

Geçtiğimiz haftalarda gerek ABD'deki enflasyon endişeleri, gerekse de TCMB başkan değişimi ile oluşan toz bulutlarının, bir süreliğine de olsa dağılmasının ardından, Şubat ayı BDDK verileri ile yapmış olduğumuz Bankacılık Sektörü değerlendirmelerimizi revize ettik. Bu çerçevede risk primlerinin artmasına rağmen MSCI GOÜ ortalamasına göre iskontosu oldukça genişleyen bankacılık hisselerinde mevcut seviyelerin halen oldukça cazip olduğu görüşüdeyiz.

\* Şubat ayı net kar rakamı aylık %16 artış, yıllık %31 daralma ile 4,945 milyon TL olarak gerçekleşti. Aylık ortalamalara göre değerlendirildiğinde ise sektörün ilk iki aylık ortalama kar rakamı 4Ç20'ye göre %13 artarken, 1Ç20'ye göre ise %10 kadar daralmıştır. Ocak-Şubat döneminde özsermaye karlılığı %9.1 olurken net faiz marjı 4Ç20'ye göre 80 baz puan, TL kredi/mevduat faiz makası ise 170 baz puan daralmıştır. Fonlama maliyetlerindeki artışın negatif etkisinin azalarak 3Ç21'e kadar sürmesini bekliyoruz. Kredi risk maliyetindeki düşük seyir (%0.7) ve sermaye yeterlilik oranlarındaki yüksek seyir (SYR: %18.2, Çekirdek SYR: %14.1) sektörün güçlü yönleri olarak ön plana çıkmaktadır. Bununla birlikte ilk iki aylık dönemde 4Ç20'ye göre bankacılık hizmet gelirlerindeki %12'lik artış ve operasyonel giderlerdeki %6'lık gerileme de operasyonel karlılık açısından olumlu olarak söylenebilecek diğer argümanlardır.

\* **Veriler Garanti Bankası, TSKB ve Albaraka Türk için daha olumlu.** Özel bankalar ön plana çıkmakla birlikte, Garanti Bankası'nın içinde yer aldığı yabancı bankalar grubu, TSKB'nin içinde bulunduğu Kalkınma ve Yatırım bankaları grubunun ve Albaraka Türk'ün içinde yer aldığı Katılım bankaları grubunun yüksek kar momentumu her üç bankanın açıklanan veri setinden daha olumlu etkilenmelerine imkan sağlayabilir.

\* **Sektör için beklentimiz marj daralmasının belirgin şekilde ivme kaybederek 2Ç21'de de devam ederek 3Ç21'den itibaren toparlanma eğilimine girmesi ve kredi büyümesinin de ikinci yarıdan itibaren hızlanması yönündedir.** Tahminlerimize göre bankalar 1 yıl ileriye dönük 2.57x F/K ve 0.33x F/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Bankacılık sektörü net kar rakamının 2021 yılında yıllık bazda %12 artmasını öngörüyoruz. Marj baskısının senenin doğru hafiflemesi ve 2022 yılında daha iyi bir marj görünümü ve daha iyi bir aktif kalitesi sayesinde karşılık giderlerinin azalmasına bağlı olarak 2022 yılında sektörde %51 kar büyümesi olabileceğini tahmin ediyoruz. Son dönemde faiz oranlarındaki yükselişin gerek değerlendirme gerekse de operasyonel performans etkilerini modellerimize yansıttık. **Bu doğrultuda risksiz faiz oranını 3 puan artış ile %16'ya yükselttik. Net kar tahminlerimizi ise 2021 yılı için %7, 2022 yılı için ise %2 aşağı çektik. Bu değişikliklerin ardından hedef fiyatlarımızı önceki tahminlerimize göre %21 kadar aşağı yönlü revize ettik. MSCI GOÜ ortalamasına göre iskontosu oldukça genişleyen bankacılık hisselerinde mevcut seviyelerin halen oldukça cazip olduğu görüşüdeyiz.**

\* **Kamu bankaları değerlendirmesi.** Ocak-Şubat döneminde TL kredi/mevduat faiz makası 4Ç20'ye göre 170 baz puan, net faiz marjı ise 100 baz puan daralmış, buna bağlı olarak da net faiz geliri aylık ortalama 4Ç20'ye göre %47 gerilemiştir. Daha düşük karşılık gideri ve daha yüksek diğer faaliyet gelirleri ise aynı dönemde sermaye piyasası işlem giderlerini önemli ölçüde kompanse etmiştir. Kamu bankalarının geniş TL fonlama tabanları nedeniyle TL fonlama maliyetindeki artışa sektör ortalamasına göre biraz daha fazla katlandıkları görülmekte. Yılın ikinci yarısında kredilerdeki yukarı yönlü fiyatlamasının etkisi ile hem faiz makasının hem de net faiz marjının daha yüksek bir seviyede olabileceğini düşünüyoruz. Kamu Bankalarının %2.9 seviyesindeki takipteki kredi oranı ve %80.9 seviyesindeki takipteki kredi karşılık oranı sektör ortalamasına göre daha olumludur. Çekirdek ve Toplam sermaye yeterlilik oranları ise sırası ile %12.4 ve %16.3 ile önümüzdeki dönemde kredi büyümesini destekleyecek konumdadır.

#### Öneri ve Hedef Fiyatlar

	Fiyat, TL		Yükselme Potansiyeli	Öneri
	Cari	Hedef		
AKBNK	4,80	7,10	48%	AL
GARAN	6,76	10,00	48%	AL
HALKB	4,41	6,00	36%	AL
ISCTR	4,93	6,80	38%	AL
VAKBN	3,51	4,50	28%	AL
YKBNK	2,18	3,10	42%	AL
TSKB	1,41	1,70	21%	TUT

Kaynak: Dinamik Menkul Değerler

Cari Fiyatlar 08/04/2021 itibari ile

#### Net Kar Tahminleri, BDDK solo, milyon TL

	2020	y/y	2021T	y/y	2022T	y/y
AKBNK	6.267	16%	6.691	7%	9.382	40%
GARAN	6.238	1%	7.051	13%	10.448	48%
HALKB	2.600	51%	3.787	46%	7.159	89%
ISCTR	6.811	12%	8.278	22%	12.035	45%
VAKBN	5.010	79%	4.699	-6%	7.429	58%
YKBNK	5.080	41%	5.444	7%	7.859	44%
TSKB	733	-6%	807	10%	1.121	39%

Kaynak: Şirketler ve Dinamik Menkul Değerler

#### Değerleme Çarpanları

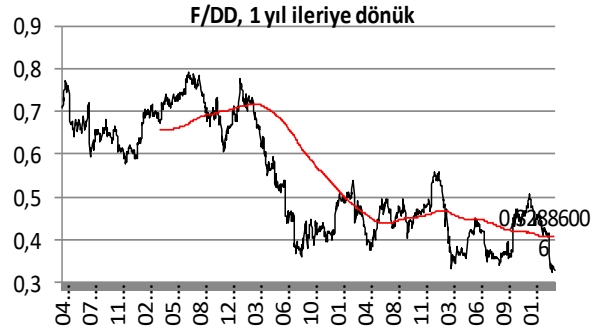
	F/K		F/DD		Karlılık	
	2021T	2022T	2021T	2022T	2021T	2022T
AKBNK	3,73	2,66	0,37	0,33	10,4%	13,1%
GARAN	4,03	2,72	0,42	0,37	11,1%	14,6%
HALKB	2,88	1,52	0,23	0,20	8,5%	14,2%
ISCTR	2,68	1,84	0,29	0,26	11,7%	15,0%
VAKBN	2,92	1,85	0,27	0,23	9,5%	13,6%
YKBNK	3,38	2,34	0,35	0,31	11,0%	13,9%
TSKB	4,89	3,52	0,57	0,49	12,4%	15,0%

Kaynak: Dinamik Menkul Değerler

Cari Fiyatlar 29 Mart itibari ile

\* **Özel bankalar değerlendirmesi.** Net faiz marjındaki 4Ç20 ortalamasına göre 60 baz puanlık ve TL kredi/mevduat faiz makasındaki 160 baz puanlık daralma net kar rakamı açısından da sektör ortalamasına göre daha iyi bir performans sergilemelerine imkan sağlamıştır. 3Ç21'den itibaren net faiz marjının daha yüksek bir noktada şekillenebileceğini tahmin ediyoruz. Bununla birlikte yılın ikinci yarısında ivmelenmesini beklediğimiz kredi büyümesi de karlılığa olumlu katkı sağlayacaktır. Takipteki kredi oranı 2020 sonuna göre %5.4 seviyesinde yatay kalırlen, takipteki kredi karşılık oranı ise sınırlı bir artış ile %72.4'ten %73.3'e yükselmiştir. %14.6 ve %18.7 seviyesinde bulunan Çekirdek ve Toplam sermaye yeterlilik oranlarının büyüme dinamiklerini desteklemesi ve finansal sağlamlık açısından oldukça yüksek bir seviyede olduklarını düşünüyoruz. Operasyonel giderlerin 4Ç20 ortalamasına göre %9 gerilerken, bankacılık hizmet gelirlerinin ise %14 artmasının özel sektör bankalarının karlılığını destekleyen diğer unsurlar olarak sayabiliriz.

**F/DD İleriye Dönük Tahminler (1 yıl)**



**F/K İleriye Dönük Tahminler (1 yıl)**



**KAMU /ÖZEL ORANLAR TABLOSU**

SEKTÖR	1Ç20	2Ç20	3Ç20	4Ç20	1Ç21*
Özsermaye Karlılığı	12,2	11,6	11,0	8,4	9,1
Aktif Karlılığı	1,3	1,2	1,1	0,8	0,9
Net Faiz Marjı	5,2	4,6	4,5	3,6	2,8
TL Kredi Getirisi	13,1	11,5	10,8	11,5	12,1
TL Mevduat Maliyeti	7,7	6,5	6,7	9,7	12,0
TL Kredi/Mevd. Faiz Farkı	5,4	5,0	4,2	1,8	0,1
YP Kredi Getirisi	5,7	5,1	5,5	4,4	4,4
YP Mevduat Maliyeti	0,8	0,6	0,6	0,8	0,8
YP Kredi/Mevd. Faiz Farkı	4,9	4,5	4,9	3,6	3,6
TL Menkul Kıymet Getirisi	14,2	12,5	12,8	17,7	13,1
YP Menkul Kıymet Getirisi	4,8	4,8	5,1	4,2	4,1
Kredi Risk Maliyeti	1,9	0,8	1,1	1,3	0,7
Takipteki Kredi Oranı	5,0	4,4	4,1	4,1	4,0
Takip Kredi Karşılık Oranı	68,9	71,4	74,2	74,9	75,9
Krediler/Mevduat	109,0	111,4	107,6	107,9	108,7
Çekirdek SYR	13,7	15,2	14,8	14,5	14,1
SYR	17,9	19,5	19,4	18,7	18,2
<b>KAMU</b>	<b>1Ç20</b>	<b>2Ç20</b>	<b>3Ç20</b>	<b>4Ç20</b>	<b>1Ç21*</b>
Özsermaye Karlılığı	12,8	13,1	7,0	6,9	1,6
Aktif Karlılığı	1,1	1,1	0,6	0,5	0,1
Net Faiz Marjı	5,1	4,7	4,2	2,2	1,2
TL Kredi Getirisi	12,3	10,5	10,0	10,3	10,9
TL Mevduat Maliyeti	7,9	6,7	6,9	9,8	12,1
TL Kredi/Mevd. Faiz Farkı	4,4	3,9	3,1	0,5	-1,2
YP Kredi Getirisi	6,8	5,9	6,7	5,0	5,3
YP Mevduat Maliyeti	0,7	0,7	0,8	1,1	1,1
YP Kredi/Mevd. Faiz Farkı	6,0	5,2	5,9	3,8	4,2
TL Menkul Kıymet Getirisi	13,8	12,5	12,7	18,4	11,6
YP Menkul Kıymet Getirisi	5,5	5,3	5,6	3,8	4,0
Kredi Risk Maliyeti	1,5	0,6	0,7	1,0	0,5
Takipteki Kredi Oranı	3,8	3,1	2,8	3,0	2,9
Takip Kredi Karşılık Oranı	72,7	76,2	79,1	80,0	80,9
Krediler/Mevduat	112,3	108,4	103,5	103,5	102,7
Çekirdek SYR	11,2	13,5	13,0	12,8	12,4
SYR	15,3	17,6	17,2	17,0	16,3
<b>ÖZEL</b>	<b>1Ç20</b>	<b>2Ç20</b>	<b>3Ç20</b>	<b>4Ç20</b>	<b>1Ç21*</b>
Özsermaye Karlılığı	10,4	11,3	12,6	9,7	9,7
Aktif Karlılığı	1,2	1,3	1,4	1,1	1,1
Net Faiz Marjı	5,9	4,8	5,0	4,6	3,9
TL Kredi Getirisi	13,5	12,2	11,4	12,4	12,8
TL Mevduat Maliyeti	7,6	6,4	6,4	9,4	11,8
TL Kredi/Mevd. Faiz Farkı	5,9	5,8	5,0	2,9	1,1
YP Kredi Getirisi	6,4	5,9	6,2	5,1	5,1
YP Mevduat Maliyeti	0,7	0,5	0,3	0,5	0,5
YP Kredi/Mevd. Faiz Farkı	5,6	5,5	5,9	4,6	4,6
TL Menkul Kıymet Getirisi	14,4	12,9	12,9	17,6	13,8
YP Menkul Kıymet Getirisi	4,7	4,3	4,7	4,9	4,6
Kredi Risk Maliyeti	2,3	1,0	1,2	1,9	1,1
Takipteki Kredi Oranı	6,2	5,8	5,3	5,5	5,6
Takip Kredi Karşılık Oranı	68,2	70,9	73,2	73,9	74,5
Krediler/Mevduat	96,7	102,2	99,1	101,1	103,9
Çekirdek SYR	14,7	15,9	15,9	15,2	14,8
SYR	18,7	20,2	20,5	19,3	18,9

**BANKACILIK ÖZET GELİR TABLOSU**

SEKTÖR	Aylık			Değişim		Aylık Ortalama			Değişim		Oca-Şub		
	Şub 20	Oca 21	Şub 21	a/a	y/y	1Ç20	4Ç20	1Ç21*	ç/ç	y/y	2020	2021	y/y
<b>Net Faiz Geliri</b>	17.241	13.688	12.271	-10%	-29%	18.050	16.402	12.979	-21%	-28%	34.937	25.959	-26%
<b>Bankacılık Hizmet Geliri</b>	4.447	4.236	4.311	2%	-3%	4.214	3.812	4.274	12%	1%	8.838	8.548	-3%
<b>Karşılıklar</b>	9.563	8.027	6.953	-13%	-27%	10.920	7.681	7.490	-2%	-31%	17.952	14.980	-17%
Özel	4.002	2.388	2.265	-5%	-43%	4.585	3.982	2.326	-42%	-49%	7.946	4.652	-41%
Diğer	5.561	5.640	4.688	-17%	-16%	6.335	3.699	5.164	40%	-18%	10.006	10.328	3%
<b>Operasyonel Giderler</b>	7.024	8.355	7.828	-6%	11%	7.614	8.603	8.092	-6%	6%	14.357	16.183	13%
<b>Ticari Kar/Zarar</b>	-74	-4.554	-2.646	n.a.	n.a.	-1.692	-2.296	-3.600	n.a.	n.a.	-1.353	-7.199	n.a.
Menkul Kıymet	3.875	-5.824	1.989	n.a.	-49%	1.380	-12.314	-1.918	n.a.	n.a.	3.054	-3.836	n.a.
YP İşlemler	-3.949	1.270	-4.634	n.a.	n.a.	-3.072	10.018	-1.682	n.a.	n.a.	-4.407	-3.364	n.a.
<b>Temettü Gelirleri</b>	202	365	441	21%	118%	325	390	403	3%	24%	363	805	122%
<b>Diğer Faliyet Gelirleri</b>	3.578	7.831	6.211	-21%	74%	4.070	3.573	7.021	97%	73%	8.480	14.043	66%
Vergi Öncesi Kar	8.808	5.184	5.808	12%	-34%	6.432	5.596	5.496	-2%	-15%	18.957	10.992	-42%
Vergi Gideri	1.600	906	863	-5%	-46%	1.317	1.513	884	-42%	-33%	3.828	1.769	-54%
<b>Net Kar</b>	7.208	4.278	4.945	16%	-31%	5.116	4.083	4.612	13%	-10%	15.130	9.223	-39%

\* 1Ç21: Ocak 2021

KAMU	Aylık			Değişim		Aylık Ortalama			Değişim		Oca-Şub		
	Şub 20	Oca 21	Şub 21	a/a	y/y	1Ç20	4Ç20	1Ç21*	ç/ç	y/y	2020	2021	y/y
<b>Net Faiz Geliri</b>	5.826	1.952	2.189	12%	-62%	6.094	3.911	2.070	-47%	-66%	12.029	4.141	-66%
<b>Bankacılık Hizmet Geliri</b>	1.217	1.130	1.191	5%	-2%	1.145	1.110	1.161	5%	1%	2.383	2.322	-3%
<b>Karşılıklar</b>	2.347	1.649	1.958	19%	-17%	2.874	2.586	1.803	-30%	-37%	4.637	3.607	-22%
Özel	1.019	684	636	-7%	-38%	1.308	1.218	660	-46%	-50%	2.219	1.321	-40%
Diğer	1.328	965	1.321	37%	0%	1.567	1.367	1.143	-16%	-27%	2.417	2.286	-5%
<b>Operasyonel Giderler</b>	1.998	2.516	2.193	-13%	10%	2.433	2.332	2.354	1%	-3%	4.061	4.709	16%
<b>Ticari Kar/Zarar</b>	-926	-1.030	-1.062	n.a.	n.a.	-1.357	-108	-1.046	n.a.	n.a.	-1.696	-2.092	n.a.
Menkul Kıymet	1.091	-2.313	-1.197	n.a.	n.a.	222	-1.056	-1.755	n.a.	n.a.	435	-3.510	n.a.
YP İşlemler	-2.017	1.282	135	-89%	n.a.	-1.579	948	709	-25%	n.a.	-2.131	1.418	n.a.
<b>Temettü Gelirleri</b>	0	2	5	221%	n.a.	51	2	3	61%	-94%	0	7	n.a.
<b>Diğer Faliyet Gelirleri</b>	901	2.200	2.397	9%	166%	1.295	1.447	2.299	59%	78%	2.215	4.597	108%
Vergi Öncesi Kar	2.674	89	569	538%	-79%	1.921	1.444	329	-77%	-83%	6.235	658	-89%
Vergi Gideri	476	83	89	6%	-81%	447	439	86	-80%	-81%	1.310	172	-87%
<b>Net Kar</b>	2.197	6	481	n.a.	-78%	1.474	1.005	243	-76%	-83%	4.925	486	-90%

\* 1Ç21: Ocak-Şubat 2021 ortalaması

ÖZEL	Aylık			Değişim		Aylık Ortalama			Değişim		Oca-Şub		
	Şub 20	Oca 21	Şub 21	a/a	y/y	1Ç20	4Ç20	1Ç21*	ç/ç	y/y	2020	2021	y/y
<b>Net Faiz Geliri</b>	5.865	5.388	4.363	-19%	-26%	6.200	5.862	4.876	-17%	-21%	11.574	9.751	-16%
<b>Bankacılık Hizmet Geliri</b>	1.641	1.562	1.525	-2%	-7%	1.607	1.419	1.544	9%	-4%	3.365	3.087	-8%
<b>Karşılıklar</b>	3.326	2.070	2.371	15%	-29%	3.659	2.586	2.221	-14%	-39%	6.061	4.441	-27%
Özel	1.374	814	1.073	32%	-22%	1.616	1.677	944	-44%	-42%	2.702	1.887	-30%
Diğer	1.952	1.256	1.298	3%	-33%	2.043	909	1.277	41%	-37%	3.359	2.554	-24%
<b>Operasyonel Giderler</b>	2.488	2.740	2.663	-3%	7%	2.474	2.791	2.701	-3%	9%	4.898	5.403	10%
<b>Ticari Kar/Zarar</b>	-256	-2.232	-1.120	n.a.	n.a.	-1.047	-1.150	-1.676	n.a.	n.a.	-941	-3.352	n.a.
Menkul Kıymet	1.688	-2.145	2.236	n.a.	32%	177	-6.311	46	n.a.	-74%	361	91	-75%
YP İşlemler	-1.945	-86	-3.356	n.a.	n.a.	-1.224	5.161	-1.721	n.a.	n.a.	-1.301	-3.443	n.a.
<b>Temettü Gelirleri</b>	200	360	431	20%	116%	217	363	395	9%	82%	356	791	122%
<b>Diğer Faliyet Gelirleri</b>	1.046	1.677	1.644	-2%	57%	1.013	1.062	1.660	56%	64%	2.343	3.321	42%
Vergi Öncesi Kar	2.683	1.944	1.809	-7%	-33%	1.858	2.179	1.877	-14%	1%	5.740	3.754	-35%
Vergi Gideri	543	295	244	-17%	-55%	363	626	269	-57%	-26%	1.185	539	-55%
<b>Net Kar</b>	2.140	1.650	1.566	-5%	-27%	1.495	1.553	1.608	4%	8%	4.554	3.215	-29%

\* 1Ç21: Ocak-Şubat 2021 ortalaması

## **Dinamik Menkul Değerler A.Ş.**

### **Araştırma**

Kültür Mah. Nispetiye Cad. Akmerkez  
No: 56/13 B3 Blok Kat: 7 34340  
Beşiktaş İSTANBUL

**Telefon:** (850) 450 36 65  
**Faks:** (212) 353 10 46

**E-posta:** arastirma@dinamikmenkul.com.tr

*Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.*

*Bu raporda yer alan bilgiler Dinamik Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan Dinamik Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle Dinamik Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Dinamik Menkul Değerler A.Ş. bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir.*