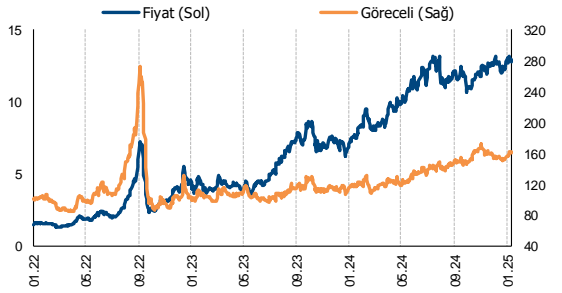


TSKB <TSKB TI> - Yüksek özkaynak karlılığı & cazip çarpanlar



AL			
Hedef Fiyat	TL21.00		
Potansiyel Getiri	65%		
Fiyat Bilgileri			
Kodu	TSKB.TI / TSKB.IS		
Kapanış Fiyatı	TL12.76		
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	35,728 / 1,008		
Hisse Sayısı (mn)	2800		
Saklama Oranı	%39		
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	261.61 / 7.54		
Performans (TL)		Nominal	Göreceli
1 Aylık		0%	4%
3 Aylık		15%	4%
1 Yıllık		70%	37%
Yıl başından itibaren		4%	5%
Çarpanlar			
	2023	2024E	2025E
F/K (x)	2.2	2.8	2.6
F/DD (x)	0.7	0.9	0.8
Sermaye Karlılığı	41.2	39.2	34.5
Temettü Verimi	-	-	3.0

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



- TSKB için 12 aylık hedef fiyatımızı 21TL olarak güncelliyoruz** (eski hedef fiyat: 17TL) ve **tavsiyemizi AL olarak koruyoruz**. 12 aylık hedef fiyatımız %65 yukarı potansiyele işaret etmektedir. TSKB güncel 2025 tahminlerimize göre 0.8x PD/DD ve 2.6x F/K oranları ile işlem görmektedir. Banka için 2024/25 özkaynak karlılığı beklentimiz %39/%35 seviyesindedir (2023: %41). Yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuzda sermaye maliyeti varsayımımızı 300 baz puan düşürmemiz en temel etken.
- Yabancı para ağırlıklı bilanço:** TSKB'nın kredilerinin yaklaşık %90'ı yabancı para (YP) cinsinden. Kredilerin %70'i uzun vadeli yatırım kredileri. Toplam kredilerin %34'ü elektrik üretimi, %5'i ise elektrik/gaz dağıtım sektörlerine ait. Ayrıca enerji sektörüne verilen kredilerin yaklaşık %92'si yenilenebilir segmente verilmiş durumda ve bu şirketler büyük oranda otomatik tarifelerden faydalanmaktadır. TSKB'nın fonlaması YP ağırlıklı ve uzun vadeli. Fonlamanın yaklaşık yarısında Hazine garantisi mevcut. Fonlama tarafında ortalama vade 10 yıl, kredilerde ise ortalama 5 yıldır. Bu sayede TSKB varlıklarını yükümlülüklerine göre daha hızlı yeniden fiyatlandırabilmektedir. Mevduat bankalarına görece olumsuz olarak ise TL fonlamanın düşük olması 2025'te marj iyileşmesinin görece daha sınırlı kalmasına neden olacak.
- Sağlıklı sermaye oranları:** Bankanın SYR ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç yaklaşık %20.2 ve %13.6 seviyelerinde. Bankanın 2024 karından temettü dağıtmasını tahmin ediyoruz.
- İhtiyatlı aktif kalitesi tamponları:** TSKB tüm kredi aşamalarında karşılık oranlarını belirgin bir ölçüde arttırdı. Bankanın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla yaklaşık %230 ve %84 seviyesindedir. Tüm kredilerin toplam karşılık oranı ise %5.2 gibi çok güçlü bir seviyede. Ayrıca bankanın 1.65 milyar TL (özkaynaklarının %6'sı) serbest karşılık tamponu bulunmaktadır.
- Çarpanlar cazip seviyede:** Bankanın 2025T PD/DD 0.8x gibi oldukça cazip bir seviyede ve %35 seviyesinde yüksek özkaynak karlılığı tahmin ediyoruz. 2025 PD/DD'nin 1.3x-1.4x ulaşabileceğini öngörüyoruz.



TSKB <TSKB TI> - Yüksek özkaynak karlılığı & cazip çarpanlar

TSKB - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net faiz geliri	6,735	10,234	15,945	19,965	23,017
Ticari & Kur & Swap	801	1,698	-1,876	1,553	2,777
Komisyon gelirleri	158	453	563	844	1,266
Diğer gelirler	93	236	664	800	1,010
Toplam gelirler	7,788	12,622	15,296	23,163	28,070
Faaliyet Giderleri	505	1,160	2,061	2,897	3,843
Karşılık öncesi gelirler	7,283	11,462	13,235	20,265	24,227
Karşılık gideri	3,139	4,069	1,155	3,551	2,947
Faaliyet Geliri	4,143	7,393	12,080	16,715	21,279
İştirakler gelirleri	998	1,899	2,184	2,839	3,463
Vergi Öncesi gelir	5,141	9,292	14,264	19,554	24,743
Vergi gideri	1,086	2,251	3,635	5,866	7,423
Net Kar	4,055	7,041	10,628	13,687	17,320

Bilanço					
	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Toplam Varlıklar	115,575	176,884	240,081	325,073	428,030
Nakit ve Benzeri Değerler	4,170	7,709	6,499	8,800	11,587
Krediler	74,395	121,457	170,591	238,947	318,256
Takipteki Krediler	2,327	3,939	3,770	5,377	6,918
Menkul Kıymetler	23,880	28,987	42,028	46,231	50,854
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	21,048	32,227	40,168	48,876	55,914
Özkaynaklar	12,782	21,412	32,810	46,497	63,817
Repo	1,443	2,481	12,405	16,127	20,965
Alınan Krediler	71,552	108,334	131,751	172,625	227,843

Temel Göstergeler					
	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Özkaynak karlılığı	41.1%	41.2%	39.2%	34.5%	31.4%
Aktif karlılığı	4.1%	4.8%	5.1%	4.8%	4.6%
Net Faiz Geliri büyümesi	135%	52%	56%	25%	15%
Komisyon geliri büyümesi	124%	186%	24%	50%	50%
Faaliyet gideri artışı	92%	130%	78%	41%	33%
Net kar artışı	272%	74%	51%	29%	27%
Net faiz marjı [swap dahil]	8.0%	8.9%	7.2%	8.2%	7.4%
Takipteki Krediler Oranı	2.9%	3.0%	2.1%	2.1%	2.1%
Net Kredi Risk Maliyeti	3.2%	2.9%	0.6%	1.6%	0.9%
Gider/Gelir oranı	6%	8%	12%	11%	12%
Kredi büyümesi	26%	62%	40%	40%	33%

Şirket Tanımı

TSKB kurumsal müşterilere ağırlıklı uzun vadeli yatırım kredileri sağlayan bir bankadır. Fonlamasının büyük bir kısmı da yurtdışından uzun vadeli elde etmektedir. GYO sektöründe iştiraki bulunmaktadır.

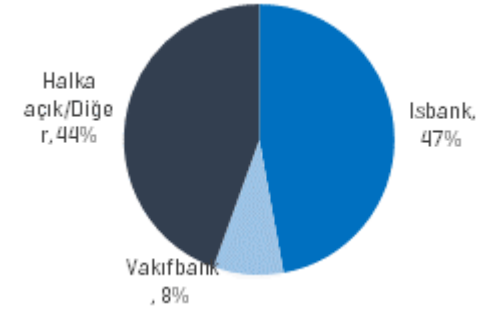
Katalizörler:

- Faiz indirimleri & TL tahvil faizlerinde düşüş
- CDS'te düşüş
- Sektörü destekleyici düzenlemeler

Riskler:

- Ortodoks olmayan politikalar
- Ekonomide beklenenden fazla yavaşlama aktif kalitesinde beklentimizin üzerinde baskıya neden olabilir
- TÜFE'de yapışkanlık
- Enerji sektörü görünümünde bozulma
- Küresel tahvil faizlerindeki yükseliş gelişmekte olan piyasalara olumsuz yansiyabilir

Ortaklık Yapısı



ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.