



Vakıflar Bankası - 1Y 2006 Sonuçları

AL

Hedef PD: 7,740 Mn US\$

Piyasalardaki Volatiliteye Rağmen Karlılıktaki Artış Sürüyor

Vakıflar Bankası'nın 1Y 2006 net karı bir önceki yılın aynı dönemine göre dolar bazında %96 artışla 305 milyon US\$ seviyesine yükseldi.

Bankanın faiz gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %16 artışla 1,498 milyon US\$'a yükselirken faiz giderleri aynı dönemde %20 oranında artarak 936 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

Bankanın faiz gelirlerindeki artış bankalardan ve kredilerden alınan faizler kalemlerindeki yüksek artışlar ile beslenmiştir. Geçmiş dönemlerde olduğu gibi 1Y 2006'da da likit değerlerinin toplam aktifleri içerisindeki görece yüksek ağırlığını koruyan Vakıflar Bankası bunun sonucunda bankalardan alınan faiz gelirlerini cari dönemde 1Y 2005'e göre %61 oranında arttırarak 192 milyon US\$ seviyesine yükseltmeyi başarmıştır. Diğer büyük bankalar gibi marka tanınırlığını ve güçlü şube ağını ustaca kullanarak 2005 yılı boyunca kredi portföyünü ciddi oranda genişleten Vakıflar Bankası'nın kredilerden alınan faizler kalemi de 1Y 2006'da geçen yılın aynı dönemine göre %20 artarak 819 milyon US\$ seviyesine yükselmiştir.

Bilançodaki Yüksek Mevduat Payı Fonlama Maliyetlerindeki Artışı Kısıtlamaya Devam Ediyor

Vakıflar Bankası'nın faiz giderlerini analiz ettiğimizde 1Y 2006 döneminde bu giderlerin %91'lik bölümünün mevduata ödenen faizlerden oluştuğunu gözlemlemekteyiz. 2005 yılındaki ters para ikamesi ortamının 1Y 2006 döneminde kırılmasına rağmen YTL cinsinden mevduatları toplam mevduatları içinde hala %69 gibi yüksek bir orana sahip olan Vakıflar Bankası'nın toplam mevduat hacmi de bir önceki yılın aynı dönemine göre hemen hemen sabit kalarak dolar bazında %6 azalışla 14,120 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Sonuçta Vakıflar Bankası 1Y 2006'da bir önceki yılın aynı dönemine göre %17'lik artışla 852 milyon US\$ mevduat faizi ödemiş ve bu uygun maliyetli kaynakları ustaca kullanarak fonlama maliyetlerindeki artışı kısıtlamayı başarmıştır.

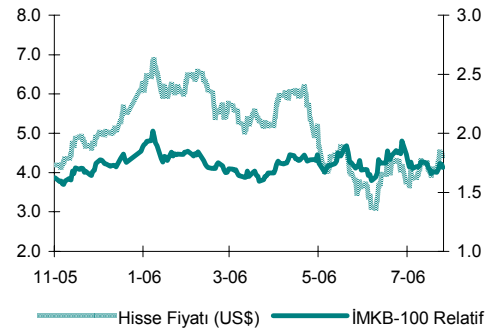
Tüm bu etkenlerin yanı sıra faiz gelirlerindeki hacim artışının daha yüksek olması Vakıflar Bankası'nın karlılığı üzerinde olumlu etkide bulunmuş ve bankanın net faiz geliri aynı dönemde %9 artışla 562 milyon US\$ seviyesine yükselirken bankanın net faiz marjı da 1Y 2005'teki %5.3 düzeyinden %6.1'e yükselmiştir. Öte yandan Vakıflar Bankası'nın

	YTL	US\$
Fiyat	6.40	4.44
İMKB-100	37,418	25,960
US\$ (MB Alış):	1.44	
52 Hafta Yüksek:	9.02	6.86
52 Hafta Düşük:	5.20	3.09
İMKB Kodu:	VAKBN	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	1,279.0
Piyasa Değeri (YTL Mn):	8,185.6
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	5,678.9
Halka Açıklık Oranı (%):	39
Halka Açık PD (YTL Mn):	3,192.4
Halka Açık PD (US\$ Mn):	2,214.8

	Aylık	YB Göre	Son1Y
YTL Getiri (%):	-3.0	-6.2	11.8
US\$ Getiri (%):	4.1	-12.8	4.6
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	-0.7	1.0	0.4
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	50.13		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	35.90		

Beta	1.20
Yıllık Volatilite (Hisse)	A.D.
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	A.D.



DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/06	2006/06
F/K	-	-	17.09	-	10.57
PD/DD	-	-	2.15	-	2.06
Hisse Başına Kar (US\$)	0.13	0.37	0.31	0.24	0.48

net ücret ve komisyon gelirleri 1Y 2005'e göre %3 oranında kısıtlı bir artışla cari dönemde 112 milyon US\$ seviyesine ulaşırken bankanın diğer faaliyet gelirleri aynı dönemde %111 oranında artarak 132 milyon US\$ seviyesine ulaşmıştır. Ancak Vakıfbank'ın diğer faaliyet giderleri de aynı dönemde %7 oranında artarak 1Y 2006'da 289 milyon US\$ seviyesine ulaşmış ve bu durum diğer faaliyet gelirlerindeki artışın karlılık üzerindeki olumlu etkisini kısıtlamıştır.

Son dönemde bono faizlerinde gerçekleşen artışların en son konsolide verilere göre menkul değerler portföyü toplam aktiflerinin %30'unu oluşturan Vakıfbank'ın 1Y 2006 karlılığı üzerinde ciddi bir daraltıcı etkide bulunmadığını gözlemliyoruz. Bu durum kısmen bankanın menkul değerler portföyünün %40'ının döviz cinsi değerlerden, kısmen ise banka menkul kıymet portföyünün %93'ünün özsermaye büyüklüğünü etkileyen satılmaya hazır menkul değerlerden oluşmasıdır. Bankanın menkul kıymet portföy değerindeki dalgalanmanın özsermaye üzerindeki etkisinin ise yüksek karlılık sayesinde kısıtlı kaldığını, banka özsermayesinin 1Ç 2006'ya göre YTL bazında %4.5'lik daralmayla güçlü yapısını koruduğunu ve 1Y 2006'da bankanın özsermaye/toplam aktifler oranının %11.4 seviyesinde bulunduğunu gözlemliyoruz.

Beklentiler

2Ç 2006'da gerçekleşen volatilitenin etkilerinden diğer büyük bankalara göre daha az etkilenen Vakıfbank'ın güçlü karlılığının volatil piyasa şartlarının düzeldiği 3Ç 2006'da da sürmesini ve bankanın özsermayesindeki kısıtlı daralmanın bu dönemde tersine dönmesini bekliyoruz. Çoğu YTL cinsinden olan geniş mevduat tabanı ve %34'ü döviz cinsinden olan yüksek montanlı kredi portföyü ile ana bankacılık faaliyetlerine yönelmiş bulunan Vakıfbank 1Y 2006 verilerine göre %13'ü likit değerlerden oluşan aktif yapısı ile de piyasadaki olası volatilitelere artışlarına karşı akıllıca konumlanmış bir bilanço yapısı arz etmektedir.

Değerleme

Vakıfbank'ı değerlerken PD/DD ve F/K çarpanları yöntemlerini kullandık. Türk bankacılık sektöründe banka karlılıklarının faiz ve döviz kuru seviyelerindeki yüksek volatilitelere nedeniyle gösterdiği dönemsel etkilerini gidermek için değerlememizde PD/DD oranına %90 oranında yüksek bir ağırlık verirken F/K oranının ağırlığını %10 seviyesinde tuttuk.

PİYASA ÇARPANLARI	F/K	PD/DD
AKBANK	10.7	2.7
İŞ BANKASI	13.9	2.1
VAKIFBANK	14.6	2.0
GARANTİ	10.1	2.3
YAPI KREDİ	-	3.4
ORTALAMA	41.3	2.4
İSKONTO/PRİM	-65%	-17%

Çalışmamız sonucunda son kapanış verilerine göre PD/DD oranı açısından büyük bankalar ortalamasına göre %17, F/K oranına göre ise %65 oranında iskontolu işlem gören Vakıfbank için 1Ç 2006 dönemindeki 6,440 milyon US\$'lık hedef piyasa değerimizi 1Y 2006 için 7,740 milyon US\$ olarak revize ediyoruz. Son verilere göre hedef piyasa değerimize oranla %27 iskontolu bulunan Vakıfbank'ın güçlü karlılığına rağmen bu fiyat seviyelerinden işlem görmesinin gerçekçi olmadığı görüşündeyiz. Bu verilerin ışığında güçlü bir yukarı potansiyel sunduğunu düşündüğümüz Vakıfbank için 1Ç 2006 döneminde verdiğimiz BİRİKTİR tavsiyesini 1Y 2006 dönemi için AL olarak revize ediyoruz.

BİLANÇO (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/06	2006/06	%Değ
Nakit Değerler ve Merkez Bankası	292	548	1,233	456	1,043	129
Menkul Değerler	4,945	6,404	7,830	7,274	6,366	(12)
Bankalar ve Para Piyasaları	1,434	2,558	3,555	3,478	1,616	(54)
Krediler	3,378	6,007	8,865	6,636	10,052	51
İştirakler ve Bağlı Ortaklar (Net)	341	360	456	366	358	(2)
Faiz ve Gelir Tahakkuk ve Reeskontları	576	419	588	468	333	(29)
Maddi Duran Varlıklar (Net)	694	831	750	755	546	(28)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	10	8	17	12	16	38
Diğer Aktifler	595	896	818	965	774	(20)
Toplam Aktifler	12,264	18,031	24,112	20,410	21,104	3
Mevduat	9,098	13,102	17,085	15,068	14,120	(6)
Para Piyasaları	376	455	80	474	602	27
Alınan Krediler	1,134	1,897	2,616	1,935	3,082	59
Faiz ve Gider Reeskontları	145	141	185	194	172	(11)
Karşılıklar	60	312	435	364	248	(32)
Sermaye Benzeri Krediler	153	159	-	159	-	A.D.
Diğer Yükümlülükler	458	465	538	524	478	(9)
Özkaynaklar	840	1,499	3,173	1,691	2,401	42
Toplam Pasifler	12,264	18,031	24,112	20,410	21,104	3

GELİR TABLOSU (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/06	2006/06	%Değ
Faiz Gelirleri	1,661	2,286	2,678	1,295	1,498	16
Kredilerden Alınan Faizler	606	1,150	1,401	681	819	20
Bankalardan Alınan Faizler	269	164	296	119	192	61
Menkul Değerlerden Alınan Faizler	785	972	981	495	487	(2)
Diğer Faiz Gelirleri	0	0	0	-	-	A.D.
Faiz Giderleri	1,427	1,403	1,695	777	936	20
Mevduata Verilen Faizler	1,282	1,286	1,589	729	852	17
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	86	72	86	35	69	94
Diğer Faiz Giderleri	58	46	20	13	15	13
Net Faiz Geliri	234	883	983	517	562	9
Kambiyo Karı/(Zararı)	91	39	33	14	(40)	(391)
Sermaye Piyasası İşlemleri Karı/Zararı (Net)	333	48	98	48	32	(33)
Ayarlanmış Net Faiz Geliri	658	970	1,114	579	554	(4)
Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığı (-)	277	257	323	246	98	(60)
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	151	186	219	108	112	3
Bağlı Ortaklıklar ve İştiraklerden Kar/Zarar	10	36	5	2	7	216
Diğer Faaliyet Gelirleri	125	186	99	63	132	111
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	494	538	546	270	289	7
Vergi Öncesi Kar	166	572	568	237	417	76
Vergi Karşılığı (-)	-	107	168	81	113	39
Net Dönem Kar ve Zararı	166	465	399	156	305	96

FINANSAL ORANLAR	2003	2004	2005	2005/06	2006/06
Özsermaye Karlılığı	25.5%	39.7%	17.1%	12.8%	21.9%
Aktif Karlılığı	1.7%	3.1%	1.9%	1.4%	2.7%
Net Faiz Marjı	2.9%	6.9%	5.3%	5.3%	6.1%
Ayarlanmış Net Faiz Marjı	8.2%	7.6%	6.0%	5.9%	6.0%
Faiz Getiren Varlıklardan Getiriler	20.6%	17.9%	14.5%	13.2%	16.2%
Fonlama Maliyetleri	16.4%	10.8%	9.6%	8.3%	10.6%
Faiz Getirileri - Fonlama Maliyetleri (Spread)	4.2%	7.1%	4.9%	4.8%	5.6%
Krediler/Mevduat	37.1%	45.8%	51.9%	44.0%	71.2%
Efektif Vergi Oranı	0.0%	18.7%	29.7%	34.3%	27.0%
Özkaynaklar/Toplam Aktifler	6.9%	8.3%	13.2%	8.3%	11.4%

Analist: Mutlu Köseahmetoğlu

Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.: Nispetiye Cad. Akmerkez E-3 Blok Kat:12 34337 Etiler-İstanbul

Santral: 0 212 350 08 00

E-mail: arqe@alanyatirim.com.tr

Bu çalışmada yer alan yatırım bilgisi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Seri:V, No:55 sayılı “Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine İlişkin ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” çerçevesinde aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada ulaşılan sonuçlar tercih edilen hesaplama yöntemi ve/veya yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, mali durumunuz ile risk getiri tercihlerinize uygun olmayabileceğinden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan her türlü haber, veri, bilgi, rapor, araştırma bulgusu, görüş ve öneriler, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, piyasa koşulları içerisinde ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan yararlanılarak, herhangi bir maddi manevi menfaat karşılığı olmaksızın, genel anlamda bilgi sunmak amacıyla hazırlanmıştır. Yer alan bilgilerin zamanlaması, tamlığı ve doğruluğu tarafımızca garanti edilmemekte olup bu bilgiler, belli bir kazancın sağlanmasıya yönelik olarak sunulmamaktadır. Bu nedenle, burada yer alan haber, veri, bilgi ve bulgulara dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü kayıptan, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.