



## Vakıfbank - 1Ç 2006 Sonuçları

## BİRİKTİR

### Yüksek Karlılık Sürüyor

Vakıfbank'ın 1Ç 2006 konsolide net karı bir önceki yılın aynı dönemine göre dolar bazında %8 artarak 169 milyon US\$ seviyesine yükseldi.

Bankanın faiz gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %19 artışla 804 milyon US\$a yükselirken faiz giderleri aynı dönemde %28 oranında artarak 500 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

Bankanın faiz gelirlerindeki artışı bankalardan ve kredilerden alınan faizler kalemlerindeki yüksek artışlar beslemiştir. Son dönemde özellikle nakit değerler ve merkez bankası ile bankalar ve para piyasaları kalemlerinin toplam aktifleri içerisindeki ağırlığını arttıran Vakıfbank sonuçta bankalardan alınan faiz gelirlerini cari dönemde 1Ç 2005'e göre %120 oranında arttırarak 114 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 Vakıfbank'ın kredilerden alınan faizler kalemi de 1Ç 2006'da geçen yılın aynı dönemine göre %19 artarak 412 milyon US\$ seviyesine yükselmiştir.

### Bilançodaki Yüksek Mevduat Payı Fonlama Maliyetlerindeki Artışı Kısıtlamaktadır

Vakıfbank'ın faiz giderlerini analiz ettiğimizde ise son verilere göre bu giderlerin %92'lik bölümünün mevduata ödenen faizlerden oluştuğunu gözlemlemekteyiz. 2005 yılındaki ters para ikamesi ortamının 1Ç 2006 döneminde de sürmesi sonucunda TL cinsinden mevduat hacmini 1Ç 2005'e göre %49 oranında arttıran Vakıfbank'ın toplam mevduat hacmi de bir önceki yılın aynı dönemine göre %40 artışla 17,963 milyon US\$ seviyesine yükselmiştir. Sonuçta Vakıfbank 1Ç 2006'da bir önceki yılın aynı dönemine göre %27'lik artışla 460 milyon US\$ mevduat faizi ödemiş ve bu uygun maliyetli kaynakları ustaca kullanarak fonlama maliyetlerindeki artışı kısıtlamayı başarmıştır.

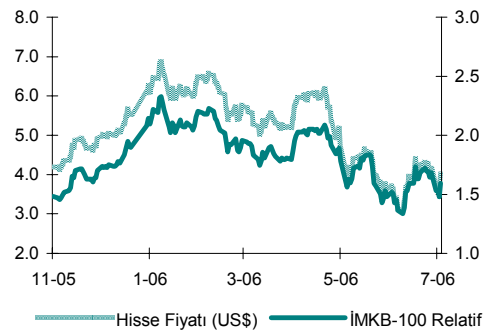
Sonuçta faiz gelirlerindeki hacim artışının daha yüksek olması Vakıfbank'ın karlılığı üzerinde olumlu etkide bulunmuş ve bankanın net faiz geliri aynı dönemde %6 artışla 305 milyon US\$ seviyesine yükselirken bankanın net faiz marjı da 1Ç 2005'teki %6.1 düzeyinden %6.2'ye yükselmiştir. Öte yandan Vakıfbank'ın net ücret ve komisyon gelirleri 1Ç 2005'e göre %6 oranında kısıtlı bir

	YTL	US\$
Fiyat	6.20	4.01
İMKB-100	35,311	22,846
US\$ (MB Alış):	1.55	
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):	7,929.8
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	5,130.6
Halka Açıklık Oranı (%):	39
Halka Açık PD (YTL Mn):	3,092.6
Halka Açık PD (US\$ Mn):	2,000.9

	Aylık	YB Göre	Son1Y
YTL Getiri (%):	6.0	-9.2	8.3
US\$ Getiri (%):	7.7	-22.2	-6.6
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	2.9	0.8	0.4
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	49.61		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	35.76		

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



DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/03	2006/03
F/K	-	-	14.86	-	14.83
PD/DD	-	-	2.20	-	2.40
Hisse Başına Kar (US\$)	0.14	0.43	0.36	0.49	0.53

artışla cari dönemde 55 milyon US\$ seviyesine ulaşırken bankanın diğer faaliyet gelirleri aynı dönemde %193 oranında artarak 311 milyon US\$ seviyesine ulaşmıştır. Ancak Vakıfbank'ın diğer faaliyet giderleri de aynı dönemde %119 oranında artarak 1Ç 2006'da 423 milyon US\$ seviyesine ulaşmış ve bu durum diğer faaliyet gelirlerindeki artışın karlılık üzerindeki olumlu etkisini kısıtlamıştır.

### Beklentiler

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 daraltıcı etkide bulunacağı görüşünderiz. Öte yandan 1Ç 2006 verilerine göre likit değerlerinin toplam aktiflerine oranı %19 seviyesinde bulunan Vakıfbank'ın rakiplerine göre daha likit olan aktif yapısı nedeniyle faiz artışlarının banka karlılığı üzerindeki olumsuz etkisi bir miktar kısıtlanacaktır. Bunun yanısıra 1Ç 2006 konsolide verilerine göre döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduatlarına oranı %29 ile sektör ortalamalarının altında bulunan ve toplam pasifleri içerisinde döviz cinsi kredileri sadece %10 düzeyinde bulunan Vakıfbank'ın döviz kurlarında gerçekleşen artıştan sektördeki rakiplerine oranla daha az etkileneceğini düşünürüz.

### Değerleme

Vakıfbank'ı değerlerken PD/DD ve F/K çarpanları yöntemlerini kullandık. Türk bankacılık sektöründe banka karlılıklarının faiz ve döviz kuru seviyelerindeki yüksek volatilité nedeniyle gösterdiği dönemsellik etkilerini gidermek için banka değerlemelerimizde PD/DD oranına daha yüksek ağırlık vermeyi tercih ediyoruz.

PIYASA ÇARPANLARI	F/K	PD/DD
AKBANK	9.9	2.5
İŞ BANKASI	13.7	1.5
VAKIFBANK	14.1	2.0
GARANTİ	11.0	2.1
YAPI KREDİ	-	2.6
ORTALAMA	48.1	2.0
İSKONTO/PRİM	-71%	-2%

Son kapanış verilerine göre PD/DD oranı açısından büyük bankalar ortalamasına göre %2 iskontolu, F/K oranına göre ise %71 oranında iskontolu işlem gören Vakıfbank için PD/DD oranına %90, F/K oranına ise %10 ağırlık vererek hesapladığımız hedef piyasa değeri 6,440 milyon US\$ seviyesindedir. Son verilere göre hedef piyasa değerimize oranla %20 iskontolu işlem gören Vakıfbank güçlü mevduat portföyü ve likit aktif yapısı ile piyasadaki volatilité ortamında güvenli bir yatırım fırsatı sunmaktadır görüşünderiz. Bu verilerin ışığında son dönemde fiyat açısından da uygun seviyelere gerileyen Vakıfbank için BİRİKTİR tavsiyesinde bulunuyoruz.

<b>BİLANÇO (US\$ Mn)</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2005/03</b>	<b>2006/03</b>	<b>%Değ</b>
Nakit Değerler ve Merkez Bankası	293	549	1,250	625	1,459	134
Menkul Değerler	5,447	7,096	8,387	7,515	8,284	10
Bankalar ve Para Piyasaları	1,255	2,398	3,534	1,324	3,457	161
Krediler	3,444	6,121	9,047	6,077	10,323	70
İştirakler ve Bağlı Ortaklar (Net)	263	264	227	258	226	(12)
Faiz ve Gelir Tahakkuk ve Reeskontları	611	461	631	455	547	20
Maddi Duran Varlıklar (Net)	784	934	851	875	844	(4)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	11	11	18	11	19	63
Diğer Aktifler	810	1,195	1,155	1,313	1,312	(0)
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>12,919</b>	<b>19,029</b>	<b>25,099</b>	<b>18,453</b>	<b>26,470</b>	<b>43</b>
Mevduat	9,219	13,290	17,272	12,845	17,963	40
Para Piyasaları	456	582	160	594	416	(30)
Alınan Krediler	1,320	2,106	2,819	1,731	2,969	72
Faiz ve Gider Reeskontları	147	145	191	180	230	27
Karşılıklar	268	611	792	687	850	24
Sermaye Benzeri Krediler	153	159	-	156	-	A.D.
Diğer Yükümlülükler	679	724	767	667	1,122	68
Özkaynaklar	677	1,412	3,097	1,593	2,919	83
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>12,919</b>	<b>19,029</b>	<b>25,099</b>	<b>18,453</b>	<b>26,470</b>	<b>43</b>

<b>GELİR TABLOSU (US\$ Mn)</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2005/03</b>	<b>2006/03</b>	<b>%Değ</b>
<b>Faiz Gelirleri</b>	<b>1,722</b>	<b>2,396</b>	<b>2,744</b>	<b>678</b>	<b>804</b>	<b>19</b>
Kredilerden Alınan Faizler	609	1,154	1,408	347	412	19
Bankalardan Alınan Faizler	268	155	297	52	114	120
Menkul Değerlerden Alınan Faizler	828	1,055	1,011	270	271	0
Diğer Faiz Gelirleri	16	32	28	8	8	(11)
<b>Faiz Giderleri</b>	<b>1,450</b>	<b>1,420</b>	<b>1,716</b>	<b>390</b>	<b>500</b>	<b>28</b>
Mevduata Verilen Faizler	1,289	1,285	1,598	362	460	27
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	100	86	96	20	35	72
Diğer Faiz Giderleri	62	49	22	8	5	(41)
<b>Net Faiz Geliri</b>	<b>272</b>	<b>977</b>	<b>1,028</b>	<b>287</b>	<b>305</b>	<b>6</b>
Kambiyo Karı/(Zararı)	98	40	34	(6)	9	244
Sermaye Piyasası İşlemleri Karı/Zararı (Net)	338	53	121	37	23	(38)
<b>Ayarlanmış Net Faiz Geliri</b>	<b>707</b>	<b>1,070</b>	<b>1,183</b>	<b>318</b>	<b>337</b>	<b>6</b>
Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığı (-)	290	216	326	54	48	(12)
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	152	187	222	52	55	6
Bağlı Ortaklıklar ve İştiraklerden Kar/Zarar	2	38	2	-	0	A.D.
Diğer Faaliyet Gelirleri	757	1,001	550	106	311	193
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	1,100	1,356	991	193	423	119
Vergi Öncesi Kar	200	673	640	229	233	1
Vergi Karşılığı (-)	11	122	176	74	65	(11)
<b>Net Dönem Kar ve Zararı</b>	<b>183</b>	<b>550</b>	<b>459</b>	<b>156</b>	<b>169</b>	<b>8</b>

<b>FINANSAL ORANLAR</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2005/03</b>	<b>2006/03</b>
Özsermaye Karlılığı	32.1%	52.7%	20.4%	26.6%	22.4%
Aktif Karlılığı	1.8%	3.4%	2.1%	2.9%	2.6%
Net Faiz Marjı	3.3%	7.3%	5.4%	6.1%	6.2%
Ayarlanmış Net Faiz Marjı	8.6%	8.0%	6.2%	6.7%	6.9%
Faiz Getiren Varlıklardan Getiriler	20.9%	18.0%	14.3%	14.4%	16.5%
Fonlama Maliyetleri	16.3%	10.5%	9.5%	8.8%	10.9%
Faiz Getirileri - Fonlama Maliyetleri (Spread)	4.6%	7.5%	4.8%	5.5%	5.5%
Krediler/Mevduat	37.4%	46.1%	52.4%	47.3%	57.5%
Efektif Vergi Oranı	5.7%	18.2%	27.5%	32.1%	28.1%
Özkaynaklar/Toplam Aktifler	5.2%	7.4%	12.3%	8.6%	11.0%

Analist: Mutlu Köseahmetođlu

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](mailto: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:52 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 sağlanmasına 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.