümesi (%)



Kaynak: ÜNLÜ & Co tahminleri, Bloomberg

Tablo 7: ÜNLÜ & Co ve konsensus karşılaştırması, 2026T Net Kâr büyümesi (%)



Kaynak: ÜNLÜ & Co tahminleri, Bloomberg

Araştırma kapsamımızdaki bankalar

UNLU&Co ARAŞTIRMA								
TLm	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Ortalama
Kapanış Fiyatı	68.0	136.4	26.2	13.8	27.3	31.9	12.9	
Hisse Adedi	5,200	4,200	7,185	24,999	9,916	8,447	2,800	
Piyasa Değeri	353,340	443,100	145,420	278,750	211,209	195,465	29,960	
Hedef Fiyat	106.4	208.8	31.1	21.1	38.5	52.3	17.8	
Yükseliş Potansiyeli	57%	53%	19%	53%	41%	64%	38%	50%
Tavsiye	AL	AL	TUT	AL	AL	AL	AL	
2025T F/DD	1.3	1.3	1.1	0.9	0.9	1.1	0.8	1.1
2026T F/DD	1.0	0.9	0.9	0.6	0.7	0.9	0.6	0.8
2027T F/DD	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.6	0.4	0.6
2025T F/K	5.3	4.7	5.5	4.0	4.0	4.7	2.7	4.6
2026T F/K	3.5	2.9	3.1	2.3	2.6	3.1	1.8	2.8
2027T F/K	2.4	1.9	2.2	1.8	1.7	2.1	1.3	2.0
2025T Özkaynak	277,904	439,833	170,438	405,551	298,402	240,122	45,496	1,877,746
2026T Özkaynak	367,257	620,712	206,188	563,517	408,404	315,907	62,554	2,544,537
2027T Özkaynak	489,894	862,489	282,431	753,464	529,844	421,912	86,723	3,426,757
2024 Net Kar	42,366	92,175	15,105	45,517	40,375	29,017	10,135	274,691
2025T Net Kar	67,302	121,381	34,391	86,486	67,661	56,772	13,441	447,433
2026T Net Kar	102,341	200,090	60,433	147,742	105,515	86,607	19,745	722,473
2027T Net Kar	147,709	302,563	85,613	194,515	155,609	127,686	28,118	1,041,814
2025T Kar Artışı	59%	32%	128%	90%	68%	96%	33%	63%
2026T Kar Artışı	52%	65%	76%	71%	56%	53%	47%	61%
2025T Aktif Karlılığı	2.3%	3.8%	1.0%	2.2%	1.5%	2.1%	4.8%	2.2%
2026T Aktif Karlılığı	2.6%	4.5%	1.5%	2.9%	2.0%	2.4%	5.0%	2.7%
2027T Aktif Karlılığı	2.9%	5.1%	1.7%	3.0%	2.5%	2.8%	5.2%	3.1%
2025T Özkaynak Karlılığı	26.0%	31.5%	21.3%	23.9%	26.1%	26.2%	34.5%	26.6%
2026T Özkaynak Karlılığı	31.7%	37.7%	32.1%	30.5%	29.9%	31.2%	36.5%	32.7%
2027T Özkaynak Karlılığı	34.5%	40.8%	35.0%	29.5%	33.2%	34.6%	37.7%	34.9%
2025T Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş)	4.1%	6.1%	3.0%	2.3%	3.7%	3.3%	6.0%	3.7%
2026T Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş)	5.1%	7.1%	3.4%	2.8%	4.7%	3.7%	6.2%	4.5%
2027T Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş)	4.9%	7.1%	3.3%	2.7%	4.9%	3.6%	6.3%	4.5%
2025T TGA Oranı	3.9%	3.5%	3.2%	3.2%	3.1%	3.9%	1.6%	3.4%
2026T TGA Oranı	3.5%	3.0%	2.8%	2.8%	2.7%	3.6%	1.4%	3.0%
2027T TGA Oranı	2.8%	2.5%	2.2%	2.1%	2.2%	2.9%	1.3%	2.4%
2025T Kredi Riski Maliyeti	2.0%	2.1%	1.6%	2.2%	1.2%	1.8%	0.5%	1.8%
2026T Kredi Riski Maliyeti	1.4%	1.5%	0.8%	1.3%	1.0%	1.3%	0.4%	1.2%
2027T Kredi Riski Maliyeti	1.0%	0.8%	0.3%	0.8%	0.9%	0.9%	0.2%	0.8%
TGA Karşılıkları (2025E)	60%	66%	58%	71%	63%	60%	92%	63%
Grup 2 Krediler Ağırlığı (2025E)	7.7%	12.1%	9.0%	10.2%	8.9%	13.5%	6.8%	10.2%
Grup 2 Krediler Karşılık Oranı (2025E)	15.2%	12.7%	13.9%	13.0%	17.8%	11.2%	36.2%	13.9%
2025T Kredi Büyümesi	31%	38%	23%	36%	31%	32%	51%	32%
-TL	33%	37%	18%	39%	24%	28%	29%	30%
-FX (\$ bazında)	4%	14%	13%	8%	16%	16%	25%	12%
2026T Kredi Büyümesi	37%	34%	25%	32%	22%	34%	43%	30%
-TL	40%	36%	26%	37%	25%	40%	45%	34%
-FX (\$ bazında)	7%	6%	3%	3%	-1%	3%	19%	3%
2027T Kredi Büyümesi	29%	36%	27%	29%	24%	30%	36%	29%
-TL	31%	40%	28%	31%	27%	32%	21%	32%
-FX (\$ bazında)	8%	7%	7%	7%	3%	9%	19%	7%
2025T Mevduat Artış	44%	53%	27%	39%	15%	35%		34%
2026T Mevduat Artış	36%	30%	21%	24%	20%	30%		26%
2027T Mevduat Artış	28%	35%	23%	25%	22%	28%		27%
2025T Ücret ve Komisyon Gelirleri Artış	52%	49%	59%	50%	38%	37%	-12%	47%
2026T Ücret ve Komisyon Gelirleri Artış	35%	30%	41%	34%	24%	26%	63%	32%
2027T Ücret ve Komisyon Gelirleri Artış	23%	24%	25%	27%	20%	20%	42%	24%
2025T Faaliyet Giderleri Artış	47%	54%	50%	36%	43%	42%	52%	45%
2026T Faaliyet Giderleri Artış	36%	30%	40%	31%	26%	25%	37%	31%
2027T Faaliyet Giderleri Artış	22%	20%	26%	24%	21%	19%	26%	22%

Kaynak: Şirket finansalları, Rasyonet, UNLU&Co tahminleri

En beğendiğimiz bankalar

Kredi-mevduat makaslarındaki iyileşmeden daha fazla fayda sağlayabilecek, etkin maliyet verimliliğine sahip, güçlü aktif kalitesi eğilimleri gösteren ve yüksek sermaye yeterliliği ile öne çıkan bankaları tercih ediyoruz.

Bu çerçevede, takip ettiğimiz bankalar arasında Akbank ve Yapı Kredi, sundukları cazip risk-getiri profili, sağlam bilanço yapısı ve yüksek kârlılık potansiyeli ile en beğendiğimiz bankalar olarak öne çıkmaktadır.

Akbank

Operasyonel verimlilikteki sürdürülebilir performans ve disiplinli maliyet kontrolü, bankayı benzerlerinden pozitif ayırtıran temel unsurlar arasında yer almakta. Bankayı, marjlardaki iyileşmeyi destekleyecek şekilde konumlanmış aktif yapısı ve sektörün en iyisi olan ücret ve komisyon gelirleri büyümesi nedeniyle de tercih ediyoruz. Akbank güçlü sermaye yapısı, ihtiyatlı karşılık politikası ve görece düşük yakın izlemedeki kredi oranı ile aktif kalitesi açısından da sağlam bir görünüm sunmaktadır. Özellikle 2024 yılında yüksek faiz ortamına rağmen konut kredilerinde elde edilen anlamlı pazar payı kazanımları, önümüzdeki yıllarda kredi getirilerinin korunması açısından destekleyici bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

2025 yılı için yıllık bazda %59 oranında kâr artışı öngörüyoruz. 2026 yılında ise %53 kâr artışı bekliyoruz. Hisse için hedef fiyatımız 106,4 TL olup “AL” tavsiyemiz bulunmaktadır. Bu da son kapanışlara göre %57 yükseliş potansiyeline işaret etmekte. Hisse, 2025 tahminlerine göre 5,3x F/K ve 1,3x F/DD çarpanlarıyla ve %26,0 özkaynak kârlılığı ile işlem görmektedir.

Akbank, 2025 yılı için %30'un üzerinde bir özkaynak kârlılığı hedefi belirlemiş olup, bu oran sektör ortalamalarının üzerinde, görece iyimser bir seviyeye işaret etmektedir. Mevcut ortamda marjlar üzerindeki baskılar ve artan kredi riski maliyetleri dikkate alındığında, bu hedef ılımlı bir görünüm sunmaktadır. Bununla birlikte, rakiplerini geride bırakan güçlü ücret ve komisyon geliri büyümesi, bu zorlukları kısmen dengelemekte ve toplam kârlılık üzerinde destekleyici bir unsur olarak öne çıkmakta. 2025 yılı için net faiz marjının %4,1 seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz (bütçe hedefi yaklaşık %5). Kredi riski maliyetinin de 204 baz puana ulaşmasını bekliyoruz.

Yapı Kredi

Yapı Kredi, aktif kalitesi yönetiminde istikrar sinyalleri ve güçlü operasyonel verimliliğiyle olumlu ayrışıyor. 2024 yılında bireysel kredilerde uyguladığı proaktif yavaşlama stratejisinin ardından, banka 2025'in ilk çeyreğinde takipteki kredilerde sınırlı bir artış gösterdi. Bu durum, TGA oluşumunda zirve seviyelere erken ulaşıldığı şeklinde yorumlanabilir. Banka sektör lideri vadesiz mevduat oranı, yaygın ve bireysel ağırlıklı mevduat kompozisyonu sayesinde yüksek fiyatlama esnekliği, maaş ödemesi yapılan müşteri segmentinde güçlü konumunun sağladığı sürdürülebilir gelir üretimi ve %90,7 seviyesindeki yüksek Ücret ve komisyon gelirleri/Faaliyet giderleri oranı ile öne çıkıyor. Yapı Kredi'nin hem faiz indirimi döngüsüne hem de dalgalı makro ortama karşı dayanıklı ve esnek bir gelir yapısı sunduğunu düşünüyoruz.

2025 yılında özel bankalar arasında en yüksek kar artışını Yapı Kredi için modelliyoruz. Yıllık bazda %96 kar artışı öngörüyoruz. 52,3 TL hedef fiyatla “AL” tavsiyesi veriyoruz; bu da %64 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Hisse, 2025 tahminlerine göre 4,7x F/K ve 1,1x F/DD çarpanlarıyla ve %26,2 maddi özkaynak kârlılığı ile işlem görmektedir.

Bankanın 2025 yılı için orta %20 maddi özkaynak kârlılığı hedefi, mevcut operasyonel ortam ve makro risklerle uyumlu ve ulaşılabilir görünmekte. Kredi riski maliyetinin

bütçelenen %1,50–1,75 aralığının üst sınırına yakın seyretmesini bekliyoruz. Öte yandan, marj iyileşmesinin bütçedeki 300 baz puanlık hedefin bir miktar gerisinde kalması muhtemel; bu da daha ölçülü bir toparlanma sürecine işaret ediyor.

Bütçe revizyonları olası

Takip ettiğimiz bankalar (VakıfBank hariç), 1Ç25'te 4Ç24'e göre TL fonlama maliyetlerindeki belirgin düşüşün etkisiyle hafif net faiz marjı iyileşmeleri kaydetti; ancak bu trend, mart ayı ortasındaki politik dalgalanmalara kadar sürdü. Mart sonrası dönemde para politikasındaki sıkılaştırmanın, 2Ç25'te fonlama maliyetleri üzerinde baskı yaratması ve kısa vadede daha zorlu bir marj ortamı oluşturmaları bekleniyor.

TCMB'nin faiz indirim döngüsüne başlamasına bağlı olarak 3Ç25'ten itibaren marj genişlemesinin yeniden başlamasını öngörüyoruz. Baz senaryomuz, politika faizinin 2025 sonuna kadar %36'ya gerilemesini ve marjların toparlanmasını destekliyor.

Mart ayındaki oynaklığa rağmen, çoğu banka 1Ç25'te 2025 bütçe hedeflerini korudu. Ancak bazı bankaların, özellikle yıllık bazda 300 baz puanın üzerinde net faiz marjı genişlemesi öngörenlerin, bu hedeflerine ulaşmakta zorlanabileceğini düşünüyoruz. Bu durum, yılın ikinci yarısındaki faiz indirimlerinin zamanlaması ve büyüklüğüne bağlı olacaktır.

Bütçe hedefleri farklılık gösteriyor

Bankaların 2025 yılı bütçe hedefleri, özel bankalar arasında farklılık gösteriyor. Akbank (%30'un üzerinde) ve İş Bankası (düşük %30'lar), mevcut marj baskısı ve artan kredi riski maliyeti dikkate alındığında iyimser sayılabilecek özkaynak karlılığı hedefleri belirlerken; Garanti BBVA (düşük %30'lar) ve Yapı Kredi (orta %20'ler) mevcut faaliyet ortamı ve makro risklerle daha uyumlu, daha temkinli bütçeler benimsemiş durumda.

Bankalar (Garanti BBVA ve İş Bankası hariç), 2025'in 2. çeyreği için olası bir marjı daralması bekliyor; ancak daralmanın boyutu bankadan bankaya değişiklik gösterebilir.

VakıfBank, 1Ç25'teki temkinli TÜFE varsayımı nedeniyle öne çıkıyor. Banka, TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerin değerlemesinde Ekim-Ekim dönemi için %23,6'lık bir TÜFE tahmini kullanırken; özel bankalar yaklaşık %30, Halkbank ise %41 tahmini kullandı. Banka, önümüzdeki dönemde TÜFE'ye endeksli kıymet değerlendirme oranını özel bankalara daha yakın bir seviyeye çekmeyi planladığını belirtti. Bu değişiklik, bankanın net faiz marjını yaklaşık 50 baz puan artırabilir.

Kredi Riski: Bireysel segmentlerde artan baskılar

Çoğu bankada, 2025'in 1. çeyreğinde kredi riski maliyetinde belirgin bir artış gösterdi; bunun ana nedeni, bireysel kredi portföylerindeki bozulmaydı. Bu erken yükseliş dikkate alındığında, bireysel TGA girişlerinin yüksek seyretmesi halinde bazı bankaların yıl sonu kredi riski maliyeti hedeflerini tutturmakta zorlanabileceğini düşünüyoruz. Yapı Kredi Bankası, bozulmanın ılımlı seyretmesiyle öne çıkıyor; bu durum, TGA oluşumunun erken dönemde zirveye ulaştığına işaret ederek, proaktif kredi disiplini ve risk yönetiminin olumlu etkilerini yansıtıyor.

VakıfBank, 2025'in 2. yarısı için KOBİ portföyünde potansiyel bir varlık kalitesi baskısına dikkat çekerken, özel bankalar bireysel kredileri kredi riski maliyetinin ana belirleyicisi olarak göstermeye devam ediyor. Bu ayrışma, kredi portföylerinin bileşimindeki temel farklardan kaynaklanıyor: VakıfBank'ın nispeten daha yüksek KOBİ ağırlığı, faiz kaynaklı geri ödeme stresine karşı daha hassas olmasına neden olabilir. Genel olarak, 2025'in ikinci yarısında kredi riski maliyeti eğilimlerinin, portföy dağılımı,

karşılık tamponları ve makroekonomik arka plana bağlı olarak sektör genelinde farklılık göstermesini bekliyoruz.

Ücret ve komisyon gelirleri: Bütçe üstü performanslar olumlu

Marjlar ve kredi riski kaynaklı baskının aksine, ücret ve komisyon gelirlerindeki artış çoğu bankada bütçe beklentilerini aşarak, karlılığa anlamlı bir destek sağladı ve baskıların bir kısmını dengeledi. Akbank, IÇ25'te yıllık bazda %64 büyüme ile sektör lideri konumuyla (Bütçe: ~%40 hedefin çok üzerinde) öne çıkıyor. Bu güçlü performans, diğer baskıların kısmen dengelenmesine yardımcı olacaktır.

Aktif kalitesinde bozulma yönetilebilir düzeyde, perakende riskler izlenmeli

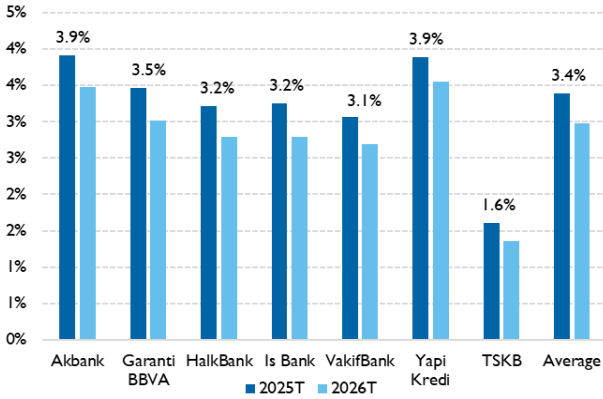
2024 yılında gözlemlenen hızlı kredi büyümesi ve artan hane halkı bütçe baskılarının ardından, 2025 yılında TGA oluşumunda hızlanma beklemekteyiz. Bu doğrultuda, sektörün TGA oranının 1Ç25'teki %2,6 seviyesinden 2025 yıl sonunda %3,4 seviyesine yükselmesini öngörüyoruz.

Beklenen bu artışın, büyük ölçüde teminatsız bireysel krediler, özellikle de ihtiyaç kredileri ve kredi kartı borçlarından kaynaklanması muhtemeldir.

2025 için kredi riski maliyetinin %1,8 seviyesine yükselmesini (2024'te %0,6'dan) ve koşullar iyileştikçe 2026'da %1,2'ye gerilemesini öngörüyoruz. %1,8 seviyesi geçmiş stres dönemlerinde (örneğin 2019) görülen %3 seviyelerinin altında kalıyor ve bankalar bu aşamaya yüksek karşılık oranları ile giriyor.

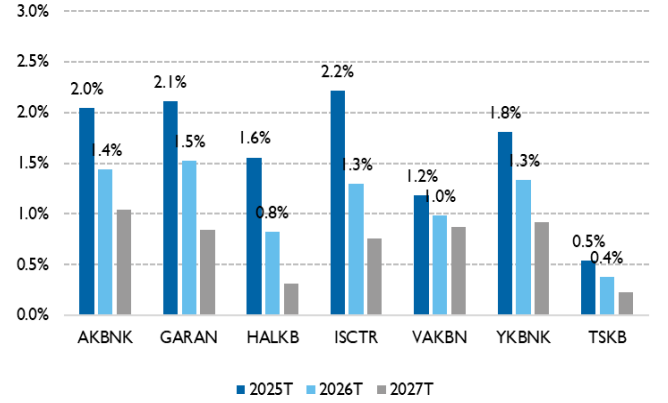
Özel bankalarda TGA karşılık oranı yaklaşık %60 seviyesinde ve çoğunun ek serbest karşılıkları veya makro karşılıkları bulunuyor. Genel olarak, 2025'in ortalarına kadar bireysel kredilerde ve bazı KOBİ segmentlerinde ilave takipteki kredi oluşumu beklesek de, bankaların proaktif karşılık ayırma ve sermaye tamponları kredi kayıplarını yönetilebilir düzeyde tutacaktır.

Tablo 8: TGA Oranı Tahminleri (%)



Kaynak: ÜNLÜ & Co tahminleri, Şirket finansalları, Şirket sunumları

Tablo 9: Kredi Risk Maliyeti Tahminleri 2025-2027T (%)



Kaynak: ÜNLÜ & Co tahminleri, Şirket finansalları, Şirket sunumları

Marjlar gecikmeli de olsa iyileşecek

2024'te yaşanan ciddi zayıflamanın ardından net faiz marjlarının önümüzdeki 18 ay içerisinde belirgin biçimde toparlanmasını bekliyoruz. 1Ç25'te swap maliyetlerine göre düzeltilmiş net faiz marjları, kredi-mevduat makaslarındaki iyileşmeye rağmen TÜFE'ye endeksli tahvillerin azalan katkısı nedeniyle 4Ç24 ile benzer seviyelerde gerçekleşti.

2Ç25'in marjlar açısından muhtemelen dip noktası olmasını bekliyoruz. TL mevduat maliyetleri Mart/Nisan döneminde zirve yaparken, kredi yeniden fiyatlamalarının üzerinde seyredecek. 3Ç25'ten itibaren ise faiz indirimlerinin etkisini göstermesiyle birlikte istikrarlı bir net faiz marjı toparlanması öngörüyoruz. Marjlarda belirgin toparlanmanın en erken 4Ç25'te gerçekleşebileceğini modelliyoruz. Kredi büyümesindeki ılımlı seyir nedeniyle marj iyileşme hızı sınırlı olacaktır.

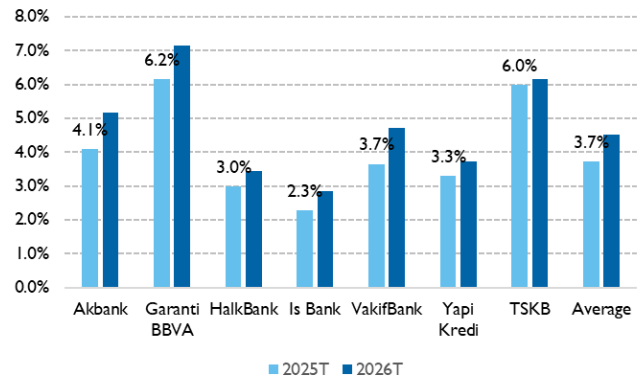
2025 yılında marjlarda 200 baz puan iyileşme bekliyoruz

Bu toparlanmayı destekleyecek faktörler: (1) Faiz indirimi döngüsü nedeniyle fonlama maliyetlerinin düşmesi, (2) Bankaların aktif yapılarını daha yüksek getiri sağlayan alanlara doğru yeniden tahsis etmeleri sonucu bilanço kompozisyonundaki değişim (örneğin Akbank'ın özel sektör tahvillerini artırması gibi). İş Bankası ve Yapı Kredi ortalamasının üzerinde marj genişlemesi için avantajlı durumda (düşük maliyetli mevduat tabanları ve konut kredilerinin yeniden fiyatlaması sayesinde). Buna karşılık, fonlama yapısı ağırlıklı olarak döviz cinsi olan TSKB gibi kalkınma bankaları ise uzun vadeli sabit oranlı fonlama yapıları nedeniyle görece daha istikrarlı marjlar elde edecek (yurtiçi faiz indirimlerinden daha sınırlı yararlanarak).

2026 yılında yaklaşık 80 baz puanlık ilave marj genişlemesi bekliyoruz

Marj genişlemesinin büyük bölümünün 2026'nın ilk dokuz ayında gerçekleşmesini bekliyoruz. Faiz indirimlerinin olumlu etkisi büyük ölçüde fiyatlamalara yansdıktan ve mevduat tarafında rekabet yeniden hız kazandıktan sonra, 2026'nın son çeyreğine doğru marj genişlemesinin yavaşlayarak sona erebileceğini öngörüyoruz. 2024 yılında zayıf kalan kârlılık performansının ardından, 2025–2026 dönemindeki marj iyileşmesinin bankalar için kârlılık toparlanmasında en kritik katalizör olacağına inanıyoruz.

Tablo 10: Araştırma kapsamımızdaki bankalar için net faiz marjı beklentileri



Kaynak: ÜNLÜ & Co tahminleri, Şirket finansalları

2Ç25, muhtemelen net faiz marjlarında dip seviye olacak

Swap maliyetlerine göre düzeltilmiş net faiz marjı, 2025 yılında 200 baz puan iyileşecek

3Ç25–3Ç26 arasında marjlarda istikrarlı bir toparlanma bekliyoruz

Ücret ve komisyon gelirlerinde büyüme yavaşlıyor

Kapsamımızdaki bankalar için 2025 yılında net ücret ve komisyon gelirlerinde %47, 2026 yılında ise %32 oranında bir büyüme öngörüyoruz.

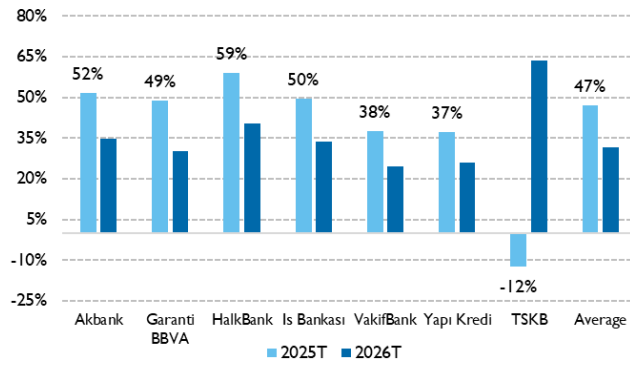
Ücret ve komisyon gelirleri, marjların kademeli olarak toparlandığı bir ortamda dahi bankalar için çekirdek bankacılık gelirlerindeki büyümeyi desteklemeye devam ediyor. Kapsamımızdaki bankalar için 2025 yılında ücret ve komisyon gelirlerinde yıllık bazda %47 oranında artış bekliyoruz. Bu oran, 2024 yılında görülen olağanüstü yüksek ücret gelir artışlarından daha düşük olsa da, öngördüğümüz enflasyonun üzerinde kalmakta ve bu da reel büyümeye işaret etmektedir.

Akbank, 2025 yılının ilk çeyreğinde yıllık bazda %64 ücret ve komisyon geliri artışı elde ederek beklentilerin oldukça üzerinde bir performans göstermiştir ve lider konumdadır.

Operasyonel giderlerdeki artışın yüksek seyretmesi bekleniyor

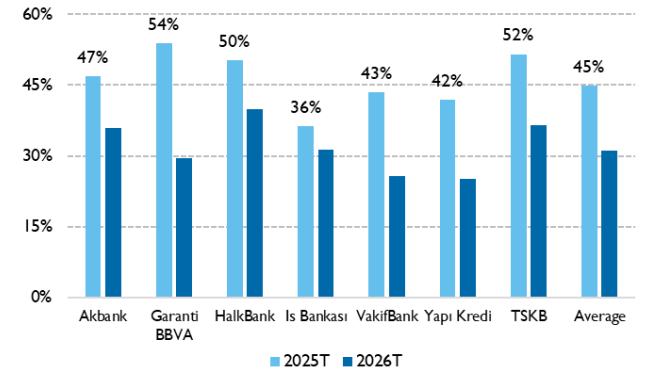
Maliyet tarafında, bankalar operasyonel giderleri enflasyona kıyasla sıkı şekilde kontrol altında tutuyor. 2025 yılı için operasyonel giderlerde orta düzeyde, yaklaşık %40'lar seviyesinde (kabaca TÜFE oranında) bir artış öngörüyoruz. 2026 yılında ise normalleşme bekliyor ve giderlerde %30 civarında, ortalama enflasyon tahminimizle uyumlu bir artış öngörüyoruz.

Tablo 11: Ücret geliri büyümesi



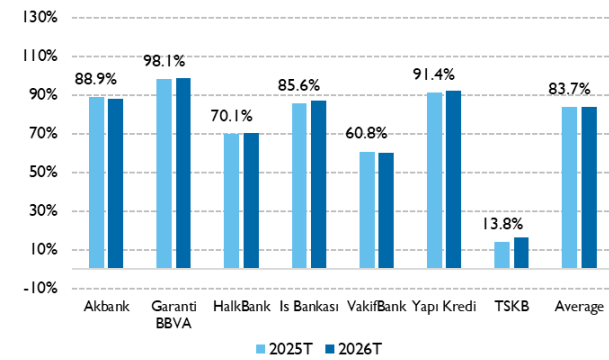
Kaynak: ÜNLÜ & Co tahminleri, Şirket finansalları

Tablo 12: Operasyonel gider büyümesi



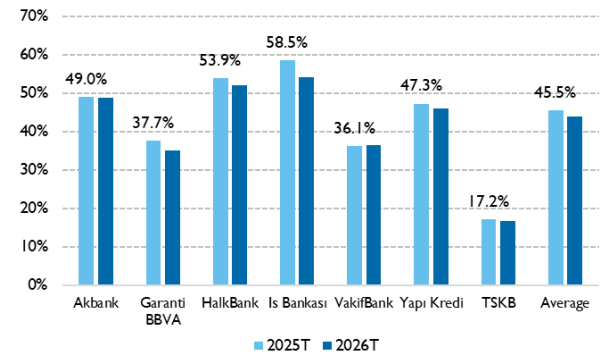
Kaynak: ÜNLÜ & Co tahminleri, Şirket finansalları

Tablo 13: Ücret ve komisyon gelirleri / Operasyonel gider oranı



Kaynak: ÜNLÜ & Co tahminleri, Şirket finansalları

Tablo 14: Gider/Gelir Oranı



Kaynak: ÜNLÜ & Co tahminleri, Şirket finansalları

FİNANSALLAR VE TEMEL VARSAYIMLAR

8 Temmuz 2025

Akbank

Stratejik aktif dağılımı net faiz marjı iyileşmesini destekliyor

Akbank için "AL" tavsiyemiz, bankanın çok yönlü stratejik güçlü yönlerine dayanmakta. Banka, stratejik aktif-pasif yönetimi sayesinde net faiz marjı iyileşmesi açısından güçlü bir konumda yer almaktadır. Çeşitlendirilmiş gelir kompozisyonu ile sektör lideri ücret ve komisyon gelirlerindeki büyüme performansı, sürdürülebilir gelir yaratımı açısından önemli bir destek sunmaktadır. Operasyonel verimlilik ve disiplinli maliyet kontrolü, bankayı benzerlerinden pozitif ayırtıran başlıca faktörlerden olmayı sürdürmektedir. Ayrıca, sağlam sermaye yapısı, ihtiyatlı karşılık politikası ve sektör ortalamasının oldukça altında kalan yakın izlemedeki krediler oranı, aktif kalitesi açısından güçlü bir görünüm sunmaktadır. 2024 yılında yüksek faiz ortamında konut kredilerinde elde edilen pazar payı kazanımları, bankanın uzun vadeli yüksek getirili aktiflere erişimini artırarak önümüzdeki yıllarda kârlılık üzerinde olumlu katkı sağlamaya devam edecektir.

- Akbank, 2025 yılı için %30'un üzerinde bir özkaynak kârlılığı hedefi belirledi.** Marj baskıları ve artan kredi riski maliyeti ortamında bu hedef iyimser görünebilir. Ancak güçlü ücret ve komisyon geliri performansı, rakiplerini geride bırakarak bu olumsuzlukları kısmen dengeleyecek ve genel kârlılığı destekleyecektir.
- Sermaye baskısı olmadan büyüme alanı mevcut.** Akbank, stratejik TL kredi büyümesi ve yüksek getirili özel sektör tahvillerine yönelimle güçlü çekirdek bankacılık gelirlerini sürdürmek için iyi konumlanmıştır. Sermaye yeterlilik oranı %20,5 ile rakipleri arasında en yüksek seviyededir ve bu da kaldıraç için geniş bir alan sunmaktadır.
- 2025 yılında %59 net kar artışı öngörüyoruz.** Banka için hedef fiyatımız 106,4 TL olup %57 getiri potansiyeli sunmaktadır. Hisse, 2025 tahminlerine göre 5,3x F/K ve 1,3x PD/DD çarpanlarıyla ve %26,0 özkaynak kârlılığı ile işlem görmektedir.
- Stratejik aktif dağılımı, net faiz marjı iyileşmesini destekliyor.** Akbank, 2024'teki yüksek faiz ortamında konut kredilerinde elde ettiği pazar payı ile uzun vadeli cazip getiriler sağladı. 2022'den bu yana TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerin ağırlığını azaltarak, yüksek getirili özel sektör tahvillerine yöneldi. Bu sayede aktif getirileri artarken, 2025–2026 döneminde düşük fonlama maliyetlerinden faydalanma kapasitesi güçlendi. 2025 yılı için net faiz marjının %4,1 seviyesine ulaşılmasını bekliyoruz (banka bütçesi: yaklaşık %5).
- Ücret ve komisyon gelirlerinde %64 artış ile lider konumda.** Bu oran, sektör ortalaması olan %51'in oldukça üzerindedir. Aynı zamanda ücret ve komisyon gelirlerini faaliyet giderlerine oranı %92 gibi güçlü bir seviyeye ulaşmıştır. Bu durum, bankanın maliyet disiplini ve etkin ücret üretimi konusundaki başarısını yansıtmakta; çeşitlendirilmiş gelir kaynakları ve ölçeklenebilir operasyonlar ile desteklenmektedir.
- Güçlü tahsilat kapasitesi, 2025 yılının ikinci yarısında varlık kalitesi görünümünde tampon işlevi görebilir.** Akbank, 2025 yılı ilk çeyreğinde Grup 3 kredilerde %54'lük artışla rakiplerinin üzerinde bir yükseliş kaydetti. Buna rağmen, sadece %7'lik ikinci grup kredi oranıyla (sektör ortalaması: %9,3) en düşük seviyeye sahip bankadır. Ayrıca ikinci grup krediler için ayrılan karşılıklar %14,6 oranında ve rakipleri arasındaki en yüksek seviyededir. 2025 için kredi riski maliyetinin %2,04 seviyesine ulaşılmasını bekliyoruz (Bütçe %1,50–2,00). Artan TGA baskısına rağmen iyileşen tahsilat kapasitesi, yılın ikinci yarısında aktif kalitesi üzerindeki baskıyı sınırlamaya yardımcı olacaktır. Bunun yanı sıra, özel bankalar arasında %4 ile en yüksek toplam karşılık oranına sahiptir.
- Riskler:** Perakende segmentte beklenenden daha sert aktif kalitesi bozulması.

Tavsiye:

AL

Hedef Fiyat:

TL 106,4

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksinde göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	AKBNK.IS
Sektör	Bankacılık
Fiyat	TL 67.95
Piyasa değeri (TLm)	353,340
Şirket değeri (TLm)	-
Piyasa değeri (USDm)	8,855
Şirket değeri (USDm)	-
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	155.54
Halka açıklık (%)	52

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	20.8	30.4	4.1
Endekse göre (%)	13.4	21.4	11.7

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & Co

Görelî fiyat grafiği 7 Temmuz 2025 tarihinde 10,108 kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti

Sevgi Onur

Sevgi.Onur@unluco.com

+90 212 367 3668

Değerleme çarpanları	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K (x)	5.9	5.3	8.3	5.3	3.5	2.4
PD/DD (x)	2.3	1.7	1.5	1.3	1.0	0.7
Hisse başına kar (TL)	11.5	12.8	8.1	12.9	19.7	28.4
Hisse başına temettü (TL)	0.2	1.7	1.9	1.2	2.6	4.9
Temettü getirisi (%)	0.3%	2.5%	2.8%	1.8%	3.8%	7.2%
Rasyo analizi	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş) (%)	9.3%	4.8%	2.2%	4.1%	5.1%	4.9%
TGA Oranı (%)	3.0%	2.4%	2.9%	3.9%	3.5%	2.8%
TGA Karşılık Oranı (%)	67.4%	62.1%	58.8%	60.0%	65.0%	65.0%
Kredi Riski Maliyeti (%)	0.6%	1.9%	1.6%	2.0%	1.4%	1.0%
Grup 2 Krediler Ağırlığı (%)	7.1%	7.0%	6.7%	7.7%	8.4%	8.4%
Grup 2 Krediler Karşılık Oranı (%)	16.5%	16.6%	14.6%	15.2%	14.4%	14.4%
Toplam Karşılık Oranı (%)	3.8%	3.7%	3.6%	4.4%	4.3%	3.8%
Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri (%)	53.9%	68.9%	86.1%	88.9%	88.2%	88.6%
Gider/Gelir (%)	18.1%	32.5%	55.8%	49.1%	49.1%	46.4%
Aktif Karlılığı (%)	6.7%	4.6%	2.0%	2.3%	2.6%	2.9%
Özkaynak Karlılığı (%)	52.3%	36.4%	18.8%	26.0%	31.7%	34.5%
Bilanço (TLm)	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Nakit Değerler ve Bankalar	159,133	340,897	492,120	690,721	917,514	1,161,052
Menkul Kıymetler	265,934	441,992	572,097	756,414	979,573	1,222,640
Canlı Krediler	543,670	849,897	1,250,217	1,641,379	2,245,789	2,899,505
TGA	16,907	20,719	37,358	66,880	80,727	83,199
Beklenen Karşılıklar	21,513	32,107	46,170	75,105	100,284	114,561
Diğer Aktifler	84,936	124,281	154,992	165,076	202,152	251,058
Toplam Aktifler	1,075,186	1,789,174	2,515,597	3,328,695	4,445,311	5,648,815
Mevduatlar	679,325	1,218,108	1,562,097	2,245,372	3,055,489	3,902,897
Para Piyasalarına Borçlar	54,030	89,831	324,370	251,633	315,638	382,698
Alınan Krediler	64,397	94,829	95,384	142,578	179,331	222,852
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	22,440	39,461	95,215	111,107	142,508	177,069
Diğer yükümlülükler	101,396	135,750	198,183	300,100	385,088	473,406
Özkaynaklar	153,600	211,195	240,348	277,904	367,257	489,894
Toplam Yükümlülükler	1,075,186	1,789,174	2,515,597	3,328,695	4,445,311	5,648,815
Gelir Gider (TLm)	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Net Faiz Gelirleri	76,872	63,547	65,045	105,701	164,476	219,358
Artış(y/y)	237%	-17%	2%	63%	56%	33%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	10,316	30,832	69,162	104,835	141,383	173,604
Artış(y/y)	97%	199%	124%	52%	35%	23%
Ticari kar	15,060	37,118	-1,356	9,390	10,749	15,340
Diğer Bankacılık Gelirleri	3,736	6,138	11,132	20,368	10,049	13,694
Faaliyet Brüt Karı	105,982	137,635	143,983	240,293	326,657	421,997
Faaliyet Giderleri	19,138	44,775	80,283	117,931	160,357	195,882
Artış(y/y)	105%	134%	79%	47%	36%	22%
Beklenen Zarar Karşılık Giderleri	6,859	15,659	23,035	41,675	37,014	35,281
Artış(y/y)	33%	128%	47%	81%	-11%	-5%
Faaliyet Karı	76,154	77,129	40,218	80,518	129,176	190,754
İştirak Gelirleri	3,106	7,317	9,669	13,490	17,025	20,260
Vergi Öncesi Kar	79,260	84,446	49,887	94,008	146,201	211,013
Vergi Karşılığı	19,236	17,967	7,521	26,706	43,860	63,304
Net Kar	60,024	66,479	42,366	67,302	102,341	147,709

Kaynak: Şirket verileri, UNLU & Co analizleri ve banka tahminleri

8 Temmuz 2025

Garanti Bank

Güçlü TL mevduat tabanı

Garanti BBVA, kredi odaklı iş modeli ve güçlü bilanço dinamikleriyle öne çıkıyor. Kapsam dahilindeki bankalar arasında en yüksek kredi portföyü ağırlığına sahip olan Garanti BBVA, bu yapısını 2024 yılında kaydettiği %16 oranındaki güçlü net kâr artışına yansıtmıştır. Banka, rakiplerinin üzerinde seyreden net faiz marjı ve özkaynak kârlılığı performansı ile dikkat çekmektedir. Bu başarının arkasında, güçlü TL mevduat kompozisyonu, yüksek oranlı vadesiz mevduat tabanı ve müşteri odaklı büyüme stratejisi yer almaktadır. Ayrıca, bankanın muhafazakâr karşılık politikaları ve kredi portföyü içerisinde ticari taksitli kredilere sınırlı yer vermesi, aktif kalitesi risklerini sınırlamak adına avantaj sağlamaktadır. Bu yapı, banka açısından potansiyel kredi riski baskılarına karşı daha dayanıklı bir profil oluşturulmasına olanak tanımaktadır.

- **2025 yılı için, yüksek 2024 baz etkisi nedeniyle, yıllık %32 oranında kâr artışı öngörüyoruz.** 208,9 TL hedef fiyatla "AL" tavsiyesi veriyoruz; bu, %53 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Hisse, 2025 tahminlerine göre 4,7x F/K ve 1,3x PD/DD çarpanlarıyla ve %31,5 özkaynak kârlılığı ile işlem görmektedir;
- **Güçlü TL mevduat tabanı.** Bankanın, faiz duyarlılığı yüksek vadeli mevduata olan bağımlılığı düşük olup, müşteri kaybı riski olmadan marjlarını savunma esnekliği yüksektir. TL mevduatları, toplam mevduatların %66'sını oluşturmaktadır. Bu durum, faizlerin düştüğü bir ortamda marj genişlemesinden faydalanma potansiyelini artırmaktadır. Ayrıca, vadesiz mevduatlar mevduatların %38'ini oluşturarak rakipler arasında ikinci sırada yer almakta ve düşük maliyetli mevduat fiyatlamasını desteklemektedir. 2025 yılında net faiz marjında 265 baz puanlık toparlanma bekliyoruz; bu, perakende segmentte süren fiyatlama gücünden kaynaklanmakla birlikte bankanın bütçe hedefi olan 300 baz puanın hafif altında kalmaktadır.
- **Banka'nın döviz kredi riski 2018 yılında bu yana önemli ölçüde azaldı, kur şoklarına karşı en iyi konumlanmış bankalardan biri.** Özel bankalar arasında en düşük döviz cinsi kredi ağırlığına sahip banka konumundadır. Döviz kredilerinin toplam kredi içindeki payı, 2018'den bu yana 12 puan düşerek önemli bir risk dengelenmesi göstermiştir. Bu da kur oynaklığı ya da dış finansman koşullarının sıkışması durumunda olası şoklara karşı dayanıklılığı artırmaktadır.
- **Kredi kartı alanındaki güçlü varlığına rağmen, sağlam aktif kalitesi yönetimi.** Bankanın TGA oranı %2,6 ile rakipler arasında ikinci en düşük seviyededir. TGA portföyü için karşılık oranı %65 olup, kapsamımızdaki bankalar ortalaması olan %63'ün üzerindedir; bu da aktif kalitesi risklerine karşı tampon unsuru görmektedir. Garanti BBVA ayrıca, 2025'in ilk çeyreğinde 2. Grup kredilerin oranında azalma olan tek özel banka olmuştur. Bankanın, 2. Grup krediler oranı 80 baz puanlık sert bir düşüş kaydederek %12,4'ten %11,6'ya gerilemiştir. Perakende odaklı kredi portföyüne rağmen bu durum, yüksek kaliteli kredi tahsisi ve muhtemelen erken dönem tahsilat veya yapılandırma etkinliği göstermektedir. Ayrıca, ticari taksitli kredilerin toplam krediler içindeki payı sadece %8,8 olup rakipler arasındaki en düşük seviyede ve sektör ortalaması olan %12,9'un oldukça altındadır. Bu segmentteki potansiyel aktif kalitesi bozulmalarına karşı tampon oluşturmaktadır. 2025 yılı için kredi riski maliyetinin %2,1 seviyesine ulaşmasını bekliyoruz; bu oran büyük özel bankalarla ve bütçelenen %2,0–2,5 aralığıyla paralellik göstermektedir.
- **Riskler:** Perakende segmentte beklenenden daha sert aktif kalitesi bozulması.

Tavsiye:

AL

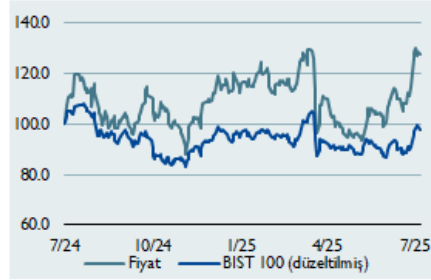
Hedef Fiyat:

TL 208,9

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksine göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	GARAN.IS
Sektör	Bankacılık
Fiyat	TL 136.40
Piyasa değeri (TLm)	572.880
Şirket değeri (TLm)	-
Piyasa değeri (USDm)	14.357
Şirket değeri (USDm)	-
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	78.42
Halka açıklık (%)	14

BIST 100'e göre fiyat**BIST 100'e göre geçmiş performans (%)**

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	17.5	24.2	15.6
Endekse göre (%)	10.3	15.6	24.1

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & Co

Görelî fiyat grafiği 7 Temmuz 2025 tarihinde 10,108 kapanan BIST 100 endeksine karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti**Sevgi Onur**

Sevgi.Onur@unluco.com

+90 212 367 3668

Degerleme çarpanları	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K (x)	9.8	6.6	6.2	4.7	2.9	1.9
PD/DD (x)	3.8	2.3	1.7	1.3	0.9	0.7
Hisse başına kar (TL)	13.9	20.8	21.9	28.9	47.6	72.0
Hisse başına temettü (TL)	0.3	2.1	3.1	4.4	7.2	16.7
Temettü getirisi (%)	0.2%	1.5%	2.3%	3.2%	5.3%	12.2%
Rasyo Analizi	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş) (%)	8.8%	5.1%	3.5%	6.1%	7.1%	7.1%
TGA Oranı (%)	2.6%	2.0%	2.2%	3.5%	3.0%	2.5%
TGA Karşılık Oranı (%)	72.2%	67.6%	66.7%	66.0%	65.0%	62.0%
Kredi Riski Maliyeti (%)	1.5%	0.7%	0.9%	2.1%	1.5%	0.8%
Grup 2 Krediler Ağırlığı (%)	15.1%	11.4%	12.4%	12.7%	13.8%	13.8%
Grup 2 Krediler Karşılık Oranı (%)	20.0%	21.9%	12.5%	12.1%	11.5%	11.5%
Toplam Karşılık Oranı (%)	5.5%	4.4%	3.6%	4.3%	4.0%	3.6%
Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri (%)	72.6%	85.5%	101.4%	98.1%	98.6%	102.3%
Gider/Gelir (%)	19.0%	27.7%	37.9%	37.7%	35.3%	31.8%
Aktif Karlılığı (%)	6.1%	5.7%	4.1%	3.8%	4.5%	5.1%
Özkaynak Karlılığı (%)	50.3%	43.9%	32.1%	31.5%	37.7%	40.8%
Bilanço (TLm)	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Nakit Değerler ve Bankalar	160,099	391,935	459,166	771,153	999,095	1,330,014
Menkul Kıymetler	187,420	291,836	365,993	570,031	747,356	1,058,024
Canlı Krediler	651,788	1,044,477	1,526,969	2,100,480	2,808,060	3,816,147
TGA	17,613	21,654	35,056	75,350	87,438	99,690
Beklenen Karşılıklar	37,039	47,100	55,877	93,909	116,536	141,798
Diğer Aktifler	152,865	201,807	255,545	389,970	482,487	603,925
Toplam Aktifler	1,152,172	1,930,055	2,607,672	3,831,634	5,036,998	6,808,111
Mevduatlar	790,664	1,383,704	1,821,373	2,778,061	3,618,084	4,892,565
Para Piyasalarına Borçlar	16,321	43,454	32,627	18,288	23,490	29,849
Alınan Krediler	66,794	92,681	105,468	75,440	108,747	142,508
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	12,873	5,241	24,699	51,053	64,833	79,759
Diğer yükümlülükler	112,835	160,178	293,579	468,961	601,133	800,941
Özkaynaklar	152,685	244,797	329,926	439,833	620,712	862,489
Toplam Yükümlülükler	1,152,172	1,930,055	2,607,672	3,831,634	5,036,998	6,808,111
Gelir Gider (TLm)	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Net Faiz Gelirleri	83,319	74,836	100,349	172,682	271,707	366,992
Artış(y/y)	148%	-10%	34%	72%	57%	35%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	16,628	40,764	94,124	140,156	182,352	226,120
Artış(y/y)	96%	145%	131%	49%	30%	24%
Ticari kar	8,527	27,797	6,705	10,825	16,726	32,355
Diğer Bankacılık Gelirleri	11,974	28,896	43,759	55,084	53,506	70,173
Faaliyet Brüt Karı	120,447	172,293	244,937	378,747	524,291	695,640
Faaliyet Giderleri	22,909	47,672	92,822	142,812	184,999	221,087
Artış(y/y)	81%	108%	95%	54%	30%	20%
Beklenen Zarar Karşılık Giderleri	23,899	35,326	53,793	91,022	86,645	85,838
Artış(y/y)	22%	48%	52%	69%	-5%	-1%
Faaliyet Karı	70,228	89,025	97,854	144,434	252,247	388,315
İştirak Gelirleri	5,375	14,023	18,948	25,090	33,596	43,918
Vergi Öncesi Kar	75,603	103,047	116,802	169,524	285,842	432,233
Vergi Karşılığı	17,094	15,716	24,627	48,143	85,753	129,670
Net Kar	58,509	87,332	92,175	121,381	200,090	302,563

Kaynak: Şirket verileri, UNLU & Co analizleri ve banka tahminleri

8 Temmuz 2025

Halkbank

Zayıf sermaye tamponları marjlardaki toparlanmayı sınırlandırabilir

Halkbank, sermaye yapısını güçlendirme yönünde önemli bir adım attı. Banka, kısa süre önce gerçekleştirdiği 700 milyon dolar tutarındaki ilave ana sermaye ihracını %9,30 kupon oranıyla başarıyla tamamladı. Bu işlemin, sermaye yeterlilik oranına yaklaşık 170 baz puan katkı sağlaması ve potansiyel kur kaynaklı şoklara karşı önemli bir tampon oluşturması beklenmektedir. Ayrıca, Fitch Ratings bankanın kredi notlarını teyit etmiş ve bankayı "negatif izleme"den çıkarmıştır. Ancak, tüm bu olumlu gelişmelere rağmen bankanın SYR oranı %13,4 ile takip ettiğimiz bankalar arasında en düşük seviyede kalmaya devam etmektedir. Son bir yılda TL kredilerde yaşanan belirgin pazar payı kaybı ve aktif kalitesindeki ortalamanın üzerindeki bozulma, bankayı olumsuz anlamda ayırmaktadır. Zayıf sermaye tamponları, görece düşük net faiz marjı görünümü ve ticari taksitli kredilerdeki yüksek risk konsantrasyonu dikkate alındığında, bankaya yönelik değerlendirmemizi "TUT" tavsiyesi ile sürdürüyoruz.

- **2025 yılında, güçlü ücret geliri büyümesiyle desteklenen %128 kâr artışı öngörüyoruz.** Hedef fiyatımız 31,0 TL olup, %19 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Hisse, 2025 tahminlerine göre 5,5x F/K ve 1,1x PD/DD çarpanlarıyla ve %21,3 öz kaynak karlılığı ile işlem görmektedir.
- **Ticari taksitli kredilerde yüksek risk yoğunlaşması.** Perakende kredi oranı düşük olmasına rağmen, bankanın TGA oranı 1Q25 itibarıyla yıllık bazda 100 baz puan artarak %2,4'e yükselmiştir. 3. Grup krediler için karşılık oranı %55 ile rakiplerinin gerisinde kalmakta; bu da karşılık tamponlarının daha zayıf olduğuna işaret etmektedir. Ticari taksitli kredilerin kredi portföyündeki payı, yıllık bazda 100 baz puan azalarak %19,1 seviyesine gerilese de, hâlâ kapsam dahilindeki bankalar arasında ikinci en yüksek seviyededir ve bu segmentteki potansiyel aktif kalitesi bozulmalarına karşı kırılganlığı sürdürmektedir.
- **2025 yılında kredi riski maliyetinde rakiplerinin üzerinde artış.** Yıllık bazda 201 baz puanlık artışla, yıl sonunda kredi riski maliyetinin %1,55 seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz (bütçe: %1,50). Bu artış, 1Q25'te 2. Grup kredilerde görülen %48'lik yıllık artışla birlikte, görece zayıf karşılık oranlarının da etkisiyle, artan kredi riski oluşumuna işaret etmektedir. Banka, özellikle COVID sonrası ve deprem destek dönemlerinde uygun faizli kredi kullandırımları gerçekleştirmişti. Bu kredilerdeki geri ödeme dönemlerinin başlamasıyla birlikte, bu risklerin 2. Grup kredilere geçme olasılığı görünür hale gelmiştir.
- **Zayıf sermaye yapısı, marj görünümünü baskılayabilir.** Sınırlı sermaye tamponları, bankanın yüksek getirili kredi fırsatlarını değerlendirme kapasitesini kısıtlayabilir. Ayrıca, vadesiz mevduatların toplam mevduatlar içindeki oranı sadece %26 ile en düşük seviyede olup, mevduat fiyatlamasında esnekliği sınırlandırmaktadır. Olumlu bir nokta olarak, bankanın TL kredi/mevduat oranı %66 ile olukça elverişli seviyededir ve düşük faiz ortamında marj görünümüne destek sağlamaktadır. Ancak 2025'te yıllık bazda marjların sadece 130 baz puan genişlemesi beklenmektedir.
- **Son bir yılda TL kredilerde 180 baz puanlık sert pazar payı kaybı.** Banka, bu alanda rakiplerinin gerisinde kalmış ve belirgin bir performans düşüşü sergilemiştir. Ücret ve komisyon gelirleri/Faaliyet giderleri oranı %59 ile kapsam dahilindeki bankalar arasında en zayıf seviyededir ve ücret üretiminin maliyetlere kıyasla verimsiz olduğunu göstermektedir.
- **Riskler:** Perakende dışı kredilerde beklenenden daha sert bir aktif kalitesi bozulması.

Tavsiye:

TUT

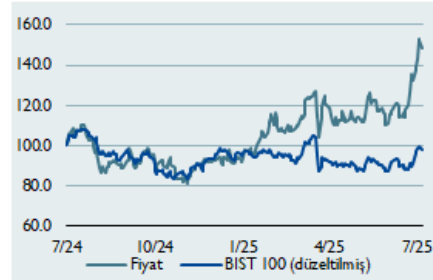
Hedef Fiyat:

TL 31,0

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksinde göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	HALKB.IS
Sektör	Bankacılık
Fiyat	TL 26.20
Piyasa değeri (TLm)	188,241
Şirket değeri (TLm)	-
Piyasa değeri (USDm)	4,718
Şirket değeri (USDm)	-
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	28.06
Halka açıklık (%)	9

BIST 100'e göre fiyat**BIST 100'e göre geçmiş performans (%)**

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	26.9	34.7	39.6
Endekse göre (%)	19.1	25.4	49.9

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & Co

Görelî fiyat grafiği 7 Temmuz 2025 tarihinde 10,108 kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti**Sevgi Onur**

Sevgi.Onur@unluco.com

+90 212 367 3668

Degerleme çarpanları	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K (x)	12.3	18.6	12.5	5.5	3.1	2.2
PD/DD (x)	2.1	1.5	1.2	1.1	0.9	0.7
Hisse başına kar (TL)	3.1	1.4	2.1	4.8	8.4	11.9
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%

Rasyo Analizi	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş) (%)	6.1%	2.4%	1.5%	3.0%	3.4%	3.3%
TGA Oranı (%)	2.2%	1.5%	2.1%	3.2%	2.8%	2.2%
TGA Karşılık Oranı (%)	81.5%	81.6%	60.6%	58.0%	61.0%	65.0%
Kredi Riski Maliyeti (%)	5.23%	-0.37%	-0.46%	1.57%	0.82%	0.32%
Grup 2 Krediler Ağırlığı (%)	6.8%	6.3%	8.4%	9.0%	9.8%	9.8%
Grup 2 Krediler Karşılık Oranı (%)	45.4%	27.9%	14.7%	13.9%	13.2%	13.2%
Toplam Karşılık Oranı (%)	6.3%	3.8%	2.9%	3.5%	3.4%	3.1%
Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri (%)	47.8%	39.4%	66.2%	70.1%	70.4%	69.5%
Gider/Gelir (%)	23.6%	84.0%	80.1%	53.9%	52.4%	53.2%
Aktif Karlılığı (%)	1.3%	0.6%	0.6%	1.0%	1.5%	1.7%
Özkaynak Karlılığı (%)	22.8%	9.2%	10.8%	21.3%	32.1%	35.0%

Bilanço (TLm)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Nakit Değerler ve Bankalar	166,114	289,443	649,923	670,741	817,208	1,003,470
Menkul Kıymetler	374,048	584,393	782,873	1,092,542	1,255,942	1,463,438
Canlı Krediler	824,156	1,252,005	1,431,567	1,757,599	2,199,412	2,787,479
TGA	18,594	18,540	30,398	58,368	63,038	63,630
Beklenen Karşılıklar	53,342	48,567	42,829	64,181	76,923	89,456
Diğer Aktifler	28,630	69,446	143,887	213,467	273,061	342,465
Toplam Aktifler	1,392,949	2,195,287	3,008,250	3,734,349	4,545,624	5,596,853
Mevduatlar	1,060,923	1,872,848	2,381,754	3,027,410	3,662,296	4,495,355
Para Piyasalarına Borçlar	102,159	20,182	246,987	247,543	300,755	370,356
Alınan Krediler	13,422	16,991	53,015	105,105	166,814	205,273
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	8,976	9,252	4,649	2,364	2,975	3,814
Diğer yükümlülükler	116,817	147,607	169,279	181,489	206,595	239,624
Özkaynaklar	90,652	128,406	152,565	170,438	206,188	282,431
Toplam Yükümlülükler	1,392,949	2,195,287	3,008,250	3,734,349	4,545,624	5,596,853

Gelir Gider (TLm)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Net Faiz Gelirleri	68,245	41,384	38,390	95,454	133,439	167,479
Artış(y/y)	244%	-39%	-7%	149%	40%	26%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	8,462	18,947	39,367	62,613	87,988	109,669
Artış(y/y)	107%	124%	108%	59%	41%	25%
Ticari kar	-5,876	-16,210	-22,076	-16,410	-12,350	-15,801
Diğer Bankacılık Gelirleri	4,085	13,173	18,538	24,038	29,400	35,243
Faaliyet Brüt Karı	74,916	57,295	74,219	165,694	238,476	296,589
Faaliyet Giderleri	17,716	48,120	59,478	89,348	124,988	157,716
Artış(y/y)	83%	172%	24%	50%	40%	26%
Beklenen Zarar Karşılık Giderleri	36,785	2,895	7,250	33,464	29,532	19,871
Artış(y/y)	210%	-92%	150%	362%	-12%	-33%
Faaliyet Karı	20,230	6,251	7,449	42,341	83,556	118,603
İştirak Gelirleri	426	401	1,061	1,907	2,777	3,702
Vergi Öncesi Kar	20,656	6,653	8,510	44,248	86,333	122,305
Vergi Karşılığı	5,390	-3,459	-6,595	9,857	25,900	36,691
Net Kar	15,266	10,112	15,105	34,391	60,433	85,613

Kaynak: Şirket verileri, UNLU & Co analizleri ve banka tahminleri

8 Temmuz 2025

İsbank

2025 yılında güçlü marj genişlemesi

İş Bankası'nın güçlü maliyet disiplini enflasyonist ortamda dahi ön plana çıkıyor. 2023'ten bu yana ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranında kaydedilen belirgin iyileşme, bankanın etkin maliyet yönetimi becerisini yansıtıyor. 2024 yılında konut kredilerinde elde edilen anlamlı pazar payı kazanımları, faizlerin düşeceği bir ortamda kredi getirilerini destekleyerek bankaya önemli bir rekabet avantajı sağlıyor. 2025 yılında ise, elverişli TL likidite pozisyonu sayesinde bankanın sektör ortalamasının üzerinde bir net faiz marjı toparlanması gerçekleştirilmesini bekliyoruz. Öte yandan, kredi riski maliyetinin aynı dönemde %2,20 seviyesine çıkarak rakiplerinin hafif üzerinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

- **2025'te yıllık bazda %90 seviyesinde kâr artışı öngörüyoruz.** Artan karşılık ihtiyacı kârlılığı baskılayabilir; ancak kârlılıkta toparlanma büyük ölçüde marjlarda rakiplerinin üzerinde toparlanma ve operasyonel kalırdıktan kaynaklanacaktır. 21,1 TL hedef fiyatla "AL" tavsiyesi veriyoruz; bu, %53 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Hisse, 2025 tahminlerine göre 4,0x F/K ve 0,9x PD/DD çarpanlarıyla ve %23,9 özkaynak kârlılığı ile işlem görmektedir.
- **Bankanın, 2025'te rakipleri arasında en yüksek net faiz marjı artışı sağlaması bekleniyor: (261 baz puan).** Ancak bu artış, bankanın 2025 bütçesindeki 450 baz puanlık hedefin oldukça gerisindedir. Bu iyileşme, 2024'te yaşanan 302 baz puanlık keskin marj daralmasının ardından gelmekte olup, düşük baz etkisinin yanı sıra fonlama maliyet dinamiklerinde belirgin bir iyileşmeye ve güçlü kredi getirilerine işaret etmektedir. Vadesiz mevduat oranı %40,5 ile güçlüdür. TL kredi/mevduat oranı ise %80,5 ile özel bankalar arasında en düşük seviyede yer almakta olup, kredi büyümesini desteklemek için geniş bir alan sağlamaktadır.
- **Özel bankalar arasında en düşük toplam karşılık oranı: %3,3.** Kredi riski maliyetini 2024'teki %1,11 seviyesinden, 2025'te %2,20 seviyesine yükselmesini bekliyoruz (Bütçe: ~%2,00); bu da yıllık 109 baz puanlık keskin bir artış anlamına gelmekte. Bu durum, özellikle daha yüksek riskli KOBİ segmentlerine olan maruziyetten kaynaklı artan aktif kalitesi baskılarına işaret etmektedir.
- **Döviz cinsinden kredi ağırlığı yüksek.** İş Bankası, özel bankalar arasında en yüksek döviz kredisi oranına sahip olup (%38), özellikle büyük kurumsal müşteriler arasında kur kaynaklı kredi riskine daha açık durumdadır. Bu durum, TL'deki değer kayıpları veya yeniden finansman zorluklarının yaşandığı dönemlerde kırılganlık yaratabilir.
- **Enflasyonist ortamda etkili maliyet yönetimi.** İş Bankası, güçlü bir operasyonel disiplin sergileyerek, yüksek enflasyon ortamına rağmen operasyonel giderlerini yıllık bazda sadece %24 artırmıştır ve bu oran, rakipler arasında en düşük seviyedir. Özellikle, ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı 1Ç23'teki %36,5 seviyesinden 1Ç25'te %85,5 seviyesine yükselerek bankanın artan ücret büyüme kapasitesi ve gelişen maliyet verimliliğini ortaya koymuştur.
- **Riskler:** Beklenenden daha yüksek TGA oluşumu ve TL'de sert değer kaybı.

Tavsiye:

AL

Hedef Fiyat:

TL 21,1

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksinde göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	ISCTR.IS
Sektör	Bankacılık
Fiyat	TL 13.82
Piyasa değeri (TLm)	345,500
Şirket değeri (TLm)	-
Piyasa değeri (USDm)	8,659
Şirket değeri (USDm)	-
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	126.23
Halka açıklık (%)	31

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	21.0	15.3	-13.4
Endekse göre (%)	13.6	7.3	-7.1

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & Co

Görelî fiyat grafiği 7 Temmuz 2025 tarihinde 10,108 kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti

Sevgi Onur

Sevgi.Onur@unluco.com

+90 212 367 3668

Değerleme	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K (x)	5.6	4.8	7.6	4.0	2.3	1.8
PD/DD (x)	1.8	1.3	1.1	0.9	0.6	0.5
Hisse başına kar (TL)	6.2	7.2	1.8	3.5	5.9	7.8
Hisse başına temettü (TL)	0.1	0.9	0.3	0.2	0.7	1.5
Temettü getirisi (%)	0.4%	2.7%	2.1%	1.3%	5.0%	10.7%
Rasyo Analizi	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş) (%)	6.5%	3.1%	-0.5%	2.3%	2.8%	2.7%
TGA Oranı (%)	3.0%	2.1%	2.1%	3.2%	2.8%	2.1%
TGA Karşılık Oranı (%)	74.4%	75.6%	72.5%	71.0%	65.0%	65.0%
Kredi Riski Maliyeti (%)	0.9%	0.9%	1.1%	2.2%	1.3%	0.8%
Grup 2 Krediler Ağırlığı (%)	8.9%	8.6%	8.9%	10.2%	11.1%	10.0%
Grup 2 Krediler Karşılık Oranı (%)	16.7%	14.4%	13.2%	13.0%	12.3%	12.3%
Toplam Karşılık Oranı (%)	4.2%	3.2%	3.1%	4.1%	3.6%	3.0%
Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri (%)	47.5%	58.8%	78.0%	85.6%	87.2%	89.6%
Gider/Gelir (%)	33.4%	53.4%	83.1%	58.5%	54.2%	54.5%
Aktif Karlılığı (%)	5.3%	3.7%	1.6%	2.2%	2.9%	3.0%
Özkaynak Karlılığı (%)	44.2%	31.5%	15.5%	23.9%	30.5%	29.5%
Bilanço (TLm)	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Nakit Değerler ve Bankalar	221,826	566,473	682,006	923,975	1,124,225	1,398,590
Menkul Kıymetler	278,281	472,418	653,869	864,998	1,151,566	1,512,218
Canlı Krediler	759,289	1,147,371	1,622,484	2,211,283	2,919,022	3,755,717
TGA	23,134	24,920	34,429	74,238	83,814	81,347
Beklenen Karşılıklar	32,644	37,968	51,184	92,938	108,264	116,014
Diğer Aktifler	148,926	267,522	365,417	429,907	459,262	493,203
Toplam Aktifler	1,408,323	2,453,783	3,323,776	4,430,163	5,654,075	7,159,729
Mevduatlar	931,077	1,662,179	2,127,117	2,962,001	3,681,932	4,618,253
Para Piyasalarına Borçlar	40,099	123,181	338,408	300,583	377,998	482,180
Alınan Krediler	71,455	120,766	211,093	322,199	422,878	532,185
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	28,314	68,486	55,606	88,138	110,539	137,606
Diğer yükümlülükler	146,001	211,374	273,215	351,691	497,211	636,041
Özkaynaklar	191,376	267,797	318,338	405,551	563,517	753,464
Toplam Yükümlülükler	1,408,323	2,453,783	3,323,776	4,430,163	5,654,075	7,159,729
Gelir Gider (TLm)	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Net Faiz Gelirleri	75,203	67,073	34,451	110,592	159,859	187,499
Artış(y/y)	143%	-11%	-49%	221%	45%	17%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	16,147	42,438	91,411	136,669	182,791	232,091
Artış(y/y)	112%	163%	115%	50%	34%	27%
Ticari kar	4,523	12,223	-8,862	-7,638	2,017	9,890
Diğer Bankacılık Gelirleri	6,081	13,587	23,950	33,264	41,968	45,916
Faaliyet Brüt Karı	101,953	135,321	140,950	272,887	386,636	475,396
Faaliyet Giderleri	34,029	72,229	117,149	159,704	209,600	259,132
Artış(y/y)	114%	112%	62%	36%	31%	24%
Beklenen Zarar Karşılık Giderleri	10,036	15,906	23,480	48,247	41,652	31,361
Artış(y/y)	-7%	58%	48%	105%	-14%	-25%
Faaliyet Karı	52,120	43,021	172	64,620	134,984	184,503
İştirak Gelirleri	21,829	34,061	38,002	40,053	53,253	65,063
Vergi Öncesi Kar	73,949	77,083	38,174	104,674	188,237	249,566
Vergi Karşılığı	12,411	4,818	-7,344	18,187	40,495	55,051
Net Kar	61,538	72,265	45,517	86,486	147,742	194,515

Kaynak: Şirket verileri, UNLU & Co analizleri ve banka tahminleri

8 Temmuz 2025

Vakıfbank

Sermaye baskısıyla faiz indirimlerinden görece daha az fayda sağlayabilir

Vakıfbank, güçlü maliyet disipliniyle öne çıksa da aktif kalitesi ve sermaye tarafında sınırlayıcı unsurlar barındırıyor. Banka, dikkat çekici Gider/Gelir oranı sayesinde kuvvetli bir seviyede özkaynak kârlılığı elde etmiş olup, bu performans operasyonel verimliliğin ve etkin maliyet yönetiminin bir yansımasıdır. Kredi portföyünde ticari taksitli kredilerin yüksek yoğunluğu ve döviz cinsinden kredi kullanımındaki süregelen bağımlılık, kredi riskini artırabilecek başlıca unsurlar arasında yer almaktadır. %14,2 seviyesindeki sermaye yeterlilik oranı takip ettiğimiz bankalar arasında ikinci en düşük düzeydedir. Bu durum, kredi büyümesi yoluyla marj iyileşmesi potansiyelini sınırlandırmaktadır. Her ne kadar banka, TL ağırlıklı mevduat kompozisyonu ve güçlü TL likidite pozisyonu sayesinde fonlama tarafında olumlu ayrışsa da; TÜFE'ye endeksli kıymetlerin yüksek ağırlığı faiz indirimi sürecinden sağlanacak potansiyel faydayı sınırlayabilecek bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

- **2025 yılı için yıllık bazda %68 kar artışı öngörüyoruz.** 38,5 TL hedef fiyat ile "AL" tavsiyesi veriyoruz; bu da %41 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Hisse, 2025 tahminlerine göre 4,0x F/K ve 0,9x PD/DD çarpanlarıyla ve %26,1 özkaynak kârlılığı ile işlem görmektedir.
- **Banka, 2025 bütçesindeki orta %20 ortalama özkaynak kârlılığı hedefini korumaktadır.** Ancak, net faiz marjı hedefi için aşağı yönlü riskler bulunmaktadır. Olumlu tarafta, ücret gelirleri beklentilerin üzerinde gerçekleşmektedir. TL kredi-mevduat makasının 2Ç25'te daralması beklenirken, TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerin değerlendirme oranının %23,6'dan özel bankalar ortalaması olan %30 civarına revize edilmesi durumunda bu daralmanın telafi edileceği ve net faiz marjına yaklaşık 50 baz puan katkı sağlayacağı öngörülmektedir.
- **Sermaye kısıtları nedeniyle faiz indirimi döngüsünden sınırlı ölçüde fayda sağlayabilir.** Banka, kredi portföyünde yavaş fakat istikrarlı bir pazar payı artışı kaydetmektedir. Ancak, %14,2 seviyesindeki sermaye yeterlilik oranı büyüme kapasitesini kısıtlamakta ve hacim kaynaklı marj genişlemesinden elde edilebilecek potansiyel faydayı sınırlamaktadır. Ayrıca, bilançoda TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerin yüksek ağırlığa sahip olması, faizlerin gerilemesi durumunda faiz gelirlerinde aşağı yönlü baskı yaratabilecektir. Bu yapı, Vakıfbank'ın faiz indirimi sürecinden göreceli olarak daha az fayda sağlayabilecek bankalardan biri olmasına yol açmaktadır.
- **Ticari taksitli kredilerdeki yüksek yoğunlaşma, varlık kalitesi açısından risk oluşturmaktadır.** Kredi portföyünün %32'si ticari taksitli kredilerden oluşmakta olup, bu oran oldukça yüksektir. Ayrıca, %3,2 ile takip edilen bankalar arasında en zayıf toplam karşılık oranına sahiptir.
- **2. Grup kredilerde yıllık %56 ile en yüksek artış.** Bu durum, kredi riskinde ciddi artışa işaret etmektedir. Özellikle Covid sonrası ve deprem destek dönemlerinde kullanılan uygun faizli kredilerin, geri ödeme sürelerinin sona ermesiyle birlikte 2. Gruba geçiş yapabileceği ve kredi portföyünde baskı yaratabileceğini öngörüyoruz.
- **Vakıfbank, de-dolarizasyon konusunda rakiplerinin gerisindedir.** 2018'den bu yana döviz kredilerinin toplam kredilere oranı %38 seviyesinde sabit kalmıştır. Devam eden döviz kredi bağımlılığı, makroekonomik dalgalanma ortamında uzun vadeli aktif kalitesi riskleri oluşturabilir. 2025 yılı için kredi riski maliyetinin %1,2 seviyesine ulaşmasını bekliyoruz (Bütçe: %1,0).
- **Risk:** Beklenenden kötü TGA oluşumu ve TL'de sert değer kaybı.

Tavsiye:

AL

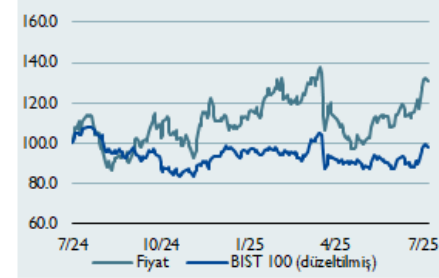
Hedef Fiyat:

TL 38,5

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksine göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	VAKBN.IS
Sektör	Bankacılık
Fiyat	TL 27.32
Piyasa değeri (TLm)	270,903
Şirket değeri (TLm)	-
Piyasa değeri (USDm)	6,789
Şirket değeri (USDm)	-
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	17.85
Halka açıklık (%)	6

BIST 100'e göre fiyat**BIST 100'e göre geçmiş performans (%)**

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	15.1	21.4	22.1
Endekse göre (%)	8.0	13.0	31.1

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & Co

Görelî fiyat grafiği 7 Temmuz 2025 tarihinde 10,108 kapanan BIST 100 endeksine karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti**Sevgi Onur**

Sevgi.Onur@unluco.com

+90 212 367 3668

Değerleme	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K (x)	11.3	10.8	6.7	4.0	2.6	1.7
PD/DD (x)	2.5	1.6	1.2	0.9	0.7	0.5
Hisse başına kar (TL)	3.4	2.5	4.1	6.8	10.6	15.7
Hisse başına temettü (TL)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.9
Temettü getirisi (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.4%
Rasyo Analizi	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş) (%)	6.0%	2.1%	2.2%	3.7%	4.7%	4.9%
TGA Oranı (%)	2.1%	1.3%	1.8%	3.1%	2.7%	2.2%
TGA Karşılık Oranı (%)	81.3%	81.4%	63.9%	63.0%	60.0%	65.0%
Kredi Riski Maliyeti (%)	2.5%	2.1%	0.3%	1.2%	1.0%	0.9%
Grup 2 Krediler Ağırlığı (%)	8.1%	7.7%	7.7%	8.9%	9.7%	9.7%
Grup 2 Krediler Karşılık Oranı (%)	24.4%	23.9%	19.7%	17.8%	16.9%	16.9%
Toplam Karşılık Oranı (%)	4.4%	4.1%	3.3%	4.1%	3.8%	3.6%
Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri (%)	60.2%	49.0%	63.4%	60.8%	60.2%	59.7%
Gider/Gelir (%)	18.1%	39.8%	40.3%	36.1%	36.4%	35.6%
Aktif Karlılığı (%)	1.8%	1.1%	1.2%	1.5%	2.0%	2.5%
Özkaynak Karlılığı (%)	30.2%	18.0%	20.7%	26.1%	29.9%	33.2%
Bilanço (TLm)	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Nakit Değerler ve Bankalar	297,468	436,525	839,344	819,815	974,599	1,163,716
Menkul Kıymetler	372,588	659,771	915,386	1,075,241	1,267,637	1,510,794
Canlı Krediler	933,451	1,499,288	2,009,402	2,623,654	3,211,436	3,968,732
TGA	20,274	19,823	36,667	83,024	88,719	87,963
Beklenen Karşılıklar	41,557	61,595	68,001	111,437	126,485	146,429
Diğer Aktifler	77,554	201,050	257,354	197,111	226,843	223,783
Toplam Aktifler	1,681,061	2,796,634	4,021,486	4,715,821	5,680,516	6,867,025
Mevduatlar	1,127,702	1,961,761	2,537,788	2,915,978	3,494,227	4,255,089
Para Piyasalarına Borçlar	132,532	132,363	507,549	540,649	625,467	726,142
Alınan Krediler	130,746	221,678	274,080	367,933	446,436	517,334
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	69,854	118,329	213,701	253,266	300,079	354,967
Diğer yükümlülükler	113,242	191,075	269,172	339,592	405,903	483,649
Özkaynaklar	106,985	171,428	219,194	298,402	408,404	529,844
Toplam Yükümlülükler	1,681,061	2,796,634	4,021,486	4,715,821	5,680,516	6,867,025
Gelir Gider (TLm)	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Net Faiz Gelirleri	73,715	51,955	98,976	160,736	243,315	301,454
Artış(y/y)	277%	-30%	91%	62%	51%	24%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	10,793	25,746	46,474	63,961	79,605	95,670
Artış(y/y)	140%	139%	81%	38%	24%	20%
Ticari kar	4,990	14,031	-9,362	11,465	3,994	9,147
Diğer Bankacılık Gelirleri	106,985	171,428	219,194	298,402	408,404	529,844
Faaliyet Brüt Karı	99,176	132,021	182,144	290,982	362,828	449,812
Faaliyet Giderleri	17,932	52,505	73,331	105,150	132,144	160,163
Artış(y/y)	89%	193%	40%	43%	26%	21%
Beklenen Zarar Karşılık Giderleri	26,865	49,961	45,370	94,705	79,979	67,520
Artış(y/y)	127%	86%	-9%	109%	-16%	-16%
Faaliyet Karı	37,095	25,212	56,515	90,678	150,305	221,729
İştirak Gelirleri	149	200	125	213	301	399
Vergi Öncesi Kar	37,244	25,412	56,639	90,891	150,606	222,127
Vergi Karşılığı	13,226	366	16,264	23,230	45,091	66,519
Net Kar	24,017	25,046	40,375	67,661	105,515	155,609

Kaynak: Şirket verileri, UNLU & Co analizleri ve banka tahminleri

8 Temmuz 2025

Yapi Kredi

Etkin aktif kalitesi yönetimi

Yapi Kredi, aktif kalitesi yönetiminde istikrar sinyalleri ve güçlü operasyonel verimliliğiyle olumlu ayrışıyor. 2024 yılında bireysel kredilerde uyguladığı proaktif yavaşlama stratejisinin ardından, banka 2025'in ilk çeyreğinde takipteki kredilerde sınırlı bir artış göstermiştir. Bu durum, TGA oluşturmada zirve seviyelere erken ulaşıldığı şeklinde yorumlanabilir. Banka sektör lideri vadesiz mevduat oranı, yaygın ve bireysel ağırlıklı mevduat kompozisyonu sayesinde yüksek fiyatlamaya esnekliği, maaş ödemesi yapılan müşteri segmentinde güçlü konumunun sağladığı sürdürülebilir gelir üretimi ve %90,7 seviyesindeki yüksek ücret ve komisyon gelirleri/Faaliyet giderleri oranı ile öne çıkıyor. Yapı Kredi'nin hem faiz indirimi döngüsüne hem de dalgalı makro ortama karşı dayanıklı ve esnek bir gelir yapısı sunduğunu düşünüyoruz.

- **Bankanın 2025 yılı için orta %20 maddi özkaynak kârlılığı hedefi, mevcut operasyonel ortam ve makro risklerle uyumlu ve ulaşılabilir görünmekte.** Kredi riski maliyetinin bütçelenen %1,50–1,75 aralığının üst sınırına yakın seyretmesini bekliyoruz. Öte yandan, marj iyileşmesinin bütçedeki 300 baz puanlık hedefin bir miktar gerisinde kalması muhtemel; bu da daha ölçülü bir toparlanma sürecine işaret ediyor.
- **2025 yılında özel bankalar arasında en yüksek kar artışını Yapı Kredi bankası için modelliyoruz. Yıllık bazda %96 kar artışı öngörüyoruz. 52,3 TL hedef fiyatla "AL" tavsiyesi veriyoruz; bu da %64 getiri potansiyeline işaret etmektedir.** Hisse, 2025 tahminlerine göre 4,7x F/K ve 1,1x PD/DD çarpanlarıyla ve %26,2 maddi özkaynak kârlılığı ile işlem görmektedir.
- **Bankanın 2025 yılında faiz indiriminden en fazla fayda sağlayan bankalardan biri olmasını bekliyoruz. Marjlarda 250 baz puanlık kayda değer bir iyileşme modelliyoruz.** 2024 yılındaki 370 baz puanlık zayıflamanın ardından gelen bu toparlanma, fonlama maliyetlerinde anlamlı normalleşmeye işaret ediyor. Yapı Kredi, %45'lik sektör lideri vadesiz mevduat oranı ve fiyat baskılarına karşı hassasiyeti görece düşük bireysel ağırlıklı mevduat yapısıyla marj toparlanmasından güçlü şekilde faydalanmaya aday. Bu toparlanma düzeyi, bankanın para politikası gevşemelerine olan yüksek duyarlılığını ve muhtemel daha avantajlı bir aktif yapısına yönelimi de yansıtıyor.
- **Yüksek bireysel kredi riski yoğunluğuna rağmen aktif kalitesi kontrol altında.** Yapı Kredi, rakipleri arasında en yüksek bireysel kredi yoğunluğuna sahip banka olup, ihtiyaç kredileri ve kredi kartları toplam kredilerin %38'ini oluşturuyor. Ancak ihtiyaç kredilerinin yaklaşık %65'i maaş müşterilerine kullanılmakta ve bu da geri ödeme performansında istikrarı desteklemektedir. 2024 yılı boyunca uygulanan bireysel kredilerdeki proaktif yavaşlama da, aktif kalitesi baskılarını hafifletmektedir. Net kredi riski maliyetinin bütçe beklentisi olan %1,50–1,75 seviyesinin üst bandına yakın gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu oran, özel bankalarda görülen %2,00–2,20 seviyelerinin altındadır.
- **2018'den bu yana döviz kredilerin ağırlığında dikkat çekici gerileme (dedolarizasyon) süreci.** Banka 2018'den beri döviz kredilerinin payını 16 puan azaltarak, takip ettiğimiz bankalar arasında en yüksek düşüşü kaydetmiştir. Ancak tüm bu dönüşüme rağmen, 1Ç25 itibarıyla döviz kredilerinin toplam kredilere oranı %33 seviyesinde olup, bu oran İş Bankası'nın ardından en yüksek ikinci seviye olarak öne çıkmaktadır. Bu durum, bankanın döviz riski yönetiminde ilerleme kaydetmiş olmakla birlikte, halen görece yüksek seviyedeki döviz kredi pozisyonu nedeniyle kur oynaklıklarına karşı daha dikkatli yönetilmesi gereken bir bilanço yapısına sahip olduğunu göstermektedir.
- **Riskler:** Beklenenden yüksek TGA oluşumu ve TL'de sert değer kaybı.

Tavsiye:

AL

Hedef Fiyat:

TL 52,3

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksine göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	YKBNK.IS
Sektör	Bankacılık
Fiyat	TL 31.92
Piyasa değeri (TLm)	269,630
Şirket değeri (TLm)	-
Piyasa değeri (USDm)	6,757
Şirket değeri (USDm)	-
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	160.31
Halka açıklık (%)	39

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	16.6	30.3	-3.9
Endekse göre (%)	9.4	21.3	3.2

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & Co

Görelî fiyat grafiği 7 Temmuz 2025 tarihinde 10,108 kapanan BIST 100 endeksine karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti

Sevgi Onur

Sevgi.Onur@unluco.com

+90 212 367 3668

Değerleme	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K (x)	5.1	4.0	9.3	4.7	3.1	2.1
PD/DD (x)	2.1	1.5	1.4	1.1	0.9	0.6
Hisse başına kar (TL)	6.2	8.1	3.4	6.7	10.3	15.1
Hisse başına temettü (TL)	0.1	0.9	1.2	0.0	1.3	2.5
Temettü getirisi (%)	0.4%	2.9%	3.8%	0.0%	4.2%	8.0%

Rasyo Analizi	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş) (%)	9.7%	5.5%	0.8%	3.3%	3.7%	3.6%
TGA Oranı (%)	3.4%	3.0%	3.1%	3.9%	3.6%	2.9%
TGA Karşılık Oranı (%)	76.1%	70.5%	65.9%	60.0%	65.0%	65.0%
Kredi Riski Maliyeti(%)	1.5%	0.1%	0.6%	1.8%	1.3%	0.9%
Grup 2 Krediler Ağırlığı (%)	13.2%	11.4%	11.7%	13.5%	14.8%	14.8%
Grup 2 Krediler Karşılık Oranı (%)	19.2%	14.8%	11.4%	11.2%	10.7%	10.7%
Toplam Karşılık Oranı (%)	6.0%	4.5%	3.8%	4.2%	4.2%	3.8%
Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri (%)	63.1%	74.2%	94.5%	91.4%	92.1%	93.4%
Gider/Gelir (%)	20.4%	32.1%	59.0%	47.3%	46.0%	45.3%
Aktif Karlılığı (%)	5.7%	4.8%	1.4%	2.1%	2.4%	2.8%
Özkaynak Karlılığı (%)	55.6%	44.6%	15.6%	26.2%	31.2%	34.6%

Bilanço (TLm)	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Nakit Değerler ve Bankalar	169,856	290,162	411,046	598,170	765,705	977,406
Menkul Kıymetler	241,041	401,500	503,025	564,851	682,417	882,329
Canlı Krediler	584,876	879,077	1,209,684	1,601,656	2,154,220	2,801,781
TGA	20,733	26,830	38,804	64,733	79,407	83,613
Beklenen Karşılıklar	36,062	40,535	47,102	70,377	94,763	109,735
Diğer Aktifler	76,258	127,377	209,729	256,320	284,090	327,118
Toplam Aktifler	1,108,094	1,738,651	2,380,586	3,091,374	3,981,195	5,098,368
Mevduatlar	672,765	1,036,470	1,267,908	1,710,607	2,220,952	2,852,237
Para Piyasalarına Borçlar	35,514	57,973	187,775	156,014	205,455	265,704
Alınan Krediler	107,288	212,862	347,321	364,551	457,282	578,617
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	40,540	77,702	129,311	208,251	257,377	323,374
Diğer yükümlülükler	125,729	174,793	255,466	411,831	524,221	656,524
Özkaynaklar	126,256	178,852	192,804	240,122	315,907	421,912
Toplam Yükümlülükler	1,108,094	1,738,651	2,380,586	3,091,374	3,981,195	5,098,368

Gelir Gider (TLm)	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Net Faiz Gelirleri	76,948	72,902	75,914	129,944	161,773	190,934
Artış(y/y)	239%	-5%	4%	71%	24%	18%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	14,134	34,482	73,097	100,348	126,541	152,322
Artış(y/y)	93%	144%	112%	37%	26%	20%
Ticari kar	8,988	19,911	-46,431	-33,336	-30,577	-31,060
Diğer Bankacılık Gelirleri	10,014	17,382	28,506	35,283	40,966	47,709
Faaliyet Brüt Karı	110,085	144,677	131,086	232,239	298,703	359,905
Faaliyet Giderleri	22,417	46,481	77,385	109,800	137,349	163,117
Artış(y/y)	118%	107%	66%	42%	25%	19%
Beklenen Zarar Karşılık Giderleri	15,663	23,772	35,695	62,448	61,311	41,843
Artış(y/y)	62%	52%	50%	75%	-2%	-32%
Faaliyet Karı	65,161	74,327	17,947	59,665	99,644	154,546
İştirak Gelirleri	3,153	8,225	11,780	13,858	16,857	19,504
Vergi Öncesi Kar	68,314	82,551	29,727	73,522	116,500	174,050
Vergi Karşılığı	15,569	14,542	710	16,751	29,893	46,364
Net Kar	52,745	68,009	29,017	56,772	86,607	127,686

Kaynak: Şirket verileri, UNLU & Co analizleri ve banka tahminleri

8 Temmuz 2025

TSKB

Ücret ve komisyon gelirleri büyümesinde normalleşme

Banka, %33 seviyesindeki dikkat çekici özkaynak kârlılığı ile güçlü bir kârlılık performansı sergilemektedir. Orta vadeli kârlılık, iştiraklerden sağlanan güçlü gelir katkılarıyla da desteklenmekte. Uzun vadeli ve döviz ağırlıklı fonlama yapısı, faizlerdeki oynaklığa karşı istikrar sağlamakta. Kredi portföyünde perakende kredilerin bulunmaması ise düzenleyici baskılardan korunmayı sağlamanın yanı sıra, aktif kalitesi üzerindeki riskleri de azaltmaktadır. 2025 yılı itibarıyla özkaynak kârlılığının %35 seviyesine ulaşması ve rakiplerin üzerinde seyretmeye devam etmesi beklenmektedir. Ayrıca, güçlü sermaye yeterlilik yapısı bankanın orta vadeli büyüme stratejisini sağlam temellere oturtmasına olanak vermektedir.

- Banka, 2025 yılı için %30 civarında özkaynak kârlılığı hedefini korurken, kredi riski maliyeti beklentisini <%75'ten <%50 seviyesine revize etmiştir. Bankanın İÇ25 sonuçları, genel olarak bütçe hedefleriyle uyumludur. Kredi riski maliyeti bütçe beklentilerinin oldukça altında seyretmektedir.
- 2025 yılı için yıllık bazda %33 kar artışı öngörüyoruz. 17,8 TL hedef fiyat ile "AL" tavsiyesi veriyoruz; bu da %38 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Hisse, 2025 tahminlerine göre 2,7x F/K ve 0,8x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmekte olup, 2025T özkaynak kârlılığı %34,5 seviyesindedir.
- Ücret ve komisyon gelirlerinde normalleşme. 2025'in ilk çeyreğinde ücret gelirleri, kurumsal bankacılık ve birleşme-devralma işlemlerindeki yavaşlamaya paralel olarak çeyreklik bazda %30 düşüş gösterdi ve mevduat bankalarının aksine bir trend sergiledi. Yıllık düşüş %45 seviyesine ulaştı; bu da bütçedeki enflasyon oranında artış beklentisinin oldukça altında kaldı. Operasyonel giderlerdeki artış, personel giderlerindeki yavaşlama sayesinde çeyreklik bazda sadece %8 oldu; yıllık bazda ise %42 arttı.
- Marj toparlanmasından sınırlı fayda sağlayacak bir pozisyonda. Döviz ağırlıklı ve uzun vadeli fonlama yapısı nedeniyle, faizlerin düşüş eğiliminde olduğu ortamda net faiz marjında görece durağan bir seyir bekliyoruz; bu durum mevduat bankalarının aksine bir eğilim arz etmektedir. Krediler, fonlamaya kıyasla daha hızlı yeniden fiyatlanırken, bankanın bilançosunda kredilerin payı oldukça yüksek seviyede (%72) bulunmaktadır. Öte yandan, TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerin portföydeki ağırlığı görece sınırlıdır. 2025 yılı için net faiz marjının yaklaşık %6 seviyesine ulaşması öngörülmektedir.
- Azalan karşılık giderleri sayesinde negatif kredi riski maliyeti, 3. Grup kredi karşılık oranı ile sektör lideri. İÇ24'ten bu yana TGA oluşumu bulunmamaktadır. TGA oranı çeyreklik bazda 50 baz puan düşerek %1,7 seviyesine gerilemiştir; bu, rakipler arasında en düşük seviyedir ve güçlü tahsilatlar ile kredi büyümesiyle desteklenmektedir. 116 milyon dolar tutarındaki büyük montanlı bir kredi dosyası tahsil edilmiştir. Kredi riski maliyeti 2025 yılı için güncellenen <50 baz puanlık bütçe beklentisine karşılık -73 baz puan olarak gerçekleşmiştir. Toplam karşılık oranı %4,2 seviyesindedir. 2. Grup krediler için karşılık oranı çeyreklik bazda 10 baz puan azalarak %34,8, 3. grup krediler için ise 280 baz puan artarak %90,3 seviyesine ulaşmıştır ve bu oran sektörün en yükseğidir. 2. Grup kredilerin toplam kredilere oranı da çeyreklik bazda 40 baz puan azalarak %6,2 olmuştur. Kredi riski maliyetini bütçe beklentisi olan <50bp seviyesinin üst bandına yakın seyretmesini bekliyoruz; bu, özel bankalardaki 200–220bp seviyelerinin çok altındadır.
- Riskler: Beklenenden daha kötü yeni TGA oluşumu ve TL'de sert değer kaybı.

Tavsiye:

AL

Hedef Fiyat:

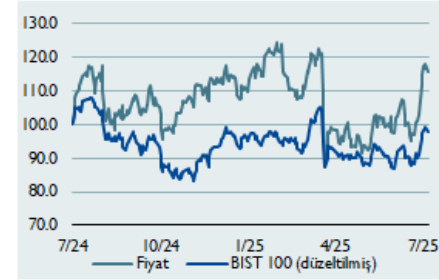
TL 17,8

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksinde göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	TSKB.IS
Sektör	Bankacılık
Fiyat	TL 12.90
Piyasa değeri (TLm)	36,120
Şirket değeri (TLm)	-
Piyasa değeri (USDm)	905
Şirket değeri (USDm)	-
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	7.25
Halka açıklık (%)	39

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	13.2	22.7	5.8
Endekse göre (%)	6.2	14.2	13.6

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & Co

Görel fiyat grafiği 7 Temmuz 2025 tarihinde 10,108 kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti

Sevgi Onur

Sevgi.Onur@unluco.com

+90 212 367 3668

Değerleme	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
F/K (x)	8.9	5.1	3.6	2.7	1.8	1.3
PD/DD (x)	2.8	1.7	1.1	0.8	0.6	0.4
Hisse başına kar (TL)	1.4	2.5	3.6	4.8	7.1	10.0
Hisse başına temettü (TL)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.4
Temettü getirisi (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.4%	10.9%
Rasyo Analizi	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş) (%)	7.6%	7.5%	8.0%	6.0%	6.2%	6.3%
TGA Oranı (%)	2.9%	3.0%	2.2%	1.6%	1.4%	1.3%
TGA Karşılık Oranı (%)	92.0%	78.0%	87.5%	92.1%	90.3%	83.2%
Kredi Riski Maliyeti(%)	2.5%	1.9%	-0.2%	0.5%	0.4%	0.2%
Grup 2 Krediler Ağırlığı (%)	12.1%	9.8%	6.6%	6.8%	7.4%	7.4%
Grup 2 Krediler Karşılık Oranı (%)	27.5%	31.1%	35.3%	36.2%	34.5%	34.5%
Toplam Karşılık Oranı (%)	6.9%	6.3%	4.8%	4.4%	4.2%	4.0%
Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri (%)	31.4%	39.1%	23.9%	13.8%	16.6%	18.7%
Gider/Gelir (%)	6.5%	9.2%	14.9%	17.2%	16.7%	15.5%
Aktif Karlılığı (%)	4.1%	4.8%	5.0%	4.8%	5.0%	5.2%
Özkaynak Karlılığı (%)	41.1%	41.2%	37.6%	34.5%	36.5%	37.7%
Balance Sheet (TLm)	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Nakit Değerler ve Bankalar	4,169	7,708	10,553	8,960	12,759	17,470
Menkul Kıymetler	23,880	28,987	43,956	59,259	82,414	101,652
Canlı Krediler	77,567	125,746	162,327	245,165	349,513	475,442
TGA	2,327	3,939	3,673	3,994	4,799	6,069
Beklenen Karşılıklar	5,499	8,228	8,047	10,931	14,917	19,354
Diğer Aktifler	9,960	14,444	14,424	15,399	16,544	17,155
Toplam Aktifler	115,575	176,884	231,260	328,782	461,230	611,719
Para Piyasalarına Borçlar	1,443	2,481	3,281	19,731	27,059	34,090
Alınan Krediler	70,814	106,851	124,001	190,358	285,531	379,466
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	21,048	32,227	51,562	49,909	57,887	79,263
Sermaye Benzeri Borçlanma	3,829	6,043	10,801	13,094	15,783	18,215
Diğer yükümlülükler	5,660	7,870	9,138	10,194	12,417	13,961
Özkaynaklar	12,782	21,412	32,479	45,496	62,554	86,723
Toplam Yükümlülükler	115,575	176,884	231,260	328,782	461,230	611,719
Gelir Gider (TLm)	2022A	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T
Net Faiz Gelirleri	6,735	10,234	15,105	16,590	23,810	31,686
Artış(y/y)	135%	52%	48%	10%	44%	33%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	158	453	514	450	736	1,043
Artış(y/y)	124%	186%	13%	-12%	63%	42%
Ticari kar	801	1,698	-2,075	192	960	1,601
Diğer Bankacılık Gelirleri	93	236	888	1,663	1,146	1,712
Faaliyet Brüt Karı	7,788	12,622	14,432	18,895	26,652	36,042
Faaliyet Giderleri	505	1,160	2,147	3,254	4,443	5,582
Artış(y/y)	92%	130%	85%	52%	37%	26%
Beklenen Zarar Karşılık Giderleri	2,537	3,198	561	966	766	597
Artış(y/y)	75%	26%	-82%	72%	-21%	-22%
Faaliyet Karı	4,143	7,393	11,392	14,646	21,404	29,823
İştirak Gelirleri	998	1,899	2,287	3,012	4,763	7,243
Vergi Öncesi Kar	5,141	9,292	13,679	17,658	26,167	37,065
Vergi Karşılığı	1,086	2,251	3,544	4,217	6,421	8,947
Net Kar	4,055	7,041	10,135	13,441	19,745	28,118

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co analizleri ve banka tahminleri

Bahsi geçen şirketler (7 Temmuz 2025) kapanış fiyatlarıyla)

Akbank (AKBNK.IS, Tavsiye: Al)

Garanti Bank (GARAN.IS, Tavsiye: Al)

Halkbank (HALKB.IS, Tavsiye: Tut)

İş Bankası (ISCTR.IS, Tavsiye: Al)

Vakıfbank (YAKBN.IS, Tavsiye: Al)

Yapı Kredi (YKBNK.IS, Tavsiye: Al)

TSKB (TSKB.IS, Tavsiye: Al)

Beyan Eki

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

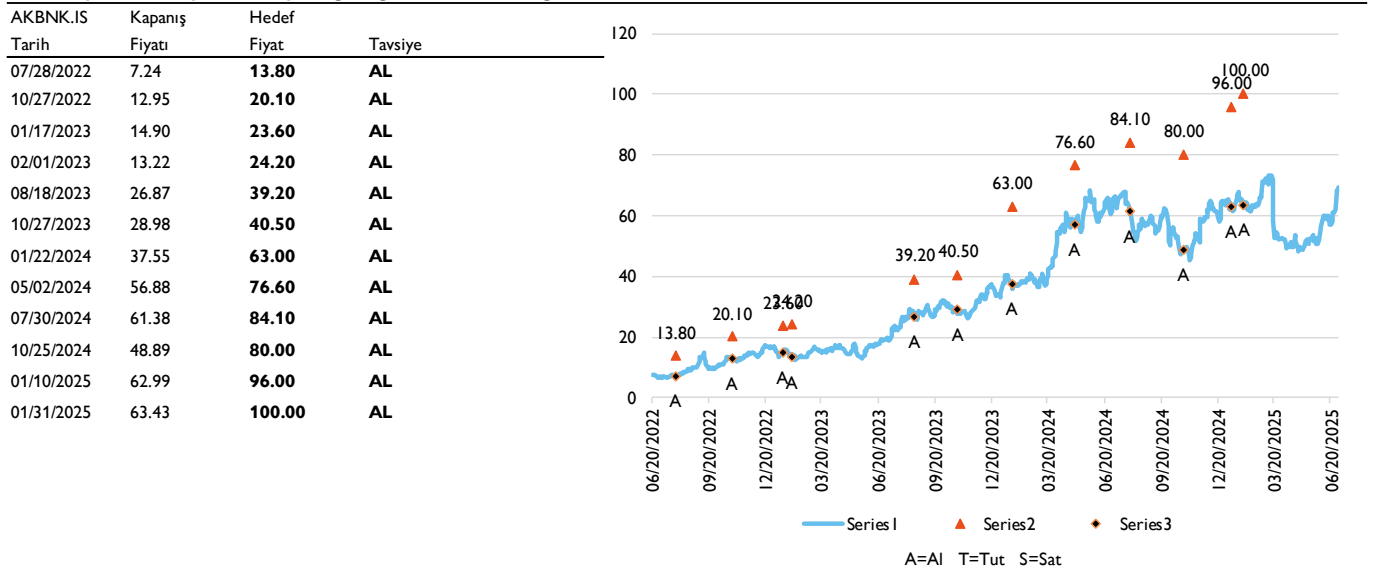
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

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.

Sevgi Onur 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).

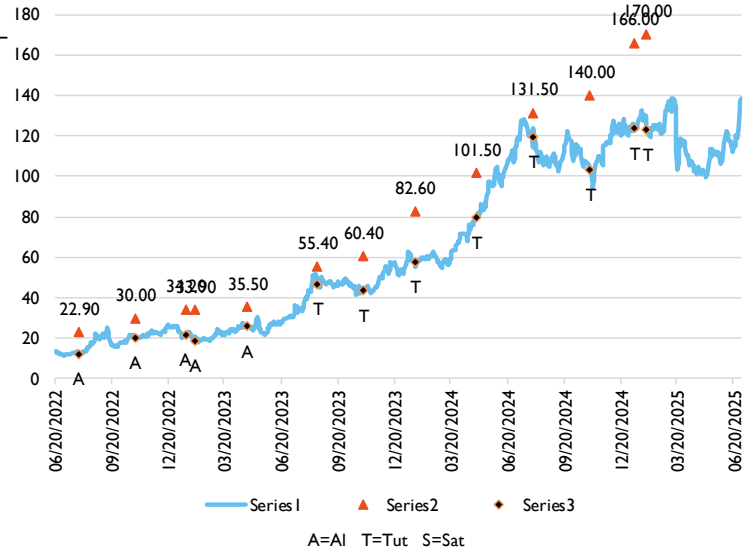
Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

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



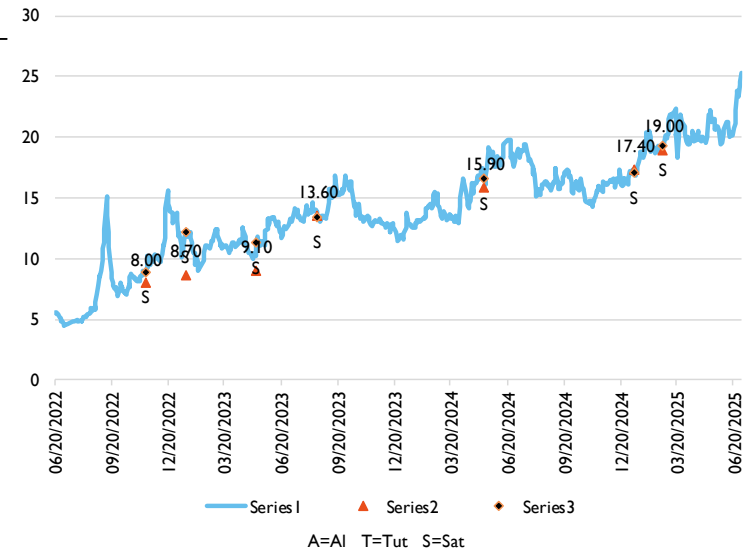
3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği GARAN.IS

GARAN.IS	Kapanış	Hedef	
Tarih	Fiyatı	Fiyat	Tavsiye
07/29/2022	12.44	22.90	AL
10/28/2022	20.07	30.00	AL
01/17/2023	21.76	34.20	AL
02/02/2023	18.75	33.90	AL
04/27/2023	25.82	35.50	AL
08/18/2023	46.71	55.40	TUT
10/31/2023	43.35	60.40	TUT
01/22/2024	57.55	82.60	TUT
04/30/2024	79.51	101.50	TUT
07/31/2024	119.39	131.50	TUT
10/31/2024	103.09	140.00	TUT
01/10/2025	123.53	166.00	TUT
01/31/2025	122.76	170.00	TUT



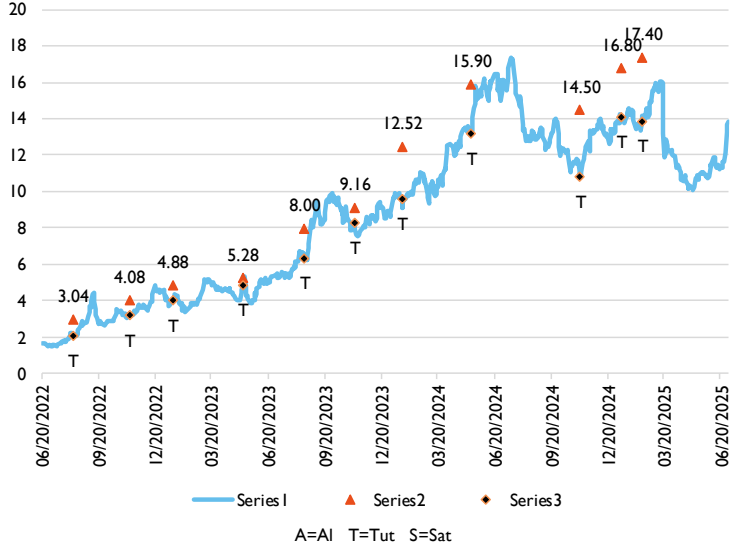
3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği HALKB.IS

HALKB.IS	Kapanış	Hedef	
Tarih	Fiyatı	Fiyat	Tavsiye
11/14/2022	8.95	8.00	SAT
01/17/2023	12.25	8.70	SAT
05/11/2023	11.33	9.10	SAT
08/18/2023	13.48	13.60	SAT
05/13/2024	16.58	15.90	SAT
01/10/2025	17.11	17.40	SAT
02/26/2025	19.39	19.00	SAT



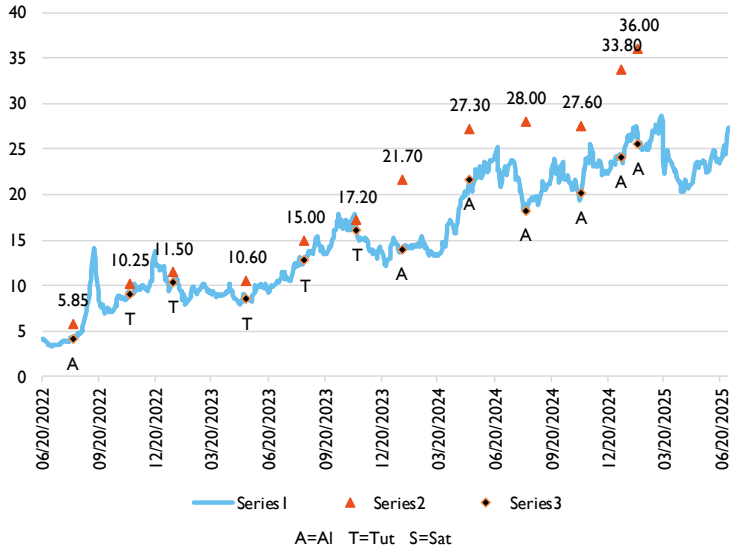
3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği ISCTR.IS

ISCTR.IS	Kapanış	Hedef	Tavsiye
Tarih	Fiyatı	Fiyat	Tavsiye
08/09/2022	2.13	3.04	TUT
11/08/2022	3.23	4.08	TUT
01/17/2023	4.07	4.88	TUT
05/10/2023	4.93	5.28	TUT
08/18/2023	6.38	8.00	TUT
11/07/2023	8.30	9.16	TUT
01/22/2024	9.61	12.52	TUT
05/13/2024	13.19	15.90	TUT
11/05/2024	10.83	14.50	TUT
01/10/2025	14.15	16.80	TUT
02/13/2025	13.90	17.40	TUT



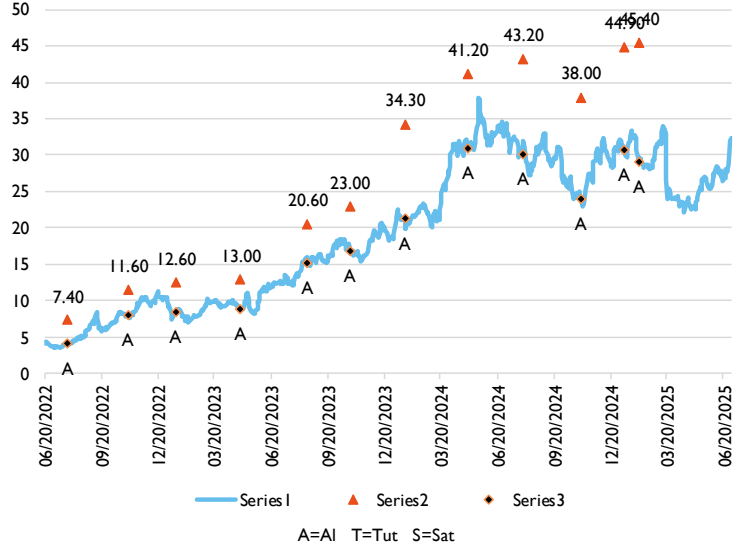
3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği VAKBN.IS

VAKBN.IS	Kapanış	Hedef	Tavsiye
Tarih	Fiyatı	Fiyat	Tavsiye
08/09/2022	4.23	5.85	AL
11/08/2022	9.16	10.25	TUT
01/17/2023	10.45	11.50	TUT
05/16/2023	8.60	10.60	TUT
08/18/2023	12.81	15.00	TUT
11/10/2023	16.19	17.20	TUT
01/22/2024	14.03	21.70	AL
05/10/2024	21.76	27.30	AL
08/09/2024	18.32	28.00	AL
11/07/2024	20.20	27.60	AL
01/10/2025	24.12	33.80	AL
02/07/2025	25.58	36.00	AL



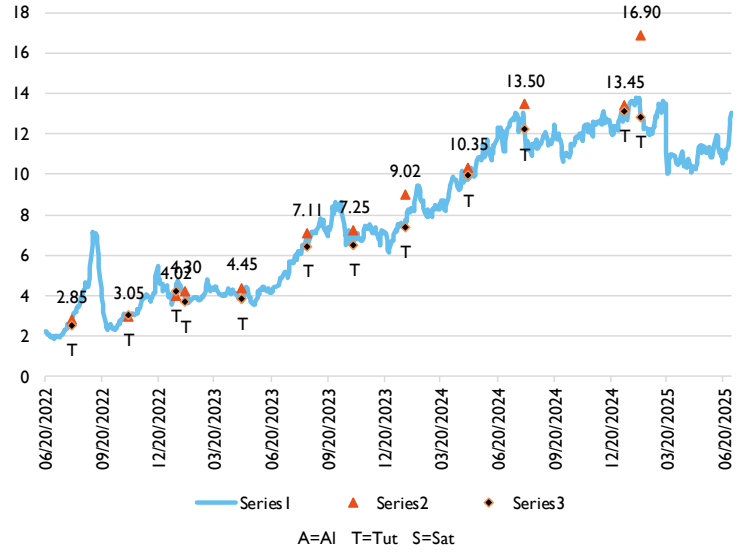
3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği YKBNK.IS

YKBNK.IS	Kapanış	Hedef	Tavsiye
Tarih	Fiyatı	Fiyat	Tavsiye
07/27/2022	4.23	7.40	AL
11/01/2022	8.13	11.60	AL
01/17/2023	8.60	12.60	AL
05/02/2023	8.96	13.00	AL
08/18/2023	15.24	20.60	AL
10/25/2023	16.90	23.00	AL
01/22/2024	21.30	34.30	AL
05/03/2024	30.96	41.20	AL
07/31/2024	30.20	43.20	AL
11/01/2024	24.06	38.00	AL
01/10/2025	30.70	44.90	AL
02/03/2025	29.12	45.40	AL



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

TSKB.IS	Kapanış	Hedef	Tavsiye
Tarih	Fiyatı	Fiyat	Tavsiye
08/02/2022	2.61	2.85	TUT
11/02/2022	3.12	3.05	TUT
01/17/2023	4.27	4.02	TUT
02/02/2023	3.76	4.30	TUT
05/04/2023	3.88	4.45	TUT
08/18/2023	6.50	7.11	TUT
11/01/2023	6.56	7.25	TUT
01/22/2024	7.46	9.02	TUT
05/03/2024	9.98	10.35	TUT
08/02/2024	12.25	13.50	TUT
01/10/2025	13.16	13.45	TUT
02/05/2025	12.88	16.90	TUT



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	Al	Tut	Sat	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	69	31	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: TL106.3 (AKBNK.IS)

Metod: Ekonomik Katma Değer Analizi

Riskler: Beklenenden daha sert TGA oluşumu, TL'de sert değer kaybı

Hedef Fiyat: TL208.8 (GARAN.IS)

Metod: Ekonomik Katma Değer Analizi

Riskler: Beklenenden daha sert TGA oluşumu, TL'de sert değer kaybı

Hedef Fiyat: TL31 (HALKB.IS)

Metod: Ekonomik Katma Değer Analizi

Riskler: Perakende dışı kredilerde beklenenden daha sert TGA oluşumu, TL'de sert değer kaybı

Hedef Fiyat: TL21.1 (ISCTR.IS)

Metod: Ekonomik Katma Değer Analizi

Riskler: Beklenenden daha sert TGA oluşumu, TL'de sert değer kaybı

Hedef Fiyat: TL38.5 (VAKBN.IS)

Metod: Ekonomik Katma Değer Analizi

Riskler: Perakende dışı kredilerde beklenenden daha sert TGA oluşumu, TL'de sert değer kaybı

Hedef Fiyat: TL52.3 (YKBNK.IS)

Metod: Ekonomik Katma Değer Analizi

Riskler: Beklenenden daha sert TGA oluşumu, TL'de sert değer kaybı

Hedef Fiyat: TL17.8 (TSKB.IS)

Metod: Ekonomik Katma Değer Analizi

Riskler: Perakende dışı kredilerde beklenenden daha sert TGA oluşumu, TL'de sert değer kaybı

*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 yanıltıcı 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	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
Halkbank	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
İş Bankası	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
Vakıfbank	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
Yapı Kredi	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.