

Sektör	Sektör Görüşü	Rapor Türü	İlgili Hisseler
Bankacılık Sektörü	İyimser	Başlangıç Raporu	AKBNK, GARAN, HALKB, ISCTR, YKBNK

Vakıf Yatırım olarak 5 büyük ölçekli bankayı kapsayan sektör raporumuz ile Akbank (AKBNK), Garanti Bankası (GARAN), Halk Bank (HALKB, İş Bankası (ISCTR) ve Yapı Kredi Bankası (YKBNK) için hisse senedi öneri sürecini başlatmış bulunuyoruz. %10 risksiz faiz oranı ve %5 risk primi ile ve genel olarak temettü indirgeme modeli (TİM) ve Gordon Büyüme Modeli (GBD) ile değerlediğimiz bankalar içinde İş Bankası ve Halk Bankası'nı cazip değerlemeleri nedeniyle beğenirken, sektör konumlanmaları nedeniyle Akbank ve Garanti Bankası'nın kısa vade ön plana çıkacaklarını ve Endeks Üzeri Getiri potansiyeli taşıdıklarını düşünüyoruz.

Raporumuzda her bir banka bazında detay orta-uzun vadeli beklentilerimizin yanında, yasal düzenlemelerin, değişen makro ekonomik koşulların ve global likidite imkanlarının bankaların i-fonlama maliyetlerine, ii- kredi fiyatlamalarına iii- kredi hacmine iv- fon kaynağı tercihlerine ve v- banka finansal tabloları ve karlılıklarına etkisi tartışılmaktadır.

Bu bağlamda;

- Düşük TL Faiz oranları:** Önümüzdeki dönemin bankalar açısından en önemli yatırım temasının Merkez Bankası'nın yaptığı faiz hamlesi sonrasında düşmesi muhtemel kredi ve mevduat faizleri sayesinde, bankaların vade uyumsuzluğu ve artan kredi hacmine bağlı olarak olumlu etkileneceğini düşünüyoruz. Bu dönemde Vade Uyumsuzluğu, Kredi Mevduat oranı ve Sermaye Yeterlilik Rasyosu gibi kriterler banka performanslarında belirleyici olacaktır.
- Göreceli düşük maliyetli yurtdışı fonlama imkanları:** Uygun swap maliyetleri ve düşük maliyetli yurtdışı fonlama imkanları TL'ye göre daha uygun koşullar sağlaması durumunda bankaların bu alana yönelmelerine sebep olacaktır.
- Yasal düzenlemeler ve SYR:** BDDK tarafından bankaların sermaye yeterlilik rasyolarına doğrudan etki eden düzenlemelerin etkilerini kademe kademe görmeye devam edeceğiz. Çalışmamızda söz konusu düzenlemelerin banka bazında detaylarını bulabilirsiniz
- Aktif Kalitesi:** 2016 yılının ana temalarından birisi de bozulması beklenen aktif kalitesi. Hemen hemen tüm bankalar bu konudaki çekincelerini yatırımcılarla paylaştığı için biz bu beklentilerin belli ölçülerde fiyatlandığı ve değerlemelere yansıtıldığı görüşündeyiz. Diğer taraftan işsizlik oranı ve tüketici güveni gibi takipteki kredi oranlarını doğrudan etkileyen göstergelerdeki trend dikkate alındığından bu konunun 2016 yılından ziyade takip eden yılların konusu olduğu görüşündeyiz.

**Akbank (AKBNK)** -- Sektör ortalamalarının üzerinde bir büyümeyi yakalayacağını düşündüğümüz Akbank'ın, dijital kanallara odaklanma stratejisinin ve operasyonel maliyetlerde optimizasyonun devam etmesi ile söz konusu büyümenin karlılığa da yansımaları bekliyoruz.

**Garanti Bankası (GARAN)** -- Aktif kalitesinde sektöre paralel bir miktar bozulma görülse de bu durumun güçlü SYR'ye sahip banka için önemli bir risk oluşturmadığını, BBVA'nın ana hissedar olması sonrasında ise bankanın genel stratejisinde önemli bir değişiklik görülmeceğini düşünüyoruz.

**Halk Bankası (HALKB)** -- Yeni dönemde sektöre paralel artmasını beklediğimiz takipteki kredi oranı, TL mevduatı tarafında artan rekabetin maliyetler ve banka büyüme hızı üzerinde yaratmasını beklediğimiz baskıya rağmen, Banka'nın güçlü büyüme performansı, yüksek özkaynak karlılığı ve cazip değerlemesi ile ön planda olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

**İş Bankası (ISCTR)** -- Güçlü sermaye yapısı ve pazar konumlanması ile beğendiğimiz bir hisse. Bununla birlikte değerlemelerin fiyatlamalara yansımaları için kısa vadede bankayı endeksten ayırıştırarak pozitif bir katalizör olmadığını düşünüyoruz.

**Yapı Kredi Bankası (YKBNK)** -- Hızlı büyüme dönemi sonrasında orta vadede artması beklenen dijitalleşme ve şubeleşmenin azalması ile sağlanacak maliyet kontrolünün karlılık açısından yukarı yönlü potansiyel taşıyacağını düşünüyoruz. Ancak sektörde en zayıf çekirdek SYR oranına sahip olmasına ek olarak sektör ortalamalarının üzerinde takipteki krediler oranı büyüme üzerinde baskı yaratabilir.

Banka	Hisse	KV Öneri / UV Öneri	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli	F/DD (x)		
					2016T	2017T	2018T
Akbank	AKBNK	Endeks Üzeri Getiri / TUT	8,80 TL	3,4%	1,1x	1,0x	0,9x
Garanti Bankası	GARAN	Endeks Üzeri Getiri / TUT	8,90 TL	1,8%	1,1x	1,0x	0,9x
Halk Bankası	HALKB	Endekse Paralel Getiri / AL	14,35 TL	30,9%	0,6x	0,6x	0,5x
İş Bankası (C)	ISCTR	Endekse Paralel Getiri / AL	6,30 TL	27,5%	0,6x	0,6x	0,5x
Yapı Ve Kredi Bankası	YKBNK	Endekse Paralel Getiri / TUT	4,53 TL	6,3%	0,7x	0,7x	0,6x

## İçindekiler

Politika Faizleri ve Bankacılık Sektörü .....	3
Daha fazla faiz indirimi olabilir mi? .....	4
Vade Uyumsuzluğu ve Net Faiz Marjları .....	4
Büyüme.....	5
Sermaye Yeterlilik Rasyosu (SYR).....	7
Aktif Kalitesi.....	9
Bankaların 2016 Beklentileri .....	11
Karlılık Beklentilerimiz.....	12
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri .....	12
Net Kar Beklentilerimiz.....	13
Özkaynak Karlılığı .....	14
1Ç16 Kar Tahminleri.....	15
Değerleme .....	16
Akbank - Güçlü sermaye yapısı ve defansif bilanço... ..	17
Garanti Bankası - Sektöre yatırım için ilk akla gelen banka.....	20
Halkbank - Aktif kalitesi yakından izlenecek.....	23
İş Bankası - Cazip değerlendirme, pozitif katalizör ihtiyacı.....	26
Yapı Kredi Bankası - Yatırımlarının meyvesini bekliyor... ..	29
Ek 1- Benzer banka karşılaştırması .....	32
Ek 2 - Analizimize Baz Teşkil Eden Makroekonomik Tahminler.....	33
Ek 3 - Analizimize Baz Teşkil Eden Makroekonomik Tahminler.....	33

## Politika Faizleri ve Bankacılık Sektörü

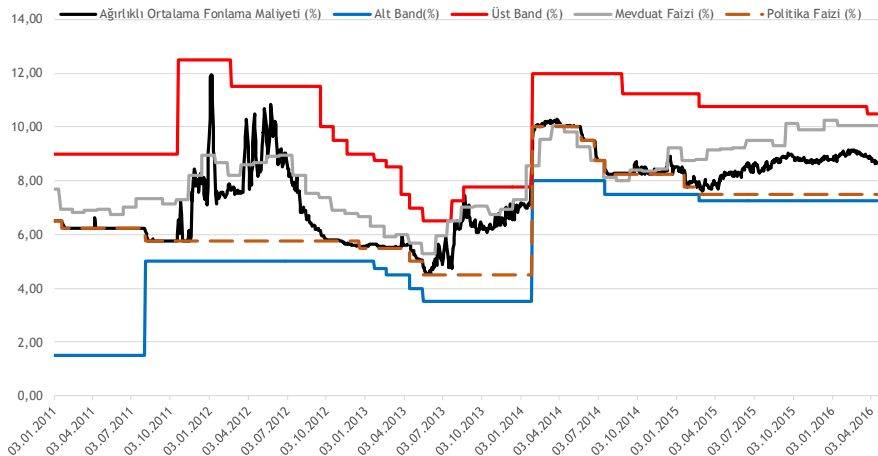
Raporumuzun başında konu ile ilgili referans olması açısından; TCMB uzmanları tarafından Mart 2016'da yayınlanan "Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular" konulu çalışma tebliğinde cevap aranan, Merkez Bankasının belirlediği kısa vadeli faiz oranları ile banka faiz oranları arasındaki (geleneksel faiz kanalı) ilişkiyi açıklamaya yönelik çalışmaya atıfta bulunmak istiyoruz.

Söz konusu çalışmada ulaşılan ve raporumuz ile ilişkili gördüğümüz temel bazı hususlar;

- Bankaların kredi ve mevduat fiyatlamalarında TCMB'nin ilan ettiği resmi faizlerden ziyade fiili faizleri (TCMB'nin finansal kuruluşlara sağladığı kısa vadeli fonların ağırlıklı ortalama faizi ve Bankalararası piyasada oluşan kısa vadeli faiz) referans aldığı,**
- Banka faizlerinin politika faizleri ile etkileşimini tüketici kredisi, ticari kredi ve mevduat açısından incelendiğinde; hem kredi faizleri hem de mevduat faizlerinin para politikasının duruşunu temsil eden fiili faizlere hızlı ve güçlü bir şekilde tepki verdiği,**
- Kredi faizlerinin hareketlerinde gecelik piyasa faizlerinin TCMB ortalama fonlama faizine kıyasla daha belirleyici olduğu,**
- TCMB'nin ortalama fonlama faizinin ise özellikle mevduat faizleri açısından ihmal edilemeyecek derecede önemli olduğu,**
- Para politikasındaki sıkışmanın kredi faizlerine kısa vadede büyük oranda yansdığı, gevşemenin ise daha sınırlı yansıdığı,**
- Bankaların mevduat faizini ayarlarken TCMB faizleri arttığında bankaların mevduat ve kredi faizlerini kısa süre içinde uyarlarken, para politikası gevşediğinde mevduat faizlerini aşağı doğru ayarlayıp kredi faizlerini hemen düşürmeyerek net faiz marjlarını geçici bir süre için yükseltmekte olduğu**
- Bankaların para politikası kararlarına tepki derecelerinin kısa vadeli fonlama ihtiyaçları ile etkileşimi noktasında ise kısa vadeli fonlaması bilançosuna oranla nispeten yüksek bankalarda tüketici kredisi faizlerinin piyasa faizleri ile TCMB fonlama faizleri arasındaki farka daha duyarlı olduğu şeklindedir.**

Geçmiş deneyimler, düşen faiz ortamında kredilerdeki yeniden fiyatlamının, mevduat fiyatlamalarından daha yavaş olduğuna işaret ediyor...

Grafik 1 -TCMB Faizleri, AOFM ve Mevduat Faiz Oranları (%)



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, TCMB

Yukarıda özetlediğimiz çalışmayı referans alarak önümüzdeki döneme bakacak olursak; Merkez Bankasının yaptığı son faiz hamlesi sonrasında, bankaların kredi ve mevduat faizlerindeki muhtemel asimetrik davranışları, banka bilanço yapılarının getirdiği vade uyumsuzluğu ve düşen faizlere bağlı olarak artan kredi hacmi nedeniyle olumlu etkileneneğini bekliyoruz. Raporumuzun ilerleyen bölümlerinde halka açık 5 büyük bankanın muhtemel etkilenme derecelerini bankaların bilanço yapıları üzerinden detaylandırdık.

22 Nisan 2016 Cuma

**Yurtiçinde enflasyondaki genel seyir, yurt dışında ise FED'in vereceği sinyallerin önümüzdeki dönemde gelebilecek muhtemel faiz indirimi için belirleyici olacağını düşünüyoruz...**

**Enflasyon oranlarında düşük seyrin devam edebileceği beklentisi TCMB'nin enflasyon kanadından olası faiz indirimi konusunda elinin güçlendirmekte...**

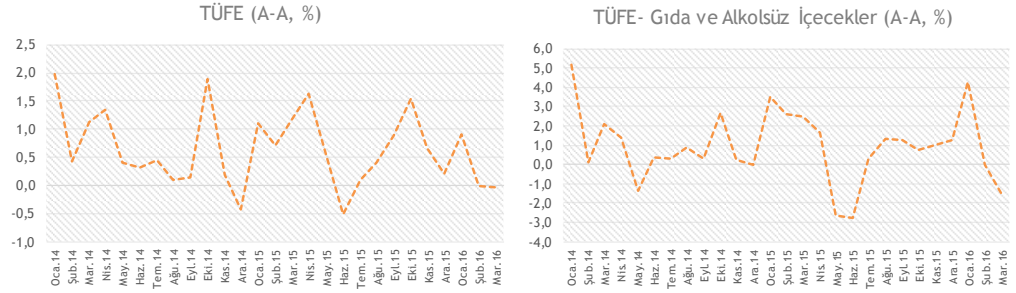
**FED tarafından gelecek mesajlardaki olası güvercin ton Merkez Bankası'nın Mayıs para politikası kararını destekleyici yönde etkisi olacağını düşünüyoruz...**

**Yüksek vade uyumsuzluğuna sahip bankalar düşen faiz ortamında daha fazla olumlu etkilenecek...**

## Daha fazla faiz indirimi olabilir mi?

Merkez Bankasının faiz kararları açısından enflasyonun seyrinin ve yurtdışı konjonktürün oldukça önemli olduğu görüşündeyiz. Hatırlanacağı gibi, enflasyon Mart ayında beklentilerin altında kalarak yıllık bazda %8.78'ten %7.46'ya gerilemişti. Bunda ise birinci derecede etki eden unsur gıda fiyatlarındaki %1.53 gibi sert bir düşüş göstermesi olmuştu. Önümüzdeki birkaç ay baz etkisi nedeniyle gıda enflasyonunda ve genel olarak enflasyon oranlarında düşük seyrin devam edebileceğini dolayısıyla TCMB'nin enflasyon kanadından olası faiz indirimi konusunda elinin daha güçlü olacağını düşünüyoruz.

**Grafik 2 -TÜFE ve Gıda Enflasyonu (%)**



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, TÜİK

Yurtdışı konjonktür açısından özellikle FED'in faiz artırım konusunda vereceği sinyallerin ve olası güvercin açıklamaların Merkez Bankasının ek bir faiz indiriminde kritik rol oynayacaktır. FED'in Nisan ayında gerçekleştireceği toplantıda faiz artışı beklentisi bulunmuyor. Ancak faiz kararı sonrası yayınlanan toplantı özetinde piyasalar tarafından Haziran toplantısına yönelik sinyaller yakından izlenecektir. Yayınlanan toplantı özetinin yanı sıra FED yetkililerinin önümüzdeki dönemde açıklamalarında da güvercin mesajlar verilmesi durumunda yurt içinde Merkez Bankası'nın Mayıs para politikası kararını destekleyici yönde etkisi olacağını düşünüyoruz. Bloomberg beklenti anketi göre, FED'in Haziran ayında faiz arttırma olasılığı %15 seviyesinde bulunuyor. Bu oran Mart ayında %44 seviyesine kadar çıkmıştı.

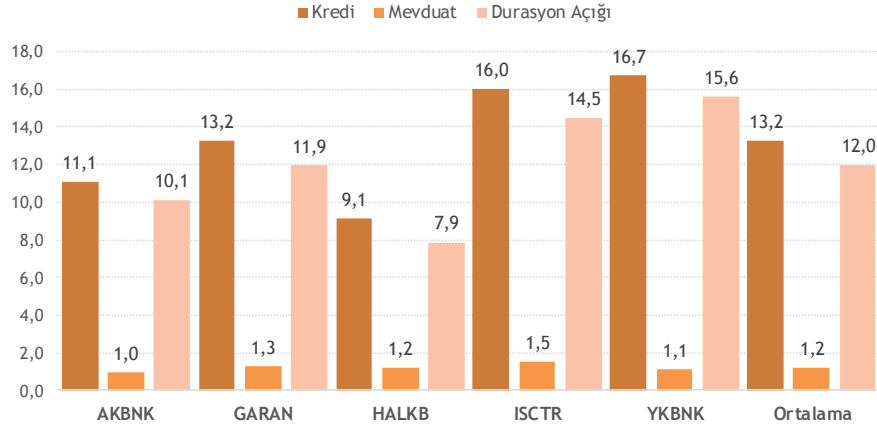
## Vade Uyumsuzluğu ve Net Faiz Marjları

Bankaların finansal tablolarının faiz ortamındaki değişikliklerine verdikleri tepkiler, banka bilanço yapılarına ve aktif-pasif vade uyumsuzluğuna bağlı olarak değişmektedir. Raporumuzun konusu olan 5 büyük banka için Kredi ve Mevduatların (toplam TL ve YP kredi ve mevduat verileri üzerinden hesaplanan) ortalama vadeleri ve efektif vade açığı (durasyon açığı) hesaplamamız, söz konusu bankaların ortalama 13,2 aylık kredi vadesine karşın 1,2 aylık mevduat vadesine sahip olduklarına ve 12 aylık bir durasyon açığı ile faaliyet gösterdiklerine işaret etmektedir. Bu durum faiz ortamındaki değişikliklerde mevduatların, kredilere göre daha hızlı yeniden fiyatlanması sayesinde özellikle faizlerdeki düşüş dönemlerinde bankaların net faiz marjlarını yükseltmesine imkan tanımaktadır.

Durasyon açığı açısından, en yüksek vade uyumsuzluğuna sahip Yapı Kredi Bankası (YKBNK) ve İş Bankası (ISCTR)'nin faizlerin düştüğü bir dönemde yeni fiyatlamalardan en çok olumlu etkilenmesini beklediğimiz bankalar olacaktır. Halkbank (HALKB) ve Akbank (AKBNK) ise nispeten daha düşük vade uyumsuzlukları nedeniyle önümüzdeki süreçten nispeten daha sınırlı düzeyde olumlu etkilenecek bankalar olacaktır.

**Grafik 3- Bankaların Durasyon Açığı Analizi, 2015**

Durasyon Analizi, (Ay), 2015

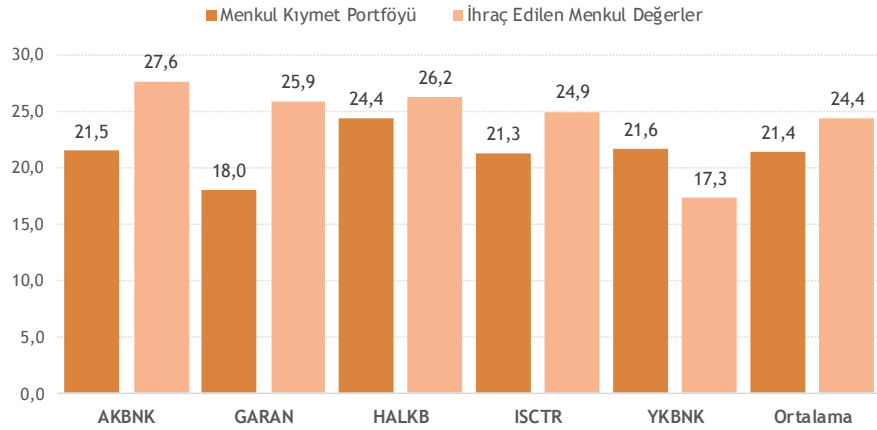


Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Banka Finansal Tabloları

Vade uyumsuzluğunu ana fonlama ve plasman kalemleri olan mevduat ve kredi kalemleri üzerinden yaptık. Ancak banka menkul kıymet portföylerinin de aynı bakış açısıyla düşen faiz ortamında banka karlılıklarına olumlu katkı sağlamasını beklemek gerekmektedir. Burada söz konusu menkul kıymet portföylerinden faiz düşüşüne bağlı elde edilen kazançların banka gelir tablolarına yansımından çok öz sermayeye etki edeceğini düşünüyoruz.

**Grafik 4- Bankaların Menkul Kıymet Portföyleri ve Durasyon Açığı Analizi, 2015**

Durasyon Analizi, (Ay), 2015



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Banka Finansal Tabloları

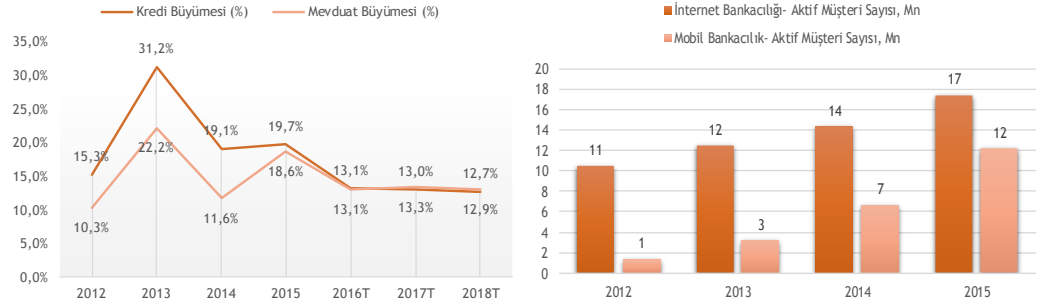
## Büyüme

Bankacılık sektörü, son yıllarda gösterdiği hızlı büyüme temposunu 2015'te de devam ettirmeyi başarmış ve geldiğimiz noktada mevduat bankalarının 2015 dahil son 5 yılda kaydetmiş oldukları kredi ve mevduat bileşik büyüme oranları sırasıyla %32 ve %19 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu hızlı büyüme döneminin bir sonucu olarak sektörde şubeleşme ciddi boyutta hızlanmış ve toplam şube sayısı (sadece mevduat bankaları) 2010 yılındaki 9.423 adetten 11.151 adet seviyesine yükselmiştir. Bankaların alternatif dağıtım kanallarındaki kullanımların artması ve internet ve mobil bankacılık alanından müşterilere ulaştırılan hizmet yelpazesinin genişlemesi büyüme destekleyici unsurlardan bir diğeri olmuştur.

22 Nisan 2016 Cuma

**2016 yılında mevduat bankalarının toplam kredi hacminin ve mevduat büyümesinin %13 olarak öngörüyoruz.**

Grafik 5- Kredi - Mevduat Büyümesi ve Dijitalleşme



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, BDDK, TBB

Mevduat bankalarının 2015 yılı kredi büyümesi döviz kurunda görülen artışın etkisi ile %19,7 olarak gerçekleşirken, TL bazında krediler %15,7, YP cinsinden krediler ise %29,8 artış göstermiştir. 2015 yılında YP kredilerde meydana gelen hızlı artış kur etkisinden arındırıldığında YP kredilerdeki büyümenin sadece %3,4 seviyesinde olduğu görülmekte. 2016 yılında ise sektördeki mevduat bankalarının toplam kredi hacminin (kur etkisinden arındırılmamış olarak) ve mevduat büyümesinin %13 oranında gerçekleşeceği ve böylece kredilerin mevduata dönüşüm oranı %114 seviyesinde oluşacağını tahmin ediyoruz.

YP ve TL kredi ve mevduat büyüme dinamiklerinde son zamanlarda yaşanan kur dalgalanmaları ve önümüzdeki dönemde yurtiçi ve yurtdışında beklenen gelişmelere bağlı olarak önemli değişiklikler gözlenebileceği düşüncesindeyiz. Bu bağlamda, AB ve Uzakdoğu'da devam eden genişlemeci ve düşük faiz oranlı para politikasına karşın, ABD'de gelmesi muhtemel faiz artırımları bankaların döviz bazlı fonlama ve kredi maliyetlerini olumsuz etkileyebileceği ve YP bazlı mevduat maliyetlerinde artışlar yaşanabileceği görüşündeyiz. Ancak mevcut durumda bazı bankalar cazip swap maliyetleri ve YP borçlanma imkanları nedeniyle YP fonlamalara ağırlık vermektedirler. Genel olarak sektör için 2016-2018 döneminde YP bazlı mevduat ve kredi büyümelerinin ortalama %11 seviyesinde olacağı düşüncesindeyiz.

Öneri listemizde bulunan mevduat bankalarının 2015 yılında %18 seviyesinde gerçekleşen kredi büyümesinin 2016'da ortalama %13 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyor, 2016-2018 döneminde ise ortalama büyümenin %12 düzeyinde tahmin ediyoruz. Mevduatın da aynı oranda büyüyeceği varsayımı ile kredi - mevduat oranının %110 seviyesinde kalacağını öngörüyoruz.

**Önümüzdeki üç yılda sektörde mevduat ve kredi büyümesi %12-13 düzeylerinde gerçekleşecek...**

Tablo 1: Kredi ve Mevduat Büyümesi

Kredi Büyümesi (%)	2014	2015	2016T	2017T	2018T
AKBNK	13,8%	12,5%	15,0%	12,9%	12,7%
GARAN	12,9%	18,6%	12,0%	12,1%	11,5%
HALKB	19,0%	25,2%	16,3%	13,7%	13,4%
ISCTR	15,2%	14,0%	11,0%	11,5%	11,5%
YKBNK	27,2%	22,0%	11,9%	11,4%	11,5%
<b>Ortalama</b>	<b>17,6%</b>	<b>18,5%</b>	<b>13,2%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,1%</b>

Mevduat Büyümesi (%)	2014	2015	2016T	2017T	2018T
AKBNK	7,7%	22,6%	14,8%	12,9%	12,6%
GARAN	13,0%	17,1%	10,9%	12,3%	11,7%
HALKB	2,9%	17,8%	17,0%	14,2%	13,9%
ISCTR	10,4%	15,2%	13,3%	11,7%	11,6%
YKBNK	21,8%	20,7%	12,0%	11,2%	11,2%
<b>Ortalama</b>	<b>11,2%</b>	<b>18,7%</b>	<b>13,6%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,2%</b>

22 Nisan 2016 Cuma

Kredi- Mevduat Oranı	2014	2015	2016T	2017T	2018T
AKBNK	111%	102%	102%	102%	102%
GARAN	111%	113%	114%	114%	114%
HALKB	98%	104%	103%	103%	103%
ISCTR	117%	116%	114%	114%	114%
YKBNK	116%	117%	117%	118%	118%
<b>Ortalama</b>	<b>110,7%</b>	<b>110,3%</b>	<b>110,1%</b>	<b>110,1%</b>	<b>110,1%</b>

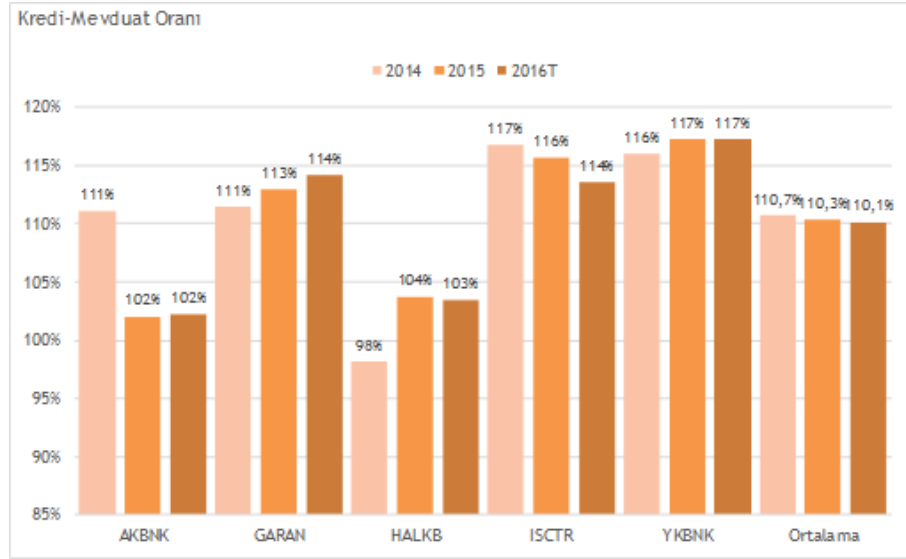
Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Banka Finansal Tabloları

#### Mevduatın Krediyeye Dönüşüm Oranı

*Büyüme açısından mevduatın krediyeye dönüşüm oranı daha düşük olan bankaların daha çok hareket alanı olması nedeniyle daha avantajlı olacağı düşünülmektedir...*

Düşen faiz ortamında artan kredi talebine karşılık verebilmenin bir ölçüsü olarak bankaların mevduatın krediyeye dönüşüm oranı baz aldık. Bankacılık sisteminin mevduat dışı kaynaklarının (tahvil ve sendikasyon kredileri dahil diğer bankalardan alınan krediler vb) artmasının da etkisiyle sektör için mevduatın krediyeye dönüşüm oranında geride bıraktığımız yıllarda ciddi artışlar yaşandı. Bankaların artan kredi taleplerine karşılık verebilmeleri açısından mevduatın krediyeye dönüşüm oranı diğer bankalara göre daha düşük olan bankaların daha çok hareket alanı olması nedeniyle daha avantajlı olacağı düşünülmektedir.

#### Grafik 6- Mevduatın Krediyeye Dönüşüm Oranları



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Banka Finansal Tabloları

Bu bağlamda Akbank (AKBNK) ve Halk Bankası (HALKB)'nin önümüzdeki dönemden kredi taleplerini karşılamak adına ayırabilecekleri kaynaklar açısından diğer bankalara göre daha büyük bir hareket alanı olduğunu ve bu bağlamda artan kredi hacminden daha fazla faydalanabilecekleri görüşülmektedir.

#### Sermaye Yeterlilik Rasyosu (SYR)

Bankaların büyüme dinamiklerini belirleyen bir diğer önemli konu ise banka sermaye yeterlilik rasyolarıdır. Hızlı büyüme dönemleri banka bilançosunda taşınan riskli varlık tabanının artırması, banka SYR'lerini baskı altına almakta ve banka büyümesini frenlemektedir. Bu da SYR açısından daha rahat bankaların büyüme noktasında daha rahat bir hareket alanına sahip olmaları ve hızlı büyüme dönemlerinden faydalanmalarını beraberinde getirmektedir.



22 Nisan 2016 Cuma

*SYR açısından daha rahat bankalar büyüme noktasında daha rahat bir hareket alanına sahip olacaklar...*

Tablo 2- Bankaların Sermaye Yeterlilik Oranları

Sermaye Yeterlilik Oranı (%) - Tier II	2014	2015	2016T	2017T	2018T
AKBNK	15,2%	14,6%	14,2%	14,1%	14,1%
GARAN	15,2%	15,0%	14,9%	15,0%	15,0%
HALKB	13,6%	13,8%	13,4%	13,3%	13,1%
ISCTR	16,0%	15,7%	15,3%	15,0%	14,7%
YKBANK	15,0%	13,8%	14,4%	14,1%	14,0%
<b>Ortalama</b>	<b>15,0%</b>	<b>14,6%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,2%</b>

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Banka Finansal Tabloları

Tablo 3- Bankaların Sermaye Yeterlilik Oranları

Sermaye Yeterlilik Oranı (%) - Tier I	2014	2015	2016T	2017T	2018T
AKBNK	14,0%	13,5%	13,0%	12,9%	12,8%
GARAN	14,2%	14,1%	13,9%	13,9%	13,8%
HALKB	12,9%	13,1%	12,7%	12,5%	12,4%
ISCTR	13,6%	13,4%	13,1%	12,9%	12,8%
YKBANK	10,9%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
<b>Ortalama</b>	<b>13,1%</b>	<b>12,9%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,4%</b>

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Banka Finansal Tabloları

Bu doğrultuda Garanti Bankası (GARAN) ve Akbank'ın (AKBNK) artan kredi taleplerini karşılamak adına sahip oldukları kaynaklar açısından diğer bankalara göre daha büyük bir hareket alanı olduğu görüşündeyiz.

Diğer taraftan sermaye yeterlilik oranları bankalar açısından 2016 yılının ana gündemlerinde bir tanesi olacaktır. BDDK tarafından BASEL III'e geçiş sürecinde açıklanan yeni düzenlemeler sermaye yeterliliği hesaplamasında bir takım değişiklikler getirmektedir.

BDDK verilerine göre, 2015 sonu itibarıyla Türk bankacılık sektörünün sermaye yapısında; ana sermaye kalemi toplam özkaynakların %84,7'sini oluşturmakta olup, katkı sermaye %15,9 gibi bir oranda gerçekleşmiştir. Aynı tarih itibarıyla sermaye yeterlilik standart oranı %15,57, çekirdek sermaye yeterlilik rasyosu ise %13,26 seviyesindedir.

Ekim 2015'te yayınlanan ve 1 Mart 2016'da yürürlüğe giren uygulamaya göre göre, yabancı para zorunlu karşılıklar için risk ağırlığının %0'dan %50'ye çıkacağı belirtilmişti. Bunun banka SYR'lerini 80 baz puan civarında negatif etkileyeceğini hesaplıyoruz. Ayrıca bu düzenleme özkaynak hesaplamasında sermaye karşılıkların çıkarılmasını da içermektedir. Bu değişikliğin SYR'ye 33 baz puan düşüşü ile en çok İş Bankası'nı etkilemesini bekliyoruz.

BDDK Aralık 2015'te yayınladığı taslakta; konut kredileri için uygulanacak risk ağırlığı %50,0'den %35,0'e indirileceği, ayrıca konut hariç tüketici kredileri için risk ağırlıklarının Basel III standartlarına çekileceğine yönelik açıklama yapılmıştı. Diğer taraftan Resmi Gazete'de 20 Ocak'ta yayınlanan ve 31 Mart 2016'da yürürlüğe giren yönetmelik ile konut kredileri için uygulanacak risk ağırlığı %35 olarak resmileşirken, konut hariç perakende alacaklar için uygulanacak risk ağırlığı %75 olarak açıklandı. Bu düzenlemenin banka SYR'lerine ortalama 110 baz puan pozitif etkileyeceğini tahmin ediyoruz. Bu gelişmenin en çok **Garanti Bankası (GARAN)** ve **Yapı Kredi Bankası (YKBANK)** pozitif etkilemesini bekliyoruz. Ayrıca özkaynak hesaplamasında 2013'den önce ihraç edilen 2. kuşak sermaye benzeri kredilerin 2013'den bu yana yaklaşık %40 oranında değer azaltımı uygulaması ile bazı bankaların olumsuz etkileneceği görülmektedir. Bu gelişmeden en fazla **Yapı Kredi (YKBANK)** ve **İş Bankası (ISCTR)**'nin etkileneceğini ön görüyoruz.

*Basel III'e geçiş süreci önümüzdeki dönemin önemli gündem konusu...*



22 Nisan 2016 Cuma

**BDDK düzenlemelerinden en çok Garanti Bankası'nın olumlu etkileneceğini tahmin ediyoruz...**

**Tablo 4- Düzenlemelerin banka bazında tahmini etkileri**

SYR'ye Etki (Tier II)					
baz puan	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	YKBNK
YP Zorunlu Karşılıklar İçin Risk Ağırlığının Artması	-79,1	-71,2	-82,3	-84,0	-74,2
Serbest Karşılıkların Sermayeden Çıkarılması	-10,0	-15,0	-8,4	-33,1	0,0
Konut Kredilerinde Risk Ağırlığının %50'den %35'e Düşmesi	15,0	19,5	17,4	15,4	12,6
Bazı Perakende Alacaklarda Risk Ağırlığının %75'e Gerilemesi	112,9	131,6	74,5	103,3	128,1
Tier II Borçlanma Araçları, Özkaynaklara Etkisi	-2,01	-	-	-64,6	-55,3
<b>Toplam Etki, bp</b>	<b>38,7</b>	<b>62,9</b>	<b>1,2</b>	<b>-63,0</b>	<b>11,3</b>

SYR'ye Etki (Tier I)					
baz puan	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	YKBNK
YP Zorunlu Karşılıklar İçin Risk Ağırlığının Artması	-73,0	-66,7	-78,2	-72,0	-55,3
Serbest Karşılıkların Sermayeden Çıkarılması	-10,0	-15,0	-8,4	-33,1	0,0
Konut Kredilerinde Risk Ağırlığının %50'den %35'e Düşmesi	13,8	18,3	16,5	13,2	9,4
Bazı Perakende Alacaklarda Risk Ağırlığının %75'e Gerilemesi	104,2	123,3	70,8	88,6	95,4
Tier II Borçlanma Araçları, Özkaynaklara Etkisi	-	-	-	-	-
<b>Toplam Etki, bp</b>	<b>35,0</b>	<b>59,9</b>	<b>0,8</b>	<b>-3,4</b>	<b>49,6</b>

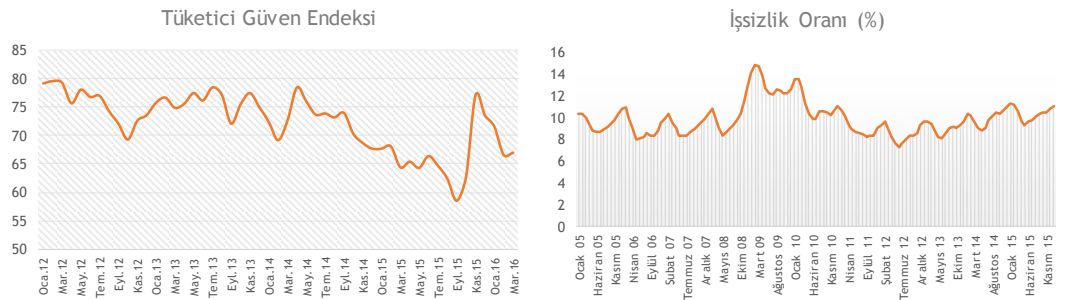
Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Banka Finansal Tabloları

Yukarıdaki hesaplamalara ek olarak vurgulamamız gereken bir diğer nokta ise SYR hesaplamasında, yapılan değişikliklerin yanı sıra faiz oranlarındaki ve TL'nin değerindeki değişiklikler de SYR'ler üzerinde önemli etkiler yarattığı hususudur. Yaptığımız hesaplamalara göre, TL'nin %10 değer kaybetmesi SYR'yi ortalama 55 baz puan, faiz oranlarının 100 baz puan artması ise ortalama 50 puan civarında aşağı yönlü etkilemektedir (tersi de geçerli).

### Aktif Kalitesi

**2016 ve izleyen yıllar aktif kalitesi açısından kritik önem taşımakta...**

2016 yılının ana temalarından birisi de bozulması beklenen aktif kalitesi olacaktır. Hemen hemen tüm bankalar bu konudaki çekincelerini yatırımcılarla paylaştığı için biz bu beklentilerin belli ölçülerde fiyatlandığı ve değerlemelere yansıtıldığı görüşündeyiz. Diğer taraftan işsizlik oranı ve tüketici güveni gibi takipteki kredi oranlarını doğrudan etkileyen göstergelerdeki trend dikkate alındığından bu konunun 2016 yılından ziyade takip eden yılların konusu olabileceği görüşündeyiz. Yine de yüksek aktif kalitesi ile Akbank (AKBNK), İş Bankası (ISCTR) 'nın ön planda olmasını ekliyoruz.

**Grafik 7- Tüketici Güven Endeksi ve İşsizlik Oranı**

Kaynak: TÜİK

Tablo 5: Banka Bazında Kredilerin Takibe Dönüşüm Oranları

Takibe Dönüşüm Oranı (%)	2014	2015	2016T	2017T	2018T
AKBNK	1,8%	2,3%	2,5%	2,8%	3,2%
GARAN	2,4%	2,7%	3,0%	3,4%	3,7%
HALKB	3,6%	3,1%	3,5%	3,8%	4,1%
ISCTR	1,5%	2,0%	2,6%	3,2%	3,8%
YKBNK	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,4%
<b>Ortalama</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,0%</b>

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Banka Finansal Tabloları

2016'da mevduat bankalarının ortalama takibe dönüşüm oranlarının %3,2 düzeyinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2015'te ise bu oran %2,8 seviyesinde gerçekleşmişti.

Tablo 6: Banka Bazında Risk Maliyeti Oranları

Brüt Risk Maliyeti <sup>1</sup>	2014	2015	2016T	2017T	2018T
AKBNK	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%
GARAN	1,2%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
HALKB	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%
ISCTR	0,9%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
YKBNK	1,5%	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Ortalama</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,3%</b>

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Banka Finansal Tabloları

**Turizm sektörünün  
takipteki kredi yaratma  
ihtimalini azaltmaya  
yönelik önlemler alındı...**

Bankaların takipteki krediler oranı ile ilgili gündemde olan konulardan birisi de, artan jeopolitik riskler nedeniyle Turizm ve ilişkili sektörlerde yaşanması muhtemel sıkıntıların sektöre yönelik kredilerde yaratacağı bozulmaydı. Nisan ayında BDDK turizm sektörüne verilen kredilerin yeniden yapılandırılmasına yönelik düzenlemeyi yayınladı. Buna göre;

- 2016 sonuna kadar, turizm sektörüne kullanılan ve ikinci grupta yer alan krediler iki defayla sınırlı olmak üzere yeni sözleşme koşullarına bağlanabilecek.
- Ayrıca ödeme zorluğu geçici likidite sıkışıklığından kaynaklanıyorsa, yeni kredi açmak dahil üç defa yeniden yapılandırma yapılabilecek.

Düzenlemelerle birlikte karşılık oranlarının düşüş göstermesi hem büyüme hem de karlılık üzerinde oluşabilecek aşağı yönlü riski bertaraf edebilir.

Tablo 7: Sektör Bazında Takibe Dönüşüm Oranları

Takibe Dönüşüm Oranları	2012	2013	2014	2015	2016/02
İmalat Sanayi	3,21%	2,60%	2,96%	3,05%	3,11%
Tarım, Avcılık ve Ormancılık	3,00%	3,47%	2,88%	2,24%	2,37%
Madencilik ve Taşocakçılığı	1,55%	2,48%	3,41%	2,46%	2,35%
Gıda, Meşrubat ve Tütün San.	2,68%	2,36%	1,97%	2,31%	2,35%
Tekstil ve Tekstil Ürünleri San.	6,15%	3,86%	3,43%	3,80%	3,91%
Ulaşım Araçları San.	6,60%	6,85%	5,12%	4,64%	4,38%
Gemi/Tekne Yapımı ve İmalatı	19,68%	21,27%	21,06%	12,84%	12,36%
Elektrik, Gaz ve Su Kaynakları	0,13%	0,10%	0,09%	0,47%	0,44%
İnşaat	3,89%	4,16%	3,72%	3,58%	3,67%
Turizm	2,32%	2,31%	2,14%	2,19%	2,12%
Taşımacılık, Depolama ve Haberleşme	2,05%	1,62%	1,39%	1,33%	1,48%
Kredi Kartları	4,91%	5,00%	6,17%	7,35%	7,72%
<b>Toplam</b>	<b>2,87%</b>	<b>2,74%</b>	<b>2,84%</b>	<b>3,09%</b>	<b>3,19%</b>

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, BDDK

22 Nisan 2016 Cuma

### Bankaların 2016 Beklentileri

Ocak ayında sektörün önde gelen bankaları 2016 yılı beklentilerini açıkladı. Genel olarak şubeleşme tarafından geçtiğimiz yıllarda görülen agresif büyümenin olmayacağı görülmektedir. Faaliyet giderlerinde ise tüketici iadelerinin olumsuz etkileri önümüzdeki dönemde azalarak devam edebileceği, Net faiz marjlarında yatay bir seyir olabileceği, aktif kalitesinde kötüleşmenin ise bir miktar devam edebileceği beklenmektedir. Sermaye yeterliliği rasyolarının ise 2015 seviyelerinde kalacağı öngörülmüyor. Ancak 2016 yılının ilk aylarında yapılan tahminlerin hem küresel ekonomide hem de yurt içinde konjonktürün daha olumlu seyretmesi ile birlikte tahminlerde yukarı yönlü revizyonlar görülebilir.

**Tablo 8: Bankaların Beklentileri**

	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	YKBNK
Makro Beklentiler (%)	2016	2016	2016	2016	2016
Gayri Safi Millî Hasılat Büyümesi (%)	3,5	3,3	-4,0	3,5	3,5
Enflasyon (%)	-8,0	8,0	-7	7,0	7,8
Cari Açık/GSYH			<5,0		
\$/TL		3,01			3,10
Kamu Borç Stoku/GSYH			-33		
Bütçe Açığı / GSYH		-1,7	-1		
TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti		9,5			
Gösterge Tahvil%		11,0			
<b>Bankacılık Sektör Beklentileri (%)</b>	<b>2016 (%)</b>	<b>2016 (%)</b>	<b>2016 (%)</b>	<b>2016 (%)</b>	<b>2016 (%)</b>
Aktif Büyümesi	12-14				
Kredi Büyümesi	13-15			12	13
Mevduat Büyümesi	13-15			10	11
<b>Banka Beklentiler</b>	<b>2016 (%)</b>	<b>2016 (%)</b>	<b>2016 (%)</b>	<b>2016 (%)</b>	<b>2016 (%)</b>
Aktif Büyümesi	14-16	>9	16		
Kredi Büyümesi	15-17	-12	16	10-12	13
TL	15-17	-15	14		
YP- \$	7-9	-3	15		
Mevduat Büyümesi %	15-17	-11	17	13-14	13
TL	15-17	-11		>14	
Aktif Karlılığı	-1.5		-1,3	1,2-1,3	
Kaldıraç Oranı	-9,5x	-7x			
Öz Sermaye Karlılığı	-14		-13		
Net Faiz Geliri			12	-16	
Net Faiz Marjı	Yatay	Yatay	Yatay	3,7-3,9	Yatay
Net Ücret & Komisyon Artışı	-15	9,0	17	>15	-15
Operasyonel Giderler Artışı	-%8	Tüfe +3	15	Tüfe +3-4	Tüfe
Gider / Gelir Oranı	37	>+3,5		-50 bp	
Operasyonel Giderler / Aktifler	-1.6	-2.4	-2.0		
Sermaye Yeterlilik Oranı	-14	-15	-14	>14	-14
Krediler / Mevduat Oranı	Maks. 105		<105		Yatay
Krediler / Aktif %	61	63			
Menkul Kıymet / Aktif %	20	15,0	-13		
Takipteki Krediler Oranı	-2.2	3,1	3,3	+60 bp	+30 bp
Takipteki Krediler Karşılık Oranı %		81,0	70		
Hisse Başına Kar Değişimi	25%				
Şube sayısı (adet)			-40	+10	Yatay
Net Risk Maliyeti (baz puan)	-90	90			
Brüt Risk Maliyeti (baz puan)		130	-60	115-125	-20 bp

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Bankaları

**2016 yılında karlılık açısından daha olumlu bir performans bekliyoruz....**

### Karlılık Beklentilerimiz

2015 yılında yasal düzenlemeler nedeniyle baskı altında kalan banka karlılıklarının 2016 yılında daha olumlu bir görünüm sergilemesini bekliyoruz. Ancak aşağı yönlü riskler hala gündemde. Özellikle tüketicilere yönelik düzenlemeler artan maliyetleri beraberinde getirirken, net ücret ve komisyon gelirlerindeki büyümenin yavaşlayabileceğini düşünüyoruz. Karşılık giderlerinin 2015'e göre daha sınırlı artış göstereceği ve faaliyet giderlerinde ise yatırımların sona ermesi ile normalleşmeye bağlı olarak karlılık üzerinde olumlu yansıtacağını bekliyoruz. Diğer taraftan net faiz marjında 2016 yılında yatay bir seyir bekliyoruz. Ancak, 2016'da faiz indirimine bağlı olarak mevduat maliyetlerinde normalleşmenin hızlanması ve banka net faiz marjlarında yukarı yönlü bir seyir izleyebilme olasılığının da yüksek olduğunu düşünüyoruz.

Ayrıca tüketici ve otomobil kredilerinde gelirin 3 veya 4 katı civarında tavan uygulamasının gündeme gelmesi söz konusu olabilecektir. Muhtemel düzenleme kısa vadede kredi büyümesi ve dolayısıyla karlılık üzerinde baskı yaratabileceği ancak varlık kalitesini üzerinde ise orta vadede olumlu etkileri olabileceği görüşündeyiz.

**Tablo 9: Banka Bazında Net Faiz Geliri ve Net Faiz Marjı**

Net Faiz Geliri, Mn TL	2014	2015	2016T	2017T	2018T
AKBNK	6.921	7.337	8.197	9.502	10.810
GARAN	7.443	9.241	10.216	11.580	12.949
HALKB	5.112	5.663	6.623	7.671	8.711
ISCTR	7.454	8.985	10.134	11.695	13.192
YKBNK	5.606	6.842	7.641	8.750	10.024
<b>Toplam</b>	<b>32.535</b>	<b>38.069</b>	<b>42.811</b>	<b>49.198</b>	<b>55.686</b>

Net Faiz Marjı (%)	2014	2015	2016T	2017T	2018T
AKBNK	3,6%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%
GARAN	3,7%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%
HALKB	3,6%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
ISCTR	3,6%	3,6%	3,7%	3,8%	3,8%
YKBNK	3,6%	3,4%	3,5%	3,5%	3,6%
<b>Ortalama</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,7%</b>

*Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Banka Finansal Tabloları*

2016-2018 döneminde, izleme listemizdeki bankaların net faiz marjının ortalama %3,6 ile 2015'e göre yatay seyretmesini bekliyoruz. Mevduat maliyetlerinde agresif fiyatlamının normalleşmesi ve kredi getirilerinde ise yeniden fiyatlamının yapılması ile beraber orta vadede net faiz marjlarında hafif iyileşme bekliyoruz.

### Net Ücret ve Komisyon Gelirleri

2016 yılında Ocak ayında Danıştay tarafından banka hesabından işletim ücretinin alınmasının durdurulduğu açıklandı. Genel olarak Ocak ve Haziran aylarında alınan ücretlerin durdurulması 2016'da bankaların Net Ücret ve Komisyon Gelirleri büyümesinde hafif aşağı yönlü baskı oluşturabilir. Bu etkiyi de göz önünde bulundurarak bankaların toplam Net Ücret ve Komisyon Gelirlerinin 2016'da %11 oranında artış bekliyoruz. Her ne kadar sektörde bu kararın bozulması yönünde bir beklenti olsa da ayrıca tahsil edilen hesap işletim ücretlerini geriye dönük iadelerinin gündeme gelmesi karlılık üzerinde baskı oluşturabilir.

**Net Ücret ve Komisyon Gelirlerinin 2016'da %11 oranında artış bekliyoruz....**

**Tablo 10: Banka Bazında Net Ücret ve Komisyon Geliri**

Net Ücret ve Komisyon Geliri, Mn TL	2014	2015	2016T	2017T	2018T
AKBNK	2.359	2.354	2.659	3.065	3.454
GARAN	2.949	2.923	3.185	3.566	3.987
HALKB	1.023	1.194	1.337	1.536	1.746
ISCTR	2.004	2.389	2.652	3.025	3.384
YKBANK	2.201	2.688	3.035	3.418	3.814
<b>Toplam</b>	<b>10.535</b>	<b>11.548</b>	<b>12.869</b>	<b>14.612</b>	<b>16.385</b>

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Banka Finansal Tabloları

### Net Kar Beklentilerimiz

2015 yılında mevduat bankalarının net karı ortalama %5,7 düşüş kaydetmişti. 2016'da karlılık üzerinde baskının azalması ile birlikte toplam net karın izlediğimiz 5 büyük banka için %18 oranında artmasını bekliyoruz. Düşük baz etkisiyle 2016'da en çok net kar artışının Yapı Kredi Bankası'nda gerçekleşeceğini, en düşük artışın ise İş Bankası'nda olacağını düşünüyoruz

**Tablo 11: Banka Bazında Net Kar**

Net Kar, Mn TL	2014	2015	2016T	2017T	2018T
AKBNK	3.160	2.995	3.618	4.354	5.116
<i>Değişim (%)</i>		-5,2%	20,8%	20,3%	17,5%
GARAN	3.674	3.407	3.943	4.769	5.427
<i>Değişim (%)</i>		-7,3%	15,7%	21,0%	13,8%
HALKB	2.206	2.315	2.682	3.059	3.365
<i>Değişim (%)</i>		5,0%	15,9%	14,0%	10,0%
ISCTR	3.382	3.083	3.397	4.205	4.855
<i>Değişim (%)</i>		-8,9%	10,2%	23,8%	15,5%
YKBANK	2.057	1.861	2.508	3.036	3.608
<i>Değişim (%)</i>		-9,5%	34,8%	21,0%	18,9%
<b>Toplam</b>	<b>14.478</b>	<b>13.660</b>	<b>16.149</b>	<b>19.423</b>	<b>22.371</b>

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Banka Finansal Tabloları

Orta vadede, BDDK tarafından bankalara gönderilen taslağa göre, 1 Ocak 2017'den itibaren geçerli olmak üzere, kredilere uygulanan genel karşılık oranlarının düşürülmesi gündemde yer almaktadır. Taslağa göre, birinci gruptaki konut kredisi dışındaki tüketici kredileri için karşılık oranı %4'den %1'e, ikinci gruptaki konut kredisi dışındaki tüketici kredileri için karşılık oranı %2'ye düşürülmesi öngörülmektedir. Genel karşılıklar oranlarının gerilemesi hem kredi büyümesini olumlu etkileyecek hem de düşen karşılık giderleri ve iptal edilen karşılıkların tümünün gelir olarak kaydedilmesi nedeniyle banka karlılıklarında iyileşme sağlayacaktır.

## Özkaynak Karlılığı

Tablo 12: Banka Özkaynak Karlılığı

Ort. Özkaynak Karlılığı (%)	2014	2015	2016T	2017T	2018T
AKBNK	13,7%	11,8%	12,8%	13,9%	14,6%
GARAN	14,9%	12,1%	12,1%	13,2%	13,4%
HALKB	14,5%	13,0%	13,0%	13,2%	12,9%
ISCTR	13,1%	10,4%	10,1%	11,5%	12,0%
YKBNK	11,3%	8,7%	10,3%	11,3%	12,1%
Ortalama	13,5%	11,2%	11,7%	12,6%	13,0%

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Banka Finansal Tabloları

Bankacılık sektörünün en önemli problemlerinden birisi düşük seyreden özkaynak karlılık seviyeleri. Kısa-Orta vadede %10'ların hafif üzerinde seyreden özkaynak karlılık oranlarının değişimini sağlayacak yapısal bir değişim öngörmüyoruz. Bu bağlamda Halkbank izleme listemize aldığımız bankalar arasında en yüksek özkaynak karlılığı ile dikkat çeken banka konumundadır.

**Düşük özkaynak karlılığı sektörün en önemli sorunlarından biri...**

Diğer taraftan değerlendirme sürecinde en önemli değişkenlerden birisi olan özkaynak getirisini finansal tablolardan aldığımız ham hali ile kullanmıyor ve bir düzeltmeye tabi tutuyoruz. Buna göre, bankaların yasal olarak tutmaları gereken en düşük sermaye ile, mevcut durumda tuttıkları sermaye miktarı arasındaki farkın alternatif maliyeti ile düzeltilmiş getiri oranları dikkate alınarak sürdürülebilir özkaynak karlılığı olarak dikkate alıyoruz. Her bir banka için hesapladığımız bu oranları ilgili banka analiz sayfalarında bulabilirsiniz.

## 1Ç16 Kar Tahminleri

22 Nisan tarihinde Akbank ile bankalar için 1Ç16 finansal sonuçları açıklanmaya başlanacak. Takip ettiğimiz mevduat bankalarının toplamda net karlarının ilk çeyrekte bir önceki çeyreğe göre %1 civarında artış göstereceğini tahmin ediyoruz.

**Tablo 13: 1Ç16 Net Kar Beklentilerimiz**

Mn TL	1Ç16T	4Ç15	Çeyreksel %	1Ç15	Yıllık %	Research Turkey Konsensus Tahminler	Tahmini Açıklama Tarihi
AKBNK	911,3	909,3	0,21%	731,8	24,5%	964,8	22 Nisan 16
GARAN	932,4	937,6	-0,55%	862,4	8,1%	941,6	27 Nisan 16
HALKB	600,1	648,0	-7,39%	583,6	2,8%	614,6	29 Nisan 16
ISCTR	979,8	884,1	10,82%	912,1	7,4%	988,6	02-06 Mayıs Haftası
YKBNK	636,3	635,0	0,20%	500,8	27,1%	654,0	2 Mayıs 16
<b>Toplam/Ortalama</b>	<b>4.059,8</b>	<b>4.014,0</b>	<b>1,14%</b>	<b>3.590,7</b>	<b>13,1%</b>	<b>4.163,6</b>	

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Banka Finansal Tabloları

**Akbank:** İlk çeyrek finansal sonuçlarını 22 Nisan'da açıklayacak olan Akbank'ın, kredi-mevduat makasındaki önceki çeyreğe göre hafif daralmaya karşın ticari karın artış ve karşılık giderlerinin gerilemesi nedeniyle 1Ç16'da net karının bir önceki çeyreğe göre %0,2, 1Ç15'e göre ise %24,5 büyüme ile 911 mn TL'ye çıkmasını bekliyoruz. Ayrıca faaliyet gelirlerinde yıllık bazda %0,7 artış, kredi karşılık giderlerinde ise aynı dönemde yüksek baz nedeniyle %29,4 oranında düşüş tahmin ediyoruz.

**Garanti Bankası:** Banka 1Ç16 sonuçlarını 27 Nisan'da açıklayacak. 2016 yılından itibaren Banka TÜFEX gelirlerinin muhasebeleştirme yönteminde değişiklik yaptığı için bir önceki çeyreğe göre %22 daha düşük TÜFEX geliri ve buna bağlı olarak net faiz marjının bir önceki çeyreğe göre 25 baz puan daralma bekliyoruz. Diğer taraftan 1Ç16'da YP fonlamada kaydedilen büyüme ve önceki çeyreğe göre artan swap hacmine karşın, düşen swap oranları nedeniyle bankanın toplam swap maliyetlerinde bir gerileme bekliyor ve 4Ç15'e yakın seviyelerde swap gideri oluşmasını öngörüyoruz. Böylece bankanın 1Ç16'da net karının bir önceki çeyreğe göre sınırlı (%0,6) düşüşle 932 mn TL'ye gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

**Halk Bankası:** İlk çeyrekte bankanın TÜFEX gelirlerinin bir önceki çeyreğe paralel gerçekleşmesini buna karşın kredi-mevduat makasındaki daralma, Net ücret ve komisyon gelirlerinde tek seferlik gelirlerin olmaması, ücret artışlarının yılın başında yapılması nedeniyle ilk çeyrekte faaliyet giderlerinde artış gibi temel etmenler nedeniyle bankanın 1Ç16 net dönem karının 4Ç15 dönemine göre %7,4 düşüşle 600 mn TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

**İş Bankası:** TL kredilerde hafif daralma ve TL mevduatta sektör üzerinde büyüme ile birlikte net faiz marjında 4Ç15'e kıyasla sınırlı (8 bp) bir gerileme bekliyoruz. İlk çeyrekte Dışbank hisseleri ile ilgili TMSF tarafından tahsil edilen ceza tutarına ilişkin Banka'nın 139 mn TL karşılık ayırması nedeniyle faaliyet giderlerinde yıllık bazda %13,5 artış öngörüyoruz. Hatırlanacağı üzere bankanın 2015 ilk çeyrekte emekli sandığı karşılığını çözmesi sayesinde yüksek diğer faaliyet geliri kaydetmişti. 1Ç16'da bankanın diğer faaliyet gelirinde söz konusu baz etkisi nedeniyle azalma ve karşılık giderlerindeki düşüş beklentimizin yanında 1Ç'e yansıyan temettü gelirinin de katkısı ile net karda yıllık bazda %7,4, çeyreksel bazda %10,8 artış sonrası 980 mn TL net kar tahmin ediyoruz. Banka'nın Mayıs ayının ilk haftasında finansal sonuçlarını açıklamasını bekliyoruz.

**Yapı Kredi Bankası:** Banka 2 Mayıs 2016 tarihinde finansal sonuçlarını açıklayacak. Yapı Kredi Bankası için 1Ç16 net kar beklentimiz 636 mn TL'dir. Bankanın ilk çeyrek kar rakamını ağırlıklı olarak TL mevduatta büyümenin yaratacağı maliyet baskısı, TÜFEX getirilerinin 4Ç15 dönemine yakın düzeyde güçlü gerçekleşmesi, ticari zararın azalması ve karşılık giderlerinde artışlar gibi unsurların şekillendireceğini düşünüyoruz.



22 Nisan 2016 Cuma

## Değerleme

Değerleme çalışmasında; risksiz faiz oranı %10, piyasa risk primi ise %5 olarak alınmıştır. Uzun vadeli büyüme oranı ise banka bazında değişmek üzere ortalama %9,8 düzeyindedir. Değerlemede her bir banka için ayrı ayrı hesaplanan düzeltilmiş özkaynak karlılık oranı baz alınmıştır.

Değerleme sürecinde uluslararası benzerlere göre bir karşılaştırma yapılmamıştır ancak referans olması için raporun ekler kısmında benzer şirketlere ilişkin analizimiz bulabilirsiniz.

**Tablo 14: Banka Bazında Değerleme Özeti**

	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	YKBNK
<b>Sermaye Maliyeti Hesaplama</b>					
Risksiz Faiz Oranı	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Risk Primi	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,2	1,06	1,2	1,1	1,0
Sermaye Maliyeti	15,8%	15,3%	16,1%	15,6%	15,2%
<b>Düzeltilmiş Özkaynak Karlılık Oranı</b>	<b>17,4%</b>	<b>16,5%</b>	<b>15,2%</b>	<b>12,0%</b>	<b>10,5%</b>
<b>Değerleme Yöntemleri</b>					
<b>a) Gordon Growth Modeli</b>					
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	10,6%	9,5%	9,7%	9,2%	9,8%
Zımnı PD/DD (x)	1,32	1,20	0,85	0,44	0,13
Hedef Değer (12A İleriye Dönük), Mn TL	37.498	40.258	20.607	29.696	15.201
<b>b) İndirgenmiş Temettü Akımları</b>					
Hedef Değer (12A İleriye Dönük), Mn TL	32.558	33.969	15.275	26.819	24.150
VKY Hedef Değer, Mn TL	35.028	37.114	17.941	28.258	19.676
VKY Hedef Fiyat, TL	8,80	8,90	14,35	6,30	4,53
Hisse Fiyatı, TL	8,51	8,74	10,96	4,94	4,26
Yükselme Potansiyeli %	3,4%	1,8%	30,9%	27,5%	6,3%
(Bloomberg) Konsensus Hedef Fiyat, TL	8,47	8,80	13,19	5,80	4,11
<b>Özet Finansallar</b>					
<b>Net Kar</b>					
2016T	3.618	3.943	2.682	3.397	2.508
2017T	4.354	4.769	3.059	4.205	3.036
2018T	5.116	5.427	3.365	4.855	3.608
<b>Net Kar (Bloomberg Konsensus)</b>					
2016T	3.698	4.190	2.680	3.597	2.424
2017T	4.298	5.050	3.023	4.376	2.916
2018T	5.201	5.948	3.549	4.946	3.418
<b>Özkaynak Karlılığı</b>					
2016T	12,8%	12,1%	13,0%	10,1%	10,3%
2017T	13,9%	13,2%	13,2%	11,5%	11,3%
2018T	14,6%	13,4%	12,9%	12,0%	12,1%
<b>Piyasa Çarpanları</b>					
<b>F/K</b>					
2016T	9,4	9,3	5,1	6,5	7,4
2017T	7,8	7,7	4,5	5,3	6,1
2018T	6,7	6,8	4,1	4,6	5,1
<b>F/DD</b>					
2016T	1,1	1,1	0,6	0,6	0,7
2017T	1,0	1,0	0,6	0,6	0,7
2018T	0,9	0,9	0,5	0,5	0,6

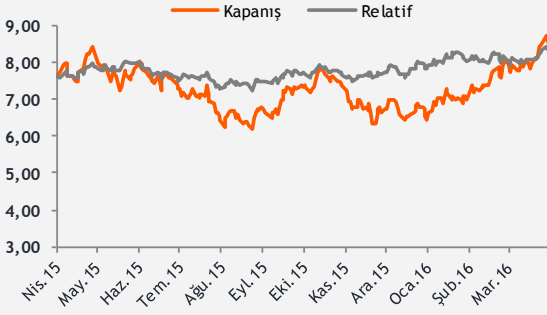
Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Banka Finansal Tabloları, Bloomberg

22 Nisan 2016 Cuma

Sektör	: Bankacılık
Şirket	: Akbank
Hisse Kodu	: AKBNK - AKBNK TI, AKBNK IS
Fiyat (TL)	: 8,51
Hedef Fiyatı (TL)	: 8,80
Yükselme Potansiyeli	: 3,4%
Öneri / Kısa Vade	: Endeks Üzeri Getiri
Öneri / Uzun Vade	: TUT
Hisse Adedi (mn)	: 4000,0
HAO (%)	: 52%

Akbank'ın temel faaliyet alanı bireysel ve özel bankacılık, ticari bankacılık, KOBİ bankacılığı, kurumsal ve yatırım bankacılığı, döviz, para piyasaları ve menkul kıymet işlemleri ile uluslararası bankacılık hizmetlerini içeren bankacılık faaliyetlerini kapsamaktadır. 31 Aralık 2015 itibarıyla Banka'nın yurt içinde 901 şubesi ve yurtdışında ise 1 şubesi bulunmaktadır.

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	30,44	13,39	29,46
Rölatif %	6,12	9,08	8,55
En Yüksek (TL)	8,71	8,71	8,71
En Düşük (TL)	7,72	6,43	6,17

## Yatırımcı Takvimi

1Ç16 Finansal Sonuçlar 1 22.04.2016

**Analist** : Tuğba SAYGIN  
**İletişim** : 0212 352 35 77 - 189  
[tuğba.saygin@vakifyatirim.com.tr](mailto:tuğba.saygin@vakifyatirim.com.tr)

## Akbank - Güçlü sermaye yapısı ve defansif bilanço...

Akbank için önerimizi 8,80 TL hedef fiyat ve %3,4 yükselme potansiyeli ile "TUT" olarak başlatıyoruz. Düşük kredi-mevduat oranı nedeniyle kredi büyümesinde sektör ortalamalarının üzerinde bir büyümeyi yakalayacağını düşündüğümüz Akbank'ın, dijital kanallara odaklanma stratejisinin ve operasyonel maliyetlerde optimizasyonun devam etmesi ile söz konusu büyümenin karlılığa da yansımaları bekliyoruz. Ayrıca bankanın yüksek SYR'si ve takipteki krediler karşılık oranları ile düşük kredi/mevduat oranı yapısını hem büyüme için bankanın yaratabileceği imkanlar hem de muhtemel olumsuz koşullara tampon olması açısından olumlu olarak değerlendiriyoruz.

TRY	Net Faiz Geliri (mnTL)	Net Kar (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K(x)	F/DD(x)
2013/12	6.174	2.942	0,736	0,117	11,8 x	1,6 x
2014/12	6.921	3.160	0,790	0,142	11,0 x	1,4 x
2015/12	7.337	2.995	0,749	0,150	11,6 x	1,3 x
2016/12T	8.197	3.618	0,905	0,199	9,6 x	1,2 x
2017/12T	9.502	4.354	1,088	0,272	8,0 x	1,0 x
2018/12T	10.810	5.116	1,279	0,359	6,8 x	0,9 x

**Verimlilik ve kontrollü operasyonel giderler** -- Banka için önümüzdeki dönemde gündemde olacak en önemli konu başlıklarından birinin verimlilik olduğunu düşünüyoruz. Geçtiğimiz yıl banka optimizasyon stratejisi çerçevesinde şube sayısını 902'ye indirdi. Özellikle dijital kanallara odaklanarak müşteri kazanmayı hedefleyen banka orta vadede 900 şube sayısında kalmayı planlıyor. Benzerleri arasında en düşük gider/gelir oranına sahip banka için şube sayısı değişimeme varsayımı ile 2016-2018 dönemi için ortalama tahminimiz %39,6 seviyesindedir.

**Defansif Aktif-Pasif yapısı** -- %2,3 ile sektör ortalamalarının altında takipteki krediler oranına sahip olan Akbank, %95,6 ile sektördeki en yüksek takipteki krediler karşılık oranına sahiptir. Bankanın 2016 yılında da yüksek karşılık ayırma politikasına devam edeceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan %103 ile mevduat bankaları arasında en düşük Kredi-Mevduat oranına sahip banka olan Akbank'ın bu muhafazakar yaklaşımının fırsatlar oluştuğunda hızlı büyüme dönemleri için itici güç olacağı düşüncesindeyiz. Akbank için 2016 yılı toplam kredi büyüme tahminimiz ise %15 düzeyindedir.

**Güçlü Sermaye Yeterlilik Rasyosu** -- BDDK tarafından SYR hesaplamasına yönelik yapılan değişikliklerin (2015 finansalları baz alındığında) toplam 39 bp pozitif (Tier I etki: +35 bp) etkilediğini hesaplamaktayız. Yabancı para zorunlu karşılıkları için risk ağırlığının artmasının SYR'ye 79 baz puan olumsuz etkisinin yanı sıra özellikle bazı perakende alacaklarda risk ağırlığının düşmesinin 113 baz puan olumlu etkileyeceğini öngörüyoruz. Bu düzenlemeleri hariç tutarak banka için yıl sonu SYR tahminimiz %14,2 düzeyindedir.

**Orta vadede stratejik ortaklıklar gündeme gelebilir** -- Hatırlanacağı üzere 2015 yılında Citigroup'un Akbank'taki %9,9 oranındaki payını satma kararı sonrasında bankanın herhangi bir stratejik işbirliği bulunmamaktadır. Banka yönetimi tarafından herhangi bir resmi açıklama ya da beklenti olmamakla birlikte, geçmişte gerçekleşen ortaklıkları göz önünde bulundurduğumuzda Akbank'ın çoğunluk hisse devrinin olmadığı stratejik ortaklıklar yapmasının gündeme gelebileceğini düşünüyoruz.

**1Ç16 ve 2016 kar beklentilerimiz** -- İlk çeyrek finansal sonuçlarını 22 Nisan'da açıklayacak olan Akbank'ın, kredi-mevduat makasındaki önceki çeyreğe göre hafif daralmaya karşın ticari karın artışı ile beraber karşılık giderlerinin gerilemesi nedeniyle 1Ç16'da net karının bir önceki çeyreğe göre %0,2, 1Ç15'e göre ise %24,5 artışla 911 mn TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Akbank için 2016 yılı net kar beklentimiz ise yıllık bazda %21 artışla 3,62 mlr TL düzeyindedir. Net kardaki bu güçlü büyümenin temel kaynağının ise net faiz marjında hafif toparlanma ile gelirlerde artış ve giderlerde sınırlı yükselmeden olmasını bekliyoruz.

**Değerleme ve Öneri** -- Banka için yaptığımız değerlendirme çalışması sonrası 8,80 TL hedef fiyata ulaşmaktayız. Söz konusu fiyat 2016T 1,2x PD/DD ve %3,4 yükselme potansiyeline işaret etmektedir. Hisse için kısa vadede "Endeks Üzeri Getiri", Uzun Vadede ise "TUT" önerisi veriyoruz.

22 Nisan 2016 Cuma

Gelir Tablosu (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Faiz Gelirleri	11.422	14.094	15.247	17.740	19.250	20.594
Faiz Giderleri	5.248	7.173	7.910	9.543	9.748	9.785
Net Faiz Gelirleri	6.174	6.921	7.337	8.197	9.502	10.810
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	2.164	2.359	2.354	2.659	3.065	3.454
Net Ticari Kar / Zarar	468	-111	55	137	114	102
Diğer Faaliyet Gelirleri	371	607	604	517	505	516
Toplam Bankacılık Gelirleri	9.176	9.776	10.350	11.509	13.187	14.882
Toplam Faaliyet Giderleri (-)	3.448	3.713	4.214	4.563	5.098	5.617
Karşılık Giderleri (-)	1.904	2.053	2.322	2.438	2.662	2.886
Temettü vb. Gelirler	29	28	13	14	15	16
Vergi Öncesi Kar / Zarar	3.854	4.038	3.828	4.523	5.442	6.395
Vergi	912	878	833	905	1.088	1.279
Net Dönem Kar / Zarar	2.942	3.160	2.995	3.618	4.354	5.116
HBK	0,74	0,79	0,75	0,90	1,09	1,28

Bilanço (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Nakit ve Bankalar	23.168	25.196	33.332	38.820	43.260	48.214
Para Piyasalarından Alacaklar	0	700	0	0	0	0
Menkul Değerler Portföyü	46.367	50.278	54.876	59.094	66.736	75.290
Krediler (Net)	110.583	125.827	141.616	162.826	183.826	207.122
Takipteki Alacaklar (net)	93	151	147	181	235	295
İştirakler	884	911	1.355	1.456	1.551	1.644
Maddi Duran Varlıklar	847	860	790	840	889	938
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	161	227	221	237	253	268
Diğer Aktifler	1.634	1.300	2.472	3.552	3.836	4.123
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>183.737</b>	<b>205.451</b>	<b>234.809</b>	<b>267.006</b>	<b>300.585</b>	<b>337.894</b>
Mevduat	105.277	113.373	138.942	159.497	180.011	202.700
Para Piyasalarına Borçlar	22.399	27.441	22.829	25.510	28.521	31.879
Muhtelif Borçlar	18.117	20.989	23.713	26.542	29.462	32.736
İhraç Edilen Menkul Değerler	8.053	443	515	647	751	856
Karşılıklar	2.497	3.152	3.770	5.075	6.116	7.256
Sermaye Benzeri Krediler	0	0	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler	6.055	5.868	7.599	7.758	8.767	9.887
Toplam Yükümlülükler	162.398	180.339	208.120	237.298	267.321	300.604
Özkaynaklar	21.339	25.112	26.689	29.708	33.264	37.290
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>183.737</b>	<b>205.451</b>	<b>234.809</b>	<b>267.006</b>	<b>300.585</b>	<b>337.894</b>

Büyüme	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Kredi	13,8%	12,5%	15,0%	12,9%	12,9%	12,7%
Mevduat	7,7%	22,6%	14,8%	12,9%	12,9%	12,6%
Net Faiz Geliri	12,1%	6,0%	11,7%	15,9%	13,8%	13,8%
Net Ücret & Komisyon Geliri	9,0%	-0,2%	12,9%	15,3%	12,7%	12,7%

Çarpanlar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
F/K	11,81	11,00	11,61	9,61	7,98	6,79
PD/DD	1,63	1,38	1,30	1,17	1,04	0,93

Finansal Rasyolar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Net Faiz Marjı	3,7%	3,6%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%
Ort. Aktif Karlılığı	1,7%	1,6%	1,3%	1,5%	1,5%	1,6%
Ort. Özkaynak Karlılığı	13,8%	13,7%	11,8%	12,8%	13,9%	14,6%
Net Faiz Gelirleri/Toplam Gelirler	67,3%	70,8%	70,9%	71,2%	72,1%	72,6%
Net Ücret & Komisyon Gelirleri/Toplam Gelirler	23,6%	24,1%	22,7%	23,1%	23,2%	23,2%
Gider/Gelir Oranı	37,6%	38,0%	40,7%	39,6%	38,7%	37,7%
Şube Başına Kredi	113,9	129,3	160,7	184,3	207,9	234,0
Şube Başına Mevduat	106,8	114,4	154,0	176,0	197,8	221,8
Faaliyet Giderleri/Ort. Aktifler	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
Kredilerin Takibe Dönüşme Oranı	1,5%	1,8%	2,3%	2,5%	2,8%	3,2%
Takipteki Krediler Karşılık Oranı	94,5%	93,5%	95,6%	95,6%	95,6%	95,6%
Brüt Risk Maliyeti	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%
Sermaye Yeterlilik Oranı	15,0%	15,2%	14,6%	14,2%	14,1%	14,1%
Kredi/Mevduat Oranı	105%	111%	102%	102%	102%	102%

Şirket	Akbank
Hisse Kodu	AKBNK - AKBNK T1, AKBNK IS
Vakıf Yatırım Öneri	TUT
Kapanış (TL)	8,51
Hedef Fiyat (TL)	8,80
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	34.760
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	35.028
Yükselme Potansiyeli	3,4%

#### Akbank Hakkında

Akbank'ın temel faaliyet alanı bireysel ve özel bankacılık, ticari bankacılık, KOBİ bankacılığı, kurumsal ve yatırım bankacılığı, döviz, para piyasaları ve menkul kıymet işlemleri ile uluslararası bankacılık hizmetlerini içeren bankacılık faaliyetlerini kapsamaktadır. 31 Aralık 2015 itibarıyla Banka'nın yurt içinde 901 şubesi ve yurtdışında ise 1 şubesi bulunmaktadır.

#### Ortaklık Yapısı



#### SWOT Analiz

##### Güçlü Yönler

- Güçlü SYR
- Yüksek verimlilik
- Yüksek aktif kalitesi
- En düşük kredi-mevduat oranı

##### Zayıf Yönler

##### Fırsatlar

- Kredi büyümesinin hız kazanması
- Yatırımların artması
- Düzenlemelerin yumuşatılması

##### Tehditler

- Ekonomik konjoktürün bozulması
- Faiz oranlarında sert hareketler
- TL'de değer kaybı
- Jeopolitik risklerin artması

22 Nisan 2016 Cuma

## Değerleme Yöntemi

Türk bankaları için değerlendirme yöntemimiz iki farklı modelden oluşmaktadır.

- 1) Gordon Büyüme Modeli:** Her banka için tahminlerimiz üzerinden, sürdürülebilir özkaynak karlılığı, sermaye maliyeti (risksiz faiz oranı, risk primi ve Beta) varsayımlarıyla özsermaye değeri bulunur.
- 2) İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi:** Bu yöntemle geleceğe yönelik varsayım ve stratejileri dikkate alarak dağıtılabilecek potansiyel temettüler üzerinden şirket değerlendirilmesi gerçekleştirilir. Özsermaye maliyeti iskonto oranı olarak dağıtılabilecek kar tutarına uygulanır ve özsermaye değeri bulunur.

Sermaye Maliyeti Hesaplama	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T +
Risksiz Faiz Oranı	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Risk Primi	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,2
Sermaye Maliyeti	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%

## 1) Gordon Büyüme Modeli

Sürdürülebilir Özkaynak Karlılığı (2016-2020 Ort.)	17,4%
Sermaye Maliyeti (2016-2020 Ort.)	15,8%
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	10,6%
Hedef F/DD 2016T	1,32
Hedef Özsermaye Değeri 2016T, Mn TL	37.498

## 2) İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi

Temettü Dağıtım Oranı (2016-2020 Ort.)	25,2%
2016-2020 Çekirdek Temettülerin Şimdiki Değeri, Mn TL	2.719
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	10,6%
Nihai Değerin Şimdiki Değeri, Mn TL	14.910
Fazla Likiditenin Şimdiki Değeri (5Y Ort.), Mn TL	11.904
Hedef Özsermaye Değeri 2016T, Mn TL	32.558

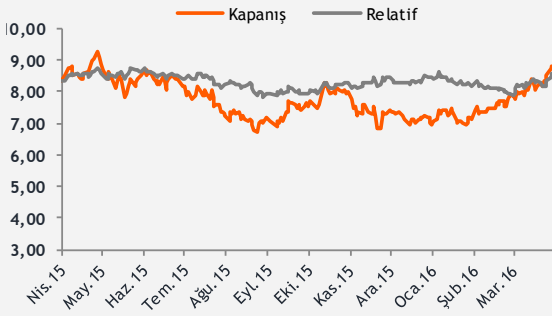
Değerleme Sonucu, Mn TL	Piyasa Değeri	Ağırlık
1) Gordon Büyüme Modeli	37.498	50,00%
2) İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi	32.558	50,00%
Ortalama Tespit Edilen Özsermaye Değeri, 2016T		35.028
Hedef Fiyat, TL		8,80
Yükselme Potansiyeli		3,4%

22 Nisan 2016 Cuma

Sektör	: Bankacılık
Şirket	: Garanti Bankası
Hisse Kodu	: GARAN - GARAN TI, GARAN IS
Fiyat (TL)	: 8,74
Hedef Fiyatı (TL)	: 8,90
Yükselme Potansiyeli	: 1,8%
Öneri / Kısa Vade	: Endeks Üzeri Getiri
Öneri / Uzun Vade	: TUT
Hisse Adedi (mn)	: 4200,0
HAO (%)	: 48%

1946 yılında kurulan Garanti Bankası, aktif büyüklüğü ile Türkiye'nin en büyük ikinci özel bankası konumundadır. Kurumsal, ticari, KOBİ, ödeme sistemleri, özel, bireysel ve yatırım bankacılığı dahil olmak üzere bankacılık sektörünün tüm iş kollarında faaliyet gösteren Garanti Bankası; Hollanda, Rusya ve Romanya'da uluslararası iştirakleri bulunmaktadır.

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	24,50	5,08	22,75
Rölatif %	1,29	1,09	2,92
En Yüksek (TL)	8,81	8,81	9,28
En Düşük (TL)	7,74	6,93	6,70

## Yatırımcı Takvimi

1Ç16 Finansal Sonuçları 27.04.2016

**Analist** : Tuğba SAYGIN  
**İletişim** : 0212 352 35 77 - 189  
[tuğba.saygin@vakifyatirim.com.tr](mailto:tuğba.saygin@vakifyatirim.com.tr)

## Garanti Bankası - Sektöre yatırım için ilk akla gelen banka...

Garanti Bankası'nı 8,90 TL hedef hisse fiyatı ve "TUT" önerisi ile izleme listemize dahil ediyoruz. Aktif kalitesinde sektöre paralel bir miktar bozulma görülse de bu durumun güçlü SYR'ye sahip banka için önemli bir risk oluşturmadığını düşünüyoruz. BBVA'nın ana hissedar olması sonrasında genel stratejisinde önemli bir değişiklik beklemediğimiz banka için, mevcut durumda piyasa fiyatının olumlu beklentileri yansıttığı düşüncesiyle uzun vadeli TUT öneri verirken, piyasa genelindeki bir harekette bankacılık sektörüne yatırım yapmak isteyen yatırımcıların en önemli tercihlerinden birisi olacağı düşüncesiyle kısa vade için Endeksin Üzerinde Getiri önerisi veriyoruz.

TRY	Net Faiz Geliri (mnTL)	Net Kar (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K(x)	F/DD(x)
2013/12	6.356	3.322	0,791	0,101	11,0 x	1,6 x
2014/12	7.443	3.674	0,875	0,135	10,0 x	1,4 x
2015/12	9.241	3.407	0,811	0,135	10,8 x	1,2 x
2016/12T	10.216	3.943	0,939	0,178	9,3 x	1,1 x
2017/12T	11.580	4.769	1,135	0,261	7,7 x	1,0 x
2018/12T	12.949	5.427	1,292	0,349	6,8 x	0,9 x

**Büyüme** -- Ticari kredilerin 2016 yılında da büyümenin itici gücü olmaya devam edeceğini, tüketici kredilerinde ise büyüme hızının korunması ile birlikte toplam kredilerde %12 düzeyinde bir büyüme yakalanabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca genel yatırım ortamındaki iyileşme ile beraber YP kredilerde büyüme ivmesinin artması da genel olarak büyüme destekleyecektir.

**2016 genel görünüm** -- TL fonlama maliyetlerindeki yukarı yönlü baskıya karşın yüksek gerçekleşmesi beklenen enflasyonun etkisiyle TÜFEX gelirlerinin marjlardaki daralmayı telafi edeceği görüşündeyiz. 2015'teki tek seferlik giderlerin etkisi ile yükselen faaliyet giderlerinin 2016'da maliyet kontrolü ile normalleşmesi net karı olumlu etkileyecektir. Ayrıca 2016'da tahminlerimize yansıtılmakla birlikte Visa-Visa Europe birleşmesi nedeniyle bankanın 200 mn TL civarında tek seferlik gelir kaydetmesi karlılıkta beklentilerimizden yukarı yönlü sapma yaratabilir. TL plasman imkanlarına karşın YP fonlamanın sağladığı maliyet avantajı, bankanın swap hacminin büyümesine ve böylece swap maliyetlerinin karlılık üzerinde bir miktar baskı oluşturmamasına neden olabilir.

**Sermaye Yeterliliği** -- En yüksek çekirdek sermaye yeterliliği oranına sahip Banka'nın 2016'da güçlü sermaye tabanını koruyacağını tahmin ediyoruz. BDDK tarafından geçtiğimiz yıl açıklanan SYR hesaplamasına yönelik değişikliklerin banka SYR'si üzerinde 2015 finansallarını baz alındığında toplam 63 bp pozitif etkilediğini yaratacağını hesaplamaktayız. Ayrıca önümüzdeki yıllarda Basel III geçiş kapsamında kredi risk tutarının hesaplamasında standart yöntem dışında içsel derecelendirme yöntemine geçilmesi ile beraber banka yönetimi SYR'de 200 bp olumlu katkı öngörmektedir.

**Aktif kalitesi** -- Bankanın 2015 yılında %2,7 düzeyinde olan kredilerin takibe dönüşüm oranının sektördeki genel trend ve bankanın genel stratejisindeki değişimin de etkisiyle %3,0'e çıkacağını, brüt risk maliyetinin ise %1,4 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

**1Ç16'da net kar beklentimiz 932 mn TL** -- 2016 yılından itibaren Banka TÜFEX gelirlerinin muhasebeleştirme yönteminde değişiklik yaptığı için bir önceki çeyreğe göre %22 daha düşük TÜFEX geliri ve buna bağlı olarak net faiz marjının bir önceki çeyreğe göre 25 baz puan daralma bekliyoruz. Diğer taraftan 1Ç16'da YP fonlamada kaydedilen büyüme ve önceki çeyreğe göre artan swap hacmine karşın, düşen swap oranları nedeniyle bankanın toplam swap maliyetlerinde bir gerileme bekliyor ve 4Ç15'e yakın seviyelerde swap gideri oluşmasını öngörüyoruz. Böylece bankanın 1Ç16'da net karının bir önceki çeyreğe göre sınırlı (%0,6) düşüşle 932 mn TL'ye gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Banka 1Ç16 sonuçlarını 27 Nisan'da açıklayacak.

**Değerleme** -- Garanti Bankası için 8,90 TL hedef fiyat belirliyoruz. Söz konusu fiyat 2016T 1.1x PD/DD ve %1,8 yükselme potansiyeline işaret etmektedir. Hisse için kısa vadede "Endeks Üzeri Getiri", Uzun Vadede ise "TUT" önerisi veriyoruz.

22 Nisan 2016 Cuma

Gelir Tablosu (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Faiz Gelirleri	12.741	15.086	17.420	19.770	20.798	22.037
Faiz Giderleri	6.386	7.643	8.179	9.554	9.217	9.088
Net Faiz Gelirleri	6.356	7.443	9.241	10.216	11.580	12.949
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	2.615	2.949	2.923	3.185	3.566	3.987
Net Ticari Kar/Zarar	10	-139	-1.076	-657	-370	-264
Diğer Faaliyet Gelirleri	630	528	917	792	841	844
Toplam Bankacılık Gelirleri	9.611	10.781	12.005	13.536	15.617	17.516
Toplam Faaliyet Giderleri (-)	4.307	4.779	5.883	6.651	7.515	8.382
Karşılık Giderleri (-)	1.624	1.807	2.218	2.393	2.605	2.843
Temettü vb. Gelirler	481	441	405	436	464	492
Vergi Öncesi Kar/Zarar	4.162	4.636	4.309	4.928	5.961	6.783
Vergi	839	962	902	986	1.192	1.357
Net Dönem Kar/Zarar	3.322	3.674	3.407	3.943	4.769	5.427
HBK	0,79	0,87	0,81	0,94	1,14	1,29

Bilanço (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Nakit ve Bankalar	32.278	33.513	36.999	45.580	50.751	56.176
Para Piyasalarından Alacaklar	191	80	61	68	75	83
Menkul Değerler Portföyü	37.416	42.950	44.124	43.504	49.157	55.361
Krediler (Net)	118.189	133.431	158.304	177.338	198.797	221.690
Takipteki Alacaklar (net)	482	627	836	1.049	1.311	1.618
İştirakler	3.216	3.745	4.483	4.819	5.133	5.441
Maddi Duran Varlıklar	1.361	1.357	3.074	3.759	4.400	4.997
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	59	174	183	196	209	222
Diğer Aktifler	3.704	3.790	6.278	8.501	9.326	10.172
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>196.896</b>	<b>219.668</b>	<b>254.343</b>	<b>284.815</b>	<b>319.159</b>	<b>355.760</b>
Mevduat	106.474	120.308	140.899	156.244	175.406	195.850
Para Piyasalarına Borçlar	14.584	11.386	15.068	20.081	22.614	25.340
Muhtelif Borçlar	29.478	32.323	33.438	35.926	39.924	44.104
İhraç Edilen Menkul Değerler	10.380	443	515	647	751	856
Karşılıklar	3.312	4.444	4.911	5.732	6.506	7.329
Sermaye Benzeri Krediler	147	141	160	168	175	182
Diğer Yükümlülükler	9.936	11.100	14.687	16.492	18.533	20.720
Toplam Yükümlülükler	174.311	193.055	223.362	250.458	280.782	313.054
Özkaynaklar	22.585	26.613	30.981	34.357	38.377	42.707
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>196.896</b>	<b>219.668</b>	<b>254.343</b>	<b>284.815</b>	<b>319.159</b>	<b>355.760</b>

Büyüme	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Kredi		12,9%	18,6%	12,0%	12,1%	11,5%
Mevduat		13,0%	17,1%	10,9%	12,3%	11,7%
Net Faiz Geliri		17,1%	24,2%	10,6%	13,4%	11,8%
Net Ücret & Komisyon Geliri		12,8%	-0,9%	9,0%	12,0%	11,8%

Çarpanlar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
F/K	11,05	9,99	10,78	9,31	7,70	6,76
PD/DD	1,63	1,38	1,18	1,07	0,96	0,86

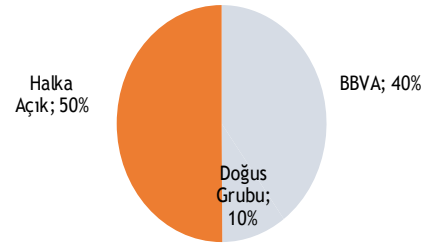
Finansal Rasyolar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Net Faiz Marjı	3,7%	3,7%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%
Ort. Aktif Karlılığı	1,9%	1,8%	1,4%	1,5%	1,6%	1,6%
Ort. Özkaynak Karlılığı	15,2%	14,9%	12,1%	12,1%	13,2%	13,4%
Net Faiz Gelirleri/Toplam Gelirler	66,1%	69,0%	77,0%	75,5%	74,1%	73,9%
Net Ücret&Komisyon Gelirleri/Toplam Gelirler	27,2%	27,4%	24,3%	23,5%	22,8%	22,8%
Gider/Gelir Oranı	44,8%	44,3%	49,0%	49,1%	48,1%	47,9%
Şube Başına Kredi	121,0	136,5	166,0	185,8	208,2	232,1
Şube Başına Mevduat	106,7	120,1	143,8	158,8	177,5	197,4
Faaliyet Giderleri/Ort. Aktifler	2,4%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%
Kredilerin Takibe Dönüşme Oranı	2,1%	2,4%	2,7%	3,0%	3,4%	3,7%
Takipteki Krediler Karşılık Oranı	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%
Brüt Risk Maliyeti	1,4%	1,2%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
Sermaye Yeterlilik Oranı	14,4%	15,2%	15,0%	14,9%	15,0%	15,0%
Kredi/Mevduat Oranı	111%	111%	113%	114%	114%	114%

Şirket	Garanti Bankası
Hisse Kodu	GARAN - GARAN TI, GARAN IS
Vakıf Yatırım Öneri	TUT
Kapanış (TL)	8,74
Hedef Fiyat (TL)	8,90
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	36.708
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	37.114
Yükselme Potansiyeli	1,8%

#### Garanti Bankası Hakkında

1946 yılında kurulan Garanti Bankası, aktif büyüklüğü ile Türkiye'nin en büyük ikinci özel bankası konumundadır. Kurumsal, ticari, KOBİ, ödeme sistemleri, özel, bireysel ve yatırım bankacılığı dahil olmak üzere bankacılık sektörünün tüm iş kollarında faaliyet gösteren Garanti Bankası; Hollanda, Rusya ve Romanya'da uluslararası iştirakleri bulunmaktadır.

#### Ortaklık Yapısı



#### SWOT Analiz

##### Güçlü Yönler

- Güçlü SYR
- Büyüyen TÜFEX portföyü
- BBVA ortaklığı ile potansiyel sinerji
- Tüketici kredilerinde pazar payı lideri

##### Zayıf Yönler

- Artan takipteki krediler oranı
- YP kredi payının yüksek olması

##### Fırsatlar

- Kredi büyümesinin hız kazanması
- Yatırımların artması
- Düzenlemelerin yumuşatılması

##### Tehditler

- Ekonomik konjoktürün bozulması
- Faiz oranlarında sert hareketler
- TL'de değer kaybı
- Jeopolitik risklerin artması



22 Nisan 2016 Cuma

## Değerleme Yöntemi

Türk bankaları için değerlendirme yöntemimiz iki farklı modelden oluşmaktadır.

- Gordon Büyüme modeli:** Her banka için tahminlerimiz üzerinden, sürdürülebilir özkaynak karlılığı, sermaye maliyeti (risksiz faiz oranı, risk primi ve Beta) varsayımlarıyla özsermaye değeri bulunur.
- İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi:** Bu yöntemle geleceğe yönelik varsayım ve stratejileri dikkate alarak dağıtılabilecek potansiyel temettüler üzerinden şirket değerlendirilmesi gerçekleştirilir. Özsermaye maliyeti iskonto oranı olarak dağıtılabilebilir kar tutarına uygulanır ve özsermaye değeri bulunur.

Sermaye Maliyeti Hesaplama	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T +
Risksiz Faiz Oranı	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Risk Primi	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06
Sermaye Maliyeti	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%

## 1) Gordon Büyüme Modeli

Sürdürülebilir Özkaynak Karlılığı (2016-2020 Ort.)	16,5%
Sermaye Maliyeti (2016-2020 Ort.)	15,3%
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	9,5%
Hedef F/DD 2016T	1,20
Hedef Özsermaye Değeri 2016T, Mn TL	40.258

## 2) İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi

Temettü Dağıtım Oranı (2016-2020 Ort.)	23,5%
2016-2020 Çekirdek Temettülerin Şimdiki Değeri, Mn TL	2.650
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	9,5%
Nihai Değerin Şimdiki Değeri, Mn TL	13.682
Fazla Likiditenin Şimdiki Değeri (5Y Ort.), Mn TL	14.560
Hedef Özsermaye Değeri 2016T, Mn TL	33.969

Değerleme Sonucu, Mn TL	Piyasa Değeri	Ağırlık
1) Gordon Büyüme Modeli	40.258	50,00%
2) İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi	33.969	50,00%
Ortalama Tespit Edilen Özsermaye Değeri, 2016T		37.114
Hedef Fiyat, TL		8,90
Yükselme Potansiyeli (%)		1,8%

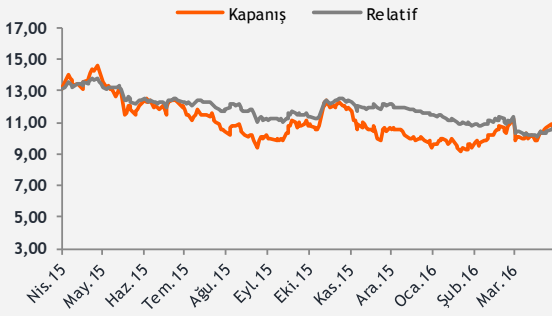


22 Nisan 2016 Cuma

Sektör	: Bankacılık
Şirket	: Halk Bankası
Hisse Kodu	: HALKB - HALKB TI, HALKB IS
Fiyat (TL)	: 10,96
Hedef Fiyatı (TL)	: 14,35
Yükselme Potansiyeli	: 30,9%
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 1250,0
HAO (%)	: 49%

1938 yılında esnaf ve sanatkârları desteklemek ve kalıcı ekonomik kalkınmayı hızlandırmak amacıyla kurulan Halkbank, toplam kredilerinin %38,7'sini KOBİ'lere aktarmaktadır. Halkbank'ın, 2015 sonu itibarıyla yurt içinde 944, yurt dışında 5 şubesi, 2 yurt dışı temsilciliği bulunmaktadır. 2012'de gerçekleştirilen ikincil halka arz ile Banka'nın %48,9'u halka açık konumdadır.

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	14,49	-15,12	7,43
Rölatif %	-6,85	-18,34	-9,93
En Yüksek (TL)	11,29	11,29	14,58
En Düşük (TL)	9,85	9,22	9,22

## Yatırımcı Takvimi

1Ç16 Finansal Sonuçları 29.04.2016

**Analist** : Tuğba SAYGIN  
**İletişim** : 0212 352 35 77 - 189  
[tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr](mailto:tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr)

## Halkbank - Aktif kalitesi yakından izlenecek...

Halk Bankası'nı 14,35 TL hedef hisse fiyatı ve "AL" önerisi ile izleme listemize dahil ediyoruz. Yeni dönemde sektöre paralel artmasını beklediğimiz takipteki kredi oranı, TL mevduat tarafında artan rekabetin maliyetler ve banka büyüme hızı üzerinde yaratmasını beklediğimiz baskıya rağmen, Banka'nın güçlü büyüme performansı, yüksek özkaynak karlılığı ve cazip değerlendirilmesi ile ön planda olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Kısa vadede, iştirak satışı ve banka sermayesine sağlayacağı katkının yanında banka büyümesinin önemli itici gücü olan KOBİ segmentindeki pazar payı gelişiminin hisse performansını yakından etkileyen unsurların başında yer alacaktır.

TRY	Net Faiz Geliri (mnTL)	Net Kar (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K(x)	F/DD(x)
2013/12	4.829	2.751	2,201	0,220	5,0 x	1,0 x
2014/12	5.112	2.206	1,765	0,268	6,2 x	0,8 x
2015/12	5.663	2.315	1,852	0,185	5,9 x	0,7 x
2016/12T	6.623	2.682	2,146	0,236	5,1 x	0,6 x
2017/12T	7.671	3.059	2,447	0,296	4,5 x	0,6 x
2018/12T	8.711	3.365	2,692	0,489	4,1 x	0,5 x

**2016 yılının en önemli konusu: Aktif kalitesi** -- 2015 yılında yaklaşık 1 mlr TL'lik kredinin takibe düşmesi bankanın takipteki krediler oranını yükseltirken karlılık üzerinde de baskı oluşturmuştu. 2016 yılında ise sektördeki genel trende paralel aktif kalitesinde bozulmanın devam edeceği ve kamu bankalarında aktif satışı yapamaması nedeniyle bu bozulmanın diğer sektör oyuncularına göre biraz daha dikkat çekici düzeyde olabileceği görüşündeyiz. Diğer taraftan Halkbank'ın sorunlu kredi yaratma potansiyeli açısından kritik görülen Turizm ve İnşaat sektörüne yönelik kredilerinin toplam kredi hacmindeki payı sırasıyla %4 ve %3 seviyesindedir ki bu seviyelerin önemli bir yoğunlaşma riskine işaret etmediği ancak proje finansmanı tarafından yukarı yönlü risklerin bulunduğu görüşündeyiz. Tüm bu veriler ışığında Halk bank için 2016 yılında %3,5 takipteki kredi oranı ve %70 karşılık oranı olacağını öngörüyoruz.

**Aktif Pasif Yapısı** -- TL mevduatta 2015'te sektör üzerinde büyüme kaydeden Halkbank'ın mevduatın %65'i TL bazlı, TL mevduatın %13'ünü ise kamu mevduatı oluşturuyor. Önümüzdeki dönemde TL mevduat tarafında artan rekabetin maliyetler üzerinde ve büyüme hızının yaratacağı baskıya bankanın kamu mevduat tabanı sayesinde daha dirençli olacağı görüşündeyiz. Halkbank'ın toplam kredilerinin %38,7'si KOBİ segmenti oluştururken, bunun %13'lük payının son derece düşük sorunlu kredi üreten Hazine sübvansiyonlu kooperatif kredileri oluşturuyor. Bu nedenle her ne kadar son yıllarda rekabet yoğunlaşsa da KOBİ segmentinin büyümenin önemli itici güçlerinden biri olmaya devam edeceği düşüncesindeyiz.

**Sermaye Yeterlilik** -- BDDK tarafından geçtiğimiz yıl açıklanan SYR hesaplamasına yönelik yapılan düzenlemelerin banka SYR'sine etkisinin sınırlı (1bp) olacağı ve bu düzenlemeleri hariç tuttuğumuzda Halk Bank için 2016 yılında %13,4 düzeyinde bir SYR oluşacağını tahmin ediyoruz. Bununla birlikte Halk Bankası'nın iştirakleri Halk Sigorta ile Halk Hayat ve Emeklilik'in özelleştirilmesinin tekrar gündeme gelmesi ve muhtemel bir satış işleminin banka sermayesi ve SYR'yi olumlu etkileyebileceğini düşünüyoruz.

**1Ç16 ve 2016 kar beklentilerimiz** -- İlk çeyrekte bankanın TÜFEX gelirlerinin bir önceki çeyreğe paralel gerçekleşmesini bekliyoruz. Buna karşın kredi-mevduat makasındaki daralma, net ücret ve komisyon gelirlerinde tek seferlik gelirlerin olmaması, ücret artışlarının yılın başında yapılması nedeniyle ilk çeyrekte faaliyet giderlerinde artış gibi temel etmenler nedeniyle bankanın 1Ç16 net dönem karının 4Ç15 dönemine göre %7,4 düşüşle 600 mn TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Banka için 2016 yılı net kar beklentimiz ise 2,68 mlr TL düzeyindedir ve rapor tarihi itibarıyla Bloomberg ortalama beklentilere paraleldir.

**Değerleme** -- Halkbank için 14,35 TL hedef fiyat belirliyoruz ki söz konusu fiyat 2016T 0.6x PD/DD ve %30,9 yükselme potansiyeline işaret etmektedir. Hisse için kısa vadede "Endekse Paralel Getiri", Uzun Vadede ise "AL" önerisi veriyoruz.

22 Nisan 2016 Cuma

Gelir Tablosu (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Faiz Gelirleri	9.205	11.451	13.657	15.937	17.111	18.534
Faiz Giderleri	4.376	6.340	7.994	9.313	9.440	9.824
Net Faiz Gelirleri	4.829	5.112	5.663	6.623	7.671	8.711
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	930	1.023	1.194	1.337	1.536	1.746
Net Ticari Kar / Zarar	244	56	-262	15	12	14
Diğer Faaliyet Gelirleri	768	531	862	620	622	674
Toplam Bankacılık Gelirleri	6.771	6.722	7.457	8.596	9.841	11.146
Toplam Faaliyet Giderleri (-)	2.655	2.987	3.489	4.084	4.692	5.396
Karşılık Giderleri (-)	849	1.161	1.302	1.361	1.542	1.773
Temettü vb. Gelirler	97	154	189	203	216	229
Vergi Öncesi Kar / Zarar	3.365	2.727	2.856	3.353	3.823	4.206
Vergi	614	521	540	671	765	841
Net Dönem Kar / Zarar	2.751	2.206	2.315	2.682	3.059	3.365
HBK	2,20	1,76	1,85	2,15	2,45	2,69

Bilanço (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Nakit ve Bankalar	21.825	21.560	25.838	33.036	37.032	41.507
Para Piyasalarından Alacaklar	0	0	0	0	0	0
Menkul Değerler Portföyü	28.559	26.844	28.155	28.078	32.312	37.066
Krediler (Net)	84.413	100.481	125.799	146.355	166.380	188.615
Takipteki Alacaklar (net)	435	1.286	946	1.578	1.957	2.411
İştirakler	2.427	2.669	2.913	3.132	3.335	3.536
Maddi Duran Varlıklar	1.068	1.180	2.099	2.361	2.621	2.877
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	45	59	77	83	88	93
Diğer Aktifler	1.172	1.343	1.901	3.095	3.545	4.045
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>139.944</b>	<b>155.423</b>	<b>187.729</b>	<b>217.717</b>	<b>247.270</b>	<b>280.149</b>
Mevduat	100.756	103.708	122.146	142.956	163.299	186.000
Para Piyasalarına Borçlar	771	8.413	8.410	8.834	10.137	11.583
Muhtelif Borçlar	13.615	12.630	20.262	24.323	27.033	30.068
İhraç Edilen Menkul Değerler	4.165	443	515	647	751	856
Karşılıklar	2.098	2.644	2.556	2.890	3.177	3.487
Sermaye Benzeri Krediler	0	0	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler	4.392	5.320	6.025	6.205	7.110	8.114
Toplam Yükümlülükler	125.798	138.887	168.305	195.842	222.631	252.516
Özkaynaklar	14.146	16.536	19.424	21.875	24.639	27.633
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>139.944</b>	<b>155.423</b>	<b>187.729</b>	<b>217.717</b>	<b>247.270</b>	<b>280.149</b>

Büyüme	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Kredi	19,0%	25,2%	16,3%	13,7%	13,4%	13,4%
Mevduat	2,9%	17,8%	17,0%	14,2%	13,9%	13,9%
Net Faiz Geliri	5,9%	10,8%	17,0%	15,8%	13,6%	13,6%
Net Ücret & Komisyon Geliri	10,0%	16,8%	12,0%	14,9%	13,6%	13,6%

Çarpanlar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
F/K	4,98	6,21	5,92	5,11	4,48	4,07
PD/DD	0,97	0,83	0,71	0,63	0,56	0,50

Finansal Rasyolar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Net Faiz Marjı	4,1%	3,6%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Ort. Aktif Karlılığı	2,3%	1,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Ort. Özkaynak Karlılığı	21,1%	14,5%	13,0%	13,0%	13,2%	12,9%
Net Faiz Gelirleri/Toplam Gelirler	71,3%	76,0%	75,9%	77,1%	77,9%	78,2%
Net Ücret & Komisyon Gelirleri/Toplam Gelirler	13,7%	15,2%	16,0%	15,6%	15,6%	15,7%
Gider/Gelir Oranı	39,2%	44,4%	46,8%	47,5%	47,7%	48,4%
Şube Başına Kredi	98,8	115,8	136,7	153,3	168,0	184,0
Şube Başına Mevduat	114,9	115,2	128,7	144,5	158,7	174,0
Faaliyet Giderleri/Ort. Aktifler	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Kredilerin Takibe Dönüşme Oranı	2,6%	3,6%	3,1%	3,5%	3,8%	4,1%
Takipteki Krediler Karşılık Oranı	80,6%	65,2%	76,2%	70,0%	70,0%	70,0%
Brüt Risk Maliyeti	1,0%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%
Sermaye Yeterlilik Oranı	13,9%	13,6%	13,8%	13,4%	13,3%	13,1%
Kredi/Mevduat Oranı	84%	98%	104%	103%	103%	103%

Şirket	Halk Bankası
Hisse Kodu	HALKB - HALKB TL, HALKB IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	10,96
Hedef Fiyat (TL)	14,35
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	13.700
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	17.941
Yükselme Potansiyeli	30,9%

#### Halk Bankası Hakkında

1938 yılında esnaf ve sanatkârları desteklemek ve kalıcı ekonomik kalkınmayı hızlandırmak amacıyla kurulan Halkbank, toplam kredilerinin %38,7'sini KOBİ'lere aktarmaktadır. Halkbank'ın, 2015 sonu itibarıyla yurt içinde 944, yurt dışında 5 şubesi, 2 yurt dışı temsilciliği bulunmaktadır. 2012'de gerçekleştirilen ikincil halka arz ile Banka'nın %48,9'u halka açık konumdadır.

#### Ortaklık Yapısı



#### SWOT Analiz

##### Güçlü Yönler

- Kobi segmentinde lider
- Potansiyel iştirak satışı
- Düşük kredi-mevduat oranı
- Düşük swap maliyeti

##### Zayıf Yönler

- TL ağırlıklı bilanço
- Aktif silme politikası
- Aktif kalitesinde bozulmanın devamı

##### Fırsatlar

- Kredi büyümesinin hız kazanması
- Yatırımların artması
- Düzenlemelerin yumuşatılması

##### Tehtidler

- Ekonomik konjoktürün bozulması
- Faiz oranlarında sert hareketler
- TL'de değer kaybı
- Jeopolitik risklerin artması

22 Nisan 2016 Cuma

## Değerleme Yöntemi

Türk bankaları için değerlendirme yöntemimiz iki farklı modelden oluşmaktadır.

- Gordon Büyüme Modeli:** Her banka için tahminlerimiz üzerinden, sürdürülebilir özkaynak karlılığı, sermaye maliyeti (risksiz faiz oranı, risk primi ve Beta) varsayımlarıyla özsermaye değeri bulunur.
- İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi:** Bu yöntemle geleceğe yönelik varsayım ve stratejileri dikkate alarak dağıtılabilecek potansiyel temettüler üzerinden şirket değerlendirilmesi gerçekleştirilir. Özsermaye maliyeti iskonto oranı olarak dağıtılabilecek kar tutarına uygulanır ve özsermaye değeri bulunur.

Sermaye Maliyeti Hesaplama	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T +
Risksiz Faiz Oranı	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Risk Primi	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23
Sermaye Maliyeti	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%

## 1) Gordon Büyüme Modeli

Sürdürülebilir Özkaynak Karlılığı (2016-2020 Ort.)	15,2%
Sermaye Maliyeti (2016-2020 Ort.)	16,1%
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	9,7%
Hedef F/DD 2016T	0,85
Hedef Özsermaye Değeri 2016T, Mn TL	20.607

## 2) İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi

Temettü Dağıtım Oranı (2016-2020 Ort.)	14,6%
2016-2020 Çekirdek Temettülerin Şimdiki Değeri, Mn TL	1.085
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	9,7%
Nihai Değerin Şimdiki Değeri, Mn TL	5.156
Fazla Likiditenin Şimdiki Değeri (5Y ort.), Mn TL	7.585
Hedef Özsermaye Değeri 2016T, Mn TL	15.275

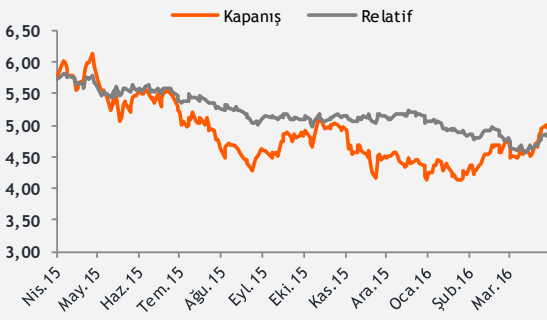
Değerleme Sonucu, Mn TL	Piyasa Değeri	Ağırlık
1) Gordon Büyüme Modeli	20.607	50,00%
2) İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi	15.275	50,00%
Ortalama Tespit Edilen Özsermaye Değeri, 2016T		17.941
Hedef Fiyat, TL		14,35
Yükselme Potansiyeli (%)		30,9%

22 Nisan 2016 Cuma

Sektör	: Bankacılık
Şirket	: İş Bankası (C)
Hisse Kodu	: ISCTR - ISCTR TI, ISCTR IS
Fiyat (TL)	: 4,94
Hedef Fiyatı (TL)	: 6,30
Yükselme Potansiyeli	: 27,5%
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 4500,0
HAO (%)	: 31%

1924 yılında kurulan İş Bankası, özel, bireysel, ticari ve kurumsal bankacılık, para piyasaları ve menkul kıymet piyasası işlemleri ile uluslararası bankacılık hizmetlerine yönelik faaliyetler göstermektedir. İş Bankası, 275,7 mlr TL aktif büyüklüğü ile Türkiye'nin en büyük özel bankasıdır. Bankanın yurt içinde 1.354 şubesi, yurt dışında ise 23 şubesi bulunmaktadır.

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	17,85	-13,11	11,44
Rölatif %	-4,12	-16,41	-6,56
En Yüksek (TL)	5,00	5,00	6,13
En Düşük (TL)	4,47	4,13	4,13

## Yatırımcı Takvimi

1Ç16 Finansal Sonuçlar 1 02-06 Mayıs 2016

**Analist** : Tuğba SAYGIN  
**İletişim** : 0212 352 35 77 - 189  
[tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr](mailto:tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr)

**İş Bankası - Cazip değerlendirme, pozitif katalizör ihtiyacı...**

İş Bankası'nı 6,30 TL hedef fiyat ve uzun vadeli AL önerisi ile izleme listemize dahil ediyoruz. Aktif büyüklüğüne göre sektördeki en büyük özel banka konumuna olan İş Bankası, güçlü sermaye yapısı ve pazar konumlanması ile beğendiğimiz bir hisse. Bununla birlikte 2015 yılı ikinci yarısından beri bankacılık endeksine göreceli zayıf performans sergileyen hissede yüksek prim potansiyeline rağmen kısa vadede bankayı endeksten ayırıştırarak pozitif bir katalizör görmememiz nedeniyle kısa vade için Endekse Paralel Getiri önerisi veriyoruz.

TRY	Net Faiz Geliri (mnTL)	Net Kar (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K(x)	F/DD(x)
2013/12	6.655	3.163	0,703	0,144	7,0 x	0,9 x
2014/12	7.454	3.382	0,752	0,187	6,6 x	0,8 x
2015/12	8.985	3.083	0,685	0,126	7,2 x	0,7 x
2016/12T	10.134	3.397	0,755	0,151	6,5 x	0,6 x
2017/12T	11.695	4.205	0,935	0,196	5,3 x	0,6 x
2018/12T	13.192	4.855	1,079	0,237	4,6 x	0,5 x

**Büyüme** -- Özellikle TL cinsinden sektör ortalamaları üzerinde kredi-mevduat oranı (KMO) sahip bankanın 2016 yılında TL mevduatta %17 büyüyeceği ve TL KMO'sunun %156'dan %147'ye gerileyeceğini öngörüyoruz. Bunun yanı sıra yüksek KMO nedeniyle toplam kredi büyümesinin sektör ortalamasının altında %11 civarında oluşacağını düşünüyoruz.

**Aktif kalitesi** -- İş Bankası'nın takibe dönüşüm oranı 2015 yılında 50 bp artmasına rağmen sektör ortalamasının oldukça altında gerçekleşmişti. Aktif kalitesinde başlayan zayıflamanın 2016'da sektördeki genel trende paralel devam edeceğini düşünüyoruz. Takipteki krediler karşılık oranının %75 düzeyinde kalacağını öngörüyoruz, takipteki krediler oranının ise banka bütçeleri paralelinde 60 baz puan artış ile 2016'da %2,6 seviyesinde oluşacağını tahmin ediyoruz.

**Sermaye Yeterliliği** -- İş Bankası, BDDK'nın SYR düzenlemeleri çerçevesinde; serbest karşılık tutarının SYR hesaplamasından düşülmesi ve 2013 öncesi ve sonrası ihraç edilen 2. kuşak sermaye benzeri borçlanma tutarlarında %40'a varan değer azaltımı veya tamamen çıkarılması uygulamaları nedeniyle (yaklaşık 65 bp) en olumsuz etkilenecek bankalar arasında yer almaktadır. Diğer taraftan yüksek tutarda serbest karşılığın çözülmesi karşılık üzerinden SYR'ye olumlu etki ederek bu negatif etkiyi bir miktar azaltabilir. Bu yasal düzenlemelerin etkisini hariç tuttuğumuzda 2016 için SYR'nin %15,3 düzeyinde oluşacağını tahmin ediyoruz. Ayrıca finans dışı iştiraklerinin satışı ile aktiflerinde sadeleşmeye devam etmesi SYR'yi olumlu yansıyacaktır.

**1Ç16 ve 2016 beklentilerimiz** -- TL mevduatta artan maliyet baskısı nedeniyle banka yönetimi tarafından tahmin aralığı olan %3,7-3,9 seviyesinin alt bandına yakın %3,74 düzeyinde net faiz marjı tahmin ediyoruz. BDDK'nın yeni düzenlemeleri sonrasında SYR için oluşabilecek negatif etkiyi nötrleştirilmesi için 800 mn TL'lik serbest karşılığın çözülmesi gündeme gelebilir. Her ne kadar muhafazakar olmak adına biz 2016 tahminlerimize bu etkiyi yansıtmamak da böyle bir gelişme net karı olumlu etkileyecektir ve beklentilerimizden olumlu yönde bir sapma yaratacaktır. Banka için 1Ç16 net kar beklentimiz 980 mn TL seviyesindedir. TL kredilerde hafif daralama ve TL mevduatta sektör üzerinde büyüme ile birlikte net faiz marjında 4Ç15'e kıyasla sınırlı (8 bp) bir gerileme bekliyoruz. 1Ç'de Dışbank hisseleri ile ilgili TMSF tarafından tahsil edilen ceza tutarına ilişkin Banka'nın 139 mn TL karşılık ayırması nedeniyle faaliyet giderlerinde yıllık bazda %13,5 artış öngörüyoruz. Hatırlanacağı üzere bankanın 2015 ilk çeyrekte emekli sandığı karşılığını çözmesi nedeniyle yüksek diğer faaliyet geliri kaydetmişti. 1Ç16'da bankanın diğer faaliyet gelirinde söz konusu baz etkisi nedeniyle azalma ve karşılık giderlerindeki düşüş beklentimizin yanında 1Ç'e yansıyan temettü gelirinin de katkısı ile net karda yıllık bazda %7,4 artış tahmin ediyoruz. Banka ilk çeyrek finansal sonuçlarını Mayıs ayının ilk haftasında açıklamasını bekliyoruz.

**Değerleme** - İş Bankası için 6,30 TL hedef fiyat ile AL önerisi veriyoruz. Söz konusu fiyat 2016T 0.6x PD/DD ve %27 yükselme potansiyeline işaret etmektedir.

22 Nisan 2016 Cuma

Gelir Tablosu (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Faiz Gelirleri	13.461	16.086	19.200	21.467	23.031	24.641
Faiz Giderleri	6.805	8.632	10.215	11.334	11.336	11.449
Net Faiz Gelirleri	6.655	7.454	8.985	10.134	11.695	13.192
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	1.919	2.004	2.389	2.652	3.025	3.384
Net Ticari Kar / Zarar	223	185	-869	-409	-188	-187
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.038	1.012	1.109	833	822	887
Toplam Bankacılık Gelirleri	9.836	10.655	11.614	13.211	15.355	17.277
Toplam Faaliyet Giderleri (-)	4.962	5.695	6.327	7.160	7.994	8.855
Karşılık Giderleri (-)	1.467	1.323	2.058	2.426	2.766	3.055
Temettü vb. Gelirler	450	595	555	622	662	702
Vergi Öncesi Kar / Zarar	3.857	4.231	3.784	4.246	5.257	6.069
Vergi	693	849	701	849	1.051	1.214
Net Dönem Kar / Zarar	3.163	3.382	3.083	3.397	4.205	4.855
HBK	0,70	0,75	0,69	0,75	0,93	1,08

Bilanço (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Nakit ve Bankalar	24.555	26.000	33.170	37.552	41.662	46.001
Para Piyasalarından Alacaklar	0	0	0	0	0	0
Menkul Değerler Portföyü	38.179	41.829	46.044	56.655	61.236	73.324
Krediler (Net)	134.842	155.314	177.035	196.539	219.139	244.393
Takipteki Alacaklar (net)	438	559	897	1.296	1.806	2.373
İştirakler	7.761	9.625	9.394	10.098	10.754	11.401
Maddi Duran Varlıklar	1.832	1.902	4.350	4.168	4.088	4.124
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	196	274	354	510	655	756
Diğer Aktifler	2.697	2.268	4.472	5.058	5.595	6.308
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>210.498</b>	<b>237.770</b>	<b>275.716</b>	<b>311.876</b>	<b>344.935</b>	<b>388.679</b>
Mevduat	120.974	133.550	153.801	174.295	194.635	217.221
Para Piyasalarına Borçlar	20.916	17.696	20.089	20.118	22.267	27.636
Muhtelif Borçlar	15.922	20.669	28.408	32.128	35.444	39.247
İhraç Edilen Menkul Değerler	10.095	443	515	647	751	856
Karşılıklar	6.161	7.100	7.679	8.181	8.661	9.196
Sermaye Benzeri Krediler	2.984	3.269	4.047	4.258	4.438	4.616
Diğer Yükümlülükler	9.867	9.022	9.895	15.872	16.509	21.097
Toplam Yükümlülükler	186.920	208.459	243.681	277.011	306.545	346.317
Özkaynaklar	23.579	29.311	32.035	34.865	38.390	42.362
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>210.498</b>	<b>237.770</b>	<b>275.716</b>	<b>311.876</b>	<b>344.935</b>	<b>388.679</b>

Büyüme	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Kredi	15,2%	14,0%	11,0%	11,0%	11,5%	11,5%
Mevduat	10,4%	15,2%	13,3%	13,3%	11,7%	11,6%
Net Faiz Geliri	12,0%	20,5%	12,8%	12,8%	15,4%	12,8%
Net Ücret & Komisyon Geliri	4,4%	19,2%	11,0%	11,0%	14,1%	11,9%

Çarpanlar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
F/K	7,03	6,57	7,21	6,54	5,29	4,58
PD/DD	0,94	0,76	0,69	0,64	0,58	0,52

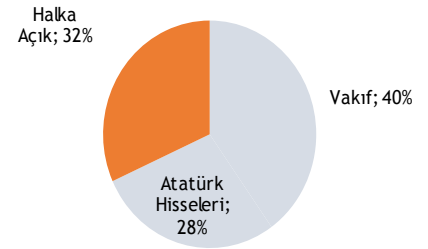
Finansal Rasyolar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Net Faiz Marjı	3,7%	3,6%	3,6%	3,7%	3,8%	3,8%
Ort. Aktif Karlılığı	1,6%	1,5%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%
Ort. Özkaynak Karlılığı	13,7%	13,1%	10,4%	10,1%	11,5%	12,0%
Net Faiz Gelirleri/Toplam Gelirler	67,7%	70,0%	77,4%	76,7%	76,2%	76,4%
Net Ücret&Komisyon Gelirleri/Toplam Gelirler	19,5%	18,8%	20,6%	20,1%	19,7%	19,6%
Gider/Gelir Oranı	50,5%	53,5%	54,5%	54,2%	52,1%	51,3%
Şube Başına Kredi	104,7	116,2	131,2	145,7	162,5	181,2
Şube Başına Mevduat	92,4	98,3	111,7	125,8	139,7	155,0
Faaliyet Giderleri/Ort. Aktifler	1,4%	1,5%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%
Kredilerin Takibe Dönüşme Oranı	1,6%	1,5%	2,0%	2,6%	3,2%	3,8%
Takipteki Krediler Karşılık Oranı	80,4%	76,9%	75,1%	75,1%	75,1%	75,1%
Brüt Risk Maliyeti	1,0%	0,9%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Sermaye Yeterlilik Oranı	14,4%	16,0%	15,7%	15,3%	15,0%	14,7%
Kredi/Mevduat Oranı	112%	117%	116%	114%	114%	114%

Şirket	İş Bankası (C)
Hisse Kodu	ISCTR - ISCTR TI, ISCTR IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	4,94
Hedef Fiyat (TL)	6,30
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	22.230
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	28.258
Yükselme Potansiyeli	27,5%

### İş Bankası Hakkında

1924 yılında kurulan İş Bankası, özel, bireysel, ticari ve kurumsal bankacılık, para piyasaları ve menkul kıymet piyasası işlemleri ile uluslararası bankacılık hizmetlerine yönelik faaliyetler göstermektedir. İş Bankası, 275,7 mlr TL aktif büyüklüğü ile Türkiye'nin en büyük özel bankasıdır. Banka'nın yurt içinde 1.354 şubesi, yurt dışında ise 23 şubesi bulunmaktadır.

### Ortaklık Yapısı



### SWOT Analiz

#### Güçlü Yönler

- Sektörün üzerinde SYR
- Potansiyel iştirak satışı
- İştiraklerden temettü geliri
- Net ücret&komisyon gelirinde büyüme potansiyeli

#### Zayıf Yönler

- Yüksek kredi-mevduat oranı
- Zayıflayan aktif kalitesi
- Sandık açığının finanse edilmesi
- Yasal düzenleme nedeniyle SYR'de zayıflama

#### Fırsatlar

- Kredi büyümesinin hız kazanması
- Yatırımların artması
- Düzenlemelerin yumuşatılması

#### Tehditler

- Ekonomik konjoktürün bozulması
- Faiz oranlarında sert hareketler
- TL'de değer kaybı
- Jeopolitik risklerin artması

22 Nisan 2016 Cuma

## Değerleme Yöntemi

Türk bankaları için değerlendirme yöntemimiz iki farklı modelden oluşmaktadır.

- Gordon Büyüme Modeli:** Her banka için tahminlerimiz üzerinden, sürdürülebilir özkaynak karlılığı, sermaye maliyeti (risksiz faiz oranı, risk primi ve Beta) varsayımlarıyla özsermaye değeri bulunur.
- İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi:** Bu yöntemle geleceğe yönelik varsayım ve stratejileri dikkate alarak dağıtılabilecek potansiyel temettüler üzerinden şirket değerlemesi gerçekleştirilir. Özsermaye maliyeti iskonto oranı olarak dağıtılabilebilir kar tutarına uygulanır ve özsermaye değeri bulunur.

Sermaye Maliyeti Hesaplama	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T +
Risksiz Faiz Oranı	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Risk Primi	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12
Sermaye Maliyeti	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%

## 1) Gordon Büyüme Modeli

Sürdürülebilir Özkaynak Karlılığı (2016-2020 Ort.)	12,0%
Sermaye Maliyeti (2016-2020 Ort.)	15,6%
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	9,2%
Hedef F/DD 2016T	0,44
Hedef Özsermaye Değeri 2016T, Mn TL	29.696

## 2) İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi

Temettü Dağıtım Oranı (2016-2020 Ort.)	20,9%
2016-2020 Çekirdek Temettülerin Şimdiki Değeri, Mn TL	1.863
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	9,2%
Nihai Değerin Şimdiki Değeri, Mn TL	7.218
Fazla Likiditenin Şimdiki Değeri (5Y Ort.), Mn TL	15.270
Hedef Özsermaye Değeri 2016T, Mn TL	26.819

Değerleme Sonucu, Mn TL	Piyasa Değeri	Ağırlık
1) Gordon Büyüme Modeli	29.696	50,00%
2) İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi	26.819	50,00%
Ortalama Tespit Edilen Özsermaye Değeri, 2016T		28.258
Hedef Fiyat, TL		6,30
Yükselme Potansiyeli (%)		27,5%

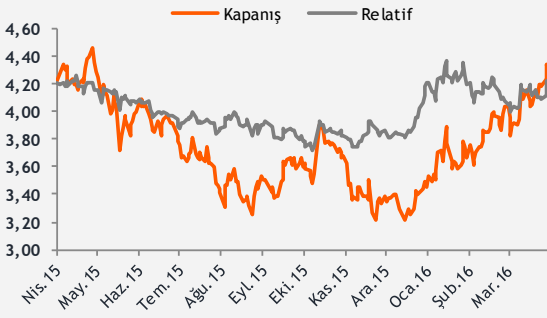


22 Nisan 2016 Cuma

Sektör	: Bankacılık
Şirket	: Yapı Ve Kredi Bankası
Hisse Kodu	: YKBNK - YKBNK TI, YKBNK IS
Fiyat (TL)	: 4,26
Hedef Fiyatı (TL)	: 4,53
Yükselme Potansiyeli	: 6,3%
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: TUT
Hisse Adedi (mn)	: 4347,1
HAO (%)	: 18%

1944 yılında Türkiye'nin perakende bankacılık odaklı ilk ulusal çaplı özel bankası olarak kurulan Yapı Kredi Bankası, 2006 yılında Koçbank ile birleşmiştir. Bankanın %81,8 oranında paya sahip olan Koç Finansal Hizmetleri, UniCredit ve Koç Grubu'nun eşit oranlı bir ortaklığıdır. Yapı Kredi'nin bankacılık faaliyetleri perakende bankacılık, kurumsal ve ticari bankacılık ile özel bankacılık ve varlık yönetimi altında yürütülmektedir.

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	22,77	3,15	29,48
Rölatif %	-0,12	-0,77	8,56
En Yüksek (TL)	4,34	4,34	4,46
En Düşük (TL)	3,83	3,45	3,21

## Yatırımcı Takvimi

1Ç16 Finansal Sonuçlar ı

2 Mayıs 16

**Analist** : Tuğba SAYGIN  
**İletişim** : 0212 352 35 77 - 189  
[tuğba.saygin@vakifyatirim.com.tr](mailto:tuğba.saygin@vakifyatirim.com.tr)

## Yapı Kredi Bankası - Yatırımlarının meyvesini bekliyor...

Yapı Kredi Bankası'nı 4,53 TL hedef fiyat ve "TUT" önerisi ile izleme listemize dahil ediyoruz. 2015 sonu itibariyle büyüme odaklı yatırımlarının çoğunu tamamlayan Banka önümüzdeki yıllarda karlılığa odaklanmayı hedeflemektedir. Orta vadede artması beklenen dijitalleşme ve şubeleşmenin azalması ile sağlanacak maliyet kontrolünün karlılık açısından yukarı yönlü potansiyel taşıyacağını düşünüyoruz. Ancak sektörde en zayıf çekirdek SYR oranına sahip olmasına ek olarak sektör ortalamalarının üzerinde takipteki krediler oranı büyüme üzerinde baskı yaratabilir.

TRY	Net Faiz Geliri (mnTL)	Net Kar (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K(x)	F/DD(x)
2013/12	4.664	2.031	0,467	0,089	9,1 x	1,1 x
2014/12	5.606	2.057	0,473	0,092	9,0 x	0,9 x
2015/12	6.842	1.861	0,428	0,000	10,0 x	0,8 x
2016/12T	7.641	2.508	0,577	0,092	7,4 x	0,7 x
2017/12T	8.750	3.036	0,698	0,119	6,1 x	0,7 x
2018/12T	10.024	3.608	0,830	0,149	5,1 x	0,6 x

**Sermaye Yeterliliği:** Yapı Kredi Bankası ilk çeyrekte 500 mn \$ sermaye benzeri tahvil ihracı gerçekleştirdi. Bu ihracın 2. kuşak sermayeye katkısı ile sermaye yeterlilik rasyosunun 68 baz puan olumlu etki edeceğini hesaplıyoruz. Bu gelişme ile birlikte 2016 yılsonunda banka için %14,4 SYR tahmin ediyoruz. Ancak bankanın çekirdek SYR'sinin sektördeki diğer oyunculara göre düşük seviyede kalmaya devam etmesinin büyüme üzerinde yaratacağı muhtemel baskıyı azaltmak üzere, orta vadede bir sermaye artırımının gündeme gelebileceğini düşünüyoruz. Öte yandan BDDK tarafından geçtiğimiz yıl açıklanan SYR düzenlemelerinin 2015 finansal verileri baz alındığında banka SYR'sini toplam 11 bp olumlu etkileyeceğini hesaplamaktayız. Özellikle 2013 öncesi ihraç edilen 2. kuşak sermaye borçlanmalarına yönelik %40 civarı değer azaltımının SYR'ye 55 baz puan negatif etki ettiğini ancak, bazı perakende alacaklardaki risk ağırlığının azaltılmasının ise bu etkiyi telafi etmesini bekliyoruz.

**Aktif Kalitesi:** 2016 yılında takibe dönüşüm oranında sektör genel görünümüne paralel artışın devam edeceği ve 2016 için takipteki krediler oranında banka bütçesi olan 40 baz puanlık artışın hafif üzerinde 50 bp bir artış bekliyoruz. 2016'da takipteki krediler karşılık oranının ise %75,5 düzeyinde gerçekleşeceğini bekliyoruz.

**Net ücret ve komisyon geliri:** Banka 105,8 mlr TL kredi kartı hacmi ile sektörde lider konumdadır. Banka özellikle KOBİ segmentinde ticari kredi kartı penetrasyonunu artırmayı hedeflemektedir. 2015 yılında %22 ile net ücret ve komisyon gelir artışında sektör üzerinde büyüyen bankanın bu gelirlerinin 2016'da %13 artışla 3,03 mlr TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Rekabetin artacağı bu segmentte banka için gelir artışının önceki yıllara göre sınırlı kalacağını düşünüyoruz.

**Karlılık:** 2015 sonu itibariyle büyüme odaklı yatırımlarının çoğunu tamamlayan Yapı Kredi Bankası önümüzdeki yıllarda karlılığa odaklanmayı hedeflemektedir. 2016'da TL mevduatta büyümenin getireceği maliyet artışına karşın krediler tarafındaki fiyatlamaların yıl genelinde bu etkiyi nötrleyeceğini ve bankanın net faiz marjının 2015 yılına yakın %3,45 seviyesinde kalacağını öngörüyoruz. Ek olarak, faaliyet giderlerinde normalleşme ile birlikte banka net karın 2016 yılında %35 artışla 2,51 mlr TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Ayrıca 2016'da varsayımlarımızda yer almamakla beraber Visa- Visa Europe birleşmesi nedeniyle kredi kartı pazar payı yüksek bankanın tek seferlik gelir kaydetmesi karlılık açısından yukarı yönlü etki oluşabilir. Yapı Kredi Bankası için 1Ç16 net kar beklentimiz 636 mn TL'dir. Bankanın ilk çeyrek kar rakamını ağırlıklı olarak TL mevduatta büyümenin yaratacağı maliyet baskısı, TÜFEX getirilerinin 4Ç15 dönemine yakın düzeyde güçlü gerçekleşmesi, ticari zararın azalması ve karşılık giderlerinde artışlar gibi unsurların şekillendireceğini düşünüyoruz. Banka 1Ç16 finansal sonuçlarını 2 Mayıs'ta açıklayacak.

**Değerleme -** Yapı Kredi Bankası için 4,53 TL hedef fiyat belirliyoruz. Söz konusu fiyat 2016T 0.7x PD/DD ve %6,3 yükselme potansiyeline işaret etmektedir. Hisse için kısa vadede "Endekse Paralel Getiri", Uzun Vadede ise "TUT" önerisi veriyoruz.



22 Nisan 2016 Cuma

Gelir Tablosu (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Faiz Gelirleri	9.236	11.770	15.292	17.404	18.464	19.607
Faiz Giderleri	4.571	6.164	8.450	9.763	9.714	9.583
Net Faiz Gelirleri	4.664	5.606	6.842	7.641	8.750	10.024
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	2.006	2.201	2.688	3.035	3.418	3.814
Net Ticari Kar / Zarar	115	-416	-788	-429	-329	-376
Diğer Faaliyet Gelirleri	452	597	608	636	694	748
Toplam Bankacılık Gelirleri	7.238	7.987	9.350	10.883	12.533	14.210
Toplam Faaliyet Giderleri (-)	3.339	3.930	4.810	5.420	6.114	6.846
Karşılık Giderleri (-)	1.475	1.862	2.521	2.727	3.048	3.304
Temettü vb. Gelirler	133	386	371	399	425	450
Vergi Öncesi Kar / Zarar	2.556	2.581	2.389	3.135	3.795	4.510
Vergi	526	525	529	627	759	902
Net Dönem Kar / Zarar	2.031	2.057	1.861	2.508	3.036	3.608
HBK	0,47	0,47	0,43	0,58	0,70	0,83

Bilanço (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Nakit ve Bankalar	21.779	25.364	28.332	31.734	35.017	38.661
Para Piyasalarından Alacaklar	2.900	1.569	286	320	357	397
Menkul Değerler Portföyü	21.231	24.802	30.907	35.316	40.008	45.137
Krediler (Net)	94.891	120.738	147.274	164.733	183.488	204.502
Takipteki Alacaklar (net)	1.147	1.256	1.505	1.904	2.372	2.878
İştirakler	2.433	3.596	3.985	4.284	4.563	4.837
Maddi Duran Varlıklar	934	1.051	2.694	2.626	2.713	2.984
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.376	1.428	1.489	1.544	1.612	1.692
Diğer Aktifler	2.189	2.489	3.896	4.364	4.858	5.410
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>148.881</b>	<b>182.293</b>	<b>220.369</b>	<b>246.826</b>	<b>274.987</b>	<b>306.497</b>
Mevduat	86.308	105.120	126.909	142.106	158.013	175.687
Para Piyasalarına Borçlar	3.393	6.201	12.295	11.540	13.739	16.308
Muhtelif Borçlar	16.428	18.122	23.616	26.457	29.139	32.123
İhraç Edilen Menkul Değerler	5.847	443	515	647	751	856
Karşılıklar	3.161	3.618	4.446	5.677	6.968	8.349
Sermaye Benzeri Krediler	6.481	6.771	6.635	8.516	8.876	9.231
Diğer Yükümlülükler	9.956	12.523	13.817	16.221	18.159	20.332
Toplam Yükümlülükler	131.572	162.075	197.285	221.234	246.760	275.178
Özkaynaklar	17.309	20.218	23.084	25.592	28.227	31.319
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>148.881</b>	<b>182.293</b>	<b>220.369</b>	<b>246.826</b>	<b>274.987</b>	<b>306.497</b>

Büyüme	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Kredi	27,2%	22,0%	11,9%	11,9%	11,4%	11,5%
Mevduat	21,8%	20,7%	12,0%	12,0%	11,2%	11,2%
Net Faiz Geliri	20,2%	22,1%	11,7%	11,7%	14,5%	14,6%
Net Ücret & Komisyon Geliri	9,7%	22,2%	12,9%	12,9%	12,6%	11,6%

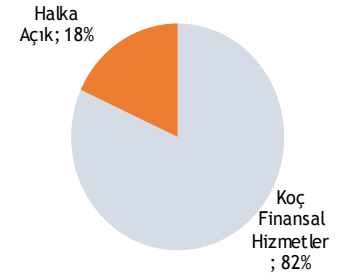
Çarpanlar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
F/K	9,12	9,00	9,95	7,38	6,10	5,13
PD/DD	1,07	0,92	0,80	0,72	0,66	0,59

Finansal Rasyolar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Net Faiz Marjı	3,7%	3,6%	3,4%	3,5%	3,5%	3,6%
Ort. Aktif Karlılığı	1,5%	1,3%	0,9%	1,1%	1,2%	1,2%
Ort. Özkaynak Karlılığı	11,9%	11,3%	8,7%	10,3%	11,3%	12,1%
Net Faiz Gelirleri / Toplam Gelirler	64,4%	70,2%	73,2%	70,2%	69,8%	70,5%
Net Ücret & Komisyon Gelirleri / Toplam Gelirler	27,7%	27,6%	28,7%	27,9%	27,3%	26,8%
Gider / Gelir Oranı	46,1%	49,2%	51,4%	49,8%	48,8%	48,2%
Şube Başına Kredi	103,7	124,7	153,4	171,1	190,1	211,2
Şube Başına Mevduat	90,9	104,8	126,9	141,0	155,5	171,6
Faaliyet Giderleri / Ort. Aktifler	1,5%	1,5%	1,4%	1,5%	1,5%	1,6%
Kredilerin Takibe Dönüşme Oranı	3,6%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,4%
Takipteki Krediler Karşılık Oranı	67,7%	71,0%	75,5%	75,5%	75,5%	75,5%
Brüt Risk Maliyeti	1,5%	1,5%	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%
Sermaye Yeterlilik Oranı	16,0%	15,0%	13,8%	14,4%	14,1%	14,0%
Kredi / Mevduat Oranı	111%	116%	117%	117%	118%	118%

Şirket	Yapı Ve Kredi Bankası
Hisse Kodu	YKBNK - YKBNK T1, YKBNK IS
Vakıf Yatırım Öneri	TUT
Kapanış (TL)	4,26
Hedef Fiyat (TL)	4,53
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	18.518
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	19.676
Yükselme Potansiyeli	6,3%

#### Yapı Kredi Bankası Hakkında

1944 yılında Türkiye'nin perakende bankacılık odaklı ilk ulusal çaplı özel bankası olarak kurulan Yapı Kredi Bankası, 2006 yılında Koçbank ile birleşmiştir. Banka'nın %81,8 oranında paya sahip olan Koç Finansal Hizmetleri, UniCredit ve Koç Grubu'nun eşit oranlı bir ortaklığıdır. Yapı Kredi'nin bankacılık faaliyetleri perakende bankacılık, kurumsal ve ticari bankacılık ile özel bankacılık ve varlık yönetimi altında yürütülmektedir.



#### SWOT Analiz

##### Güçlü Yönler

- Kredi kartında pazar lideri
- Hızlı büyüme dönemi ardından karlılıkta iyileşme

##### Zayıf Yönler

- Zayıf SYR
- Düşük aktif kalitesi
- Tüketici iadelerinin artması ile giderlerde artış

##### Fırsatlar

- Kredi büyümesinin hız kazanması
- Yatırımların artması
- Düzenlemelerin yumuşatılması

##### Tehditler

- Ekonomik konjunktürün bozulması
- Faiz oranlarında sert hareketler
- TL'de değer kaybı
- Jeopolitik risklerin artması

22 Nisan 2016 Cuma

## Değerleme Yöntemi

Türk bankaları için değerlendirme yöntemimiz iki farklı modelden oluşmaktadır.

- 1) Gordon Büyüme modeli:** Her banka için tahminlerimiz üzerinden, sürdürülebilir özkaynak karlılığı, sermaye maliyeti (risksiz faiz oranı, risk primi ve Beta) varsayımlarıyla özsermaye değeri bulunur.
- 2) İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi:** Bu yöntemle geleceğe yönelik varsayım ve stratejileri dikkate alarak dağıtılabilecek potansiyel temettüler üzerinden şirket değerlendirilmesi gerçekleştirilir. Özsermaye maliyeti iskonto oranı olarak dağıtılabilebilir kar tutarına uygulanır ve özsermaye değeri bulunur.

Sermaye Maliyeti Hesaplama	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T +
Risksiz Faiz Oranı	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Risk Primi	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03
Sermaye Maliyeti	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%

## 1) Gordon Büyüme Modeli

Sürdürülebilir Özkaynak Karlılığı (2016-2020 Ort.)	10,5%
Sermaye Maliyeti (2016-2020 Ort.)	15,2%
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	9,8%
Hedef F/DD 2016T	0,13
Hedef Özsermaye Değeri 2016T, Mn TL	15.201

## 2) İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi

Temettü Dağıtım Oranı (2016-2020 Ort.)	14,0%
2016-2020 Çekirdek Temettülerin Şimdiki Değeri, Mn TL	933
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	9,8%
Nihai Değerin Şimdiki Değeri, Mn TL	5.409
Fazla Likiditenin Şimdiki Değeri (5Y Ort.), Mn TL	11.655
Hedef Özsermaye Değeri 2016T, Mn TL	24.150

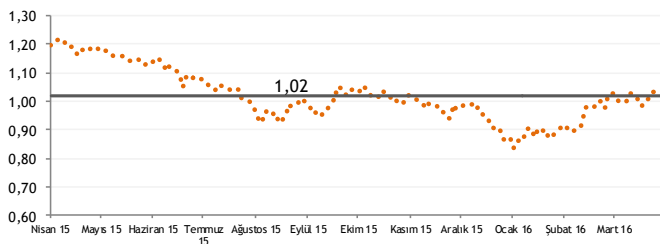
Değerleme Sonucu, Mn TL	Piyasa Değeri	Ağırlık
1) Gordon Büyüme Modeli	15.201	50,00%
2) İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi	24.150	50,00%
Ortalama Tespit Edilen Özsermaye Değeri, 2016T		19.676
Hedef Fiyat, TL		4,53
Yükselme Potansiyeli (%)		6,3%

22 Nisan 2016 Cuma

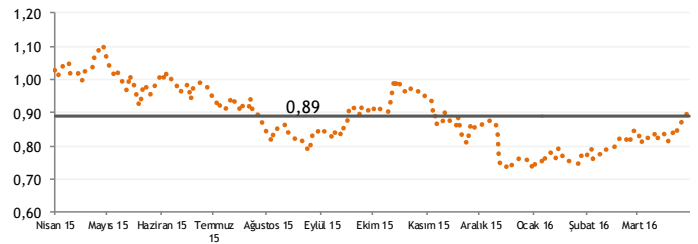
## Ek 1- Benzer banka karşılaştırması

Uluslararası Benzer Banka Çarpanları														
Şirket Adı	Piyasa		F/K				PD/DD				Özkaynak Karlılığı			
	Değeri, \$ m	Özkaynaklar \$ m	12A	2016T	2017T	2018T	12A	2016T	2017T	2018T	12A	2016T	2017T	2018T
GARANTI	13.056,4	10.697,2	10,2	8,7	7,6	6,3	1,2	1,1	0,9	0,8	12,5	13,1	13,6	13,9
AKBANK	12.107,4	9.604,0	10,5	9,1	7,8	6,0	1,2	1,1	1,0	0,9	11,9	13,5	14,3	15,6
IS BANKASI	7.924,3	12.575,8	6,7	6,3	5,4	4,8	0,7	0,6	0,6	0,5	11,0	10,7	11,2	10,8
VAKIFBANK	4.472,7	5.828,8	6,8	6,3	5,5	5,2	0,8	0,7	0,6	0,5	12,6	11,4	11,7	10,8
HALKBANK	4.872,8	6.570,7	5,9	5,3	4,8	4,4	0,7	0,6	0,5	0,5	13,4	12,8	12,8	11,7
YAPI KREDİ	6.586,7	7.633,6	9,9	7,6	6,1	5,0	0,8	0,7	0,6	0,5	8,8	10,4	11,3	10,8
<b>Yurtiçi Banka Ort.</b>			<b>8,3</b>	<b>7,2</b>	<b>6,2</b>	<b>5,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>11,7</b>	<b>12,0</b>	<b>12,5</b>	<b>12,3</b>
ALPHA BANK AE	3.360,4	9.838,4		12,0	5,8	4,6	0,3	0,3	0,3	0,3	2,9	4,8	6,2	
NATL BANK GR-ADR		10.674,8												
PIRAEUS BANK	2.334,9	10.888,3		14,7	6,1	4,0	0,2	0,3	0,2	0,2	1,6	3,8	7,4	
EUROBANK ERGASIA	1.820,2	7.749,6		24,4	5,1	3,9	0,3	0,3	0,3	0,3	1,0	5,0	7,0	
<b>Yunanistan Ort.</b>	<b>2.505,2</b>	<b>9.787,8</b>		<b>17,0</b>	<b>5,7</b>	<b>4,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>4,6</b>	<b>6,9</b>	
KOMERCNI BANKA	8.126,9	4.271,8	17,3	14,9	14,8	14,3	1,9	1,9	1,8	1,8	12,2	12,3	12,6	13,1
OTP BANK PLC	7.482,2	4.241,6	30,1	12,3	10,2	9,0	1,6	1,4	1,3	1,2	5,1	12,8	13,5	14,5
ERSTE GROUP BANK	12.365,3	16.089,6	11,2	10,2	9,1	8,0	0,9	0,9	0,8	0,8	9,3	9,5	9,6	9,4
RAIFFEISEN BANK	4.638,5	9.237,1	10,8	13,2	6,7	5,3	0,5	0,5	0,5	0,4	4,8	4,8	7,6	7,8
KBC GROEP	22.391,8	17.180,2	12,3	10,0	9,7	9,4	1,4	1,3	1,2	1,1	11,5	13,5	12,5	12,1
<b>Diğer Avrupa Ort.</b>	<b>11.001,0</b>	<b>10.204,1</b>	<b>16,3</b>	<b>12,1</b>	<b>10,1</b>	<b>9,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>8,6</b>	<b>10,6</b>	<b>11,2</b>	<b>11,4</b>
PKOBP	8.510,0	7.703,7	12,3	11,4	11,3	9,9	1,1	1,0	0,9	0,9	9,0	9,2	9,8	9,1
PEKAO	11.141,3	5.962,5	18,4	20,3	18,3	16,4	1,8	1,8	1,8	1,7	9,7	9,2	9,7	10,8
ALIOR BANK SA	1.360,8	894,5	16,4	14,4	11,4	9,0	1,5	1,3	1,2	1,1	9,5	9,4	10,9	12,1
MBANK SA	3.571,9	3.124,5	10,4	12,9	12,2	11,1	1,1	1,0	1,0	0,9	11,2	9,0	8,8	8,1
MILLENNIUM	1.703,1	1.640,1	11,7	11,6	10,6	9,4	1,0	0,9	0,9	0,8	9,0	9,3	9,2	9,2
HANDLOWY	2.797,5	1.743,8	16,9	18,5	16,1	14,6	1,5	1,5	1,5	1,5	8,8	8,4	9,0	10,4
<b>Polonya Ort.</b>	<b>4.847,4</b>	<b>3.511,5</b>	<b>14,4</b>	<b>14,8</b>	<b>13,3</b>	<b>11,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>9,5</b>	<b>9,1</b>	<b>9,6</b>	<b>9,9</b>
SBERBANK PJSC	40.788,4	32.567,7	11,9				1,1				10,2			
VTB BANK PJSC	14.515,6	19.939,7	195,1				0,7				0,1			
BANK VOZROZHDENI	162,1	304,6					0,5							
<b>Rusya Ort.</b>	<b>18.488,7</b>	<b>17.604,0</b>	<b>103,5</b>				<b>0,8</b>				<b>5,2</b>			
TCS GROUP HOLDIN	638,3	314,7	20,4				2,0				8,4			
KAZKOMMERTSBANK	466,2	2.281,4	3,0				0,4				5,9			
HALYK SAVINGS BK	1.107,5	1.555,9	3,1				0,7				24,8			
<b>Kazakistan Ort.</b>	<b>786,9</b>	<b>1.918,6</b>	<b>3,1</b>				<b>0,6</b>				<b>15,4</b>			
FIRSTSTRAND LTD	19.022,7	8.114,6	12,5	11,9	11,0	10,1	2,8	2,7	2,4	2,2	25,2	23,4	22,7	22,2
NEDBANK GROUP	6.570,6	5.085,0	8,2	8,6	7,5	6,9	1,2	1,1	1,0	1,0	15,1	14,2	15,0	15,0
STANDARD BANK GR	14.902,6	11.552,3	9,4	9,0	8,3	7,5	1,4	1,3	1,2	1,1	16,5	14,9	15,0	15,3
CAPITEC BANK HOL	5.005,1	863,6	22,1	24,0	19,2	16,5	5,3	5,3	4,5	3,8	25,9	26,0	26,0	26,0
BARCLAYS AFRICA	8.950,4	6.369,7	8,9	8,5	7,8	7,3	1,4	1,3	1,2	1,1	16,7	16,3	16,4	16,4
<b>Güney Afrika Ort.</b>	<b>10.890,3</b>	<b>6.397,1</b>	<b>12,2</b>	<b>12,4</b>	<b>10,8</b>	<b>9,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>19,9</b>	<b>17,2</b>	<b>19,0</b>	<b>19,0</b>
FIRST GULF BANK	15.867,1	9.884,8	9,7	10,5	10,4	9,5	1,8	1,6	1,5	1,5	19,1	15,5	14,8	15,2
COMMERCIAL BANK	3.449,1	4.754,4	10,1	8,3	8,0	6,8	0,9	0,6	0,6	0,6	8,8	7,6	7,7	8,7
QATAR NATIONAL B	32.492,1	17.042,1	10,3	9,8	9,1	8,5	2,0	1,7	1,5	1,4	19,1	19,2	18,1	17,5
COMMERCIAL INTL	5.486,9	2.119,7	10,4	8,6	7,1	6,0	2,9	2,4	2,1	1,8	30,2	31,7	30,9	30,3
SAMBA	11.039,7	10.753,2	7,9	9,0	9,6	7,0	1,0	1,0	0,9	0,9	13,2	11,3	10,8	11,7
<b>Orta Doğu Ort.</b>	<b>13.667,0</b>	<b>8.910,8</b>	<b>9,7</b>	<b>9,2</b>	<b>8,8</b>	<b>7,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>18,1</b>	<b>17,1</b>	<b>16,5</b>	<b>16,7</b>
BRDESCO SA	42.410,2	22.546,4	9,1				1,8				20,2			
ITALI UNIBAN-PREF	51.320,4	28.797,0	7,7				1,7				24,3			
<b>Brezilya Ort.</b>	<b>46.865,3</b>	<b>25.671,7</b>	<b>8,4</b>				<b>1,7</b>				<b>22,3</b>			
UNICREDIT SPA	23.363,1	58.117,4	9,3	9,4	6,3	5,0	0,4	0,4	0,4	0,4	3,5	4,5	6,1	7,4
INTESA SANPAOLO	46.870,3	52.801,2	14,7	12,0	10,2	9,0	0,9	0,9	0,9	0,8	5,9	7,4	8,6	9,5
BBVA	45.902,3	60.241,1	10,7	10,3	8,5	7,7	0,9	0,8	0,8	0,7	5,5	8,1	9,2	9,6
BANCO SANTANDER	70.677,0	107.305,0	10,5	10,0	8,8	7,8	0,7	0,7	0,6	0,6	7,1	6,9	7,5	8,2
SOC GENERALE SA	32.193,8	68.102,7	7,4	9,0	8,0	7,6	0,5	0,6	0,5	0,5	6,2	6,4	6,8	6,4
HSBC HLDS PLC	132.768,4	197.518,0	10,2	11,8	10,3	9,2	0,7	0,7	0,7	0,7	6,6	6,4	6,8	7,2
STANDARD CHARTER	26.366,8	48.512,0	234,4	13,0	8,3		0,5	0,6	0,6	0,5	0,6	4,1	6,6	
<b>Avrupa Ort.</b>	<b>54.020,2</b>	<b>84.656,8</b>	<b>10,4</b>	<b>42,4</b>	<b>9,3</b>	<b>7,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>
IND E COMM BK-A	227.334,7	277.536,6	5,5	5,5	5,4	5,2	0,9	0,8	0,7	0,7	17,1	14,6	13,5	12,4
ABC-H	153.924,0	186.803,1	4,2	5,7	5,4	5,4	0,7	0,6	0,5	0,5	17,0	14,0	12,9	12,0
<b>Çin Ort.</b>	<b>190.629,4</b>	<b>232.169,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>17,1</b>	<b>14,3</b>	<b>13,2</b>	<b>12,2</b>
<b>Yurtdışı Benzer Şirket Ort.</b>			<b>16,7</b>	<b>18,7</b>	<b>9,7</b>	<b>8,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>12,6</b>	<b>10,5</b>	<b>11,5</b>	<b>12,0</b>
<b>Ortalama</b>			<b>15,5</b>	<b>16,9</b>	<b>9,2</b>	<b>8,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>12,5</b>	<b>10,7</b>	<b>11,7</b>	<b>12,0</b>
<b>Medyan</b>			<b>10,4</b>	<b>10,2</b>	<b>8,5</b>	<b>7,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>11,1</b>	<b>9,9</b>	<b>10,9</b>	<b>10,8</b>
<b>Max</b>			<b>195,1</b>	<b>234,4</b>	<b>19,2</b>	<b>16,5</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>	<b>30,2</b>	<b>31,7</b>	<b>30,9</b>	<b>30,3</b>
<b>Min</b>			<b>3,0</b>	<b>5,3</b>	<b>4,8</b>	<b>3,9</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>3,8</b>	<b>6,2</b>

..... İleriye Dönük F/DD- MSCI GOP Banka      — 1 Yıllık Ort.



..... İleriye Dönük F/DD- XBANK      — 1 Yıllık Ort.



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Bloomberg

## Ek 2 - Analimize Baz Teşkil Eden Makroekonomik Tahminler

2015 yılında %3,5 olarak gerçekleşen GSYH büyümesinin 2016 yılında iç tüketim destekli olarak %4,0 olarak gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Ayrıca 2015'te %8,8 olan enflasyonun %7,5 seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Değerleme sürecine kullandığımız kur büyüme ve enflasyon tahminleri aşağıdaki gibidir.

### Makroekonomik Beklentiler

	2014	2015	2016T	2017T	2018T
GSYH Büyümesi	3,0%	4,0%	4,0%	4,5%	5,0%
TÜFE- Yıllık %	8,2%	8,8%	7,5%	6,5%	6,0%
USD/TRL	2,33	2,92	3,07	3,20	3,33
EUR/TRL	2,91	3,00	3,20	3,28	3,39
Gösterge Faiz (%)	8,0%	10,9%	9,2%	8,5%	8,1%

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar, TÜİK, TCMB

## Ek 3 - Analimize Baz Teşkil Eden Makroekonomik Tahminler

### Mevduat Bankaları için Sektör Büyüme Tahminlerimiz

#### Bankacılık Sektörü Tahminleri (Mevduat Bankaları)

	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Krediler	19,1%	19,7%	13,1%	13,0%	12,7%
TL	18,4%	15,7%	13,8%	13,9%	13,4%
YP	20,7%	29,8%	11,6%	11,0%	11,1%
Mevduat	11,6%	18,6%	13,1%	13,3%	12,9%
TL	11,7%	8,4%	14,3%	15,0%	14,2%
YP	11,6%	36,0%	11,3%	11,0%	11,1%
Kredi-Mevduat Oranı	113,3%	114,3%	114,4%	114,1%	113,9%
TL	128,6%	137,3%	136,6%	135,3%	134,4%
YP	87,2%	83,2%	83,4%	83,4%	83,4%

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, BDDK

## Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi

### Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için "Gelecek 12 aya yönelik" ve "Kısa Vadeli Öneri" olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlaması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" kadar (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrışacağı düşünülüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- **Endeksin Üzerinde Getiri (EAG):** Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılacak diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

### Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **İYİMSER** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **KÖTÜMSER** - 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlama ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

## Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması maksadıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

## Yasal Çekince Bildirimi

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.