

Bankacılık Sektör Raporu

Eylül 2023

Bankacılık sektör raporu

- **Araştırma kapsamımızdaki bankalar için tahminlerimizi ve değerlememizi** ekonomideki kademeli normalleşme çabaları ve bankalara ilişkin regülasyonlar ışığında güncelledik. Bankalar için güncel tahminlerimiz, yıl sonunda yüzde 32,5 politika faizi, yüzde 70 TÜFE beklentimiz ve yüzde 30 vergi oranı güncellemesini içeriyor.
- **Kredi-mevduat makası ve NFM toparlanmasının 4Ç23'ten itibaren daha belirgin olması beklenebilir.** Öte yandan, 1Ç24'te gerçekleşmesi beklenen yerel seçimler sıkılaştırma adımlarını yavaşlatabilir ancak seçim sonrasında bu adımların artan hızla sürmesi beklenebilir.
- **Araştırma kapsamımızdaki 7 banka için 2023 kar tahminlerini ortalama yüzde 15 artırdık.** Yeni tahminlerimiz yüzde 31 öz sermaye getirisine işaret ediyor. Bu seviye bankaların tüm yıl için beklentilerinin hafif üzerindedir.
- **Yenilenmiş 2023 beklentilerimiz 0,92x PD/DD ve 3,4x F/K çarpanlarına, 2024 beklentilerimiz ise 0,73x PD/DD ve 2,8x F/K çarpanlarına işaret etmektedir.**
- **Bankalar yıl başından bu yana ana endeksteki yüzde 39 artışın üzerinde yüzde 50 getiri sağladı.** Seçim sonrası yükselişte bankacılık endeksi 8 Eylül'e kadarki dönemde yüzde 100'ün üzerinde yükseldi, ancak sonrasında yaklaşık yüzde 10 geriledi. Araştırma kapsamımızdaki 7 bankanın dolar cinsinden toplam piyasa değeri son 14 ayda yüzde 100'ün üzerinde arttı. Bu güçlü performansa rağmen, sektörün PD/DD ve F/K çarpanları hem geçmiş dönem hem de benzer gelişmekte olan ülke çarpanlarına göre iskontolu işlem görüyor. Kısa vadede teknik düzeltme devam edebilir. Ancak, orta vade için sektöre ilişkin olumlu görüşe sahibiz. Öngörülebilirlikte kademeli iyileşme ve olası kredi notu artışları uluslararası kurumsal yatırımcının sektöre ilgisini tekrar çekebilir.

- Güncel fiyat hedeflerimiz araştırma kapsamımızdaki bankalar için ortalama yüzde 41 yükseliş potansiyeline işaret ediyor.
- Akbank, Yapı Kredi ve Garanti için AL tavsiyemizi koruyoruz. Akbank ve Yapı Kredi'yi en beğendiğimiz hisseler arasında tutmaya devam ediyoruz. Yakın zamandaki güçlü performans İş Bankası'nda yükseliş potansiyelini kısıtladı. Ancak, iştirakleri tek çatı altında toplama planı hisseye ilgiyi bir süre yüksek tutacaktır. İş Bankası için tavsiyemizi AL'dan NÖTR'e güncelliyoruz. TSKB için AL önerisinde bulunurken, Halkbank ve Vakıfbank için NÖTR tavsiyemiz sürüyor.

Hisse	Tavsiye - Yeni	Tavsiye - Eski	Fiyat	HF - Önceki	HF - Yeni	Potansiyel	10 Yıllık Performans		Günlük Hacim (12-A,US\$mn)	Halka Açıklık	BIST100 Ağırlık
							Min.	Max.			
AKBNK	AL	AL	28.54	27.00	43.00	51%	3.64	32.62	166	52%	3.8%
GARAN	AL	AL	49.60	40.00	65.00	31%	4.62	55.85	99	14%	1.4%
HALKB	NÖTR	NÖTR	15.79	14.00	17.00	8%	4.18	16.92	56	9%	0.5%
ISCTR	NÖTR	AL	21.82	24.00	26.00	19%	1.32	24.70	160	33%	3.3%
VAKBN	NÖTR	NÖTR	13.44	14.00	16.50	23%	3.06	15.44	62	6%	0.4%
YKBNK	AL	AL	15.94	15.50	24.00	51%	1.33	17.26	167	39%	2.6%
TSKB	AL	-	7.10	-	9.50	34%	0.64	7.88	29	39%	0.4%

TRL mn		F/K		PD/DD		Öz sermaye karlılığı	
		2023T	2024T	2023T	2024T	2023T	2024T
AKBNK	ICBC	2.38	2.07	0.74	0.74	35%	31%
	Konsensüs	2.93	3.50	0.85	0.70	31%	23%
GARAN	ICBC	3.13	2.70	0.95	0.74	36%	31%
	Konsensüs	3.55	3.13	1.05	0.82	32%	28%
HALKB	ICBC	6.68	4.58	0.98	0.81	17%	19%
	Konsensüs	5.94	5.94	0.86	n/a	15%	16%
ISCTR	ICBC	3.47	3.04	1.05	0.85	31%	31%
	Konsensüs	3.73	3.06	0.92	0.71	28%	24%
VAKBN	ICBC	5.24	3.32	1.00	0.77	21%	26%
	Konsensüs	4.66	2.79	0.82	0.67	18%	20%
YKBNK	ICBC	2.72	2.21	0.82	0.63	34%	32%
	Konsensüs	2.96	2.72	0.83	2.72	36%	31%
TSKB	ICBC	2.72	2.51	0.96	0.74	44%	33%
	Konsensüs	3.12	2.67	0.99	0.74	45%	38%

Akbank - Hızlı kredi yeniden fiyatlaması, güçlü sermaye, düşük kaldıraç

Kısa süreli vade uyumsuzluğu. Kredilerin yüzde 80'i 2023 yılı sonuna kadar yeniden fiyatlanacak. Bu da çekirdek kredi-mevduat makasında hızlı toparlanmayı destekleyecek. Güçlü sermaye yapısı ve düşük kaldıraç seviyesi, 2023 yılının ikinci yarısında ve 2024 yılında büyüme için sağlıklı bir altyapı sağlıyor.

Yüzde 30'un üstünde öz sermaye karlılığı. Banka, 2023 yılının ilk yarısına hakim olan, çekirdek makas için zorlayıcı unsurları güçlü alım-satım kazançları ve komisyon gelirleri ile telafi etmeyi başardı. Yılın ikinci yarısında alım-satım karlarının yerini çekirdek makasın genişlemesi ve TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerin yüksek getirisi alacaktır. 2024 yılında çekirdek makas kademeli olarak açılırken, faaliyet giderleri, risk maliyeti ve alım-satım gelirlerinin normalleşeceği bir yıl olacaktır. Bankanın 2023 yılsonu özsermaye karlılığının hedeflerin üstünde yüzde 35 düzeyinde, 2024 yılında da yüzde 30'un üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Sermaye yeterlilik oranları en yüksek olan banka. Yüzde 17,1 SYR ve yüzde 14,9 çekirdek sermaye oranı ile Akbank incelediğimiz bankalar arasında en yüksek sermaye yeterliliğine sahip bankadır. Bankanın 55,7 milyar TL fazla sermayesi gelecek dönem büyümesi için çok önemli bir destektir.

Değerleme. Akbank'ın 2024T F/K oranı 2,1x, PD/DD oranı ise 0,58x olup her iki oran da benzerlerine göre iskontoludur. Güçlü sermaye ve karlılık yapısının yanı sıra halihazırda halka açıklık oranı en yüksek banka olması, likidite anlamında kurumsal yatırımcıların tercihlerinde pozitif bir faktör olarak sıralanabilir. Güncellediğimiz 43,00 TL yeni hedef değer, yüzde 51 yükselme potansiyeline işaret etmektedir. Banka için AL önerimizi koruyoruz.

Garanti - Görece güçlü ana faaliyet karlılığı

Güçlü karlılık. İncelediğimiz bankalar arasında Garanti'nin 2023 yılında en yüksek özsermaye karlılığına ulaşmasını bekliyoruz. Bankanın başarılı bir şekilde kredi portföyünü kısa vadeye geçirmesi ve fiyatlama seviyesi çekirdek kredi-mevduat makasını görece daha iyi korumasına destek oldu. Görece kısa vade uyumsuzluğu, kredi portföyünün hızlı fiyatlanmasına ve çekirdek marjlarda toparlanmaya destek olacak. 2023 ve 2024 yıllarında Garanti'nin en yüksek NFM elde eden bankalardan biri olacağını tahmin ediyoruz. Benzer şekilde 2023 ve 2024 yıllarında özsermaye ve aktif karlılığı en yüksek banka olacağını düşünüyoruz.

Muhafazakar karşılık politikası devam ediyor. 2023'ün ikinci yarısında ve 2024 yılında karşılıklarda kademeli bir normalleşme beklenmektedir. Bankanın halihazırda varolan 6 milyar TL serbest karşılığı aktif kalitesi ile ilgili 2024 yılında oluşabilecek olası dalgalanmalara karşı önemli bir rezervdir.

Güçlü sermaye yapısı ve düşük kaldıraç seviyesi gelecek dönem büyümesini destekleyecek. Bankanın 2Ç23 itibariyle konsolide bazda 49 milyar TL fazla sermaye fazlası vardır. Yüzde 72'ye gerilemiş kredi/mevduat oranı ve düşük (8,9x) kaldıraç seviyesi ile faizlerin yükseldiği bir dönemde pazar payını artırabilecek bilanço avantajlarına sahiptir.

Tarihsel olarak primli işlem görüyor. Halka açıklık oranı önemli ölçüde azalmış olsa da günlük işlem hacmi güçlü seyrediyor. Bankanın 2023T PD/DD, benzerlerine göre hafif primli işlem görüyor. Güncellediğimiz hedef değer, yüzde 31 yükselme potansiyeline işaret ederken banka için AL önerimizi koruyoruz. 2024T 0,74x PD/DD benzerlerinin ortalaması seviyesindedir.

İş Bankası - Yeni yüzyıl için yapılıyor

İştiraklerin ayrı bir çatıda toplanması önümüzdeki birkaç yılın hikayesi olacak. Ağustos ayında İş Bankası iştiraklerini ayrı bir holding çatısı altında toplayacağını açıkladı. Yeni yapılanma ile grubun daha fazla sinerji yaratması, verimlilik ve etkinlik artışı ve sermayenin daha etkin kullanımı hedefleniyor. Yeni kurulacak holdingin potansiyel halka arzı hem serbest sermaye artışı sağlanabilir hem de zamanla iştirak portföyünün değerinin açığa çıkmasına katkı sağlayabilir.

Son KKM dönüşüm kurallarından daha az etkilenebilir. En yüksek mevduat tabanına sahip İş Bankası, mevduat piyasasında yaşanan yoğun rekabete 2023 yılının başlarında katılmamış ve benzerlerinden daha fazla sabit getirili menkul kıymet (SGMK) almak zorunda kalmıştı. Toplam mevduatın içinde TL payına dair düzenlemenin kalkması ile bankanın açığa çıkan SGMK portföyü, yeni düzenlemelerle belirlenen hedeflere erişilememesi durumunda kullanılabilir, bu da önümüzdeki dönemde bankaya mevduat fiyatlamasında avantaj sağlayabilir.

Tüketici kredilerinin görece daha düşük paya sahip olması önümüzdeki dönemde hem aktif kalitesinde hem de toplam kredi yeniden fiyatlamasında rakiplerine göre avantajlı bir baz oluşturuyor.

Bankanın verimlilik artışında daha gidecek yolu var. Bankanın EYT ile yüzde 13 civarında azalan personel sayısı 2024'ten itibaren giderlere olumlu yansıtacaktır. Maliyet/gelir oranında önümüzdeki yıllarda iyileşmenin devam etmesi beklenmektedir.

Haber etkisi fiyata yansıdı, şimdi yeni gelişmeler takip edilecek. İştirak portföyünün ayrılması haberiyle ISCTR kısa sürede yüzde 30 yükseldi ve bizim hedef değerimize ulaştı. Revize ettiğimiz hedef değer de sınırlı bir yükseliş potansiyeli içeriyor. Bu aşamada hisse için önerimizi AL'dan TUT'a revize ediyoruz.

Yapı Kredi - Halka açıklık ve işlem hacmi arttı

Bankanın sektördeki konumu güçlendi. Yapı Kredi, 2020 yılından bu yana küçük montanlı kredi ve mevduat segmentlerinde pazar payını artırırken, karlılık ve içsel sermaye üretimi de bu artışa eşlik etti. Bu başarılı performans, 2020-2022 yılları arasında BIST100'e göre yüzde 25 daha iyi bir performansla ödüllendirildi.

Güçlenen SYR ve genişleyen müşteri tabanı, pazar payı kazanımını destekleyebilir. Yapı Kredi, sektördeki en yüksek sermaye yeterlilik rasyolarından birine sahip ve ayrıca, bankanın kaldıraç oranı nispeten daha düşük ve aktif kalitesi görece daha iyidir. Banka, son yıllardaki makroekonomik dalgalanmaları başarıyla yönetirken, makro ortamın normalleşmesi durumunda pazar payı elde etmek için iyi bir konuma sahiptir.

Güçlü TÜFEX portföyü 2Y23 net faiz marjını destekleyecek. Yapı Kredi, 2Ç23 itibarıyla özkaynaklarının yüzde 87'sini oluşturan TÜFEX portföyüne sahiptir. Bu portföy, araştırma kapsamımızdaki özel bankalar arasında en yüksek seviyedir. Portföy, 2Y23'te yüzde 40 Ekim TÜFE varsayımıyla değerlendirilirken, enflasyonun daha yukarıda gerçekleşmesi yılın son çeyreğinde yüksek TÜFEX geliri katkısı sağlayacaktır.

Yapı Kredi hisseleri benzerlerine göre iskontolu işlem görüyor. Yapı Kredi, 2024 beklentilerimize göre 2,2x F/K çarpanı ve 0,63x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir. Hisseler son 3 ayda benzerlerinin ve bankacılık endeksinin altında performans gösterdi. Halka açıklıktaki artışın ardından ortalama günlük işlem hacmi yaklaşık yüzde 30 arttı. Bu artış, Yapı Kredi'yi bankacılık sektörünün temsili hisse senetlerinden biri haline getirebilir.

Halkbank - Mütevazi kredi büyümesi ile marjlar toparlanacak

Güçlü bir yılın ardından kredi büyümesi azalabilir. 2020 yılında olduğu gibi 2023'ün ilk yarısında da kredi büyümesinde kamu bankaları kilit rol oynadı. Halkbank'ın 2023 yılını TL kredilerde yüzde 67'nin üzerinde büyümenin etkisiyle toplam kredilerde yüzde 65'lik bir büyümeyle kapatması bekleniyor. Ticari kredi faizinde tavan uygulamasının kademeli olarak gevşetilmesiyle özel bankalar 4Ç23'ten itibaren ticari kredi piyasasına geri dönecek ve bu da kamu bankalarının ve dolayısıyla Halkbank'ın TL kredilerinde yavaşlamaya neden olabilecektir.

TL kredi-mevduat faizi makasında yavaş toparlanma. KOBİ kredilerinin TL krediler içindeki yüksek payı ve bireysel kredilerin ise sadece yüzde 14'lük bir paya sahip olması nedeniyle kredilerde tavan faiz uygulamasının olumsuz etkisi Halkbank için daha önemli oldu. TL kredi-mevduat makası yüzde -3,8'e gerilerken, NFM 2Ç23'te sadece yüzde 1 seviyesindeydi. Halkbank'ın kredi portföyünde KOBİ odağı göz önüne alındığında, kredi yeniden fiyatlamasının özel bankalara göre daha kademeli olmasını bekliyoruz. Kredi Garanti Fonu yoluyla sağlanan kredilerin boyutu ve deprem bölgesi odaklı büyüme potansiyeli, 2024 yılında kredi büyümesini ve marjları şekillendirecek.

Yüksek TÜFEX portföyü 2Y23'te net faiz marjını destekleyecek. Halkbank, araştırma kapsamımızdaki bankalar arasındaki en büyük TÜFE'ye endeksli menkul kıymet portföyüne sahip bankadır. Halkbank'ın TÜFEX portföyü özkaynaklarının yüzde 132'sine denk geliyor. Bankanın 2Ç23'te yüzde 50,8 olan TÜFE varsayımı diğer bankaların ortalamasının üzerindeydi. TÜFEX geliri vergi öncesi karın yüzde 183'ünü oluşturdu. Banka, TÜFEX değerlemesinde yıl sonu enflasyonunu kullanıyor. 2023 sonunda yüzde 65-70'lik bir TÜFE gerçekleşmesi, 2023 yılı TÜFEX gelirin önemli ölçüde katkıda bulunacaktır.

SYR sektör ortalamasının altındadır. Yüksek büyüme ve düşük marjlar 2023'ün ilk yarısında içsel sermaye üretimini sınırladı. Sermaye yeterlilik oranı, 2023 yılının ilk çeyreğinde TVF'nin 30 milyar TL'lik sermaye enjeksiyonu ile desteklendi. Ancak, SYR ve çekirdek sermaye yeterlilik oranları sırasıyla yüzde 13,3 ve yüzde 9,66 gerçekleşerek özel banka oranlarının altında yer kaldı.

Riskler. ABD'deki dava Halkbank hisseleri için önemli bir sorun olmaya devam ediyor. Hisse başına 17,00 TL'lik hedef fiyat ile NÖTR görüşümüzü sürdürürken, 2023 yılı beklentilerimiz 6,7x F/K ve 0,98x PD/DD çarpanlarına işaret ediyor.

Vakıfbank - TLREF'e endeksli krediler NFM'de normalleşmeye yardım edecek

Kredi büyümesi özel bankaların seviyesine gelecek. Vakıfbank, diğer kamu bankaları gibi 2023 yılında da TL kredilerini yüzde 55 artırdı. Vakıfbank'ın 2024 yılında beklenen enflasyon seviyesinde TL kredi büyümesi sağlamasını bekliyoruz, bu da özel bankaların TL kredi büyümesi seviyesine doğru bir yavaşlamaya işaret ediyor.

TL kredi-faiz makası üzerindeki baskı TLREF bağlantılı kredilerle hafifleyecek. Banka'nın TÜFE'ye endeksli menkul kıymet gelirleri sayesinde 2023'ü ılımlı bir net faiz marjı artışıyla kapatması bekleniyor. Kredi-mevduat faizi makası 2023'ün ilk yarısında negatif bölgeye kadar geriledi. Ancak değişken faizli kredilerin portföydeki payının yüksek olması nedeniyle Vakıfbank için makas normalleşmesinin daha hızlı olması bekleniyor. Bankanın TL kredilerinin yaklaşık yüzde 80'i değişken faizli ve TLREF'e bağlantılıdır. Bu nedenle kredi-mevduat faizi makası ve NFM normalleşmesinin diğer kamu bankalarına göre daha hızlı olması bekleniyor.

Karşılık oranı yeterli seviyede. Bankanın 2023'ü 170 baz puanlık net risk maliyeti ve yüzde 4'ün üzerinde bir toplam karşılık oranıyla bitireceğini tahmin ediyoruz. 2024'te risk maliyetinde hafif bir artış öngörüyoruz. Ayrıca bankanın sahip olduğu 6,7 milyar TL tutarında serbest karşılık sektördeki en yüksek seviyedir.

Nötr tavsiyemizi koruyoruz. Banka, 2023 tahminlerimize göre 1,00x PD/DDve 5,2 F/K çarpanlarıyla işlem görüyor ve 16,50'lik hedef fiyatımız Vakıfbank hisseleri için yüzde 23'lük sınırlı bir yükseliş potansiyeline işaret ediyor.

TSKB - Sürdürülebilirlik ön planda

TSKB'yi sektörde daha defansif bir hisse olarak görüyoruz. Marjların sürdürülebilirliği, fonlama tabanı, güçlü varlık kalitesi ve SYR ve sürdürülebilirliğe verilen önem, bankanın temel avantajlarıdır. Bankanın ön plana çıkan güçlü yanları TSKB hisselerinin son dönemdeki performansına yardımcı oldu. TSKB hisselerinde Haziran 2023'ten bu yana gerçekleşen yüzde 64'lük yükselişe rağmen yeni hedef fiyatımız yüzde 34'lük bir yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Hisse için AL önerisinde bulunuyoruz.

Benzersiz finansman tabanı banka için bir avantaj. TSKB, yükselen faiz ortamında daha öngörülebilir ve daha az dalgalı maliyet tabanı sağlayan uzun vadeli fonlama yapısıyla ön plana çıkıyor.

Güçlü marjlar. Mevduat bankalarından farklı olarak, TL fonlamanın toplam fonlama içindeki payının çok düşük olması nedeniyle son dönemde fonlama maliyetinde yaşanan artışın etkisi görece çok daha düşük olacaktır. Hem fonlama kaynaklarının hem de kredilerin uzun vadeli özellikleri, daha istikrarlı ve sürdürülebilir bir marj gelişiminin elde edilmesine yardımcı olacak. Ayrıca TL'nin değer kaybettiği dönemlerde bankanın marjları genişleme eğiliminde oluyor.

Görece iyi varlık kalitesi. Bankanın aktif kalitesi verileri oldukça güçlü seyrediyor. Takipteki kredi oranı yüzde 1,9 ile sektör ortalamasının altında ve bu kredilerin karşılık oranı teminatlar da dahil edildiğinde yüzde 95 seviyesindedir. Banka ayrıca 1,6 milyar TL serbest karşılığa sahiptir. İkinci ve üçüncü aşama kredilerin yüzde 59'u, üçüncü aşama kredilerin ise yüzde 96'sı yeniden yapılandırıldı. Faiz artışlarıyla birlikte ülke ekonomisinde yaşanabilecek olası bir yavaşlamanın 2023 yılında aktif kalitesinde bir miktar normalleşmeye yol açması muhtemel ancak TSKB'nin görece daha iyi bir performans sergilemesini bekliyoruz.

Güçlü SYR. Geçici BDDK hesaplama yöntemi hariç tutulduğunda, TSKB'nin SYR'si yüzde 16,8 olarak gerçekleşti. YP ağırlıklı bilançosu nedeniyle TL'deki değer kaybının etkisi TSKB açısından daha belirgin olmakla birlikte, bankanın yasal sınırın üzerinde güçlü sermaye tamponu bulunmaktadır. Serbest karşılıklara göre düzeltildiğinde, SYR 50 baz puan daha yüksek olacaktır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti SPK tarafından yayımlanan tebliğ çerçevesinde, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde sunulur. Burada ulaşılan sonuçlar, tercih edilen hesaplama yöntemi ve veya yorum tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca burada yer alan bilgiler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir..