

KAMU BANKACILIK SEKTÖRÜ – XBANK

Zorlu koşullarda ayakta kalan finansallar

Kamu sektörünü bozacak çeyrek Haziran ayı olacak. Nisan ve Mayıs ayı BDDK istatistiklerinden gelen veriler gayet güçlü olmakla birlikte Haziran ayında spreadler özelinde bir miktar terse dönüş takip edilebilecektir. Bu da doğal olarak karlılık artış hızını sınırlasa da özel sektörün aksine ayakta kalan finansallar gözlemliyor olacağız.

TÜFEKS önemli faktör olacak. Spreadler nezdinde bileşik bakıldığı zaman özel sektöre paralel daralmalar izlense de TÜFEKS katkısıyla net faiz marjlarının ayakta kaldığını hatta sınırlı miktarda artış gösterdiğini takip ettik. TÜFEKS nezdinde özellikle HALKB en yüksek seviyede kalmayı sürdürürken VAKBN özelinde düşük değerlendirme gelecek dönemde ilave bir karlılık katkısı yapabilir.

Geleceğe yönelik fonlama avantajları pozitif ortam sunuyor. Sektörün aksine daha düşük yabancı fonlama oranı gelecek dönemde bazı gelişmelerin iyimser ortam yaratmasıyla birlikte tekrardan özel sektör kadar proaktif fonlama davranışı sergilenebilir. Bu koşul gerçekleşmemesine rağmen özel sektör ile yarışılan hatta daha güçlü sonuçlar elde edilen ortam koşulları takip ediyoruz.

1.çeyrek finansalları çok güçlüydü. 11 milyar TL bandında serbest karşılık çözen VAKBN ve TÜFEKS'in yanı sıra OPEX'te beklenenin altında sonuçlarla birlikte ayakta kalan HALKB 1.çeyreği gayet başarılı geçirdiler. Bu doğrultuda çeyrekten çeyreğe güçlü zayıflamalar izlese dahi yıllık bazda güçlü finansallar gözlemleyeceğiz.

Bu çerçevede araştırma kapsamımızda olan:

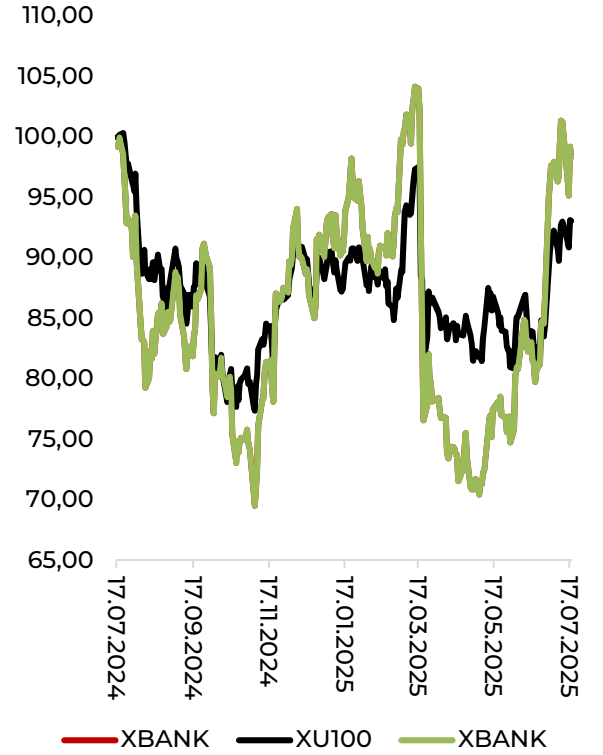
- HALKB nezdinde 50,96 TL
- VAKBN nezdinde 36,77 TL hedef fiyatlarla AL tavsiyesini başlatıyoruz.

2025 2.çeyreğe dair kar tahminlerimiz aşağıdaki gibidir:

KOD	2Ç25 Tahmin (mİn TL)	20251Ç	20242Ç	%Ç	%Y
HALKB	4.415	7.051	3.440	-37,38%	28,34%
VAKBN	9.800	20.034	7.169	-51,08%	36,70%

22 Temmuz 2025

Hisse Kodu	XBANK
Piyasa Değeri (trİ TL)	2,14
Piyasa Değeri (mİr \$)	52,98

FİYAT
PERFORMANSI
(%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	24,23	38,48	0,09
Nominal (TL)	24,12	38,49	0,29
Nominal (USD)	25,89	42,04	14,27

KOD	YENİ FİYAT	TAVSİYE
HALKB	50,96	AL
VAKBN	36,77	AL

HALKB - AL

Düşük YP fonlamaya rağmen güçlü finansallar

Göz kulak davada ancak HALKB kendi faaliyetleriyle dikkat çekici olmayı sürdürüyor. 2019'dan bu yana süregelen dava faktörünün artık bir sonuca doğru yol aldığını takip ediyoruz. Bu çerçevede beklenenin aksine -var ise- oluşacak her türlü kararın belirsizliği ortadan kaldıracığını vurguluyoruz.

Sessiz sedasız YP fonlama piyasasına geri döndü. Sektörün aksine düşük yabancı para fonlama miktarına sahip şirket geçtiğimiz günlerde 700 milyon dolarlık bir AT1 ihracına gitti. Bu doğrultuda bu ihracın 2.çeyrek finansallarında etkisini görmekle birlikte sermaye yeterlilik oranına katkısı 150 baz puan pozitif olacaktır. Bu yıl içerisinde 2.bir fonlama aksiyonu bekleyebiliriz.

YP fonlama tarafında sektörün çok çok altında kaldı. Dava süreci, yabancı kurumlar tarafından ikincil plana itilmesi ve benzeri gibi hususlar kaynaklı HALKB özelinde %3-4 seviyelerinde olan YP fonlama oranı sektör özelinde %18'leri buluyor. Belirsizliklerin ortadan kalkmasıyla hızla fonlama aksiyonu almasını beklediğimiz HALKB bu fonlamalarda sektöre yaklaşırsa kendisine yeni bir büyüklük daha kazandırabilecektir.

Bu çeyrek geçiş çeyreği olacak. YP ve TÜFEKS katkısıyla ayakta kalan finansallar özelinde 1 defaya mahsus operasyonel gider artışları, 130 baz puanlık bileşik spread daralması nedeniyle çeyrekte çeyreğe daralan ancak yıllık bazda düşük baz etkisiyle ayakta kalan bir finansal takip etmeyi bekliyoruz. Swap maliyetlerinde sektörün. Haziran ayının etkili olduğu 2.çeyrek görülmesinin ardından önümüzdeki 3.çeyreğin önemli bir düşük baz etkisi yaratacağını vurgulamış olalım. Spreadler özelinde 300 baz puan üzeri daralma olmazsa 3.çeyrek altında bir finansal -şimdilik- beklemeyiz. Sıkı faiz sürecinde ayakta kalan net faiz marjı beklenenden daha hızlı iyileşerek beklentilerimize ek olarak pozitif yakınsayabilir.

Bu çerçevede araştırma kapsamımızda olan HALKB özelinde:

- 2025 2.çeyrekte 4,415 milyar TL
- 2025 yılsonunda 22,9 milyar TL net kar bekliyoruz.

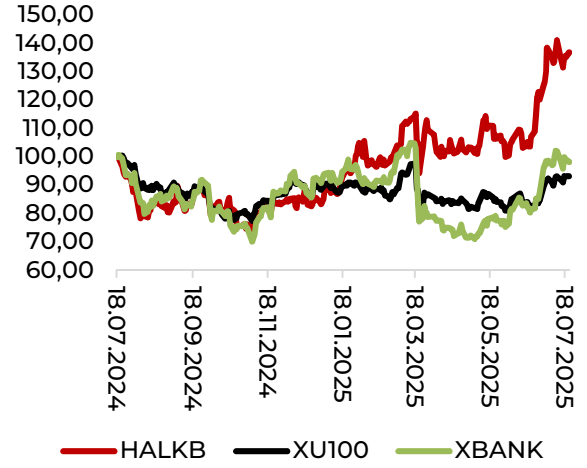
HALKB özelinde 50,96 TL hedef fiyat doğrultusunda AL tavsiyesini başlatıyoruz.

22 Temmuz 2025

Hisse Kodu	HALKB
Piyasa Değeri (mlr TL)	192,12
Piyasa Değeri (mln \$)	4,76
HEDEF FİYAT	50,96
POTANSİYEL GETİRİ	%90,58
TAVSİYE	AL

F/K	8,38
PD/DD	1,08

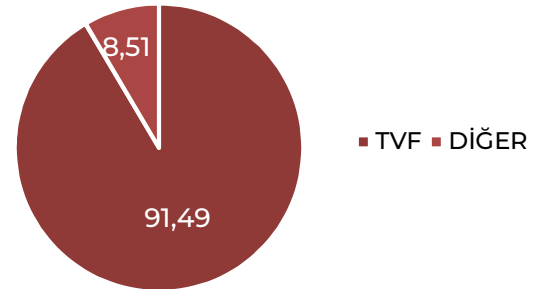
Hisse Sayısı (mln lot)	7.184
FDPO (%)	8,49
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	997,59



FİYAT PERFORMANSI (%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	28,67	35,11	37,57
Nominal (TL)	28,56	35,12	37,76
Nominal (USD)	30,33	38,67	51,75

Ortaklık Yapısı (%)





DEĞERLEME

HALKB	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Faiz Geliri	75.900.000.000	106.628.000.000	142.376.440.000	190.718.208.000	237.960.697.440	289.054.900.022
Net Ücret ve Komisyon Geliri	60.000.000.000	73.200.000.000	86.376.000.000	103.651.200.000	117.125.856.000	130.009.700.160
Ticari İşlem Geliri	-18.000.000.000 -	21.960.000.000 -	25.912.800.000 -	31.095.360.000 -	35.137.756.800 -	39.002.910.048
Diğer	40.000.000.000	48.800.000.000	57.584.000.000	69.100.800.000	78.083.904.000	86.673.133.440
Faaliyet Gideri	-90.000.000.000 -	109.800.000.000 -	129.564.000.000 -	155.476.800.000 -	175.688.784.000 -	195.014.550.240
Karşılık Gideri	-20.000.000.000 -	24.400.000.000 -	28.792.000.000 -	34.550.400.000 -	39.041.952.000 -	43.336.566.720
Vergi Gideri	- 25.000.000.000 -	18.117.000.000 -	25.516.910.000 -	35.586.912.000 -	45.825.491.160 -	57.095.926.654
Net Kar	22.900.000.000	54.351.000.000	76.550.730.000	106.760.736.000	137.476.473.480	171.287.779.961
İndirgenmiş Net Kar	18.320.000.000	34.241.130.000	39.040.872.300	42.704.294.400	43.992.471.514	44.534.822.790
Krediler	2.300.000.000.000	2.806.000.000.000	3.311.080.000.000	3.973.296.000.000	4.489.824.480.000	4.983.705.172.800
Mevduat	3.000.000.000.000	3.000.000.000.000	3.000.000.000.000	3.000.000.000.000	3.000.000.000.000	3.000.000.000.000
Aktifler	3.800.000.000.000	4.522.000.000.000	5.200.300.000.000	6.084.351.000.000	6.692.786.100.000	7.228.208.988.000
Özkaynaklar	210.000.000.000	256.200.000.000	302.316.000.000	362.779.200.000	409.940.496.000	455.033.950.560
Hedef Değer	228.320.000.000	290.441.130.000	341.356.872.300	405.483.494.400	453.932.967.514	499.568.773.350
Net Faiz Marjı	3,30%	3,80%	4,30%	4,80%	5,30%	5,80%
CoR	150 bps	140 bps	130 bps	120 bps	110 bps	100 bps
Aktif Karlılık	0,60%	1,20%	1,47%	1,75%	2,05%	2,37%
RoE	10,90%	21,21%	25,32%	29,43%	33,54%	37,64%
BVPS	29,23	35,66	42,08	50,49	57,06	63,33
İHF	31,78	40,42	47,51	56,44	63,18	69,53
Hedef Fiyat				50,96		
Potansiyel Getiri				90,58%		

VAKBN - AL

Düşük TÜFEKS'e rağmen güçlü sonuçlar

Sakinleme çeyreği takip ettik. Mevduatlarda görece yüksek kredilerde bir miktar sakinleşme aksiyonuyla dengelenme çabası arayan VAKBN özelinde net faiz gelirleri tarafında özellikle TÜFEKS'li ürünlerin katkısıyla artış serisi sürüyor. Gelecek dönem için güçlü aktifleriyle geleceğe yönelik iyimser mesajlar verilmesi sürdürülüyor.

TÜFEKS değerlemesi sektörün altında kalmayı sürdürüyor. %23,6'larda 1.çeyrek değerlemesi takip edilen TÜFE'ye endeksli menkul kıymetler özelinde %26,1'e revizyon takip edildi. Yılsonunda OVP'den ayrılmayan ancak bir miktar yer açan bir yapı takip edebiliriz.

Swap maliyetlerinde beklenildiği gibi artış var. Sektörde yaşanan fonlama zorluklarıyla birlikte önceki çeyrek sınırlı montanda swap geliri yazan VAKBN özelinde beklenildiği gibi swap maliyeti oluştu. Bu durum doğal olarak ticari kar tarafına önemli ölçüde etki etti. Swap maliyetlerine rağmen net faiz marjlarında ayakta kalış HALKB gibi sürmekle beraber **gelecek dönemde faiz indirimi sürecinin başlayacağı ortamda hızlı iyileşme bekleme** HALKB gibi VAKBN özelinde de sürdürüyoruz.

Operasyonel giderlerde artış var ancak kompensasyon karşılık gelirlerinden gelecek. Sektörün bir tık üzerinde operasyonel artış izlendi. VAKBN özelinde toplu iş sözleşmesi sektörün aksine Mayıs ayında yapılması nedeniyle operasyonel giderlerde beklenenden daha fazla artış kaydedildi. Bu duruma rağmen karşılık giderlerinde aşama 1 ve 2 tarafındaki düşüşler doğrultusunda karşılık iptalleri ile giderlerdeki güçlü artış önemli ölçüde kompanse edilmiş görünüyor. Bu azalmaya rağmen karşılık giderlerinde güçlü seyir görmeyi sürdürüyoruz. Bu durum 130 baz puan bandında bir kredi risk maliyetine sebebiyet veriyor.

Bu doğrultuda araştırma kapsamımızda olan VAKBN özelinde:

- 2025 2.çeyrekte 9,8 milyar TL
- 2025 yılsonunda 60 milyar TL net kar bekliyoruz.

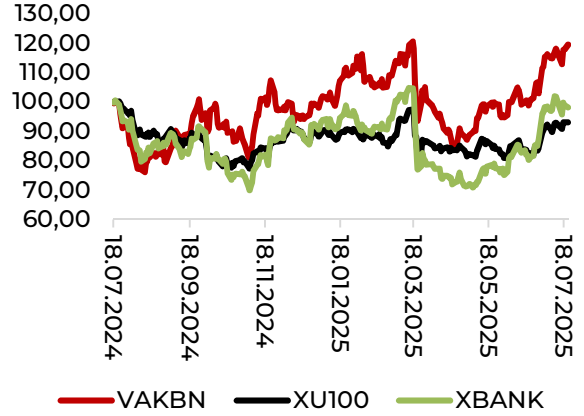
VAKBN özelinde 36,77 TL hedef fiyat doğrultusunda AL tavsiyesini başlatıyoruz.

22 Temmuz 2025

Hisse Kodu	VAKBN
Piyasa Değeri (mlr TL)	201,61
Piyasa Değeri (mln \$)	4.991
HEDEF FİYAT	36,77
POTANSİYEL GETİRİ	%29,48
TAVSİYE	AL

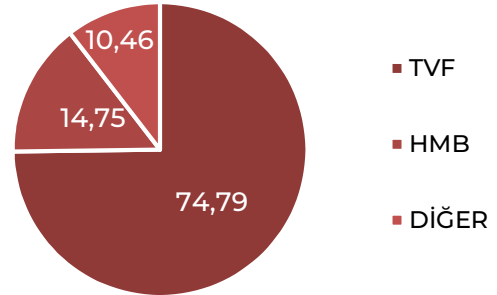
F/K	4,88
PD/DD	1,12

Hisse Sayısı (mln lot)	9.915
FDPO (%)	6
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	1.077

FİYAT
PERFORMANSI
(%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	18,94	39,89	18,93
Nominal (TL)	18,83	39,90	19,13
Nominal (USD)	20,60	43,46	33,12

Ortaklık Yapısı (%)





DEĞERLEME

VAKBN	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Faiz Geliri	112.000.000.000	156.160.000.000	207.302.400.000	276.403.200.000	374.802.739.200	450.700.293.888
Net Ücret ve Komisyon Geliri	60.000.000.000	73.200.000.000	86.376.000.000	103.651.200.000	117.125.856.000	130.009.700.160
Ticari İşlem Geliri	14.000.000.000	17.080.000.000	20.154.400.000	24.185.280.000	27.329.366.400	30.335.596.704
Diğer	50.000.000.000	61.000.000.000	71.980.000.000	86.376.000.000	97.604.880.000	108.341.416.800
Faaliyet Gideri	-106.000.000.000 -	129.320.000.000 -	152.597.600.000 -	183.117.120.000 -	206.922.345.600 -	229.683.803.616
Karşılık Gideri	-45.000.000.000 -	54.900.000.000 -	64.782.000.000 -	77.738.400.000 -	87.844.392.000 -	97.507.275.120
Vergi Gideri	- 25.000.000.000 -	30.805.000.000 -	42.108.300.000 -	57.440.040.000 -	80.524.026.000 -	98.048.982.204
Net Kar	60.000.000.000	92.415.000.000	126.324.900.000	172.320.120.000	241.572.078.000	294.146.946.612
İndirgenmiş Net Kar	48.000.000.000	58.221.450.000	64.425.699.000	68.928.048.000	77.303.064.960	76.478.206.119
Krediler	3.200.000.000.000	3.904.000.000.000	4.606.720.000.000	5.528.064.000.000	6.246.712.320.000	6.933.850.675.200
Mevduat	3.000.000.000.000	3.000.000.000.000	3.000.000.000.000	3.000.000.000.000	3.000.000.000.000	3.000.000.000.000
Aktifler	4.500.000.000.000	5.355.000.000.000	6.158.250.000.000	7.205.152.500.000	7.925.667.750.000	8.559.721.170.000
Özkaynaklar	280.000.000.000	313.600.000.000	344.960.000.000	386.355.200.000	405.672.960.000	417.843.148.800
Hedef Değer	328.000.000.000	371.821.450.000	409.385.699.000	455.283.248.000	482.976.024.960	494.321.354.919
Net Faiz Marjı	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%	6,00%	6,50%
CoR	150 bps	140 bps	130 bps	120 bps	110 bps	100 bps
Aktif Karlılık	1,33%	1,73%	2,05%	2,39%	3,05%	3,44%
RoE	21,43%	29,47%	36,62%	44,60%	59,55%	70,40%
BVPS	28,24	31,63	34,79	38,96	40,91	42,14
İHF	33,08	37,50	41,29	45,91	48,71	49,85
Hedef Fiyat				36,77		
Potansiyel Getiri				29,48%		



YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, 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 sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ

İletişim Bilgileri:

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr
☎ +90 (212) 286 30 00 / 331
📠 +90 (212) 286 30 50
📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul