

31 Temmuz 2018 Salı

Sektör	Sektör Görüşü	Rapor Türü	İlgili Hisseler
Bankacılık	Nötr	Güncelleme Raporu	AKBNK, GARAN, HALKB, ISCTR, YKBNK, ALBRK, TSKB

Bankacılık sektörüne ilişkin beklentilerimizi gözden geçirirken makroekonomik tahminlerimizdeki güncellemeler ve değerlemede kullandığımız parametrelerde yaptığımız değişiklikler sonrasında bankalar için değerlendirme modellerimizi de güncelledik. Özellikle ülke notunun düşürülmesinin ardından TL'nin hızla değer kaybetmesi, faiz oranlarındaki hızlı artış göz önünde bulundurarak değerlendirme modellerinde kullandığımız sermaye maliyetinde ortalama 370 bp puan artış gerçekleşti. Buna göre izleme listemizde bulunan banka hisselerinde **hedef fiyatlarımızı ortalama %22 aşağı yönlü revize ediyoruz**. Vade uyumsuzluğu nedeniyle 3Ç'de bankaların net faiz marjlarında gerileme beklentimizle birlikte, 2Ç'den itibaren kötüleşmeye başlayacak aktif kalitesindeki seyrin yakından izleneceğini düşünüyoruz. Bu gelişmelerin sektör üzerinde bir miktar fiyatlandığını düşünmekle birlikte, kısa vadede katalizör olmaması nedeniyle **sektör için Nötr görüşümüzü koruyoruz**.

Son aylarda bankacılık sektörü hisselerinde yaşanan sert düşüşlerin ardından bankaların çarpanları oldukça cazip seviyelere gerilediğini görüyoruz. Uzun vadede cazip çarpanlara sahip olmaları nedeniyle **Akbank (AKBNK)**, **Garanti Bankası (GARAN)** ve **Yapı Kredi Bankası (YKBNK)** için uzun vadeli önerilerimizi **"AL"** a yükseltirken, **İş Bankası (ISCTR)**, **Halk Bankası (HALKB)** ve **T.S.K.B. (TSKB)** için ise mevcut **"AL"** önerilerimizi devam ettiriyoruz. **AKBNK, GARAN, ISCTR** için kısa vadeli önerilerimizi **"Endeks Üzeri Getiri"**den **"Endeks Paralel Getiri"**ye çekerken, kısa vadede olumlu ayrışma gösterebilecek katalizörlere sahip olan **TSKB** ve **YKBNK** için **"Endeks Üzeri Getiri"** önerisi veriyoruz. Aktif kalitesindeki bozulma ve çekirdek sermaye yeterlilik oranındaki gerileme nedeniyle **ALBRK** en az beğendiğimiz banka.

Kredi büyümesinde normalleşme dönemi - Haziran sonu itibarıyla hem tüketici ve ticari tarafın zayıf olması sonucunda, kurdan etkisinden arındırılmış 2017 sonundaki %16,6 seviyesinden %13,9 düzeyine gerilemiştir. Önümüzdeki dönemde bankacılık sektöründe kredi büyümesinde normalleşme sürecinin başlamasını bekliyoruz.

Aktif kalitesinde bozulma bekliyoruz - Önümüzdeki yıllarda hem intikallerde normalleşme hem de kredi büyüme hızının azalması sonucunda bankaların aktif kalitesinde bozulma bekliyoruz. Bankaların 2018 yılında TKO'larında ortalama 68 bp artış tahmin ediyoruz.

Vade uyumsuzluğu bankaları olumsuz etkileyecek - Merkez Bankası'nın faiz artırımının ardından mevduat maliyetlerindeki hızlı artış dikkat çekerken, bankaların sahip olduğu vade uyumsuzluğu nedeniyle 3Ç'den itibaren bankacılık sektörünün karlılığında bir miktar gerileme görülecektir. Buna göre, 2018 ilk çeyrek itibarıyla, mevduat bankaları arasında en yüksek vade uyumsuzluğuna sahip olan İş Bankası ve Yapı Kredi Bankası'nın net faiz gelirlerinde düşüş nedeniyle karlılıkları en olumsuz etkilenecek bankalar olduğunu düşünüyoruz.

Yakın İzlemedeki Kredilerde önemli oranda artış - 2018 ilk çeyrekte bankaların TFRS 9 standardına geçişi (standart kredilerin içindeki yapılandırılmış kredilerin yakın izlemedeki kredilere taşınması) ve ayrıca büyük kurumlardan yapılandırma talepleri neticesinde, hem karşılık oranları artmış olup, hem de toplam krediler içindeki yakın izlemedeki krediler oranının artmasına neden olmuştur. İzleme listemizde bulunan bankaların yakın izlemedeki kredilerinin, toplam kredilere oranı 2017 yılındaki %4,7'den %8,7 seviyesine çıktığı görülmektedir. Her ne kadar grup 2 kredi oranlarının artması olumsuz algı oluştursa da, banka bazında risk yönetiminin ve ihtiyatlılık derecesinin farklı olduğu için bu artışı banka bazında detaylı olarak değerlendirilmesi gerekmektedir.

Bankaların değerlendirme çarpanları tarihi düşük seviyelerde... 30 Temmuz itibarıyla BIST'de işlem gören bankaların ileriye dönük F/DD çarpanları 0,52x ile 2006 yılından bu yana en düşük seviyelere gerilerken gelişmekte olan ülke bankaları ile kıyaslandığında Türk bankalarının benzerlerinden olumsuz ayrıştığı görülmektedir. Buna göre, Türk bankaları gelişmekte olan ülke bankaları ile kıyaslandığında, mevcut 3,83x ile ileriye dönük F/K'ya göre %51,9 iskontolu, 0,52x ile ileriye dönük F/DD'ye göre ise %53,3 iskontolu işlem gördüğünü hesaplıyoruz.

Hisse	Banka	Piyasa Değeri (mn TL)	Kapanış	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli	Öneri / Uzun Vade	Öneri / Kısa Vade	F/DD (x)	2018T	2019T	2020T
AKBNK	Akbank	28.680	7,17 TL	8,52 TL	18,8%	AL	EPG	0,6	0,6	0,5	
ALBRK	Albaraka Türk Katılım Bankası	1.170	1,30 TL	1,49 TL	14,6%	TUT	EPG	0,4	0,3	0,3	
GARAN	Garanti Bankası	29.652	7,06 TL	9,30 TL	31,7%	AL	EPG	0,6	0,5	0,5	
HALKB	Halk Bankası	8.613	6,89 TL	9,70 TL	40,8%	AL	EPG	0,3	0,3	0,2	
ISCTR	İş Bankası (C)	22.275	4,95 TL	6,78 TL	37,0%	AL	EPG	0,5	0,4	0,4	
TSKB	T.S.K.B.	2.408	0,86 TL	1,30 TL	51,2%	AL	EÜG	0,6	0,5	0,4	
YKBNK	Yapı Ve Kredi Bankası	17.739	2,10 TL	2,51 TL	19,5%	AL	EÜG	0,5	0,4	0,4	

Analist: Tuğba SAYGIN
İletişim: 0212 403 41 31
tuqba.saygin@vakifyatirim.com.tr

İçindekiler

Banka Önerilerimizdeki Değişiklikler	3
Makroekonomik Beklentilerimiz	8
Bankacılık Sektörü Beklentilerimiz	12
Akbank - Verimlilik artış stratejisi avantaj sağlayacak.....	27
Garanti Bankası - Karlılık oranlarını koruyacak.....	29
Halkbank - Faiz duyarlılığı en yüksek banka.....	31
İş Bankası - TKO yükselmeye başlayacak... ..	33
YKB - SYR'ye ilişkin riskler ortadan kalktı... ..	35
Albaraka Türk - Sermaye Yeterliliği kritik.....	39
TSKB - Likidite fazlası avantaj getirecek... ..	41

Banka Önerilerimizdeki Değişiklikler

- 2017 yılı Aralık ayında yayınlanan raporumuzdan bu yana ülke notumuzun düşürülmesi ile beraber ülke risk priminin yükselişi bankaların yurt dışı fonlama maliyetlerine olumsuz yansıdı. Yurtdışında ticaret savaşlarına yönelik endişeler artarken yurtdışında Cumhurbaşkanlığı seçimi öncesinde siyasi belirsizlik, kurlarda yaşanan aşırı oynaklık, enflasyon, bütçe ve cari açık tarafında gelen olumsuz veriler de yurt içinde faizleri yukarı yönlü etkiledi. Böylece son raporumuza göre, özellikle risksiz faiz oranındaki yükseliş sonucunda bankaların sermaye maliyetleri ortalama olarak 3,7 puan artış göstermiş oldu. 2018 yılının ilk çeyreği itibarıyla TFRS 9 standardına geçiş bankaların karşılıklara yönelik muhasebeleştirme yöntemine yönelik önemli değişiklikler getirmiştir. Bunun yanı sıra yapılandırma taleplerinin de artması ile bankaların risk maliyetlerinde önemli artışlar yaşanmıştır. Ancak beklentinin üzerinde çekirdek gelir artışı ve bankaların karşılık iptali ile gelir yazması net kardaki düşüşü sınırlamıştır. Bu gelişmeler sonucunda 2018 yılı net kar tahminlerimizde %1,5 oranında yukarı yönlü revizyon yaparken, 2019 yılı için net kar tahminlerimizi yaklaşık %1 aşağı yönlü revize ettik.

Tablo 1: Değerlemeye İlişkin Güncellemeler

	AKBNK	ALBRK	GARAN	HALKB	ISCTR	TSKB	YKBNK
Sermaye Maliyeti							
Önceki	16,9%	14,4%	16,8%	17,9%	16,7%	16,2%	16,7%
Revize	20,3%	18,4%	20,4%	22,0%	20,1%	20,5%	19,9%
Uzun Vadeli Büyüme Oranı							
Önceki	10,5%	11,4%	9,4%	9,7%	9,2%	11,1%	9,8%
Revize	9,0%	8,3%	9,0%	9,4%	8,9%	9,9%	8,0%
Özkaynak Karlılık Oranı*							
Önceki	17,7%	13,1%	18,4%	17,0%	18,5%	18,1%	16,1%
Revize	18,4%	12,9%	18,9%	16,2%	15,2%	19,2%	15,0%
VKY Hedef Fiyat, TL							
Önceki	10,42	1,36	11,40	15,20	8,70	1,62	2,37
Revize	8,52	1,49	9,30	9,70	6,78	1,30	2,51
2018T Net Kar, mn TL							
Önceki	6.562	221	6.863	4.239	5.549	673	3.954
Revize	6.436	281	7.283	3.617	5.759	764	4.487
2019T Net Kar, mn TL							
Önceki	7.306	302	7.789	4.660	6.234	729	4.514
Revize	7.372	381	8.170	4.027	6.167	845	4.540
Öneri / Uzun Vade							
Önceki	TUT	TUT	TUT	AL	AL	AL	TUT
Revize	AL	TUT	AL	AL	AL	AL	AL
Öneri / Kısa Vade**							
Önceki	EÜG	EPG	EÜG	EPG	EÜG	EÜG	EPG
Revize	EPG	EPG	EPG	EPG	EPG	EÜG	EÜG

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji

**Değerlemeye baz alınan düzeltilmiş özkaynak karlılık oranını ifade etmektedir.

**Kısaltmalar: EÜG: Endeks Üzeri Getiri, EPG: Endekse Paralel Getiri, EAG: Endeks Altı Getiri

31 Temmuz 2018 Salı

Tablo 2: Banka Bazında Değerleme Detayları

Değerleme Özeti	AKBNK	ALBRK	GARAN	HALKB	ISCTR	TSKB	YKBNK
Değerleme Yöntemi- Gordon Büyüme Modeli							
Sermaye Maliyeti Hesaplama							
Risksiz Faiz Oranı	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1,2	0,8	1,2	1,5	1,1	1,2	1,1
Sermaye Maliyeti	20,3%	18,4%	20,4%	22,0%	20,1%	20,5%	19,9%
Düzeltilmiş Özkaynak Karlılık Oranı*	18,4%	12,9%	18,9%	16,2%	15,2%	19,2%	15,0%
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	9,0%	8,3%	9,0%	9,4%	8,9%	9,9%	8,0%
Zımnı PD/DD (x)	0,83	0,45	0,87	0,37	0,57	0,88	0,59
VKY Hedef Değer, Mn TL	34.049	1.337	38.699	12.192	30.493	3.633	21.171
VKY Hedef Fiyat, TL	8,52	1,49	9,30	9,70	6,78	1,30	2,51
Hisse Fiyatı, TL	7,17	1,30	7,06	6,89	4,95	0,86	2,10
Yükselme Potansiyeli %	18,8%	14,6%	31,7%	40,8%	37,0%	51,2%	19,5%
VKY Öneri / Uzun Vade	AL	TUT	AL	AL	AL	AL	AL
VKY Öneri / Kısa Vade**	EPG	EPG	EPG	EPG	EPG	EÜG	EÜG
(Bloomberg) Konsensus Hedef Fiyat, TL	9,36	1,42	10,14	9,65	7,20	1,33	2,82
Özet Finansallar							
Net Kar							
2018T	6.436	281	7.283	3.617	5.759	764	4.487
2019T	7.372	381	8.170	4.027	6.167	845	4.540
2020T	8.417	405	9.135	4.465	6.708	928	5.652
Net Kar (Bloomberg Konsensus)							
2018T	6.497	296	7.307	3.551	6.128	676	4.230
2019T	7.489	370	8.226	4.128	6.904	771	4.895
2020T	8.872	415	9.684	4.526	7.853	854	5.918
Özkaynak Karlılığı							
2018T	15,1%	9,7%	16,4%	13,3%	12,6%	19,8%	13,0%
2019T	15,4%	11,0%	16,1%	13,1%	12,0%	18,7%	11,0%
2020T	15,6%	10,7%	16,1%	12,9%	11,9%	17,7%	12,3%
Piyasa Çarpanları							
F/K							
2018T	4,4	4,3	4,0	2,4	3,9	3,2	4,0
2019T	3,8	3,1	3,6	2,1	3,6	2,9	3,9
2020T	3,3	3,0	3,2	1,9	3,4	2,6	3,2
F/DD							
2018T	0,6	0,4	0,6	0,3	0,5	0,6	0,5
2019T	0,6	0,3	0,5	0,3	0,4	0,5	0,4
2020T	0,5	0,3	0,5	0,2	0,4	0,4	0,4

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Bloomberg

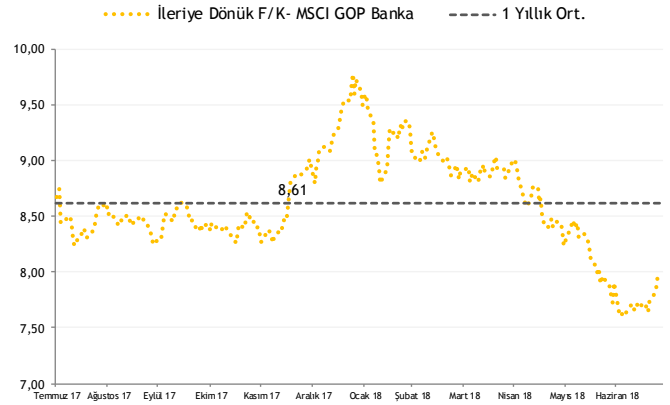
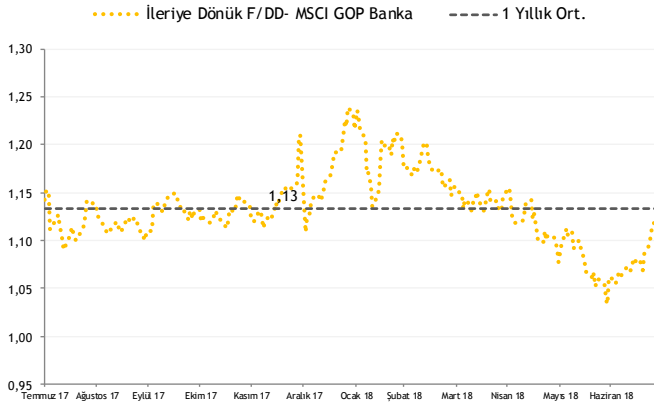
* İştirakler, Maddi Olmayan Duran Varlıklar, Değerlemeler ve bunlarla ilgili gelir/giderler hariç tutulmuştur.

**Kısaltmalar: EÜG: Endeks Üzeri Getiri, EPG: Endekse Paralel Getiri, EAG: Endeks Altı Getiri

31 Temmuz 2018 Salı

Grafik 1: İleriye Dönük F/DD - MSCI G.O.P. Banka

Grafik 2: İleriye Dönük F/K - MSCI G.O.P. Banka



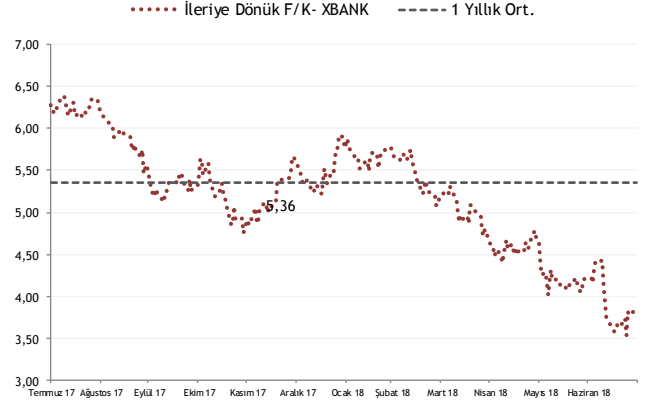
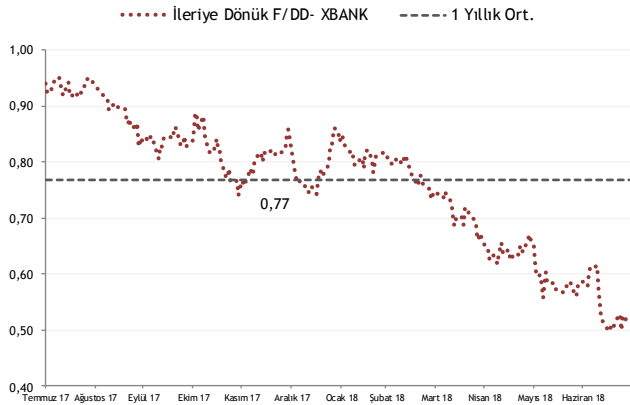
Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Bloomberg

**Bankaların
değerleme
çarpanları tarihi
düşük seviyelerde...**

- 30 Temmuz itibarıyla BIST'de işlem gören bankaların ileriye dönük F/DD çarpanları 0,52x ile 2006 yılından bu yana en düşük seviyelere gerilerken gelişmekte olan ülke bankaları ile kıyaslandığında Türk bankalarının benzerlerinden olumsuz ayrıştığı görülmektedir. Buna göre, Türk bankaları gelişmekte olan ülke bankaları ile kıyaslandığında, mevcut 3,83x ile ileriye dönük F/K'ya göre %51,9 iskontolu, 0,52x ile ileriye dönük F/DD'ye göre ise %53,3 iskontolu işlem gördüğünü hesaplıyoruz.

Grafik 3: İleriye Dönük F/DD - XBANK

Grafik 4: İleriye Dönük F/K - XBANK

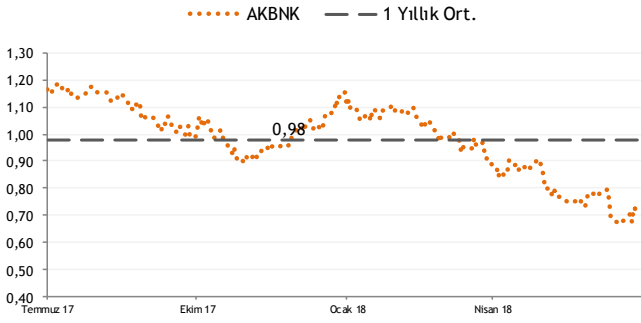


Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Bloomberg

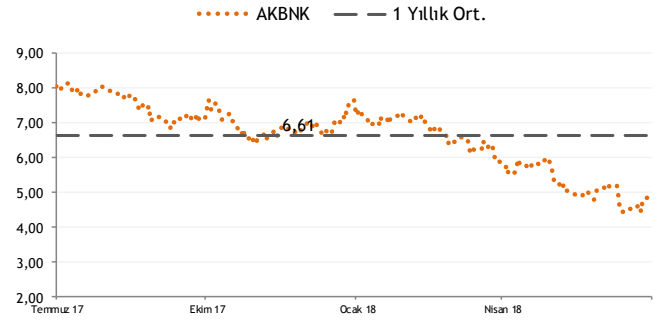
- 30 Temmuz itibarıyla bankacılık endeksinin F/DD çarpanı son 1 yıllık ortalamasına göre %31,8 oranında iskontolu işlem görmektedir. Bankacılık sektörü F/K çarpanı ise son 1 yıllık ortalamasına göre %28,5 iskontolu konumdadır.
- **En çok iskonto Halk Bankası'nda** - İleriye dönük F/DD ve F/D çarpanlarına göre, bankalar arasında; en çok iskontolu banka %30,9 (F/DD) ve %33,7 (F/K) ile Halk Bankası olurken, en az iskontolu işlem gören banka ise %23,5 (F/DD) ve %24,2 (F/K) ile Albaraka Türk Katılım Bankası olmuştur. Bunu %24,2 ve %25,3 ile Yapı Kredi Bankası takip etmiştir.

31 Temmuz 2018 Salı

Grafik 5: İleriye Dönük F/DD - Akbank

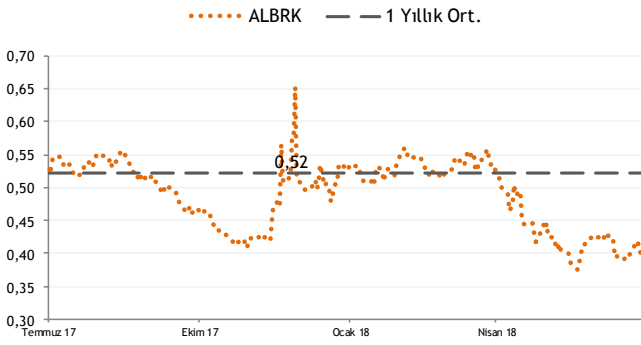


Grafik 6: İleriye Dönük F/K - Akbank

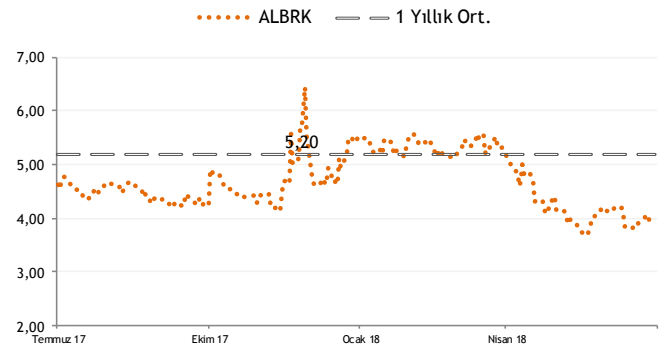


Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Bloomberg

Grafik 7: İleriye Dönük F/DD - Albaraka Türk

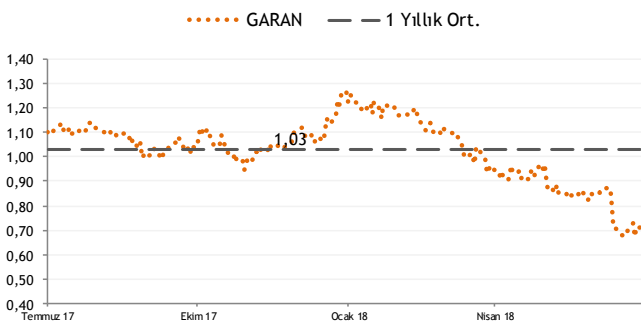


Grafik 8: İleriye Dönük F/K - Albaraka Türk

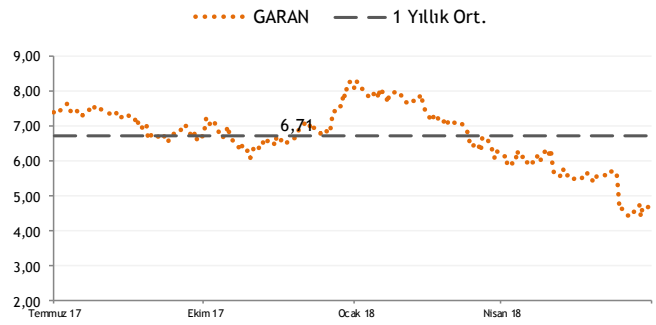


Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Bloomberg

Grafik 9: İleriye Dönük F/DD - Garanti Bankası



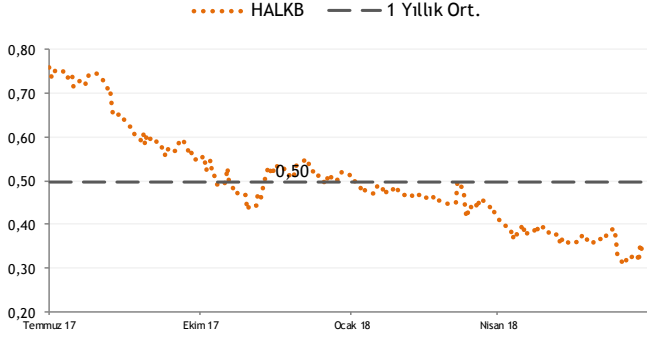
Grafik 10: İleriye Dönük F/K - Garanti Bankası



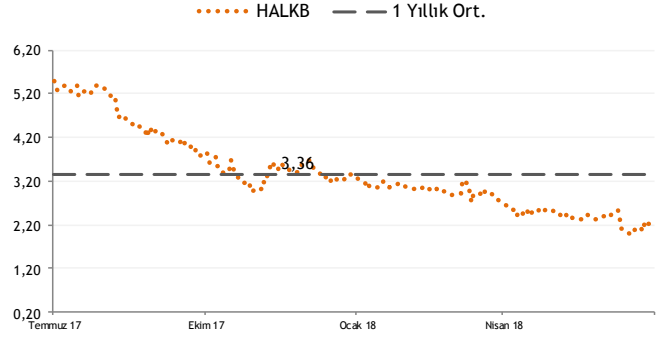
Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Bloomberg

31 Temmuz 2018 Salı

Grafik 11: İleriye Dönük F/DD - Halk Bankası

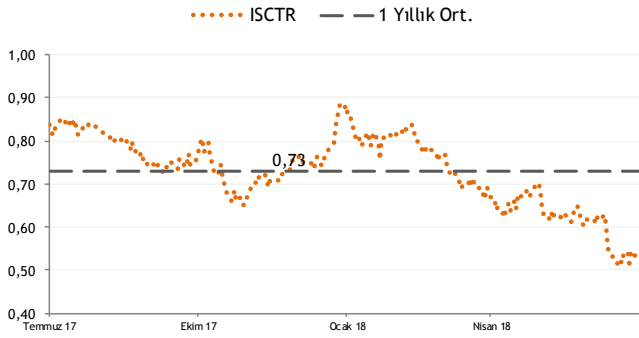


Grafik 12: İleriye Dönük F/K - Halk Bankası

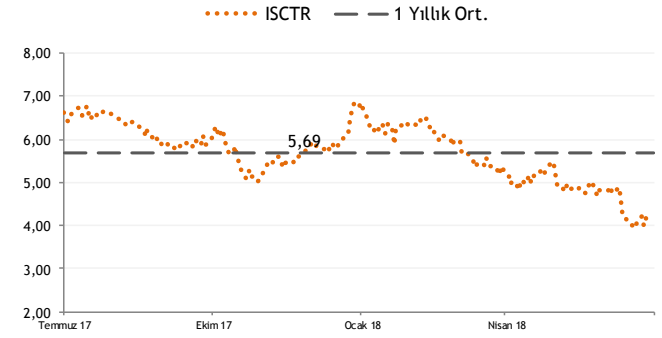


Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Bloomberg

Grafik 13: İleriye Dönük F/DD - İş Bankası

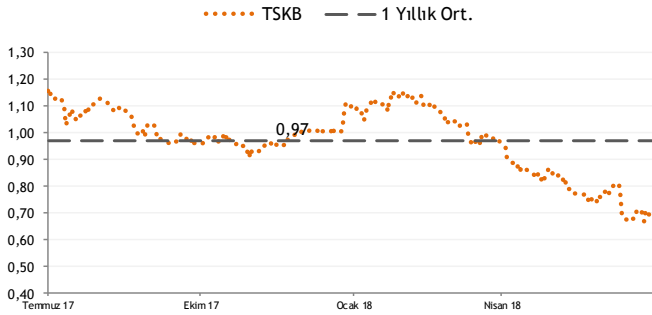


Grafik 14: İleriye Dönük F/K - İş Bankası

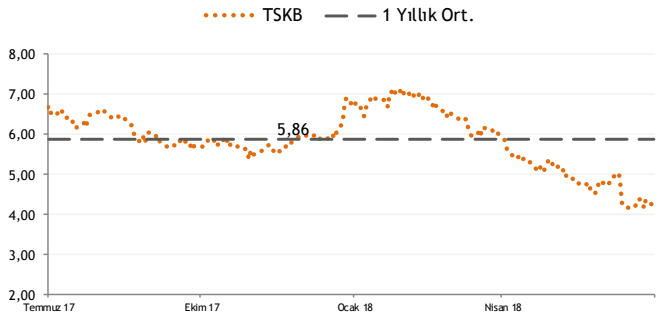


Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Bloomberg

Grafik 15: İleriye Dönük F/DD - TSKB



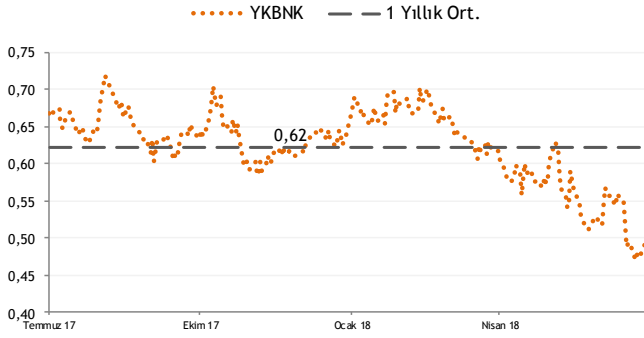
Grafik 16: İleriye Dönük F/K - TSKB



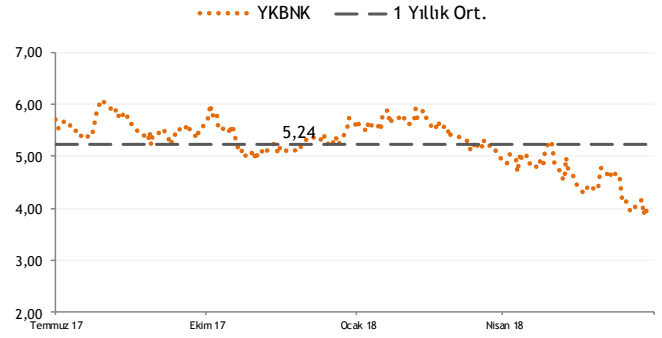
Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Bloomberg

31 Temmuz 2018 Salı

Grafik 17: İleriye Dönük F/DD - Yapı Kredi Bankası



Grafik 18: İleriye Dönük F/K - Yapı Kredi Bankası



Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Bloomberg

Makroekonomik Beklentilerimiz

- 2017 yılında %7,4 olarak gerçekleşen ve 2018 yılının ilk çeyreğinde de %7,4 ile güçlü seyrini koruyan GSYH büyümesinin 2018 yılında özellikle ikinci yarıdan itibaren ekonomideki soğumanın başlaması ile yıllık %4,0 düzeyinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Mevcut OVP'de GSYH +%5,5 olarak öngörülse de Eylül ayından önce OVP'de güncelleme beklenmekte. Ayrıca, 2017'de %11,9 olan tüketici enflasyonunun 2018'de %14,0 seviyesine yükselmesini bekliyoruz.
- Bankaların değerlendirme modelleri için kullandığımız döviz kuru, büyüme ve tüketici enflasyonu tahminlerimiz aşağıdaki gibidir.

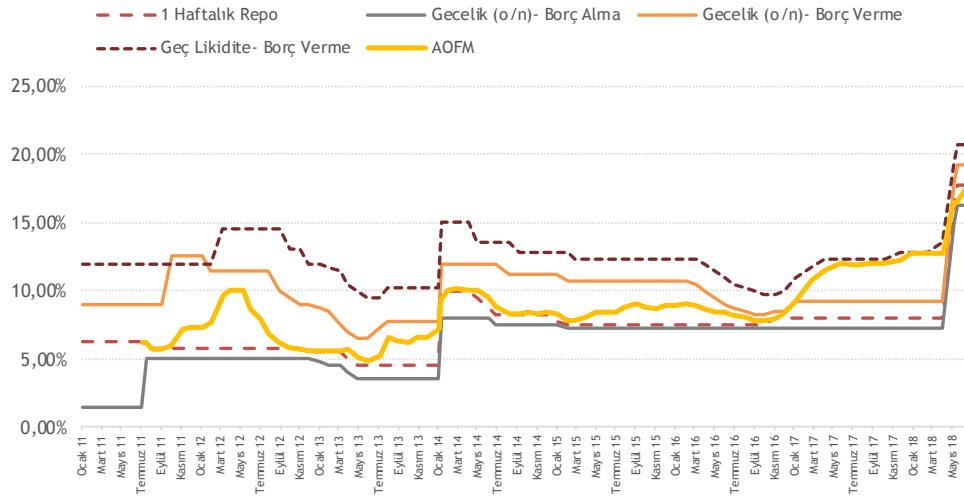
Tablo 3: Makroekonomik Beklentiler

	2016	2017	2018T	2019T	2020T
GSYH Büyümesi	3,20%	7,40%	4,00%	4,50%	5,00%
TÜFE- Yıllık %	8,53%	11,93%	14,05%	10,00%	9,50%
USD/TRL	3,52	3,77	4,80	5,30	5,58

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, TÜİK, TCMB

TCMB Para Politikası: Sıkı duruş sürdürülecek ...

- **Para politikasında sadeleşme süreci tamamlandı** - Geçtiğimiz yıl politika faizi ve faiz koridorundan değişime gitmeyen Merkez Bankası, Geç Likidite Penceresi (GLP) çerçevesinde borç verme faiz oranını 2016 sonundan 25 Nisan 2018'e kadar kademeli artırarak %13,50'ye çıkardı. Enflasyonda görünümdeki bozulmanın devam etmesi ve TL'de değer kaybının hızlanmasının ardından Merkez Bankası, 23 Mayıs'ta gerçekleştirdiği olağanüstü toplantı ile GLP faiz oranını %16,50'ye yükseltti. Ancak Merkez Bankası 28 Mayıs'ta TCMB para politikasında sadeleşme sürecinin tamamlandığını ve bir hafta vadeli repo ihale faizi olan politika faizine geri döndüğünü açıkladı. Böylece, politika faizi %8,0'den %16,50 çıkarken, gecelik vadede borçlanma ve borç verme oranları bir hafta vadeli repo ihale faiz oranına kıyasla -/+ 150 baz puanlık bir marj ile belirleneceği açıklandı. Yeni dönemin bu ilk adımının ardından TCMB 07 Haziran toplantısında da bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını 125 bp artışla %17,75 düzeyine yükseltti. TCMB 24 Temmuz toplantısında ise politika faizini %17,75'de sabit bıraktı.
- **Para politikasında değişiklik beklemiyoruz** - Kısa vadede Merkez Bankası'nın politika faizi ve faiz koridorunda değişiklik yapmasını beklememekle birlikte, sözlü müdahale ve diğer enstrümanların yardımı ile TL'deki değer kaybını yöneteceğini düşünüyoruz.
- **AOFM %17,75'e çıktı** - TCMB verilerine göre, 13 Temmuz itibarıyla bankaların Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti (AOFM) %17,75'e ulaşmış olup, bu da yılbaşından bu yana 500 bp artışa işaret etmektedir.

Grafik 19: TCMB Faiz oranları

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, TCMB, Bloomberg

■ Bununla birlikte Merkez Bankası TL'deki istikrarı sağlamak için son dönemde bazı adımlar attı. Alınan önlemler kısaca şunlardır;

- **ROM üst sınır düşürüldü** - Rezerv opsiyonu mekanizması kapsamında döviz imkân oranı üst sınırı %55'ten %45'e düşürüldü. Söz konusu değişiklik ile yaklaşık 6,4 mlr TL likiditenin piyasadan çekileceği, yaklaşık 2,2 mlr \$ tutarında dövizin bankaların kullanımına geçeceği belirtildi.
- **Döviz depo ihalesi tutarı yükseltildi** - TCMB, döviz likiditesini artırmak adına döviz depo ihalesi tutarını 1,25 mlr \$'dan 1,50 mlr \$'a yükseltti. İhaleler yoluyla oluşacak vadeli döviz satım pozisyon tutarının mevcut 5,3 mlr \$'dan 7,1 mlr \$'a ulaşabileceği belirtildi.
- **Sözlü müdahale** - TCMB 16 Mayıs'ta yaptığı açıklamada, piyasalarda gözlenen sağlıksız fiyat oluşumlarının yakından takip edildiğini ve gelişmelerin enflasyon görünümü üzerindeki etkilerinin de dikkate alınarak gerekli adımların atılacağını ifade etti.
- **Döviz ihalesi takvimi güncellendi** - TCMB, TL uzlaşmalı döviz ihalesi takvimini güncelledi. İlgili dönemde ihaleler yoluyla oluşacak vadeli döviz satım pozisyon tutarının 6,15 mlr \$'dan 8 mlr \$'a ulaşabileceği belirtildi. 2018 yılı boyunca vadeli döviz satım pozisyon tutarının ulaşabileceği üst sınır 10 mlr \$ olarak belirlendi.
- **Reeskont kredilerinde kur sabitlendi** - İhracat ve Döviz Kazandırıcı Hizmetler Reeskont Kredilerinde kredinin vadesinde ödenmesi halinde, ABD doları için 4,2000, Euro için 4,9000, İngiliz Sterlini için 5,6000 kuru kullanılarak TL olarak yapılabilmesine olanak tanınması ve kredi kullandırım tarihindeki işlem kurunun, sabitleme kurundan yüksek olması durumunda, kredi geri ödemesinde kredi kullandırım tarihindeki işlem kurunun esas alınmasına karar verildi.

■ **TCMB politikalarının bankalara etkisi** - TCMB tarafından alınan önlemlerin, aktif-pasif yönetiminden dolayı, bankaların finansallarını orta ve uzun vadede önemli derecede etkilemesini beklememekle beraber, \$/TL'nin daha stabil olması, bankaların SYR'lerindeki düşüşün yanı sıra gelir tablosu tarafında kur kaynaklı karşılık gideri artışını da sınırlayacaktır. Ancak faiz tarafındaki şok değişikliklerin, bankaların özkaynaklarında azaltıcı etkisi bulunmaktadır. (Bakınız sayfa #17: Banka bazında etkisi)

**Enflasyon
görünümündeki
bozulma dikkat
çekiyor...**

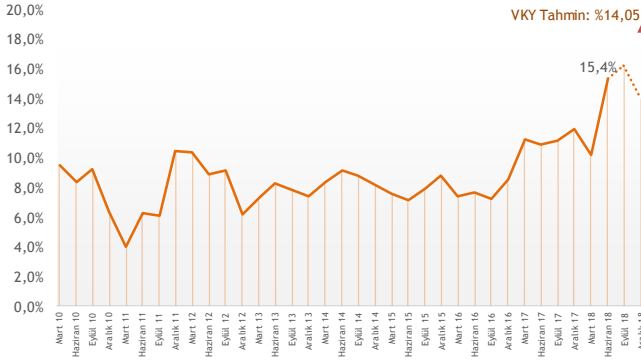
■ **Tüketici enflasyonu %15,4'e ulaştı** - TÜİK tarafından açıklanan verilere göre, hazıranda yıllık TÜFE, mayıs ayındaki %12,15 seviyesinden %15,39 seviyesine yükselerek endeks tarihinin en yüksek seviyesine ulaşmış oldu. TÜFE'nin temmuz ve ağustos aylarında yükselişine devam etmesini, TL'deki volatilitenin

31 Temmuz 2018 Salı

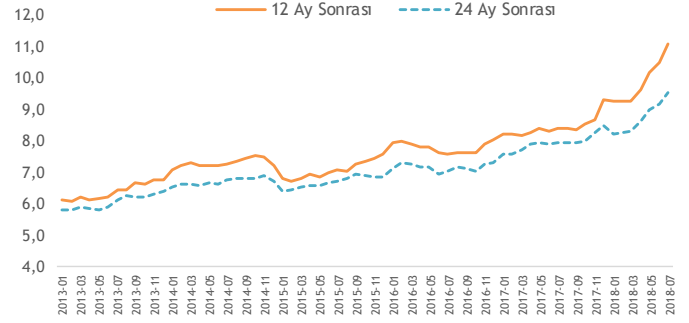
azalmasına bağlı olarak da eylül ayından itibaren bir miktar iyileşme görülebileceğini düşünüyoruz. Böylece yılsonunda TÜFE'nin %14,05 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

- **Enflasyon beklentisi yükselmeye devam ediyor** - TCMB beklenti anketi sonuçlarına göre, temmuz ayında 12 ve 24 ay sonrası için TÜFE beklentileri sırasıyla %11,1 ve %9,5 düzeyine ulaştı. Böylece 12 ay ve 24 ay sonrası TÜFE beklentisi, veri başlangıç tarihinden (2006 Eylül) bu yana en yüksek seviyeye ulaştı.

Grafik 20: Yıllık TÜFE (%)



Grafik 21: TÜFE Beklentisi (%)



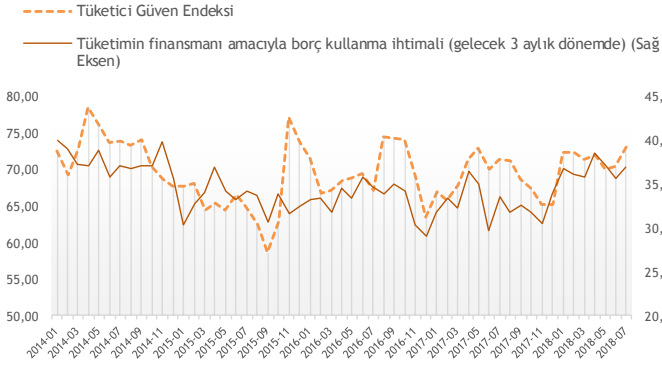
Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, TCMB, Tük

- **Giderler olumsuz etkilenecek** - Enflasyonun yüksek seyretmesi durumunda bankaların personel giderleri başta olmak üzere, faaliyet giderlerindeki TÜFE kaynaklı artışın net karlılığı olumsuz etkileyebileceğini düşünüyoruz. Ancak orta ve uzun vadede dijitalleşmenin artması ve şubeler için optimizasyon yapılması maliyet tarafına tasarruf getirecektir. Mevsimsel faktörleri göz önünde bulundurduğumuzda, 2Ç ve 4Ç dönemlerindeki faaliyet giderleri karlılık görünümü için yakından izlenecektir. Ayrıca yüksek seyreden enflasyon bankaların gelirleri üzerinden de arttırıcı etkisi bulunmaktadır. TÜFE'ye endeksli menkul kıymet portföyü büyüklüğüne göre bankalar yükselen enflasyondan olumlu da etkilenmektedir.
- Hem tüketici hem de reel kesim tarafında açıklanan güven endeksleri, bankaların kredi büyümesi ve aktif kalitesi açısından gösterge niteliği taşımaktadır. Reel kesimde yatırım harcamalarının gerilemesi, bankaların kredi büyümesini olumsuz etkilerken, tüketici güveninde yaşanabilecek bir bozulma, hem talebi azaltabilir hem de ödemelerin gecikmesi sonucunda takipteki kredi oranını artırabilir.
- Oldukça dalgalı bir seyir izleyen tüketici güven endeksi, 2018 Temmuz itibarıyla Mart sonuna kıyasla %2,5 oranında artarken, gelecek 12 aylık dönem için genel ekonomik durum beklentisi %1,3 yükseliş göstermiş durumdadır. Ancak Temmuz ayında gözle görülür iyileşme olsa da, 2013 yılında 107 seviyesine ulaşan güven endeksi Temmuz itibarıyla 96,3 düzeyine gerilemiş durumdadır. Ayrıca aynı tarih itibarıyla gelecek 3 aylık dönem için tüketicinin finansmanı amacıyla borç kullanma ihtimali, Mart sonuna göre %2,8 yükseldi.
- Bir diğer önemli güven endeksi olan reel kesim güven endeksinin yılbaşından bu yana gerilemeye devam ederek 2018 yılı temmuz itibarıyla 101,5 seviyesine indiği ve 2017 ocak ayından bu yana en düşük seviyeye gerilediği görülmektedir. Bunun yanı sıra reel kesimin yatırım harcaması endeksi 110,7 ile mart sonuna göre %7,4 düşüş gösterirken, endeks değeri 2017 mayıs ayından bu yana en düşük seviyede yer almaktadır.

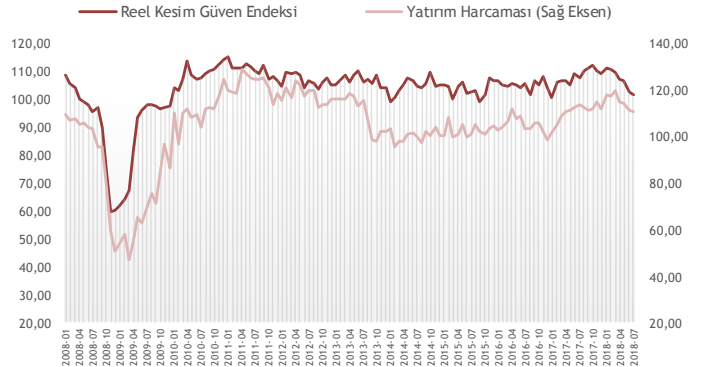
Güven endekslerinde bozulma artan risklere işaret ediyor...

31 Temmuz 2018 Salı

Grafik 22: Tüketici Güven Endeksi



Grafik 23: Reel Kesim Güven Endeksi

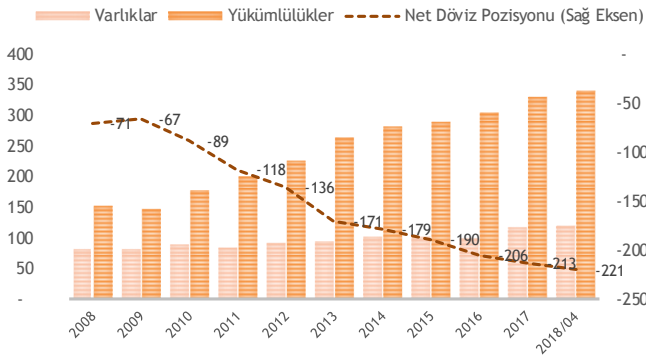


Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, TCMB, Tüik

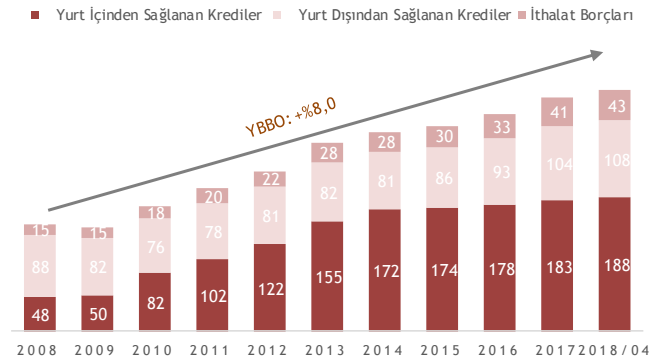
**Finans dışı kesimin
net döviz pozisyonu
rekor seviyelerde ...**

- **Firmaların net döviz pozisyonu rekor seviyelerde** - TCMB verilerine göre, 2018 mart ayında 222,4 mlr \$ ile rekor seviyeye ulaşan finans dışı kesimin net döviz pozisyonu, nisan ayında bir miktar gerilese de, 221 mlr \$ ile yüksek seviyelerini korudu.
- **Yükümlülüklerin %55,4'ü yurt içi bankalarda** - 2018 nisan ayı itibariyle toplam yükümlülüklerinin %55,4'ünü yurt içi bankalardan krediler, %31,9'unu yurt dışı kaynaklardan sağlanan krediler ve geriye kalan %12,7'sini ise ithalat borçları oluşturmaktadır.
- **Yüksek YP borçlu firmalar odak noktasında** - TL'deki değer kaybının hızlandığı son dönemlerde, net döviz pozisyonu yüksek firmalar odak noktasında olacak. Hedge uygulamayan ve döviz gelirleri olmayan firmalar, bankalar takipteki kredi portföyü için yükselen risklere işaret etmektedir.

Grafik 24: Finansal Dışı Kesimin Net Döviz Pozisyonu



Grafik 25: Finansal Dışı Kesimin Yükümlülükleri



Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, TCMB

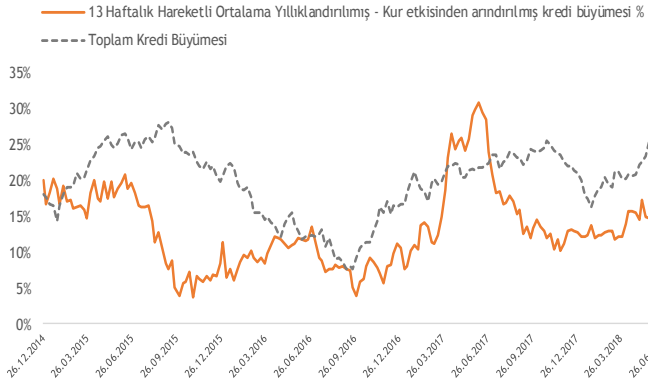
31 Temmuz 2018 Salı

Bankacılık Sektörü Beklentilerimiz

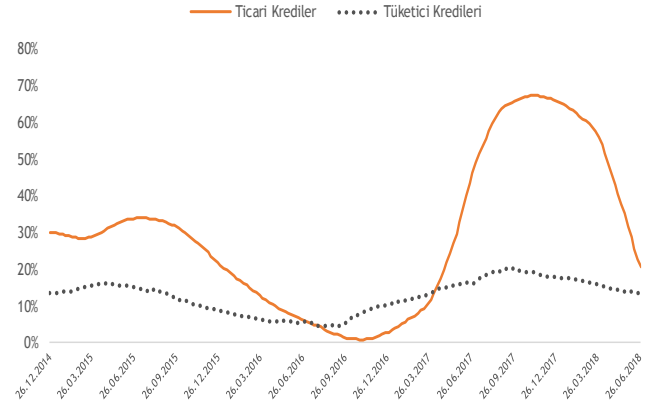
Kredi büyümesinde normalleşme başladı...

- **Kredi büyümesinde normalleşme** - 2017 yılında devreye alınan Kredi Garanti Fonu (KGF) desteği ile hızlı artış gösteren TL ticari krediler sonucunda, toplam kredi büyümesi %21,0 düzeyinde gerçekleşmiştir (kurdan arındırılmış büyüme ise %17,0 düzeyindedir). 2018 yılında ilk yarıda iki önemli seçim dönemi öncesinde hem talebin ertelenmesi, hem de faiz oranlarındaki sert yükseliş nedeniyle büyüme oldukça yavaşlamıştır. 29 Haziran itibarıyla hem tüketici ve ticari tarafın zayıf olması sonucunda, kurdan etkisinden arındırılmış (13 haftalık hareketli ortalama ile hesaplanan) 2017 sonundaki %16,6 seviyesinden %13,9 düzeyine gerilemiştir.

Grafik 26: Toplam Kredi Büyümesi (%)



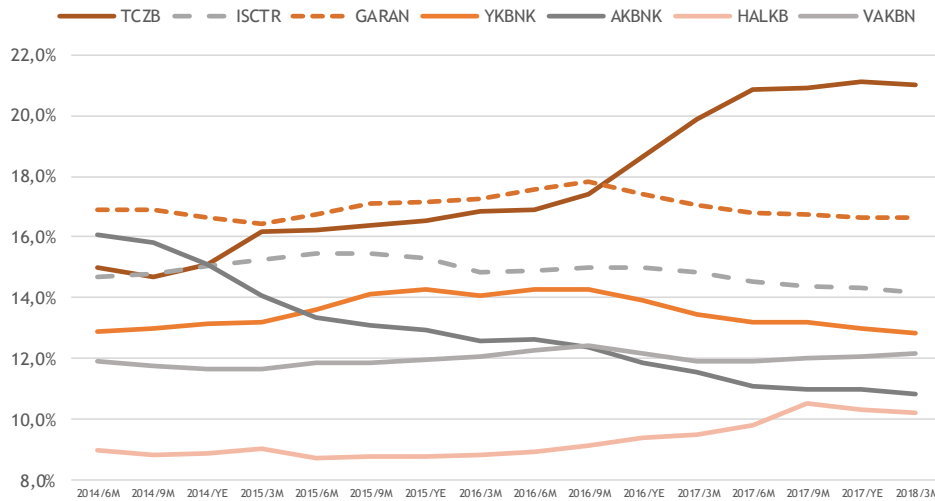
Grafik 27: Toplam Kredi Büyümesi (%)



Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, TCMB, BDDK

- **Kamu bankalarının pazar payı arttı** - 2016 yılından bu yana agresif büyüme performansları sonucunda Ziraat ve Halk Bankası öncülüğünde kamu bankalarının tüketici kredilerinde pazar payı artmaya devam ederken, daha temkinli davranan özel mevduat bankalarının payları ise gerileme göstermiştir.

Grafik 28: Bankaların Pazar Payı (Tüketici Kredileri)



Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, TCMB, BDDK

31 Temmuz 2018 Salı

- **Kur etkisi nedeniyle büyüme tahminimizi revize ediyoruz** - 2017 yılının son çeyreğinde yayınladığımız rapor ile 2018 yılı için %14,2 olarak öngördüğümüz toplam kredi büyümesini, ilk yarıda TL'deki değer kaybının etkisi ile %16,3'e revize ediyoruz. Ayrıca makroekonomik tahminlerimizdeki değişiklikleri de göz önünde bulundurarak 2019 ve 2020 yılları için kredi büyüme tahminlerimizi ise sırasıyla %14,2'den %12'ye ve %13,5'ten %11,7'ye revize ediyoruz. Önümüzdeki yıllarda aktif kalitesini korumak isteyen bankaların daha temkinli büyümeyi tercih edeceklerini düşünüyoruz. 2018 yılında genel yatırım ortamında iyileşmenin kısa vadede zayıf olmasına bağlı olarak, YP bazlı proje kredilerinde önemli bir büyüme potansiyeli olmadığını düşünüyoruz. 2018 yılının ilk yarısında zayıf seyreden ticari ve tüketici kredilerinde 2019 yılında büyümenin ivmelenmesini beklerken, KOBİ segmentinin yanı sıra daha hızlı yeniden fiyatlandırmaların yapılabildiği ihtiyaç kredilerinin cazip olmaya devam etmesini bekliyoruz.
- 2018 yılında büyüme hızında kamu mevduat bankalarının ön planda olmaya devam edeceğini ve kamu bankalarındaki büyümenin ancak 2020 yılından itibaren normalleşmeye başlayacağını öngörüyoruz. Bu öngörümüze bağlı olarak öneri listemizde bulunan bankalar arasında, Halk Bankası (HALKB)'nın 2019 yılında %21 ile sektör üzerinde kredi büyümesi elde ederek büyüme açısından sektörden olumlu ayrılmaya devam edeceğini bekliyoruz.

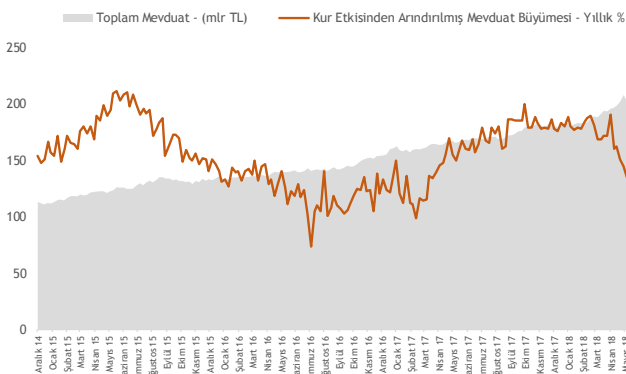
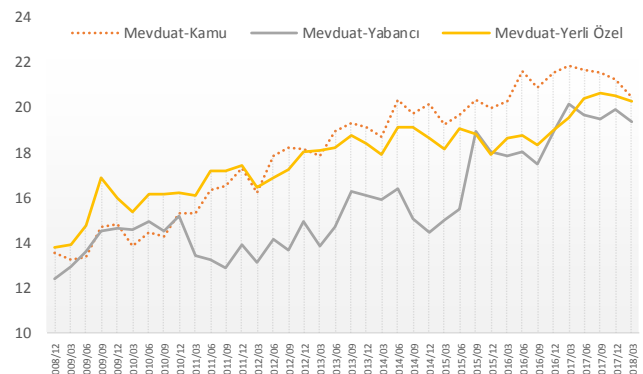
Tablo 4: Bankacılık Sektörü Büyüme Tahminlerimiz

	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Krediler	16,8%	21,0%	16,3%	12,0%	11,7%
TL	11,6%	25,0%	10,2%	11,5%	13,0%
YP	27,9%	13,4%	29,1%	12,8%	9,4%
YP (\$)	6,0%	5,8%	1,5%	2,2%	3,9%
Mevduat	16,7%	17,7%	16,4%	12,5%	11,8%
TL	18,1%	12,9%	10,0%	12,5%	13,9%
YP	14,8%	24,3%	24,5%	12,6%	9,5%
YP (\$)	-4,8%	16,0%	-2,2%	2,0%	4,0%
Kredi-Mevduat Oranı	119,3%	122,6%	122,6%	122,0%	121,8%
TL	133,9%	148,2%	148,4%	147,1%	146,0%
YP	99,1%	90,4%	93,8%	93,9%	93,9%

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, BDDK

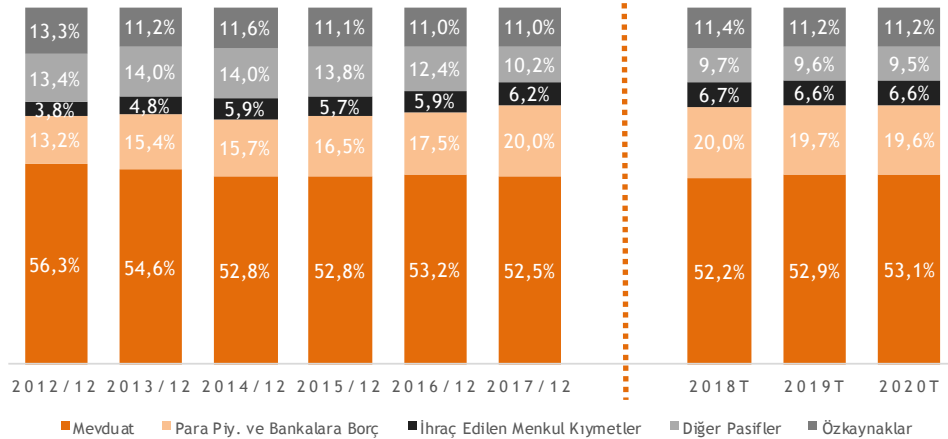
Fonlama daha zorlu olacak...

- **Mevduat yarışı hızlanacak** - Özellikle 2018 yılı 2. çeyrekte hızlanan mevduat faiz oranları ile birlikte mevduat büyümesi de gerilemeye başlamıştır. Kardan arındırılmış yıllık mevduat büyümesi 2017 sonunda %11 düzeyinde iken, Haziran sonu itibarıyla %8,0 düzeyine kadar geriledi. Normal büyüme ise %16,9'dan %20,7'ye çıktı. Kredi büyümesindeki kur etkisine paralel gerçekleştirdiğimiz yukarı yönlü revizyonu mevduat büyümesi için de değerlendirdik. Böylece 2018 yılı %14,2 olarak öngördüğümüz mevduat büyümesini %16,4'e çıkarıyoruz.

Grafik 29: Toplam Mevduat Büyümesi (%)**Grafik 30: Vadesiz Mevduat/Toplam Mevduat (%)**

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, BDDK

- **Vadesiz mevduat tabanı genişleyecek** - Son yıllarda mevduat bankaları arasında kamu ve yabancı bankalar öncülüğünde vadesiz mevduat tabanını genişletme performansı dikkat çekmektedir. Mevduat bankalarının toplam mevduat içindeki vadesiz mevduat oranı 2008 sonunda %13,5 iken, 2018 ilk çeyrek itibariyle %20,1 düzeyine çıkmıştır. Mevduat bankaları arasında aynı dönemde artış yüzde payları, kamu 6,95 puan, yabancı 6,99 puan, özel 6,53 puan şeklindedir. Vadesiz mevduat tabanını genişletmeyi başarabilen bankalar maliyet yönünden avantajlı konumda olacaklarını düşünüyoruz. 2018 ilk çeyrek itibariyle, son yıllarda sektördeki en hızlı vadesiz mevduat tabanı genişlemesi yakalayan ve %25,3 (vadesiz mevduat/toplam mevduat) ile vadesiz mevduat tabanı en geniş banka İş Bankası (ISCTR) olurken sektörde vadesiz mevduat tabanı en hızlı gerileyen ve %15,4 ile en düşük vadesiz mevduat tabanına sahip banka Halk Bankası (HALKB) olmuştur.
- Diğer yandan, 2018 yılında açıkladığı strateji planı çerçevesinde; maliyet yönetimi üzerine çalışmalar yapan Yapı Kredi Bankası'nın vadesiz mevduat tabanını genişletme hedefi doğrultusunda hali hazırda %17,9 olan vadesiz mevduat oranını orta vadede sektör ortalaması olan %20 seviyelerine yaklaştıracığını düşünüyoruz.
- **Kısa vadede fonlama kompozisyonunda değişiklik beklemiyoruz** - Bankacılık sektörünün pasif yapısında, 2017 sonunda %52,5 olan mevduatın payı 2018 1Ç itibariyle sadece 0,3 puan artışla %52,7'ye çıkarken, ihraç edilen menkul değerlerin payı %6,2'dan %6,6'ya çıkmıştır. Bu doğrultuda, aynı tarih itibariyle sektörün Kredi Mevduat Oranı (KMO) da bir miktar yükselerek %119 düzeyine ulaşmıştır. Önümüzdeki yıl için bankaların pasif yapısında önemli bir değişim beklememekle beraber, KMO'nun yatay seyretmesini öngörüyoruz.

Grafik 31: Bankacılık Sektörü - Pasif Yapısı

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, BDDK

Fitch, bankaların notunu 2 kademe indirdi.

- **Fonlama maliyetlerinde artış kaçınılmaz** - ABD Merkez Bankası (Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (AMB)'nin genişlemeci para politikasından kademeli olarak ayrılmaya başlamasının yanı sıra, ülke kredi notumuzun daha da düşürülmesi nedeniyle önümüzdeki yıllarda bankaların yurt dışı borçlanmalarında maliyetlerinde artış görüleceğini düşünüyoruz. Son olarak Fitch, Türkiye'nin kredi notunu düşürmesinin ardından 24 banka ve finans kuruluşunun da notunu aşağı çekti. Buna göre, yabancı sahiplik ilişkisi olan bankaların notu ülke notunun bir yansıması olarak BBB-'den BB'ye indirilirken, devlet bankalarının notu ise BB+'dan BB-'ye düşürüldü. Böylece Garanti Bankası ve Yapı Kredi Bankası BB olan uzun vadeli ihraççı notları, ülke notu ile aynı seviyeye gelirken, Akbank, Halk Bankası, İş Bankası ve TSKB'nin uzun vadeli ihraççı notları ise ülke notunun 1 kademe altında yer almaktadır. Bu da ülke notunun altında nota sahip bankalar için daha dezavantajlı duruma işaret etmektedir.

31 Temmuz 2018 Salı

Tablo 5 : Fitch'in Not Değişiklikleri

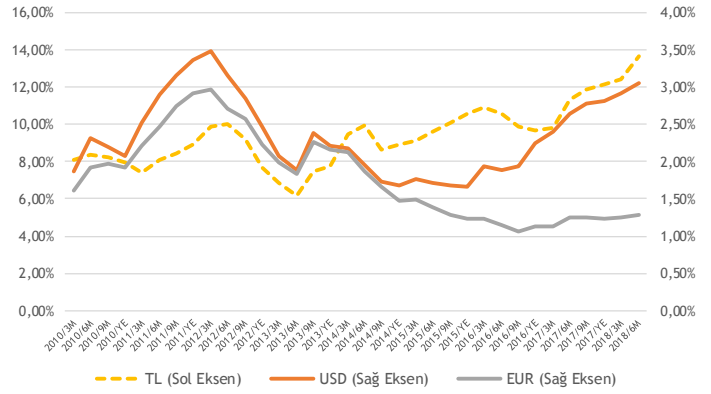
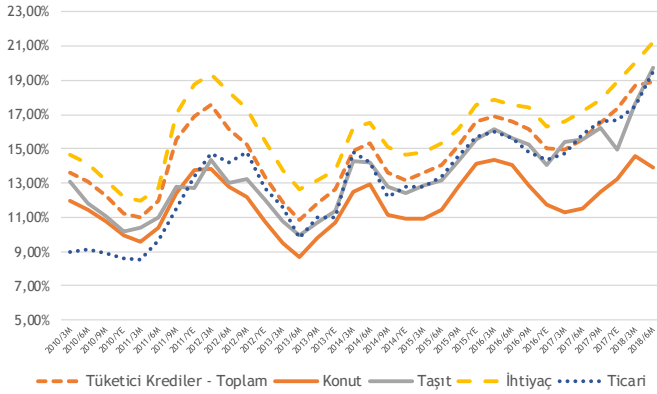
Uzun Vadeli İhraççı Notu				
Banka	Önceki	Revize	Düşüş Kademesi	Görünüm
GARAN	BBB-	BB	2 Kademe	Negatif
AKBNK	BB+	BB-	2 Kademe	Negatif
YKBANK	BBB-	BB	2 Kademe	Negatif
HALKB	BB+	BB-	2 Kademe	Negatif
ISCTR	BB+	BB-	2 Kademe	Negatif
TSKB	BB+	BB-	2 Kademe	Negatif
Ülke Notu	BB+	BB	1 Kademe	Negatif

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Fitch Ratings

Mevduat faiz oranı 3Ç'de %16'ya ulaştı

- **Faiz oranları son yılların zirvesinde** - Merkez Bankası'nın 500 baz puanlık faiz artırımının bir kısmı 2Ç'de mevduat oranlarına yansımaya başlarken, 3Ç'de bu artışın hızlandığı gözlemlenmektedir. TCMB verilerine göre, 2Ç'de yeni açılan TL ağırlıklı ortalama (AOF) mevduat faiz oranlarında bir önceki çeyreğe göre 123 bp artış görülürken, aynı dönemde yeni açılan TL AOF kredi faiz oranları ise 17 bp yükselmiştir. Ancak 2Ç'de bankaların konut sektörü için başlattığı kampanya nedeniyle konut kredi faiz oranlarında 66 bp düşüş görülürken, hızlı fiyatlandırmaların yapılabildiği ihtiyaç ve ticari kredi faiz oranları ise sırasıyla çeyrek bazda 125 bp ve 200 bp artış kaydetmiştir. 3Ç'de ise Temmuz ortası itibarıyla TL ortalama mevduat oranlarının %16,0 düzeyine ulaştığını ancak kredilerde ise yukarı yönlü fiyatlamaların yavaşladığı görülmektedir.

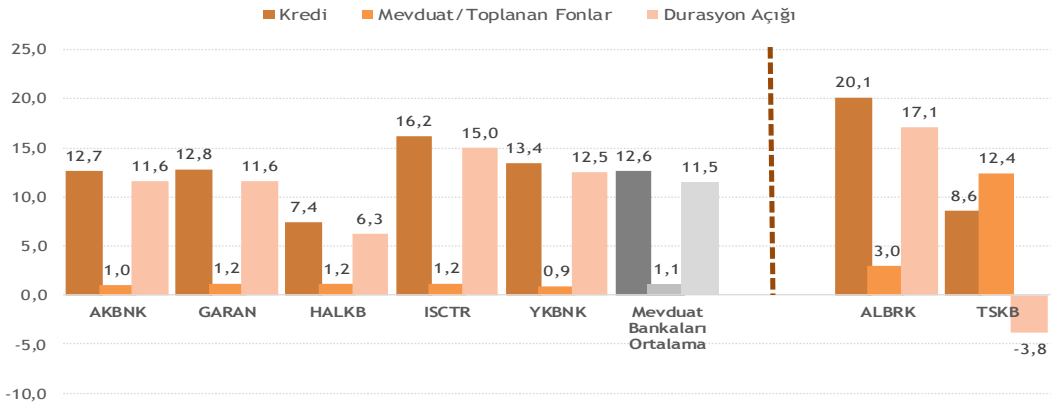
Grafik 32: Açılan Kredilere Uygulanan Faiz Oranları(AOF) Grafik 33: Açılan Mevduata Uygulanan Faiz Oranları (AOF)



Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, TCMB

- **Vade uyumsuzluğu bankaları olumsuz etkileyecek-** Merkez Bankası'nın faiz artırımının ardından mevduat maliyetlerindeki hızlı artış dikkat çekerken, bankaların sahip olduğu vade uyumsuzluğu nedeniyle 3Ç'den itibaren bankacılık sektörünün karlılığında bir miktar gerileme görülecektir. Buna göre, 2018 ilk çeyrek itibarıyla, mevduat bankaları arasında en yüksek vade uyumsuzluğuna sahip olan İş Bankası ve Yapı Kredi Bankası'nın net faiz gelirlerinde düşüş nedeniyle karlılıkları en olumsuz etkilenecek bankalar olurken Halk Bankası'nın ise en az etkilenecek banka olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca sahip olduğu çeşitlendirilmiş kaynak yapısı ve aktiflerinin ortalama vadesinin pasiflerinin ortalama vadesinden büyük olması (aktif tarafta durasyon fazlası) nedeniyle TSKB'nin önümüzdeki çeyreklerde avantajlı konuma geçerek olumlu ayrışma göstereceğini değerlendiriyoruz.

Grafik 34: Durasyon Analizi (Ay), 2018/03



Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, TCMB, BDDK

İş Bankası ve Yapı Kredi Bankası vade uyumsuzluğu en yüksek bankalar.

- **Yükselen TÜFE bankalarda gelirleri destekliyor** - Haziran'da yıllık TÜFE Mayıs ayındaki %12,15 seviyesinden %15,39 seviyesine yükselerek endeks tarihinin en yüksek seviyesine ulaşmıştı. TÜFE'nin temmuz ve ağustos aylarında yükselişine devam etmesini, TL'deki volatilitenin azalmasına bağlı olarak da eylül ayından itibaren bir miktar iyileşme görülebileceğini düşünüyoruz. Böylece yılsonunda TÜFE'nin %14,05 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
- Temel olarak yükselen enflasyon bankaların sahip oldukları TÜFE'ye endeksli menkul kıymetler (TÜFEX) nedeniyle net faiz gelirlerini olumlu etkilemektedir. TL finansal varlıkları arasında en büyük TÜFEX portföyü olan Akbank(%57), Garanti Bankası(%57) ve Yapı Kredi Bankası (%50) ön plana çıkmaktadır.
- Ayrıca muhasebeleştirme yöntemini dikkate aldığımızda, gerçekleşen veriler ile muhasebeleştiren Halkbank (HALKB) önümüzdeki çeyreklerde daha avantajlı görünmektedir. 2Ç için gerçekleşen enflasyon etkisi %14,4, 3Ç için ise Temmuz ayında aylık bazda %1,04 TÜFE tahminimiz neticesinde toplam enflasyon etkisinin %21,1'a çıkmasını öngörüyoruz.
- Tahmini enflasyon ile muhasebeleştiren bankalar (AKBNK, GARAN, ISCTR, TSKB, YKBNK) ise muhtemelen ortalama %9,0 seviyesinde olan enflasyon tahminlerinde revizyona gideceklerini ve böylece çeyrek bazda yükselen enflasyondan olumlu etkilenmelerinin yanı sıra özellikle 4Ç'de gerçekleştirilen enflasyon düzeltmesi ile beraber bankaların net faiz gelirlerinde olumlu etkiyi göreceğimizi düşünüyoruz.

Tablo 6: Bankaların Menkul Kıymet Portföylerinin Dağılımı, 2018/03

milyar TL	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	TSKB	YKBNK
TL Finansal Varlıklar	27.070	34.178	41.743	48.948	3.579	30.467
TÜFEX Payı (%)	57,0%	57,0%	29,2%	42,6%	40,0%	50,0%
YP Finansal Varlıklar	28.473	10.913	8.167	11.517	1.268	9.904
Toplam Finansal Varlıklar	55.543	45.091	49.910	60.466	4.847	40.371
-GUDF- Kar/Zarara Yansıtılan FV	112	535	10.118	376	0	270
-GUDF- Diğer Kapsamlı Gelire Yansıtılan FV	44.282	23.093	17.956	36.107	3.284	23.914
-İtfa Edilmiş Maliyeti ile Ölçülen FV	11.149	21.463	21.837	23.982	1.563	16.187
TÜFEX Muhasebeleştirme Yöntemi	Beklenti	Beklenti	Gerçekleşen	Beklenti	Beklenti	Beklenti
Tahmini Enflasyon Oranı (%), 2018/03	9,00%	8,00%	-	9,24%**	9,54%	9,30%

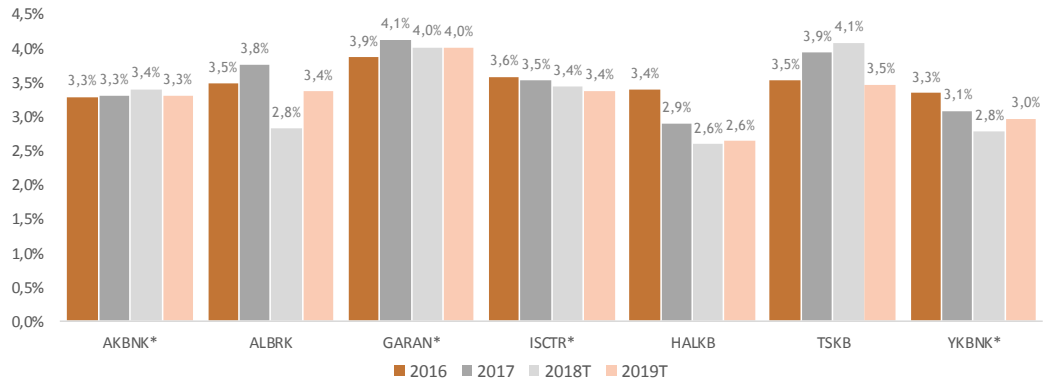
*GUDF: Gerçekleşen Uygun Değer Farkı

** TCMB beklenti anketinde yer alan 12 ay ve 24 ay sonrası enflasyon beklentilerine göre belirlenmektedir.

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Bankaların sunumları ve finansal tabloları

31 Temmuz 2018 Salı

- **3Ç ile birlikte NFM'ler aşağı yönlü baskı artmaya başlayacak** - Yukarıda belirttiğimiz net faiz gelirlerine ilişkin değişkenleri gözden geçirdikten sonra, 2018 yılında yüksek enflasyonun da katkısına karşın beklentimizin üzerinde artış gösteren TL mevduat maliyetleri nedeniyle, özellikle yılın ikinci yarısında öngördüğümüz Net Faiz Marj (NFM)'larındaki daralma ile birlikte bankaların yılsonu NFM tahminlerinde revizyona gidiyoruz. Önceki raporumuzda 2018 yılında öneri listemizde bulunan bankaların NFM'lerinin yatay seyredeceği beklentisini NFM'lerinde ortalama 20 bp düşüş olacak şeklinde revize ediyoruz.
- 2018'de 90 bp ile en fazla NFM daralmasının 2017'de tek seferlik gelir kaydeden ve bunun oluşturduğu yüksek baz sonucunda Albaraka Türk Katılım Bankasında olacağını düşünüyoruz. AKBNK'nın ise ilk yarıda gerçekleşen güçlü gelirlerin katkısı ile NFM'da 10 bp iyileşme olacağını bekliyoruz. 2019 yılında ise bankaların NFM'lerinin yatay seyredeceğini öngörüyoruz. 2019'da En fazla NFM iyileşmesinin 55 bp ile Albaraka Türk Katılım bankasında gerçekleşmesini, TSKB'nin NFM'nin ise 60 bp daralmasını bekliyoruz.

Grafik 35: Bankaların Net Faiz (ve/veya Kar Payı) Marjı (NFM)

* İlgili bankaların net faiz marjı swap maliyetleri ile düzeltilmiştir

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Bankaların finansal tabloları

- **Faiz oranı duyarlılığı** - Bankaların TFRS finansal tablolarının dipnotlarında yer alan standart şok senaryolar (TP +500/-400, YP -/+200) uygulanarak, bankaların 2017 yılsonu finansalları üzerinden faiz oranlarına ilişkin duyarlılığı ölçülmektedir. Genel olarak pozitif faiz şokları (faizlerde artış) banka bilanço yapıları nedeniyle özsermayeleri olumsuz etkilerken negatif faiz şoklarında (faizlerde düşüş) ise bankaların özsermayeleri olumlu etkilenmektedir. Bankaların finansal dipnotlarından derlediğimiz verilere göre;
 - TL tarafta oluşabilecek pozitif faiz şoklarında, sahip olduğu TL ağırlıklı bilanço yapısı itibarıyla duyarlılığı en yüksek bankalar Halk Bankası (HALKB) ve İş Bankası (ISCTR) iken, mevduat bankaları arasında en az duyarlı olan ise Yapı Kredi Bankası'dır.
 - YP tarafta oluşabilecek pozitif faiz şoklarında ise; duyarlılığı en yüksek bankanın Albaraka Türk Katılım Bankası (ALBRK) olduğu görülmektedir.
 - Böylece özellikle TL tarafta oluşabilecek 500 puanlık pozitif faiz şoklarında, izleme listemizde yer alan bankaların ortalama olarak özkaynakları %11,7 oranında olumsuz etkilenmektedir.

31 Temmuz 2018 Salı

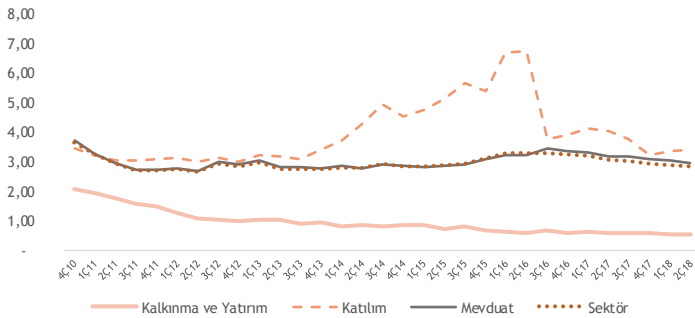
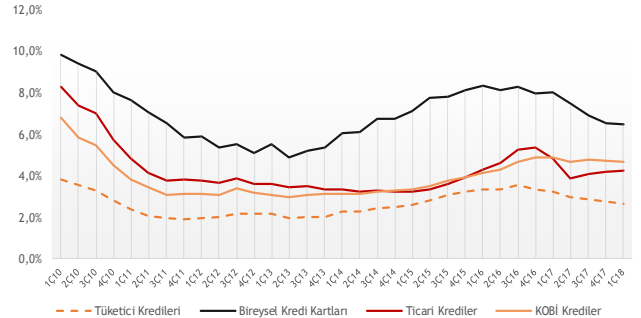
Tablo 7: Faiz (ve/veya Kar Payı) Oranlarındaki Şokların Özkaynaklara Etkisi

Hisse	Banka Adı	Uygulanan Şok (Pozitif)				Uygulanan Şok (Negatif)			
		TP +500		YP +200		TP -400		YP -200	
		mn TL	%	mn TL	%	mn TL	%	mn TL	%
AKBNK	Akbank	-4.918	-11,1%	-198	-0,4%	4.709	10,6%	-170	-0,4%
ALBRK	Albaraka Türk Katılım Bankası	-494	-12,0%	-72	-1,7%	481	11,7%	47	1,1%
GARAN	Garanti Bankası	-4.855	-10,5%	-135	-0,3%	4.599	9,9%	415	0,9%
HALKB	Halk Bankası	-4.233	-14,9%	-144	-0,5%	4.243	15,0%	621	2,2%
ISCTR	İş Bankası (C)	-7.317	-14,5%	85	0,2%	7.053	14,0%	113	0,2%
TSKB	T.S.K.B.	-92	-1,9%	-14	-0,3%	84	1,7%	60	1,3%
YKBNK	Yapı Ve Kredi Bankası	-3.186	-8,8%	-53	-0,1%	3.040	8,4%	175	0,5%
Toplam (Pozitif)/Negatif Şoklar		-25.095	-11,7%	-530	-0,2%	24.208	11,3%	1.261	0,6%

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Banka finansal tablo dipnotları

**Aktif kalitesinde
bozulma
bekliyoruz...**

TKO 4 yılın en düşük seviyesinden döndü - Son yıllarda hem hızlı kredi büyümesi hem de alınan önemlerin etkisi ile bankaların Takipteki Kredi Oranı (TKO) 2018 Mayıs ayı itibarıyla %2,82 ile 2014 3Ç'den bu yana en düşük düzeye gerilemiştir. Ancak BDDK haftalık verilerine göre, takipteki krediler portföyünde görülen artışın etkisi ile Temmuz ayının ilk haftasında bu oran %3,05 düzeyine ulaşarak aktif kalitesi için bozulma başlamıştır. Önümüzdeki yıllarda hem intikallerde normalleşme hem de kredi büyüme hızının azalması sonucunda bankaların aktif kalitesinde bozulma bekliyoruz. İzleme listemizde bulunan bankaların TKO'larında 2018 yılsonunda ortalama 68 bp, 2019 yılında ise ortalama 34 bp artış bekliyoruz.

Grafik 36: Takipteki Krediler Oranı (Banka Türü Bazında)**Grafik 37: Takipteki Krediler Oranı (Kredi Türü Bazında)**

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, BDDK

- **İnşaat sektöründe takipteki kredi oranı azaldı ancak...** - TKO'yu sektör bazında incelediğimizde; 2016 yılında turizm sektöründe %2,07 düzeyine kadar gerileyen TKO, 2018 Mayıs ayına kadar hızla yükselerek %3,10 düzeyine çıkması dikkat çekmektedir. 2018 Mayıs'tan itibaren 2017 sonuna göre başta inşaat ve imalat sanayi olmak üzere TKO'larında düşüş gözlemlenmiştir.
- Basında yer alan haberlerle birlikte, yurt içinde TL'deki hızlı değer kaybını ve faiz oranlarındaki sert yükselişi göz önünde bulundurarak inşaat gibi bazı sektörlerin talep tarafında yaşadığı sıkıntı ve ayrıca özellikle likidite sorunu yaşayan kurumların takibe düşme olasılığı artmış durumdadır. Enerji, turizm ve inşaat riskli gördüğümüz sektörler arasındadır.

31 Temmuz 2018 Salı

Tablo 8: Sektör Bazında Takipteki Krediler Oranı

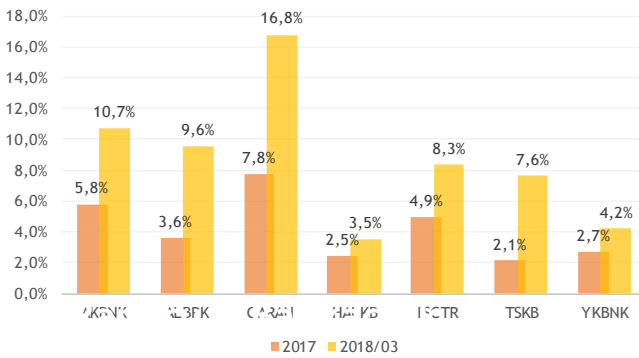
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018/05	YBB Değişim (bp)
İmalat Sanayi	3,21%	2,60%	2,96%	3,05%	4,02%	3,85%	3,52%	-33
Tarım, Avcılık ve Ormancılık	3,00%	3,47%	2,88%	2,24%	2,72%	2,81%	2,93%	12
Madencilik ve Taşocaklığı	1,55%	2,48%	3,41%	2,46%	2,48%	3,51%	3,66%	15
Gıda, Meşrubat ve Tütün San.	2,68%	2,36%	1,97%	2,31%	3,25%	3,62%	3,71%	9
Tekstil ve Tekstil Ürünleri San.	6,15%	3,86%	3,43%	3,80%	4,75%	3,96%	3,56%	-40
Ulaşım Araçları San.	6,60%	6,85%	5,12%	4,64%	4,75%	4,66%	3,91%	-75
Elektrik, Gaz ve Su Kaynakları	0,13%	0,10%	0,09%	0,47%	0,46%	0,45%	0,39%	-6
İnşaat	3,89%	4,16%	3,72%	3,58%	3,68%	3,49%	2,94%	-55
Turizm	2,32%	2,31%	2,14%	2,19%	2,07%	2,68%	3,10%	42
Taşımacılık, Depolama ve Haberleşme	2,05%	1,62%	1,39%	1,33%	1,80%	1,94%	1,79%	-15
Kredi Kartları	4,91%	5,00%	6,17%	7,35%	7,30%	6,01%	5,37%	-64
Toplam	2,87%	2,74%	2,84%	3,09%	3,37%	3,10%	2,95%	-15

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, BDDK

- **Yakın İzlemedeki Kredilerde önemli oranda artış** - 2018 ilk çeyrekte bankaların TFRS 9 standardına geçişi (standart kredilerin içindeki yapılandırılmış kredilerin yakın izlemedeki kredilere taşınması) ve ayrıca büyük kurumlardan yapılandırma talepleri neticesinde, hem karşılık oranları artmış olup, hem de toplam krediler içindeki yakın izlemedeki krediler oranının artmasına neden olmuştur. 2018 yılbaşından bu yana UMS 39 standardının yerini alan TFRS 9 standardı, bankaların ve diğer finansal kuruluşların mali tabloları ve dipnotlarıyla beraber, özellikle karşılıklar ve finansal araçların muhasebe uygulamalarında değişiklikler getirdi.
- Bankaların konsolide olmayan finansal tablolarından derlediğimiz verilere göre, izleme listemizde bulunan bankaların yakın izlemedeki kredilerinin, toplam kredilere oranı 2017 yılındaki %4,7'den %8,7 seviyesine çıktığı görülmektedir. Bu oran 2012 yılında ise %2,7 düzeyindeydi. Banka detayında bakıldığında ise; karşılıklar konusunda ihtiyatlı ve muhafazakar yaklaşıma sahip olan Garanti Bankası'nın yakın izlemedeki kredilerin toplam kredilere oranı 2017 yılındaki %7,8'den (TFRS 9 geçiş sonrası: %9,4) %16,8 seviyesine yükselirken, en az artış ise 1,1 yüzde puan ile Halk Bankası'nda gerçekleşmiştir.

Yakın izlemedeki kredilerde en az artış Halk Bankası'nda...

Grafik 38: Yakın İzlemedeki Kredilerin Gelişimi



Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Banka finansal tablo dipnotları

Tablo 9: Yapılandırma Talep Eden Kuruluşlar

Sektör	Şirket Adı	Tutar (mlr \$)
Gıda	Yıldız Holding	6,5
Telekomünikasyon	Otaş	4,8
Otomotiv ve Turizm	Doğuş Holding	2,5
İnşaat	İC İçtaş-Astaldi	2,3
Enerji	Gama	1,5
Enerji	Boyabat Enerji	0,9
Enerji	Yeni Elektrik	0,7
Enerji	Bereket Enerji	4,0
Toplam		23,2

Kaynak: Businessht.com

- **Risk yönetimi bankadan bankaya göre değişiklik göstermektedir** - Belirgin olarak risk taşıyan kredilerin yakın izlemedeki kredilere geçişine yönelik yaklaşım kimi zaman bankalar arasında değişiklik görülse de, OTAŞ kredisinde olduğu gibi genel olarak risk sınıflandırmasında konsensüs sağlanmaktadır. Ancak her bankanın kendi bünyesindeki risk yönetiminin farklı olması karşılaştırma yapmayı ve risklerin ölçülmesini zorlaştırmakta olup, yanlış algıya neden olabilmektedir. Bundan dolayı, geçtiğimiz günlerde ekonomi yönetimi, bankaların yakın izlemedeki krediler olarak bilinen grup 2 kredilerinde farklı risk izleme standartları uygulamalarının yanlış anlamalara sebebiyet verdiğini ve bu konuda BDDK'nın bir çalışma

yapabileceği belirtildi. Ancak yine de bankaların kredi portföyünde yakın izlemedeki kredilerin paylarının artması, temel olarak aktif kalitesi için yükselebilecek risklere işaret etmektedir.

23 mlr \$'lık yapılandırma gündeme geldi - Geçtiğimiz günlerde basında büyük kurumların bankalardan yapılandırma talebinde bulunduğuna yönelik haberlere yer verilmiştir. Yine basına yansıyan veriler baz alındığında söz konusu yapılandırma taleplerinin büyüklüğünün toplamda yaklaşık 23,2 mlr \$'a ulaştığı tahmin ediliyor. Yapılandırma taleplerinin en büyüğü ise 6,5 mlr \$ ile Yıldız Holding olduğunu görüyoruz. 2018'in ilk çeyreğinde bazı bankaların bu krediyi yakın izlemeye alarak karşılık ayırdığını gözlemledik. Yıldız Holding, Yapı Kredi Bankası ile sendikasyon kredisi imzaladığı için, banka bu krediyi standart kredilerde sınıflandırmaktadır. Bunun dışında enerji, inşaat sektörlerinden bazı firmaların yapılandırma talepleri dikkat çekmektedir.

Tablo 10: Yakın İzlemedeki ve Takipteki Kredilerin Detayı

		AKBNK	ALBRK	GARAN	HALKB	ISCTR	TSKB	YKBNK	Toplam
2012	Yakın İzlemedeki Krediler (mn TL)	2.945	274	2.426	1.933	1.892	29	2.572	12.070
	-Yapılandırmalar/Sözleşme Koşulları Değişen (mn TL)	610	101	1.433	1.081	466	-	418	4.110
	Takipteki Krediler (mn TL)	1.115	223	1.433	1.960	2.025	14	2.526	9.296
	Yakın İzlemedeki Krediler/Toplam Krediler %	3,3%	3,0%	2,6%	2,9%	1,7%	0,4%	3,3%	2,7%
	Takipteki Krediler/Toplam Krediler %	1,26%	2,40%	2,25%	2,90%	1,86%	0,20%	3,27%	2,06%
2016	Yakın İzlemedeki Krediler (mn TL)	6.018	1.215	9.267	4.596	6.225	195	5.884	33.401
	-Yapılandırmalar/Sözleşme Koşulları Değişen (mn TL)*	3.027	124	4.847	2.616	1.577	145	2.479	14.814
	Takipteki Krediler (mn TL)	4.267	1.106	4.847	5.140	4.944	48	8.706	29.059
	Yakın İzlemedeki Krediler/Toplam Krediler %	3,6%	5,4%	4,9%	2,8%	3,0%	1,1%	3,2%	3,5%
	Takipteki Krediler/Toplam Krediler %	2,57%	4,93%	2,77%	3,17%	2,38%	0,28%	4,80%	3,07%
2017	Yakın İzlemedeki Krediler (mn TL)*	11.271	914	16.593	5.103	12.113	474	5.453	51.920
	-Yapılandırmalar/Sözleşme Koşulları Değişen (mn TL)*	3.156	269	7.088	2.579	3.894	143	2.341	19.470
	Takipteki Krediler (mn TL)	4.533	1.213	5.408	6.107	5.403	50	9.024	31.737
	Yakın İzlemedeki Krediler/Toplam Krediler %	5,8%	3,6%	7,8%	2,5%	4,9%	2,1%	2,7%	4,7%
	Takipteki Krediler/Toplam Krediler %	2,33%	4,82%	2,53%	2,93%	2,21%	0,22%	4,47%	2,86%
2018/03	Yakın İzlemedeki Krediler (mn TL)	21.778	2.516	37.475	7.868	21.036	1.823	8.668	101.164
	-Yapılandırmalar/Sözleşme Koşulları Değişen (mn TL)	3.671	270	7.875	3.649	4.293	116	3.270	23.144
	Takipteki Krediler (mn TL)	4.046	1.443	5.663	6.265	5.799	50	8.618	31.885
	Yakın İzlemedeki Krediler/Toplam Krediler %	10,7%	9,6%	16,8%	3,5%	8,3%	7,6%	4,2%	8,7%
	Takipteki Krediler/Toplam Krediler %	1,99%	5,48%	2,54%	2,82%	2,30%	0,21%	4,17%	2,75%
Yılbaşına Göre Değişim (%)	Yakın İzlemedeki Krediler (%)	93,2%	175,4%	125,9%	54,2%	73,7%	284,8%	59,0%	94,8%
	-Yapılandırmalar/Sözleşme Koşulları Değişen (%)	16,3%	0,5%	11,1%	41,5%	10,2%	-19,3%	39,7%	18,9%
	Takipteki Krediler (%)	-10,7%	19,0%	4,7%	2,6%	7,3%	1,7%	-4,5%	0,5%
	Yakın İzlemedeki Krediler/Toplam Krediler (bp)	493	593	905	109	339	551	150	407
	Takipteki Krediler/Toplam Krediler (bp)	-34	66	1	-11	9	-1	-30	-10
2016 Yılına Göre Değişim (%)	Yakın İzlemedeki Krediler (%)	261,9%	107,0%	304,4%	71,2%	237,9%	834,1%	47,3%	202,9%
	-Yapılandırmalar/Sözleşme Koşulları Değişen (%)	21,3%	118,5%	62,5%	39,5%	172,2%	-20,2%	31,9%	56,2%
	Takipteki Krediler (%)	-5,2%	30,5%	16,9%	21,9%	17,3%	4,0%	-1,0%	9,7%
	Yakın İzlemedeki Krediler/Toplam Krediler (bp)	709	414	1193	71	535	651	95	521
	Takipteki Krediler/Toplam Krediler (bp)	-58	55	-23	-35	-8	-7	-63	-32

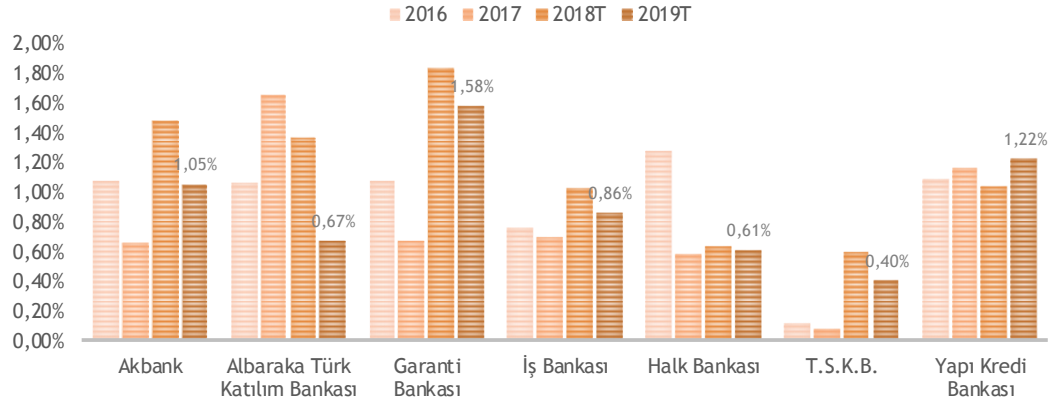
Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Banka finansal tablo dipnotları

*2012- 2016-2017 yıllarında standart nitelikli krediler altında izlenen sözleşme koşullarında değişen krediler yapılandırmalara dahil değildir.

- **Yapılandırmalar %19 arttı** - Bankaların yakın izlemedeki krediler altında sınıflandırılan yapılandırmalar, 2018 ilk çeyrek itibariyle yılbaşına göre %18,9 artışla 23,1 mlr TL'ye ulaşmıştır. Oransal olarak bu dönemde en hızlı artış %41,5 ile Halk Bankası'nda görülürken, bunu %39,7 ile Yapı Kredi Bankası takip etti. Ancak bu artışın bir kısmının TFRS 9 standardının getirdiği değişikliklerden kaynaklandığını hatırlatalım.
- **OTAŞ kredisinde anlaşma sağlandı** - Temmuz ayında Garanti Bankası, İş Bankası ve Akbank başta olmak üzere kredi veren bankalar yaptığı ortak açıklamada, Türk Telekom'un ana hissedarı olan Ojer Telekomünikasyon A.Ş.'ye (OTAŞ) kredi sözleşmeleri kapsamında sağlanmış borçların yeniden yapılandırılması için tüm kredi veren taraflarca bir mutabakata varıldığını açıklamıştı. Buna göre, OTAŞ'ın sahibi olduğu, Türk Telekom'un sermayesinin %55'ini oluşturan ve mevcut kredilerin teminatını oluşturmak amacıyla rehin verilen Türk Telekom'un 1,93 mlr adet A Grubu paylarının kredi verenlerin doğrudan veya dolaylı ortak olacakları, kurulması planlanan özel amaçlı bir şirket tarafından devralınması planlanıyor. En büyük kreditorler 2017 son çeyrekte OTAŞ kredisini yakın izlemedeki kredilerde sınıflandırmış ve krediye ilişkin karşılık ayırmışlardı. Akbank'ın 2018 2Ç'de de bu krediye yönelik karşılık oranını arttırdığını da belirtelim. Bundan dolayı bu krediye yönelik temkinli davranan bankaların riskleri kısa - orta vadede bertaraf ettiğini düşünüyoruz.

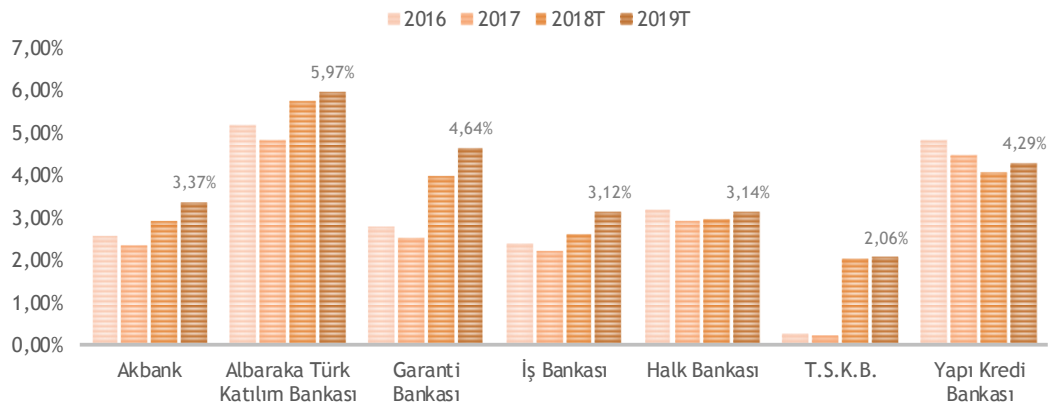
31 Temmuz 2018 Salı

- **Risk maliyetlerini yukarı yönlü revize ediyoruz** - Hem kurdaki sert yükseliş hem de TFRS 9 standardının getirdiği değişiklikleri göz önünde bulundurarak 2018 yılı ve ilerleyen yıllar için net risk maliyeti tahminlerimizi banka bazında yukarı yönlü revize ediyoruz. 2018 yılı net risk maliyeti tahminimizi ortalama 51 bp, 2019 yılı tahminlerimizi ise ortalama 25 bp yükselttik. Bu da karlılığı olumsuz etkileyebilecek faktörlerdendir. En hızlı yukarı yönlü revize edilen tahminlerimiz 120 bp ile Garanti Bankası, 78 bp ile Akbank'ta gerçekleşmiştir.

Grafik 39: Banka bazında Net Risk Maliyeti Tahminlerimiz

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Bankaların finansal tabloları

TKO tahminimizi revize ediyoruz - 2. çeyrekten enerji sektöründe faaliyet gösteren büyük ölçekli bir firmanın kredilerinin takibe alınması ile beraber bankalarda donuk alacaklarda normalleşme başladığını gözlemliyoruz. Özellikle özel ve yabancı sermayeli bankaların takipteki krediler oranında yaptığımız revizyonla birlikte izleme listemizde bulunan bankaların TKO oranını ortalama 68 puan yukarı yönlü güncelliyoruz. TKO'da en hızlı artış 2Ç'de sektöre paralel gerçekleşen intikalle birlikte TSKB'de görüyoruz. Bankanın 2018 yılı için %0,2 olarak öngördüğümüz TKO oranını %2,0 düzeyine revize ediyoruz.

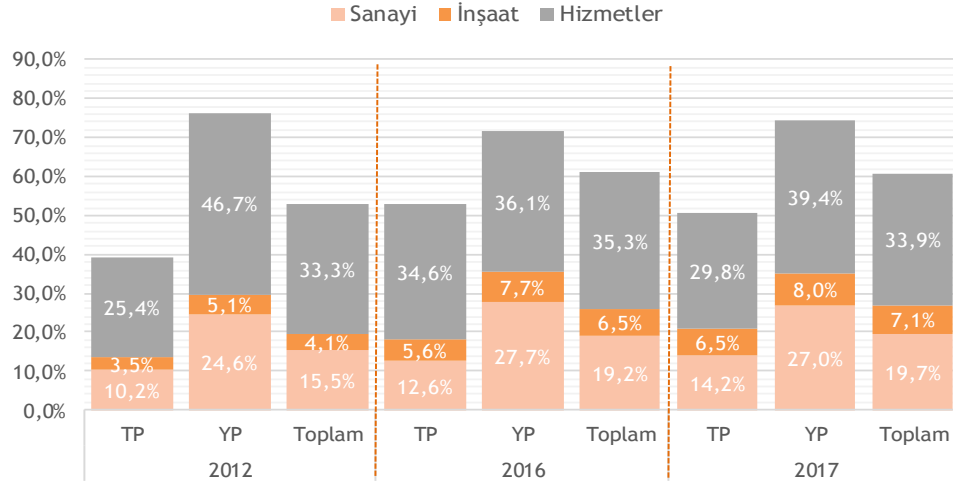
Grafik 40: Banka bazında TKO Tahminlerimiz

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Bankaların finansal tabloları

- **Önümüzdeki dönemde sektörlerin gelişimi kritik** - Konjonktürün getirdiği bir takım makro değişiklikleri göz önünde bulundurarak, büyük kurumlardan yapılandırma taleplerinin yanı sıra, iflas talebinde bulunabilecek firmaların gündemde yer aldığı bugünlerde sektörel gelişmeler ve riskleri artan sektörlerde kredi portföyü bulunan bankalar yakından izlenecektir.

31 Temmuz 2018 Salı

- Sektörde alacak portföyü büyük bankaların 2017 yılsonu finansal dipnotlarından derlediğimiz verilere göre, bankaların toplam kredi-alacak portföyü (risk ağırlıklı varlıkların hesaplamasında kullanılan) içerisinde sanayi sektörünün payı 2012’de %15,5 iken 2017 yılında %19,7 seviyesine çıkarken, inşaatın payı ise %4,1’den %7,1’e çıkmıştır.

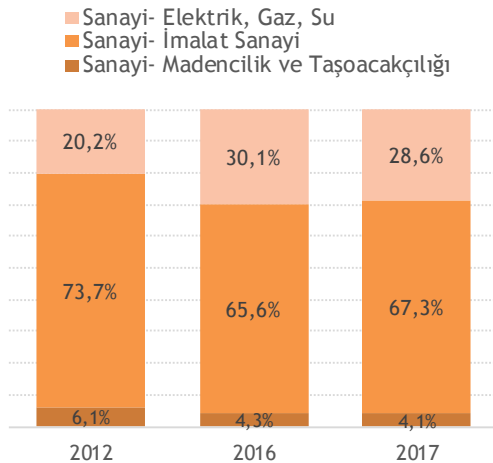
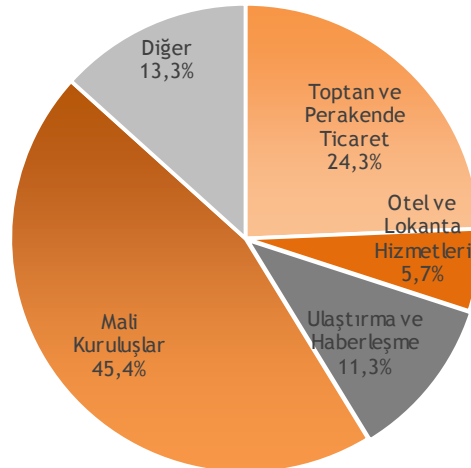
Grafik 41: Toplam Alacak Portföyünün Sektör Bazında Yıllara Göre Dağılımı (%)*

* İlgili tablolar Akbank, Albaraka Türk Katılım Bankası, Garanti Bankası, İş Bankası, Halk Bankası, TSKB, Vakıfbank, Yapı Kredi Bankası ve Ziraat Bankası'nın verilerinin toplamından oluşturulmuştur.

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Banka finansal tablo dipnotları (Kredi riskine ilişkin açıklamalar- Sektörlere veya karşı taraflara göre risk profili)

Önemli Not: Aşağıdaki bahsi geçen sektörel kırımlar bankaların dipnotlarında SYR hesaplamasında kullanılan tablolardan elde edilmiş olup, kıyaslanabilirlik ve genel fikir vermesi amacıyla oluşturulmuştur, veriler sadece kredi portföyü değil sektör bazında tüm alacak riskini yansıtmaktadır. Sektör bazında kredi portföyü riskinde bankaların kendi beyanı esastır.

- Sanayide enerjinin payı arttı** - Bankaların toplam alacak portföyünde Sanayi sektörünün alt kırılımında, enerji (elektrik-gaz-su) sektörünün payı 2012’de %20,2 iken 2017 yılında %28,6’ya çıkmıştır. Aynı dönemde imalat sanayinin payı ise %73,7’den %67,3’e gerilemiştir. 2017 yılsonu itibariyle, hizmet sektöründe en büyük paya %45 (2012: %55) ile mali kuruluşlar sahip iken, bunu %24 (2012: %24) ile toptan ve perakende ticaret takip etmiştir.

Grafik 42: Sanayi Sektörünün Kırılımı**Grafik 43: Hizmet Sektörünün Kırılımı**

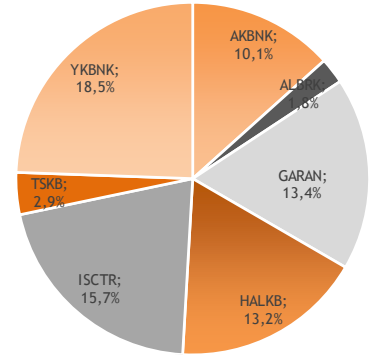
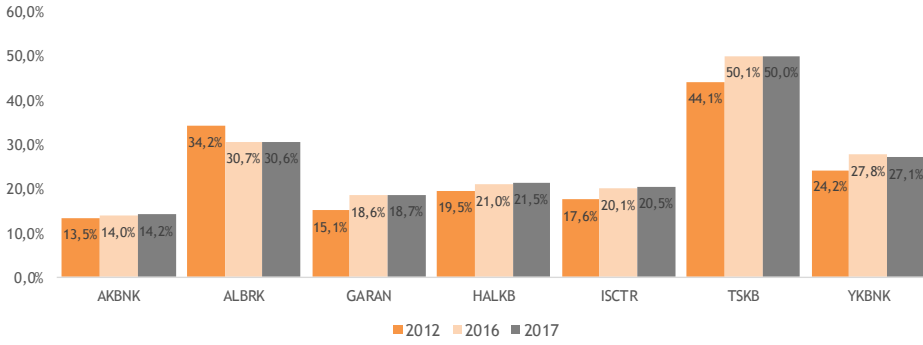
Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Banka finansal tablo dipnotları

31 Temmuz 2018 Salı

- **Sanayide en düşük pay Akbank'ın** - 2017 yılsonu verilerine göre, sanayi sektörüne sağlanan toplam kredilerde en düşük paya %10 ile mevduat bankaları arasında Akbank sahipken, en yüksek pay ise Yapı Kredi Bankası'na aittir. Yapı Kredi'nin toplam kredi portföyünde ise 2012 yılında %24 olan sanayi sektörünün payı 2017 yılında %27 düzeyine çıkarken, Garanti Bankası 2012 yılından 2017 yılına göre bu sektörde payını en çok arttıran mevduat bankası olarak görünmektedir.

Grafik 44: Sanayi - Bankaların Kredi Portföyündeki Ağırlığı

Grafik 45: Toplam İçindeki Pay, 2017

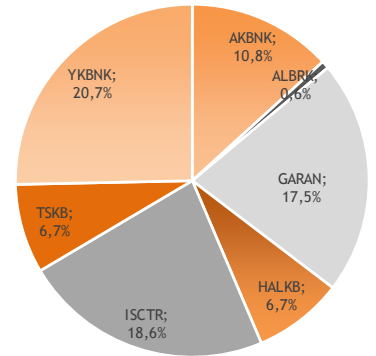
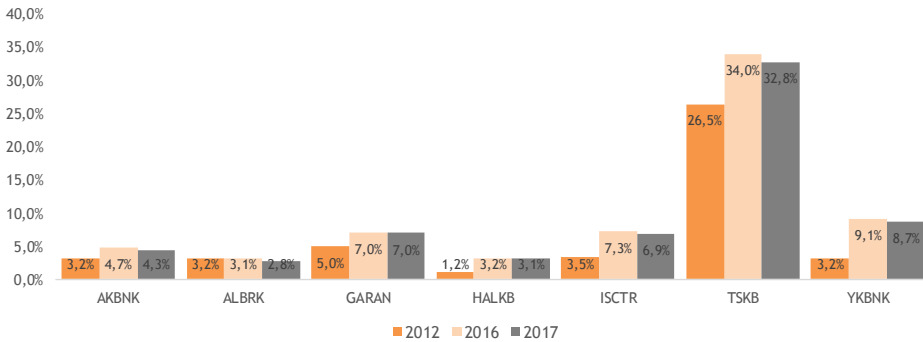


Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Banka finansal tablo dipnotları

- **TSKB'de enerji sektörünün payı %33** - TSKB'nin toplam enerji sektörüne sağlanan kredilerde pazar payı %6,7 olmasına karşın, kendi kredi portföy ağırlığı içerisinde payı %33 seviyesindedir. Bu oran 2012 yılında %26 düzeyindeydi. Mevduat bankaları arasında ise enerji sektöründe en yüksek paya sırasıyla Yapı Kredi Bankası ve İş Bankası sahiptir. Yapı Kredi Bankası'nın toplam kredi portföyündeki payı 2012'de %3,2 iken, 2017 yılında %8,7 düzeyine çıkmıştır.

Grafik 46: Sanayi (Elektrik, Gaz, Su)-Bankaların Kredi Portföyündeki Ağırlığı

Grafik 47: Toplam İçindeki Pay, 2017



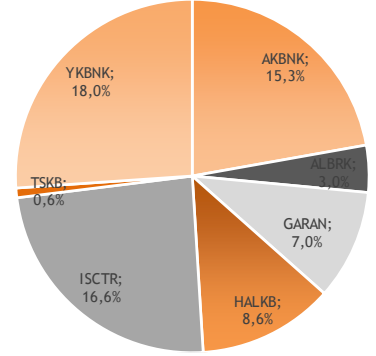
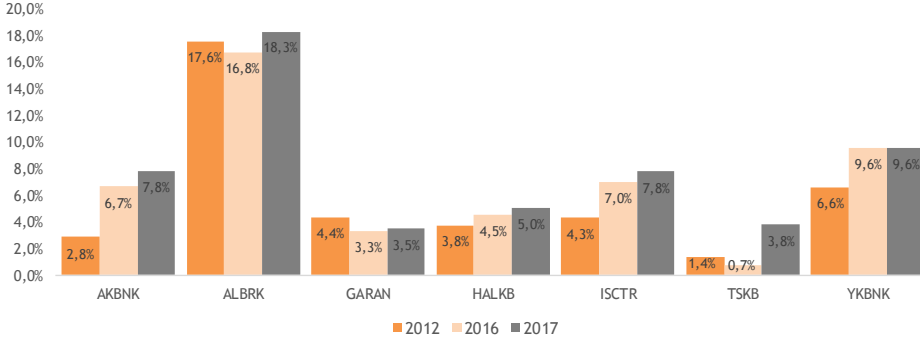
Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Banka finansal tablo dipnotları

31 Temmuz 2018 Salı

- **Albaraka'nın kredi portföyünün %18'i inşaat** - Albaraka Katılım Bankası'nın toplam inşaat sektörüne sağlanan kredilerde pazar payı %3,0 olmasına karşın, kendi kredi portföy ağırlığı içerisinde payı %18,3 seviyesindedir. Bu oran 2012 yılında %17,6 düzeyindeydi. Mevduat bankaları arasında ise inşaat sektöründe en yüksek paya sırasıyla Yapı Kredi Bankası ve İş Bankası sahiptir. Yapı Kredi Bankası'nın toplam kredi portföyündeki payı 2012'de %6,6 iken, %9,6 düzeyine çıkmıştır. Toplam içindeki payı %15,3 olan Akbank'ın 2012 yılından bu yana kredi portföyündeki ağırlığı %2,8'den %7,8'e çıkmıştır.

Grafik 48: İnşaat - Bankaların Kredi Portföyündeki Ağırlığı

Grafik 49: Toplam İçindeki Pay, 2017

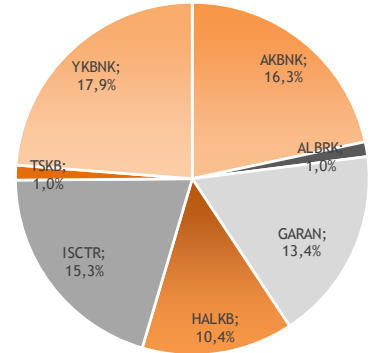
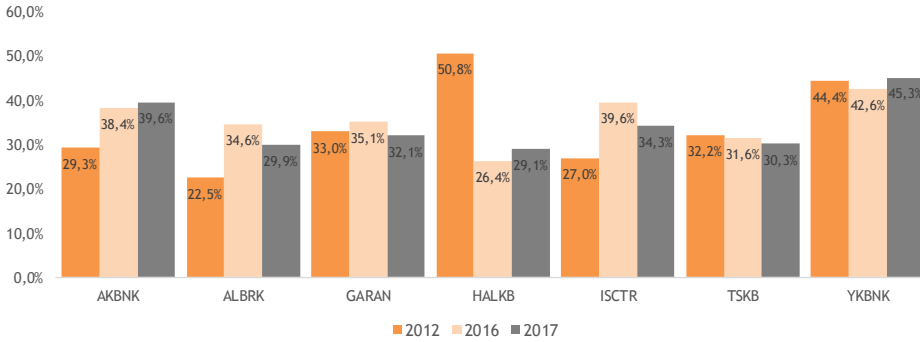


Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Banka finansal tablo dipnotları

- **Hizmet sektöründe en büyük pay Yapı Kredi'de** - Yapı Kredi Bankası'nın hizmet sektöründe payı %18 düzeyinde olup, bankanın toplam kredi portföyündeki ağırlığı %45 düzeyindedir. Bu oran 2012 yılında %44,3 düzeyindeydi. Diğer mevduat bankalarının payları genel olarak dengeli seyrederken, Halk Bankası'nın bu sektörde 2012 yılında %50 olan ağırlığı 2017 yılında %29 düzeyine gerilemiştir. Halk Bankası'nın sektörde toplamdaki payı %10 düzeyindedir.

Grafik 50: Hizmet - Bankaların Kredi Portföyündeki Ağırlığı

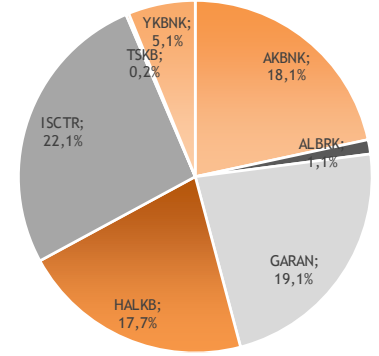
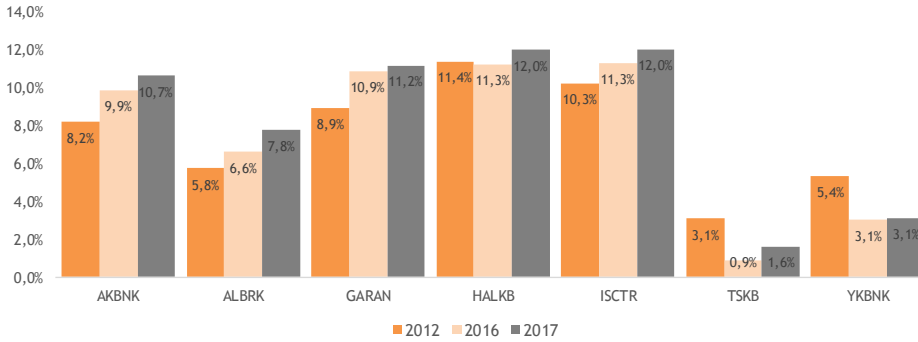
Grafik 51: Toplam İçindeki Pay, 2017



Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Banka finansal tablo dipnotları

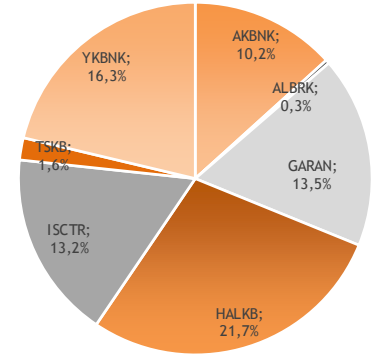
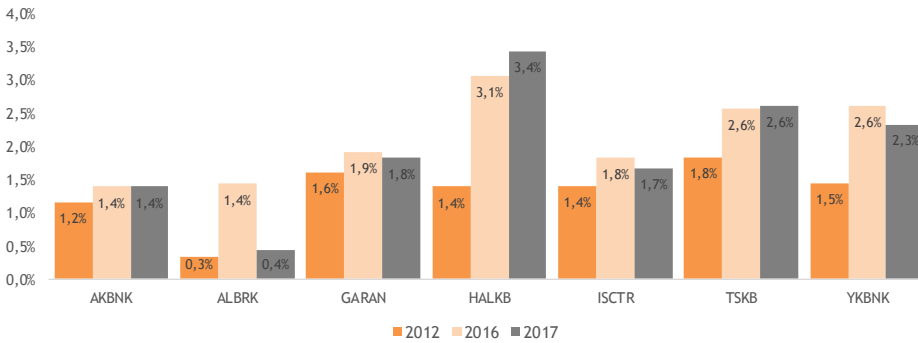
- **Toptan ve Perakende'de en büyük pay İş Bankası'nda** - İş Bankası'nın hizmet sektöründe faaliyet gösteren toptan ve perakende ticaret kredilerinde payı %22,1 düzeyinde olup, bankanın toplam kredi portföyündeki ağırlığı %12,0 düzeyindedir. Bu oran 2012 yılında %10,3 düzeyindeydi. Mevduat bankaları arasında en düşük paya ise %5,1 ile Yapı Kredi Bankası sahiptir. Akbank'ın ise toplam portföy ağırlığındaki payının 2012'deki %8,2'den 2017'de %10,7 düzeyine çıktığı görülmektedir. Böylece 2017'de bankanın toplam içindeki payı %18 düzeyine ulaşmıştır.

31 Temmuz 2018 Salı

Grafik 52: Hizmet (Toptan ve Perakende)-Bankaların Kredi Portföyündeki Ağırlığı Grafik 53: Toplam İçindeki Pay, 2017

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Banka finansal tablo dipnotları

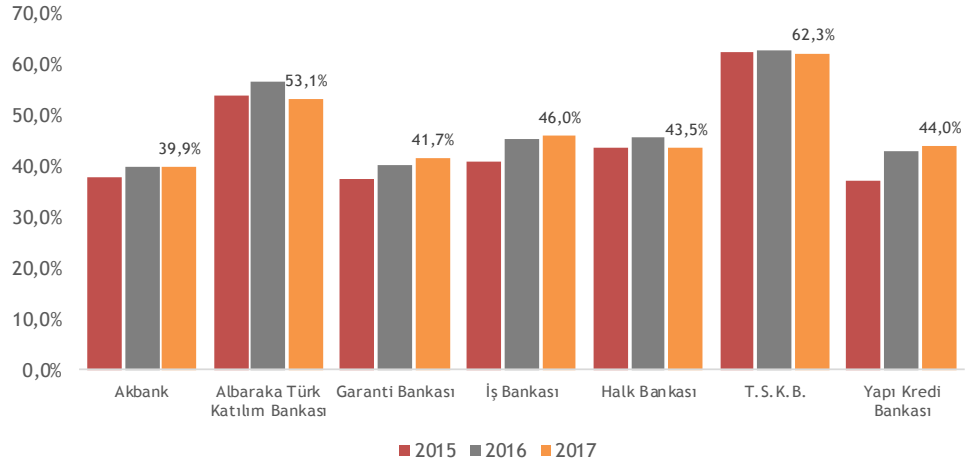
- **Halk Bankası'nın Turizm'de ağırlığı %3,4'e çıktı** - Halk Bankası'nın hizmet sektöründe faaliyet gösteren otel ve lokantalar için sağlanan kredilerde payı %21,7 olup, bu da en yüksek orana işaret etmektedir. Ancak bankanın toplam kredi portföyündeki ağırlığı %3,4 düzeyindedir. Bu oran 2012 yılında %1,4 düzeyindeydi. Mevduat bankaları arasında en yüksek payı olan diğer banka ise %16,3 ile Yapı Kredi Bankası iken, en düşük paya ise %10,2 ile Akbank sahiptir.

Grafik 54: Hizmet (Otel ve Lokanta)-Bankaların Kredi Portföyündeki Ağırlığı Grafik 55: Toplam İçindeki Pay, 2017

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Banka finansal tablo dipnotları

- **Kredi portföyü en dengeli bankalar** - Sektör bazında oluşabilecek risklerin minimize edilmesi için bankaların kredi portföylerini çeşitlendirmesinin kritik önemde olduğunu düşünüyoruz. Genel olarak yoğunlaşmanın çok fazla olmadığı Türk Bankaları arasında portföyü en dengeli olan bankaların Akbank, Garanti ve İş Bankası olduğunu düşünüyoruz.
- **Enflasyonun yüksek seyretmesinin, bankaların personel giderleri başta olmak üzere, faaliyet giderlerindeki enflasyon kaynaklı artış nedeniyle net karlılığı olumsuz etkileyebileceğini düşünüyoruz.** Mevsimsel faktörleri göz önünde bulundurduğumuzda, 2. ve 4. çeyrek faaliyet giderleri karlılık görünümü için yakından izlenecektir.

TÜFE artışı faaliyet giderlerinde artış baskısı yaratacak ...

Grafik 56: Toplam Giderlerde Personel Giderlerinin Ağırlığı, 2015-2017

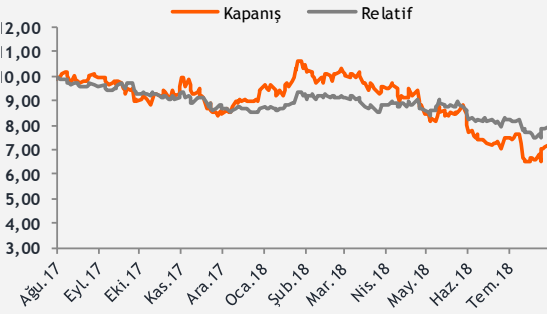
Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Banka finansal tablo dipnotları

31 Temmuz 2018 Salı

Sektör	: Bankacılık
Şirket	: Akbank
Hisse Kodu	: AKBNK - AKBNK TI, AKBNK IS
Fiyat (TL)	: 7,17
Hedef Fiyatı (TL)	: 8,52
Yükselme Potansiyeli	: 18,8%
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
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.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-4,65	-15,25	-28,16
Rölatif %	-4,29	-8,09	-19,54
En Yüksek (TL)	7,67	8,80	10,62
En Düşük (TL)	6,50	6,50	6,50

Yatırımcı Takvimi

3Ç18 Finansal Sonuçlar	24 Ekim 2018
4Ç18 Finansal Sonuçlar	31 Ocak 2019

Analist : Tuğba SAYGIN
İletişim : 0212 403 41 31
: tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr

Akbank - Verimlilik artış stratejisi avantaj sağlayacak

Optimizasyon stratejisi çerçevesinde şube sayısını 801 kadar düşüren Akbank'ın verimliliğini arttırmak yönündeki çalışmalarının artarak devam edeceğini düşünüyoruz. 2016 yılsonunda bankanın %35 seviyesinde olan gider/gelir oranının 2020 sonunda %32 seviyesine gerileyeceğini, grup 2 kredilerinin ağırlığındaki artışın yanı sıra TKO'da da 50 bp artış öngörüyoruz. Değerleme modelinde kullandığımız sermaye maliyetindeki artış sonucunda Akbank için hedef fiyatımızı 10,42 TL'den 8,52 TL'ye güncelliyoruz. Uzun vadede "TUT" olan önerimizi "AL" olarak revize ederken, kısa vadede ise "Endekse Paralel Getiri" önerisi veriyoruz.

TRY	Net Faiz Geliri (mnTL)	Net Kar (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K(x)	F/DD(x)
2015/12	7.195	2.995	0,749	0,142	9,6 x	1,1 x
2016/12	7.947	4.820	1,205	0,150	5,9 x	0,9 x
2017/12	10.545	6.039	1,510	0,225	4,7 x	0,7 x
2018/12T	13.083	6.436	1,609	0,309	4,5 x	0,6 x
2019/12T	14.269	7.372	1,843	0,361	3,9 x	0,6 x
2020/12T	15.693	8.417	2,104	0,420	3,4 x	0,5 x

- **Verimlilik ile ön planda olmaya devam --** Banka 2018 yılı birinci çeyrek itibariyle uyguladığı optimizasyon stratejisi çerçevesinde şube sayısını 801 kadar düşürdü. (2016: 841, 2015: 902) Böylece 2015 yılında 15,6 olan şube başına personel sayısı 17,3 düzeyine çıkmıştır. Hali hazırda benzerleri arasında en düşük gider/gelir oranına sahip bankanın önümüzdeki yıllarda verimliliğini arttırmak için atılımlar yapacağını düşünüyoruz. Yüksek seyreden enflasyonu göz önünde bulundurarak, 2016 yılsonunda bankanın %35 seviyesinde olan gider/gelir oranının 2020 sonunda %32 seviyesine gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Bu gelişmenin de bankanın karlılığını olumlu etkileyeceğini ve böylelikle benzerleri arasında pozitif ayrışma göstereceğini düşünüyoruz.
- **TKO %2,7'ye çıktı --** Akbank'ın 1Ç'de takipteki krediler portföyünde 774 mn TL'lik satış gerçekleştirilmesinin de etkisi ile 2017 yılsonunda %2,38 olan Takipteki Krediler Oranı (TKO) 1Ç18 itibariyle %2,0'ye gerilemiştir. Ancak bankanın kurumsal kredide intikalin gerçekleşmesi ile 2Ç'de %2,7 seviyesine çıkan TKO'nun önümüzdeki yıllarda hem büyümenin normalleşmesi hem de intikallerin devam etmesi sonucunda sektöre paralel 2019'da TKO'da 50 bp artış bekliyoruz.
- **Grup 2 kredilerinin ağırlığı %12'ye çıktı --** 2017 yılsonu itibariyle OTAŞ kredisini "Yakın İzlemedeki Krediler" altında sınıflandıran banka 2018 ilk çeyrekte yeniden yapılandırma sürecinde olan Yıldız Holding kredilerinin de TFRS 9 kapsamında grup 2'ye aldığını açıkladı. Böylece 2017 yılsonunda %5,4 seviyesinde olan grup 2 kredilerin toplam kredilere oranı 2018 ikinci çeyrekte %12,0 düzeyine çıkmıştır. Aynı dönemde grup 2 altında izlenen yapılandırmalar 2017 sonuna göre %149 oranında artış gösterdi. Orta vadede beklentimiz dahilinde olmasa da, bu gruptaki kredi oranının artması hem aktif kalitesi hem de karlılıkta bozulma yönünde artan risklere işaret etmektedir.
- **Karşılık giderlerinde artış bekliyoruz -** 2Ç'de bankanın OTAŞ kredisine yönelik karşılık oranını %30'a çıkarmasının (önceki: %25) yanı sıra TL'deki değer kaybından dolayı 2. aşama karşılık giderlerinde artışın etkisi ile toplam karşılık giderlerinde çeyrek bazda %150 artış gerçekleşmiş olup, buna bağlı olarak 2018 yılsonu için öngörümüzü yukarı yönlü revize ediyoruz. Ancak bankanın 2Ç'de kur etkisine karşı hedge uygulaması ve net faiz gelirlerini %15 yukarı revize etmemiz sayesinde karşılık giderlerindeki hızlı yükselişin yılsonu net kar tahminimiz üzerindeki etkisi sınırlı oldu. Akbank için 2018 yılı net kar beklentimizi %2 düşürerek 6,44 mlr olarak revize ediyoruz.
- **Değerleme ve Öneri -** Akbank için 10,42 TL olan hedef fiyatımızı 8,52 TL'ye güncelliyoruz. Hisse için kısa vadede önerimizi "Endeks Üzeri Getiri"den "Endekse Paralel Getiri"ye çekerken, Uzun Vadede ise "TUT" önerimizi "AL" a çıkartıyoruz.

31 Temmuz 2018 Salı

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Faiz Gelirleri	7.195	7.947	10.545	13.083	14.269	15.693
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	2.354	2.398	2.745	3.316	3.756	4.155
Net Ticari Kar/Zarar	55	947	-428	-622	-940	-926
Diğer Faaliyet Gelirleri	604	880	1.263	1.138	833	878
Toplam Bankacılık Gelirleri	10.208	12.172	14.125	16.915	17.918	19.799
Toplam Faaliyet Giderleri (-)	4.214	4.280	4.662	5.270	5.817	6.347
Karşılık Giderleri (-)	2.180	2.216	2.313	4.133	3.266	3.368
Temettü ve Diğer Gelirler	13	348	367	532	615	707
Vergi Öncesi Kar/Zarar	3.828	6.024	7.517	8.045	9.451	10.791
Vergi	833	1.204	1.478	1.609	2.079	2.374
Net Dönem Kar/Zarar	2.995	4.820	6.039	6.436	7.372	8.417
HBK	0,75	1,21	1,51	1,61	1,84	2,10

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Finansal varlıklar	88.856	104.018	114.134	137.284	152.973	168.310
-Nakit ve Bankalar	33.332	44.985	43.480	56.243	61.694	66.321
-Para Piyasalarından Alacaklar	0	0	1.552	1.621	1.845	2.120
-Menkul Değerler Portföyü	55.525	59.033	69.102	79.420	89.435	99.869
Krediler (Net)	141.763	161.828	190.509	209.346	234.594	262.421
-Donuk Alacaklar	3.373	4.267	4.533	6.278	8.191	10.369
-Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	3.226	4.112	4.380	9.810	13.075	16.443
Ortaklık Yatırımları	1.355	3.338	4.137	5.087	5.596	6.127
Maddi Duran Varlıklar	790	875	3.416	2.854	2.382	1.990
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	221	357	472	533	586	642
Diğer Aktifler	1.823	2.409	3.363	4.900	5.408	5.881
Toplam Aktifler	234.809	272.825	316.031	360.002	401.540	445.371
Mevduat	138.942	158.878	184.904	218.817	246.014	275.666
Para Piyasalarına Borçlar	22.829	25.383	27.283	16.819	18.227	19.136
Alınan Krediler	23.713	30.067	29.672	35.126	38.205	40.398
İhraç Edilen Menkul Değerler	11.266	10.617	13.853	14.197	15.766	17.346
Karşılıklar	3.770	4.161	4.981	1.329	596	413
Sermaye Benzeri Krediler	0	0	1.901	4.172	4.249	4.126
Diğer Yükümlülükler	7.599	11.342	13.012	24.531	27.708	30.937
Toplam Yükümlülükler	208.120	240.449	275.606	314.990	350.765	388.023
Özkaynaklar	26.689	32.376	40.425	45.012	50.775	57.349
Toplam Pasifler	234.809	272.825	316.031	360.002	401.540	445.371

Büyüme	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Kredi		14,2%	17,7%	9,9%	12,1%	11,9%
Mevduat		14,3%	16,4%	18,3%	12,4%	12,1%
Net Faiz Geliri		10,4%	32,7%	24,1%	9,1%	10,0%
Net Ücret & Komisyon Geliri		1,9%	14,5%	20,8%	13,3%	10,6%

Çarpanlar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
F/K	9,58	5,95	4,75	4,46	3,89	3,41
PD/DD	1,07	0,89	0,71	0,64	0,56	0,50

Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Faiz Marjı	3,2%	3,2%	3,6%	3,9%	3,8%	3,7%
Ort. Aktif Karlılığı	1,3%	1,9%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%
Ort. Özkaynak Karlılığı	11,7%	16,0%	16,0%	15,0%	15,3%	15,4%
Net Faiz Gelirleri/Toplam Gelirler	70,5%	65,3%	74,7%	77,3%	79,6%	79,3%
Net Ücret&Komisyon Gelirleri/Toplam Gelirler	23,1%	19,7%	19,4%	19,6%	21,0%	21,0%
Gider/Gelir Oranı	41,3%	35,2%	33,0%	31,2%	32,5%	32,1%
Şube Başına Kredi	223	279	334	359	402	445
Şube Başına Mevduat	154	189	231	274	310	349
Faaliyet Giderleri/Ort. Aktifler	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%
Takipteki Krediler Oranı	2,3%	2,6%	2,3%	2,9%	3,4%	3,8%
Takipteki Krediler Karşılık Oranı	95,6%	96,4%	96,6%	68,3%	68,3%	68,3%
Net Risk Maliyeti	1,6%	1,1%	0,7%	1,5%	1,1%	1,0%
Sermaye Yeterlilik Oranı	14,6%	14,3%	17,0%	32,4%	32,9%	33,9%
Kredi/Mevduat Oranı	102%	102%	103%	96%	95%	95%

Şirket	Akbank
Hisse Kodu	AKBNK - AKBNK Tİ, AKBNK İS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	7,17
Hedef Fiyat (TL)	8,52
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	28.680
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	34.080
Yükselme Potansiyeli	18,8%

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.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Güçlü SYR
- Yüksek verimlilik
- Yüksek aktif kalitesi

Zayıf Yönler

Fırsatlar

- Ekonomik büyümenin hız kazanması
- Yatırımların artması
- Düzenlemelerin yumuşatılması

Tehditler

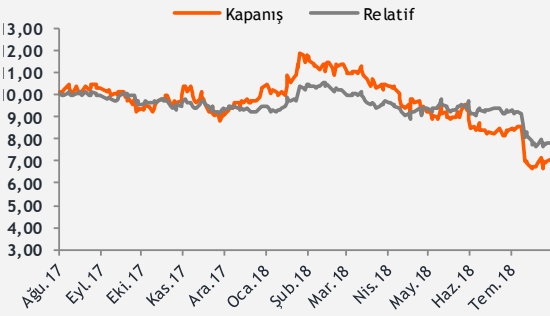
- Ekonomik konjoktürün bozulması
- Faiz oranlarında sert hareketler
- TL'de değer kaybı
- Jeopolitik risklerin artması

31 Temmuz 2018 Salı

Sektör	: Bankacılık
Şirket	: Garanti Bankası
Hisse Kodu	: GARAN - GARAN TI, GARAN IS
Fiyat (TL)	: 7,06
Hedef Fiyatı (TL)	: 9,30
Yükselme Potansiyeli	: 31,7%
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
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 ve Romanya'da uluslararası iştirakleri bulunmaktadır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-15,75	-23,34	-30,39
Rölatif %	-15,43	-16,87	-22,03
En Yüksek (TL)	8,59	9,53	11,85
En Düşük (TL)	6,64	6,64	6,64

Yatırımcı Takvimi

3Ç18 Finansal Sonuçları

25 Ekim

Analist : Tuğba SAYGIN
İletişim : 0212 403 41 31
tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr

Garanti Bankası - Karlılık oranlarını koruyacak..

Sektördeki güçlü konumu ve ihtiyatlı politikaları ile ön plana çıkan Garanti Bankası için özellikle sermaye maliyetinde gerçekleşen yukarı yönlü revizyon nedeniyle 11,40 TL olan hedef fiyatımızı 9,30 TL'ye düşürüyoruz. Kısa ve uzun vadede önerilerimizi de EPG (önceki EÜG) ve AL (önceki TUT) olarak güncelliyoruz. Banka'nın 2018 yılında özkaynak karlılık oranının %16,2 olarak bir önceki yıla (%16,3) göre paralel seyredeceğini tahmin etmekle birlikte, 2018 yılsonunda bankanın net risk maliyetinin 180 bp düzeyinde, TKO'nun ise %4,0 düzeyine çıkacağını öngörüyoruz.

TRY	Net Faiz Geliri (mnTL)	Net Kar (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K(x)	F/DD(x)
2015/12	9.241	3.407	0,811	0,135	8,7 x	1,0 x
2016/12	11.097	5.071	1,207	0,135	5,8 x	0,8 x
2017/12	14.468	6.344	1,510	0,298	4,7 x	0,7 x
2018/12T	15.825	7.283	1,734	0,366	4,1 x	0,6 x
2019/12T	17.480	8.170	1,945	0,409	3,6 x	0,6 x
2020/12T	18.849	9.135	2,175	0,464	3,2 x	0,5 x

■ **Grup 2 kredilere ihtiyatlı yaklaşım-** Bankanın ortağı BBVA tarafından tanımlanan UFRS 9 muhasebe kuralları doğrultusunda ihtiyatlı ve muhafazakar yaklaşıma sahip olan Garanti Bankası'nın yakın izlemedeki kredilerin (grup 2) toplam kredilere oranı 2018 yılı başından itibaren (TFRS 9 sonrası) %9,4'den 2018 ikinci çeyrek itibarıyla %17,3 seviyesine yükselmiştir. Banka ihtiyatlı yaklaşım sonucunda grup 2 kredilerinin yaklaşık %85'i ödemesi bir gün bile geçmemiş kredilerden oluşmaktadır. Ayrıca Grup 2 altında sınıflandırılan kredilerin (kredi riskinde önemli artış olanlar hariç) sektör dağılımını açıklayan bankanın 2Ç itibarıyla bu grup altında en yüksek ağırlığın %33 ile enerji sektöründe olduğu görülmektedir. Bunu %22 ile çözüm aşamasına yaklaşan Otaş kredisi nedeniyle Telekom sektörü takip etmektedir. Bankanın enerji sektörüne sağladığı kredilerin yaklaşık %50'si yenilenebilir enerji şirketleri, bu da nakit akışı açısından diğer enerji şirketlerine daha düşük risklere işaret etmektedir. Banka yönetimi enerji sektöründe petrol fiyatlarındaki yükseliş ve arz tarafında büyümenin yavaşlama ile toparlanma beklemektedir. Bankanın ihtiyatlı politikasını olumlu bulmakla birlikte, oluşabilecek riskler karşısında güçlü sermaye tabanı ve yüksek karşılık oranı nedeniyle bankanın bu riskleri bertaraf edebileceğini düşünüyoruz.

■ **TKO %3,0'e çıktı --** 2017 yılında hem güçlü büyümenin hem de önemli bir intikalin gerçekleşmemesi ile bankanın brüt risk maliyeti oldukça düşük seviyeye gerilerken, sorunlu kredi portföyünün satışı ile bankanın Takipteki Krediler Oranı (TKO) stabil seyretti. Ancak 2018 yılının ilk yarısında TFRS 9 standardına geçişin getirdiği değişikliklerin yanı sıra kur etkisinin yanı sıra intikal ve yapılandırılmaların etkisi bankanın net risk maliyeti %1,85 düzeyine ulaşmıştır. Bunun 23 bp'si makro parametrelerin güncellenmesi, 50 baz puanı TL'deki hızlı değer kaybından meydana gelirken, %100 hedge uygulandığı için 50 bp'lik artış net karı etkilememiştir.

■ **Karlılık beklentimizi revize ediyoruz -** Banka'nın 2018 ve 2019 yılları net kar tahminlerimizi yükselen karşılık giderlerine rağmen, verimlilik artışı ile daha düşük faaliyet giderleri ve daha yüksek çekirdek gelir tahmini doğrultusunda %6'şar artırarak sırasıyla 7,3 mtl TL ve 8,2 mtl TL'ye çıkartıyoruz. 2Ç'den itibaren kurumsal kredilerde intikallerde normalleşmenin başlaması ile beraber yılsonunda TKO'nun %4,0 düzeyine yaklaşacağını tahmin ediyoruz. 2018 yılsonu beklentilerinde revizyona giden banka 2018 yılsonu için %4,0-4,5 (takipteki alacak portföy satışı hariç) TKO öngördüğünü açıklamıştı.

■ **Değerleme --** Garanti Bankası için değerlemeye esas aldığımız sermaye maliyeti %16,8'den %20,4'e çıkartırken, düzeltilmiş özkaynak karlılık oranını ise %18,4'den %18,9'a yükseltiyoruz. Garanti Bankası için 11,40 TL olan hedef fiyatımızı 9,30 TL'ye düşürüyoruz. Ayrıca hisse için kısa vadede "Endeks Üzeri Getiri" olan önerimizi "Endekse Paralel Getiri" olarak güncellerken, Uzun Vadede ise "TUT" önerimizi "AL" olarak revize ediyoruz.

31 Temmuz 2018 Salı

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Faiz Gelirleri	9.241	11.097	14.468	15.825	17.480	18.849
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	2.923	3.152	3.680	4.749	5.416	5.986
Net Ticari Kar/Zarar	-1.076	-791	-1.916	-861	-981	-865
Diğer Faaliyet Gelirleri	917	1.364	982	2.048	1.239	1.209
Toplam Bankacılık Gelirleri	12.005	14.822	17.214	21.760	23.155	25.179
Toplam Faaliyet Giderleri (-)	5.883	6.119	6.518	7.256	8.087	8.884
Karşılık Giderleri (-)	2.218	2.815	3.160	6.063	5.429	5.497
Temettü ve Diğer Gelirler	405	405	615	760	836	914
Vergi Öncesi Kar/Zarar	4.309	6.293	8.151	9.201	10.475	11.712
Vergi	902	1.223	1.807	1.918	2.304	2.577
Net Dönem Kar/Zarar	3.407	5.071	6.344	7.283	8.170	9.135
HBK	0,81	1,21	1,51	1,73	1,95	2,18

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Finansal Varlıklar	81.865	84.104	98.659	105.760	118.692	131.929
- Nakit ve Bankalar	36.999	36.104	47.731	53.567	60.390	66.316
- Para Piyasalarından Alacaklar	61	352	0	0	0	0
- Menkul Değerler Portföyü	44.805	47.648	50.928	52.193	58.301	65.613
Krediler (Net)	159.140	186.048	209.680	236.942	265.909	297.724
- Donuk Alacaklar	4.404	5.273	5.408	9.760	12.934	16.038
- Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	3.568	4.267	4.359	11.836	15.987	20.207
Ortaklık Yatırımları	4.483	5.211	6.575	6.499	7.148	7.823
Maddi Duran Varlıklar	3.074	3.389	3.769	5.245	6.283	7.021
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	183	239	286	297	326	357
Diğer Aktifler	5.597	5.165	6.263	8.638	9.687	10.878
Toplam Aktifler	254.343	284.155	325.232	363.380	408.044	455.732
Mevduat	140.899	161.232	181.116	207.025	232.686	258.860
Para Piyasalarına Borçlar	15.068	9.769	16.665	6.614	7.415	8.340
Alınan Krediler	33.438	40.286	40.805	41.296	46.447	53.321
İhraç Edilen Menkul Değerler	14.199	16.437	19.291	21.808	24.551	27.125
Karşılıklar	4.911	5.029	7.395	4.308	4.750	5.203
Sermaye Benzeri Krediler	160	0	2.849	3.481	3.545	3.443
Diğer Yükümlülükler	14.687	15.863	15.780	31.222	35.040	39.227
Toplam Yükümlülükler	223.362	248.616	283.901	315.755	354.433	395.519
Özkaynaklar	30.981	35.539	41.331	47.625	53.611	60.213
Toplam Pasifler	254.343	284.155	325.232	363.380	408.044	455.732

Büyüme	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Kredi		16,9%	12,7%	13,0%	12,2%	12,0%
Mevduat		14,4%	12,3%	14,3%	12,4%	11,2%
Net Faiz Geliri		20,1%	30,4%	9,4%	10,5%	7,8%
Net Ücret & Komisyon Geliri		7,8%	16,8%	29,0%	14,1%	10,5%

Çarpanlar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
F/K	8,70	5,85	4,67	4,07	3,63	3,25
PD/DD	0,96	0,83	0,72	0,62	0,55	0,49

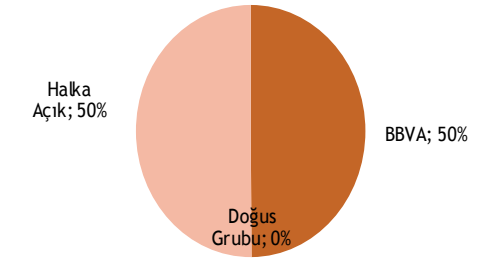
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Faiz Marjı	3,9%	4,2%	4,8%	4,7%	4,6%	4,4%
Ort. Aktif Karlılığı	1,4%	1,9%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%
Ort. Özkaynak Karlılığı	11,9%	15,1%	16,3%	16,2%	16,1%	15,9%
Net Faiz Gelirleri/Toplam Gelirler	77,0%	74,9%	84,0%	72,7%	75,5%	74,9%
Net Ücret & Komisyon Gelirleri/Toplam Gelirler	24,3%	21,3%	21,4%	21,8%	23,4%	23,8%
Gider/Gelir Oranı	49,0%	41,3%	37,9%	33,3%	34,9%	35,3%
Şube Başına Kredi	245	285	319	363	411	462
Şube Başına Mevduat	144	166	192	223	253	284
Faaliyet Giderleri/Ort. Aktifler	2,4%	2,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%
Takipteki Krediler Oranı	2,8%	2,8%	2,5%	4,0%	4,6%	5,1%
Takipteki Krediler Karşılık Oranı	81,0%	80,9%	80,6%	63,0%	63,0%	63,0%
Net Risk Maliyeti	1,1%	1,1%	0,7%	1,8%	1,6%	1,4%
Sermaye Yeterlilik Oranı	15,0%	16,2%	18,7%	19,1%	19,2%	19,2%
Kredi/Mevduat Oranı	113%	115%	116%	114%	114%	115%

Şirket	Garanti Bankası
Hisse Kodu	GARAN - GARAN T1, GARAN IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	7,06
Hedef Fiyat (TL)	9,30
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	29.652
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	39.060
Yükselme Potansiyeli	31,7%

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 ve Romanya'da uluslararası iştirakleri bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

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

Zayıf Yönler

- YP kredi payının yüksek olması

Fırsatlar

- Ekonomik büyümenin hız kazanması
- Yatırımların artması
- Düzenlemelerin yumuşatılması
-

Tehditler

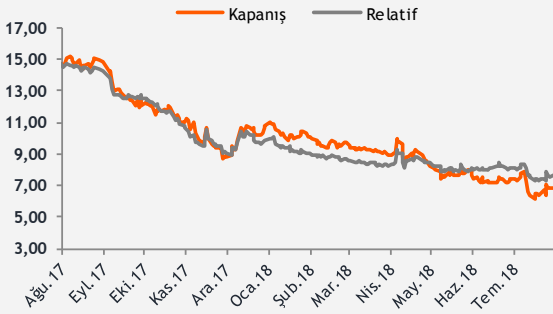
- Ekonomik konjoktürün bozulması
- Faiz oranlarında sert hareketler
- TL'de değer kaybı
- Jeopolitik risklerin artması

31 Temmuz 2018 Salı

Sektör	: Bankacılık
Şirket	: Halk Bankası
Hisse Kodu	: HALKB - HALKB TI, HALKB IS
Fiyat (TL)	: 6,89
Hedef Fiyatı (TL)	: 9,70
Yükselme Potansiyeli	: 40,8%
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. 2012'de gerçekleştirilen ikincil halka arz ile Banka'nın %48,9'u halka açık konumdadır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-6,89	-16,69	-53,35
Rölatif %	-6,54	-9,65	-47,75
En Yüksek (TL)	7,84	8,27	15,15
En Düşük (TL)	6,16	6,16	6,16

Yatırımcı Takvimi

2Ç18 Finansal Sonuçlar

9 Ağustos 2018

Analist : Tuğba SAYGIN
İletişim : 0212 403 41 31
tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr

Halkbank - Faiz duyarlılığı en yüksek banka...

Son yıllarda hızlı büyüme performansı sonucunda pazar payı kazanan Halk Bankası'nın TL ağırlıklı bilanço yapısı nedeniyle dezavantajlı olacağını düşünüyoruz. 2018 ikinci yarıda marjlarda daralma ve faaliyet giderlerinde bir miktar artış beklentimiz nedeniyle bankanın 2018 ve 2019 yılları için net kar tahminlerimizi aşağı yönlü revize ediyor, banka için 15,20 TL olan hedef fiyatımızı 9,70 TL'ye düşürüyoruz. Son 3 ayda BIST 100 endeksine göre %6,5 daha kötü performans gösteren Halk Bankası için kısa vadede "Endekse Paralel Getiri", cazip piyasa çarpanları nedeniyle Uzun Vadede ise "AL" önerimizi koruyoruz.

TRY	Net Faiz Geliri (mnTL)	Net Kar (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K(x)	F/DD(x)
2015/12	5.663	2.315	1,852	0,176	3,7 x	0,4 x
2016/12	6.957	2.558	2,047	0,185	3,4 x	0,4 x
2017/12	7.801	3.725	2,980	0,205	2,3 x	0,3 x
2018/12T	8.847	3.617	2,893	0,302	2,4 x	0,3 x
2019/12T	10.265	4.027	3,221	0,373	2,1 x	0,3 x
2020/12T	11.548	4.465	3,572	0,447	1,9 x	0,2 x

■ **Pazar payını arttırdı** - 2017 yılında KGF'nin de katkısı ile güçlü büyüme performansı (+%28,5) gösteren Halk Bankası'nın 2018 ilk çeyreğinde de yıllık %27,5 ile büyümesini sürdürdü. Böylece KOBİ segmentinde lider olan banka perakende kredilerin neredeyse tüm alt segmentlerinde pazar payı kazanarak toplam pazar payını %9,7 seviyesine çıkarmayı başardı. (2017/3: %9,0)

■ **Halk Bankası'nın Turizm'de ağırlığı %3,4'e çıktı** - Halk Bankası'nın hizmet sektöründe faaliyet gösteren otel ve lokantalar için sağlanan kredilerde payı 2017 yılsonunda %21,7 olup, bu da mevduat bankaları arasında en yüksek orana işaret etmektedir. Ancak bu sektörün bankanın toplam alacak portföyündeki ağırlığı %3,4 düzeyindedir. Artan yabancı turist sayısı vb. sektöre ilişkin genel seyir pozitif olarak değerlendirdiğimizde, beklentimiz dahilinde olmamakla birlikte, sektöre yönelik gelişebilecek olumsuz gelişmeler bankanın sektöre oranla daha kırılgan olduğunu düşünüyoruz.

■ **Faiz duyarlılığı yüksek** - TL ağırlıklı bilanço nedeniyle Halk Bankası'nın TL faiz oranlarındaki duyarlılığı mevduat bankaları arasında en yüksek konumdadır. Önümüzdeki dönemde faiz oranlarındaki yaşanan dalgalanmaların bankayı bir miktar olumsuz etkilemesini bekliyoruz. Yüksek enflasyon nedeniyle menkul kıymetlerden daha iyi gelir beklentimize karşın vade uyumsuzluğu nedeniyle sektöre paralel 3Ç ve 4Ç'de Net Faiz Marjı'nda bir miktar daralma tahmin ediyoruz. 2018 yılının tamamı için bankanın Net Faiz Marjı'nda yıllık bazda 10 bp gerileme bekliyoruz.

■ **2Ç'de temettü geliri net karı olumlu etkileyecek** -- Halk Bankası'nın 2Ç'de 1,06 mİr TL net kar açıklamasını bekliyoruz. 2Ç'de güçlü kredi ve mevduat büyümesi öngördüğümüz Halk Bankası'nın YP kredi-mevduat farkındaki yükselişi ve TÜFE'ye endeksli menkul kıymet gelirlerindeki artışın etkisi ile net faiz gelirlerinde çeyrek bazda %9,9 artış öngörüyoruz. 2Ç'de bankanın çeyrek bazda %10,5, yıllık bazda %19,1 artış göstermesini tahmin ettiğimiz faaliyet giderlerinin net kardaki yükselişi sınırlayacağını ancak bu dönemde kaydedilecek olan 308 mİn TL'lik temettü gelirinin bu düşüşü telafi edeceğini değerlendiriyoruz. Banka 1Y finansallarını 9 Ağustos'ta açıklayacak.

■ **Aktif kalitesi** - Bankanın 1Ç itibarıyla hem önemli büyüklükte intikalin gerçekleşmemesi hem de hızlı kredi büyümesinin etkisi ile TKO %2,82 düzeyine gerilemiştir. Aynı dönemde TFRS 9 sonrasında bankanın yakın izlemedeki krediler oranı %3,5 olup, benzerlerine göre en düşük orana sahiptir.

■ **Değerleme** - Halkbank için değerlemeye esas aldığımız sermaye maliyetini %17,9'den %22,0'ye çıkarırken, özkaynak karlılık oranını ise %17,0'den %16,2'ye çekiyoruz. Böylece Halkbank için 15,20 TL olan hedef fiyatımızı 9,70 TL'ye düşürüyoruz. Son 3 ayda BIST 100 endeksine göre %6,5 daha kötü performans gösteren Halk Bankası için kısa vadede "Endekse Paralel Getiri", cazip piyasa çarpanları nedeniyle Uzun Vadede ise "AL" önerimizi koruyoruz.

31 Temmuz 2018 Salı

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Faiz Gelirleri	5.663	6.957	7.801	8.847	10.265	11.548
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	1.194	1.375	2.027	2.089	2.352	2.538
Net Ticari Kar/Zarar	-262	150	36	9	-78	-69
Diğer Faaliyet Gelirleri	862	573	601	768	842	1.042
Toplam Bankacılık Gelirleri	7.457	9.055	10.464	11.713	13.381	15.058
Toplam Faaliyet Giderleri (-)	3.489	3.864	4.553	5.406	6.322	7.285
Karşılık Giderleri (-)	1.302	2.106	1.469	2.051	2.247	2.439
Temettü ve Diğer Gelirler	189	267	267	308	350	390
Vergi Öncesi Kar/Zarar	2.856	3.352	4.710	4.565	5.162	5.724
Vergi	540	793	984	949	1.136	1.259
Net Dönem Kar/Zarar	2.315	2.558	3.725	3.617	4.027	4.465
HBK	1,85	2,05	2,98	2,89	3,22	3,57

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Finansal varlıklar	53.993	65.236	92.990	108.867	124.288	141.487
-Nakit ve Bankalar	25.838	31.660	42.467	46.673	51.269	56.587
-Para Piyasalarından Alacaklar	0	0	1.259	4.324	5.102	5.946
-Menkul Değerler Portföyü	28.155	33.576	49.265	57.870	67.917	78.954
Krediler (Net)	126.745	158.354	203.464	244.540	280.140	319.495
-Donuk Alacaklar	3.974	5.140	6.107	7.455	9.068	10.735
-Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	3.028	3.964	4.779	8.327	10.524	12.897
Ortaklık Yatırımları	2.913	3.146	3.960	4.533	4.988	5.462
Maddi Duran Varlıklar	2.099	2.314	2.536	2.542	2.527	2.499
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	77	89	114	115	127	139
Diğer Aktifler	1.901	2.301	2.287	3.090	3.606	4.169
Toplam Aktifler	187.729	231.441	305.351	363.688	415.676	473.250
Mevduat	122.146	150.263	193.227	227.194	260.400	297.266
Para Piyasalarına Borçlar	8.410	17.847	34.608	49.603	57.568	66.292
Alınan Krediler	20.262	18.968	17.018	18.451	20.087	22.010
İhraç Edilen Menkul Değerler	8.905	12.434	11.355	14.159	15.588	17.235
Karşılıklar	2.487	3.381	4.078	2.766	3.157	3.526
Sermaye Benzeri Krediler	0	0	1.004	973	934	898
Diğer Yükümlülükler	6.095	7.231	18.684	21.504	25.276	29.376
Toplam Yükümlülükler	168.305	210.124	279.974	334.650	383.010	436.603
Özkaynaklar	19.424	21.317	25.377	29.038	32.666	36.647
Toplam Pasifler	187.729	231.441	305.351	363.688	415.676	473.250

Büyüme	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Kredi	29,4%	18,8%	22,1%	21,6%	18,4%	14,2%
Mevduat	23,0%	28,6%	17,6%	14,6%	12,5%	7,9%
Net Faiz Geliri	22,8%	12,1%	13,4%	16,0%	12,5%	7,9%
Net Ücret & Komisyon Geliri	15,2%	47,4%	3,0%	12,6%	7,9%	7,9%

Çarpanlar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
F/K	3,72	3,37	2,31	2,38	2,14	1,93
PD/DD	0,44	0,40	0,34	0,30	0,26	0,24

Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Faiz Marjı	3,3%	3,4%	2,9%	2,6%	2,6%	2,6%
Ort. Aktif Karlılığı	1,3%	1,2%	1,4%	1,0%	1,0%	1,0%
Ort. Özkaynak Karlılığı	12,7%	12,2%	15,5%	13,0%	12,8%	12,7%
Net Faiz Gelirleri/Toplam Gelirler	75,9%	76,8%	74,5%	75,5%	76,7%	76,7%
Net Ücret&Komisyon Gelirleri/Toplam Gelirler	16,0%	15,2%	19,4%	17,8%	17,6%	16,9%
Gider/Gelir Oranı	46,8%	42,7%	43,5%	46,1%	47,2%	48,4%
Şube Başına Kredi	193	241	298	351	387	428
Şube Başına Mevduat	129	157	199	229	257	286
Faaliyet Giderleri/Ort. Aktifler	2,0%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%
Takipteki Krediler Oranı	3,2%	3,2%	2,9%	3,0%	3,1%	3,3%
Takipteki Krediler Karşılık Oranı	76,2%	77,1%	78,3%	79,5%	79,5%	79,5%
Net Risk Maliyeti	0,8%	1,3%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%
Sermaye Yeterlilik Oranı	13,8%	13,1%	14,2%	13,7%	13,4%	13,3%
Kredi/Mevduat Oranı	104%	105%	105%	108%	108%	107%

Şirket	Halk Bankası
Hisse Kodu	HALKB - HALKB TL, HALKB IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	6,89
Hedef Fiyat (TL)	9,70
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	8.613
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	12.125
Yükselme Potansiyeli	40,8%

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. 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 kullanımı

Zayıf Yönler

- TL ağırlıklı bilanço
- Aktif silme politikası

Fırsatlar

- Ekonomik büyümenin hız kazanması
- Yatırımların artması
- Düzenlemelerin yumuşatılması

Tehtidler

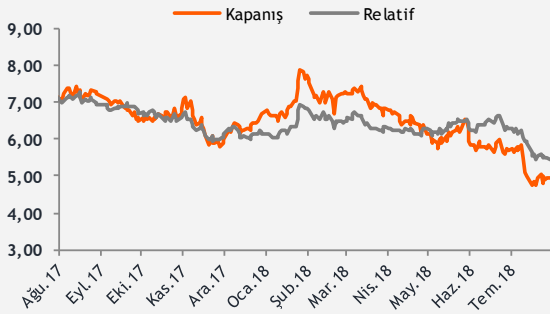
- Ekonomik konjoktürün bozulması
- Faiz oranlarında sert hareketler
- TL'de değer kaybı
- Jeopolitik risklerin artması

31 Temmuz 2018 Salı

Sektör	: Bankacılık
Şirket	: İş Bankası (C)
Hisse Kodu	: ISCTR - ISCTR TI, ISCTR IS
Fiyat (TL)	: 4,95
Hedef Fiyatı (TL)	: 6,78
Yükselme Potansiyeli	: 37,0%
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, 364,4 mlr TL aktif büyüklüğü ile Türkiye'nin en büyük özel bankasıdır. Bankanın yurt içinde 1.370 şubesi, yurt dışında ise 22 şubesi bulunmaktadır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-13,16	-19,64	-32,92
Rölatif %	-12,83	-12,85	-24,87
En Yüksek (TL)	5,82	6,52	7,88
En Düşük (TL)	4,77	4,77	4,77

Yatırımcı Takvimi

2Ç18 Finansal Sonuçları

1 Ağustos 2018

Analist : Tuğba SAYGIN
İletişim : 0212 403 41 31
tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr

İş Bankası - TKO yükselmeye başlayacak...

İş Bankası'nın 2018 ilk çeyrek itibarıyla grup 2 kredilerin ağırlığının 339 bp artmasının ardından 2Ç'den itibaren takipteki kredilerde artış bekliyoruz. 2018 ve 2019 yılları için bankanın karşılık ve faaliyet giderlerinde gerçekleştirdiğimiz bir miktar yukarı yönlü revizyona karşın, daha iyi gelir beklentisi neticesinde bu yıllara ilişkin net kar tahminimizi arttırıyoruz. İş Bankası için değerlemede kullandığımız sermaye maliyeti oranındaki artış nedeniyle 8,70 TL olan hedef fiyatımızı 6,78 TL'ye düşürmekle beraber, cazip çarpanları nedeniyle Uzun Vadede "AL" önerimizi koruyoruz.

TRY	Net Faiz Geliri (mnTL)	Net Kar (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K(x)	F/DD(x)
2015/12	8.985	3.083	0,685	0,187	7,2 x	0,7 x
2016/12	10.837	4.701	1,045	0,126	4,7 x	0,6 x
2017/12	13.208	5.308	1,180	0,261	4,2 x	0,5 x
2018/12T	14.859	5.759	1,280	0,293	3,9 x	0,5 x
2019/12T	16.077	6.167	1,370	0,308	3,6 x	0,4 x
2020/12T	16.770	6.708	1,491	0,346	3,3 x	0,4 x

■ **2Ç'de aktif kalitesinde bozulma görülecek** – 2Ç'de bankanın çekirdek gelirlerindeki artışa karşın özellikle faaliyet ve karşılık giderlerindeki artışın net karı olumsuz etkileyeceğini değerlendiriyoruz. Ayrıca diğer bir önemli gelişme TKO tarafında görülebilecek artış. Yılsonu %3,0'un altında Takipteki Krediler Oranı (TKO) hedefleyen bankanın sektöre paralel 3. aşama karşılık giderlerinin yüksek seyretmesi ile %2,6 düzeyine çıkacağını öngörüyoruz. Bankanın 2018 yılının ikinci çeyreğinde yıllık olarak %11,1 artış ve çeyrekse olarak %23,5 düşüş ile 1,38 mlr TL net kar açıklamasını öngörmekteyiz. Yılsonu için Takipteki Krediler Oranı (TKO)'nun 2018'de %2,5, %2019'da %3,1 düzeyine çıkacağını düşünüyoruz. Banka 2018 ilk yarı finansallarını 1 Ağustos'ta açıklayacak.

■ **Vadesiz mevduat tabanı en geniş banka** -- 2018 ilk çeyrek itibarıyla %25,3 vadesiz mevduat/toplam mevduat oranı ile vadesiz mevduat tabanı en geniş banka İş Bankası olarak görünmektedir. Şube sayısının ve yaygınlığının sağladığı avantaj ile banka 2010 yılından bu yana bu oranı yaklaşık 5 puan arttırmayı başararak sektörde olumlu ayrışma gösterdi. Ancak yüksek seyreden enflasyonun faaliyet giderlerinde olumsuz etkisinin yanı sıra bankanın önümüzdeki dönemde gider/gelir oranında yatay bir seyir öngörüyoruz.

■ **Grup 2 kredilerin oranı %8,3'e çıktı** - TFRS 9 standardına geçiş sürecinden kaynaklanan etkinin yanı sıra enerji sektörü başta olmak üzere bazı büyük ölçekli kurumsal kredilerin "Yakın İzlemedeki Krediler" (Grup 2) altında sınıflandırılması sonucunda, bankanın grup 2 krediler oranı 2017'deki %5,0'den 2018 yılının ilk çeyreğinde %8,3'e seviyesine çıktı. Aynı dönem itibarıyla bankanın grup 2 kredilerin altında izlenen yapılandırılmalar yılsonuna göre %10,2 artış göstermiştir. İş Bankası'nın sahip olduğu ihtiyatlı yaklaşım ile riskleri bertaraf edebileceğini düşünüyoruz. Ayrıca Banka'nın 1Ç itibarıyla 1,55 mlr TL tutarında serbest karşılığı bulunmaktadır.

■ **2018 ve 2019 yılı tahminlerimiz** - 2018 ve 2019 yılları için bankanın karşılık ve faaliyet giderlerinde gerçekleştirdiğimiz bir miktar yukarı yönlü revizyona karşın, daha iyi gelir beklentisi neticesinde bu yıllara ilişkin net kar tahminimizi sırasıyla %5,0 ve %13 olmak üzere arttırdık.

■ **Değerleme** - Değerlememizde esas aldığımız sermaye maliyetinin yukarı yönlü revizyonu sonucunda İş Bankası için 8,70 TL olan hedef fiyatımızı 6,78 TL'ye düşürmekle beraber, cazip çarpanları nedeniyle Uzun Vadede "AL" önerimizi koruyoruz. Önümüzdeki dönemde fiyat performansını etkileyebilecek katalizör olmaması nedeniyle kısa vadede ise "Endeks Üzeri Getiri" olan önerimizi "Endekse Paralel Getiri" olarak güncelliyoruz. Banka hisseleri 2019 tahminlerimize göre, 3,6x F/K, 0,4x F/DD çarpanları ile işlem görmektedir.

31 Temmuz 2018 Salı

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Faiz Gelirleri	8.985	10.837	13.208	14.859	16.077	16.770
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	2.389	2.840	3.374	3.938	4.338	4.735
Net Ticari Kar/Zarar	-869	-817	-1.878	-2.160	-2.243	-1.843
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.109	1.314	1.156	1.522	1.223	1.420
Toplam Bankacılık Gelirleri	11.614	14.175	15.859	18.159	19.395	21.081
Toplam Faaliyet Giderleri (-)	6.327	6.506	7.396	8.305	9.136	9.905
Karşılık Giderleri (-)	2.058	2.598	2.633	4.020	3.638	3.913
Temettü ve Diğer Gelirler	555	683	718	1.374	1.285	1.337
Vergi Öncesi Kar/Zarar	3.784	5.754	6.549	7.208	7.906	8.600
Vergi	701	1.053	1.241	1.449	1.739	1.892
Net Dönem Kar/Zarar	3.083	4.701	5.308	5.759	6.167	6.708
HBK	0,69	1,04	1,18	1,28	1,37	1,49

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Finansal varlıklar	79.214	87.924	97.852	113.939	128.716	144.396
-Nakit ve Bankalar	33.170	34.655	38.423	45.398	51.153	56.183
-Para Piyasalarından Alacaklar	0	0	0	0	0	0
-Menkul Değerler Portföyü	46.044	53.269	59.428	68.541	77.563	88.213
Krediler (Net)	177.932	204.256	240.164	271.537	304.274	339.212
-Donuk Alacaklar	3.604	4.944	5.403	7.288	9.815	12.533
-Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	2.707	3.831	4.647	10.479	14.113	18.022
Ortaklık Yatırımları	9.394	10.442	13.802	15.264	16.796	18.391
Maddi Duran Varlıklar	4.350	4.384	4.449	4.239	4.054	3.894
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	354	374	557	585	644	705
Diğer Aktifler	4.472	4.243	5.416	6.138	6.863	7.696
Toplam Aktifler	275.716	311.624	362.241	411.703	461.346	514.295
Mevduat	153.801	177.359	203.751	232.381	262.502	295.490
Para Piyasalarına Borçlar	20.089	20.593	19.833	24.765	27.644	31.137
Alınan Krediler	28.408	30.884	38.424	38.718	43.591	47.981
İhraç Edilen Menkul Değerler	19.761	22.465	25.911	31.671	35.672	39.218
Karşılıklar	7.679	7.919	9.596	7.949	8.948	9.874
Sermaye Benzeri Krediler	4.047	4.930	8.288	8.404	8.012	7.565
Diğer Yükümlülükler	9.895	11.514	13.454	19.101	21.331	23.998
Toplam Yükümlülükler	243.681	275.663	319.257	362.989	407.700	455.264
Özkaynaklar	32.035	35.961	42.984	48.714	53.646	59.031
Toplam Pasifler	275.716	311.624	362.241	411.703	461.346	514.295

Büyüme	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Kredi		14,8%	17,6%	13,1%	12,1%	11,5%
Mevduat		15,3%	14,9%	14,1%	13,0%	12,6%
Net Faiz Geliri		20,6%	21,9%	12,5%	8,2%	4,3%
Net Ücret & Komisyon Geliri		18,9%	18,8%	16,7%	10,2%	9,1%

Çarpanlar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
F/K	7,23	4,74	4,20	3,87	3,61	3,32
PD/DD	0,70	0,62	0,52	0,46	0,42	0,38

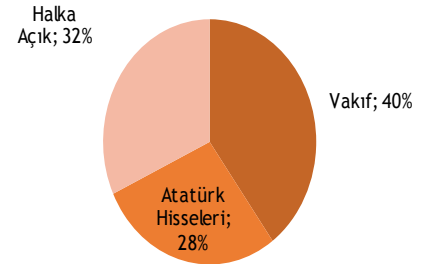
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Faiz Marjı	3,5%	3,9%	4,0%	4,0%	3,8%	3,5%
Ort. Aktif Karlılığı	1,1%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%
Ort. Özkaynak Karlılığı	10,4%	13,5%	13,2%	12,3%	11,9%	11,7%
Net Faiz Gelirleri/Toplam Gelirler	77,4%	76,5%	83,3%	81,8%	82,9%	79,5%
Net Ücret&Komisyon Gelirleri/Toplam Gelirler	20,6%	20,0%	21,3%	21,7%	22,4%	22,5%
Gider/Gelir Oranı	54,5%	45,9%	46,6%	45,7%	47,1%	47,0%
Şube Başına Kredi	178	211	249	302	339	377
Şube Başına Mevduat	112	129	149	170	192	217
Faaliyet Giderleri/Ort. Aktifler	2,4%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%
Takipteki Krediler Oranı	2,0%	2,4%	2,2%	2,6%	3,1%	3,6%
Takipteki Krediler Karşılık Oranı	75,1%	77,5%	86,0%	69,5%	69,5%	69,5%
Net Risk Maliyeti	0,9%	0,8%	0,7%	1,0%	0,9%	0,8%
Sermaye Yeterlilik Oranı	15,7%	15,2%	16,7%	16,0%	15,6%	15,3%
Kredi/Mevduat Oranı	116%	115%	118%	117%	116%	115%

Şirket	İş Bankası (C)
Hisse Kodu	ISCTR - ISCTR TI, ISCTR IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	4,95
Hedef Fiyat (TL)	6,78
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	22.275
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	30.510
Yükselme Potansiyeli	37,0%

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, 364,4 mrl TL aktif büyüklüğü ile Türkiye'nin en büyük özel bankasıdır. Banka'nın yurt içinde 1.370 şubesi, yurt dışında ise 22 şubesi bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

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

Zayıf Yönler

- Yüksek TL kredi-mevduat oranı
- Sandık açığının finanse edilmesi

Fırsatlar

- Ekonomik büyümenin hız kazanması
- Yatırımların artması
- Düzenlemelerin yumuşatılması

Tehditler

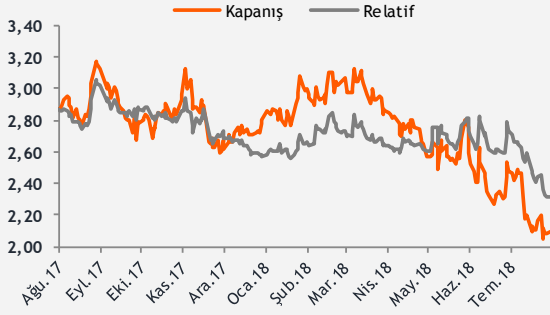
- Ekonomik konjoktürün bozulması
- Faiz oranlarında sert hareketler
- TL'de değer kaybı
- Jeopolitik risklerin artması

31 Temmuz 2018 Salı

Sektör	: Bankacılık
Şirket	: Yapı Ve Kredi Bankası
Hisse Kodu	: YKBNK - YKBNK TI, YKBNK IS
Fiyat (TL)	: 2,10
Hedef Fiyatı (TL)	: 2,51
Yükselme Potansiyeli	: 19,5%
Öneri / Kısa Vade	: Endeks Üzeri Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 8447,1
HAO (%)	: 18%

1944 yılında Türkiye'nin perakende bankacılık odaklı ilk ulusal çaplı özel bankası olarak kurulan Yapı Kredi Bankası, 2006 yılında Koçbank ile birleşmiştir. 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.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-15,32	-18,12	-28,53
Rölatif %	-15,00	-11,20	-19,96
En Yüksek (TL)	2,49	2,80	3,18
En Düşük (TL)	2,05	2,05	2,05

Yatırımcı Takvimi

2Ç18 Finansal Sonuçlar

31 Temmuz 2018

Analist : Tuğba SAYGIN
İletişim : 0212 403 41 31
tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr

YKB - SYR'ye ilişkin riskler ortadan kalktı...

Yapı Kredi Bankası'nın 2018 yılında sermaye pozisyonunun güçlendirilmesi dahil olmak üzere bankanın zayıf olduğu birçok alanda iyileşme getirecek hedefler açıklamasını olumlu karşılıyoruz. 2020'de temettü dağıtımına yeniden başlamayı hedefleyen banka için 2,33 TL olan hedef fiyatımızı 2,51 TL'ye çıkartıyoruz. Açıklanan hedeflerin bankanın hisse performansı için katalizör olduğunu ve buna paralel önerilerimizi yukarı yönlü güncelliyoruz.

TRY	Net Faiz Geliri (mnTL)	Net Kar (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K(x)	F/DD(x)
2015/12	6.842	1.861	0,22	0,00	9,5 x	0,8 x
2016/12	7.635	2.933	0,35	0,00	6,0 x	0,7 x
2017/12	9.211	3.614	0,43	0,00	4,9 x	0,6 x
2018/12T	10.933	4.487	0,53	0,00	4,0 x	0,5 x
2019/12T	11.842	4.540	0,54	0,08	3,9 x	0,4 x
2020/12T	12.563	5.652	0,67	0,11	3,1 x	0,4 x

- **Bedelli sermaye artırımı SYR'yi güçlendirecek** -- Yapı Kredi Bankası'nın yaklaşık 4,1 mlr TL'lik sermaye artırımının bankanın sermayesini güçlendireceği için gelişmeyi orta-uzun vadede hem finansallar hem de hisse performansı için olumlu buluyoruz. Yaptığımız hesaplama göre, Banka'nın 2017 yılsonunda %10,91 ile sektör ortalamasının altında seyreden çekirdek Sermaye Yeterlilik Rasyo (SYR)'sünün sermaye artırımını ardından 164 bp artış ile %12,6 düzeyine çıkmasını, SYR'sinin ise yaklaşık %16 düzeyine ulaşacağını tahmin ediyoruz.
- **2020'de temettü ödemesi hedefleniyor** -- 2020 yılı strateji ve hedeflerini açıklayan Yapı Kredi Bankası, sermaye pozisyonunun güçlendirilmesi dahil olmak üzere bankanın zayıf olduğu birçok alanda iyileşme hedefliyor. 2020 yılında $\geq$ %17 ortalama maddi özkaynak karlılığı, $\geq$ %1,7 seviyesinde ortalama aktif kârlılığın ulaşmayı hedefleyen ve sermaye güçlendirilmesi için adımlar atan banka 2020'de 2019 yılı karından temettü ödemesine tekrar başlaması hedeflerden arasında yer almaktadır. 2019 yılı net dönem karı tahminimiz üzerinden %15'ini dağıtacağı varsayımı ile %4,3 temettü verimi hesaplıyoruz.
- **En Zayıf Alan Aktif Kalitesi** - 2018 yılı ilk çeyrek itibariyle bankanın %4,2 seviyesinde olan Takipteki Krediler Oranı (TKO) takipteki portföy satışının da (2018/1Y: toplam 1 mlr TL) katkısı ile yıllık bazda 42 bp gerilese de, sektör ortalamasının üzerinde seyretmektedir. Banka'nı stratejik hedefleri arasında TKO'nun 2020'de %3,7'e gerilemesi yer almaktadır. Bankanın yıl bazında ortalama 700 mn TL'lik takipteki portföyü satışı tahmini ile birlikte 2020'de TKO'sunun %4,0 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.
- **Enerji sektörü portföyü riskli** - Raporumuzda hazırladığımız (sayfa # 24) analize göre, mevduat bankaları arasında enerji sektöründe en yüksek pay %20,7 ile Yapı Kredi Bankası sahiptir. Yapı Kredi Bankası'nın bu sektördeki toplam kredi portföyündeki payı 2012'de %3,2 iken, %8,7 düzeyine çıkmıştır. Artarda gelen yapılandırma haberlerinin ardından sektörle ilgili genel görünümün bozulması durumunda en kırılgan bankalardan birinin Yapı Kredi olduğunu düşünüyoruz.
- **2018 ve 2019 net kar tahminlerimiz güncelledik** - 2018 yılının ikinci çeyreğinde 1,05 mn TL net kar açıklamasını beklediğimiz Yapı Kredi'nin ilk yarıdaki olumlu sonuçları göz önünde bulundurarak 2018 yılı net kar tahminimizi 3,9 mlr TL'den 4,51 mlr TL'ye revize ediyoruz. 2019 yılı için daha yüksek faaliyet giderleri öngörümüze karşın, çekirdek gelirlerdeki daha iyimser tahminlerle beraber bankanın net karı tahminimizi %3 artırarak 4,5 mlr TL'ye çıkartıyoruz.
- **Değerleme** - Yapı Kredi Bankası için 2,33 TL hedef fiyatımızı 2,51 TL'ye çıkartıyoruz. Sermayesini güçlendirmesinin yanı sıra operasyonel faaliyetlerde iyileştirmeler uygulamayı planlayan banka için kısa vadede "Endekse Paralel Getiri"den "Endeks Üzeri Getiri"ye, Uzun Vadede ise "TUT"dan "AL" olarak önerimizi güncelliyoruz.

Yapı Kredi Bankası'nın açıkladığı 4 maddeden oluşan stratejik yapı taşları şu şekildedir:

- **Sermaye pozisyonunun güçlendirilmesi ve optimize edilmesi:** 1 mlr \$ sermaye arzı ve yaklaşık 0,5 mlr \$ ilave ana sermaye ihracı 1 ile yaklaşık 1,5 mlr \$ sermaye artışı, Çekirdek Sermaye Oranını, yasal sınırların en az 200 bp üzerinde tutma hedefi, 2020'de temettü ödemesine tekrar başlanması (2019 kârı üzerinden).
- **İş hacimlerinin kendi içinde dengelenmesiyle sağlanacak sürdürülebilir gelir:** Hem kredilerde hem de mevduatta küçük ölçekli işlere odaklanılması, «Anabanka müşterisi» penetrasyonunun artırılması, Daha fazla komisyon geliri yaratımı için işlem bankacılığına ağırlık verilmesi, Yeni müşteri kazanımına devam edilmesi. (2020H Gelir Marjı: $\geq$ %4,7)
- **Verimlilik kazanımlarıyla iyi yönetilen maliyet yapısı:** Müşteri deneyimini geliştiren dijital bankacılık uygulamalarının hızlandırılması, Operasyonel süreçlerde ve hizmet kanalı süreçlerinde mükemmelliğe ulaşılması. (2020H: Gider/Gelir: $\leq$ %36)
- **Aktif kalitesinin optimizasyonu:** Mevcut risk iştahının korunması, Şirketler için bire bir, bireyler için ise otomatik ve model odaklı kredi değerlendirme, tahsis yaklaşımı ve merkezileştirilmiş risk izleme, İyileştirilmiş tahsilat süreci ve takipteki krediler için aktif stok yönetimi. (2020H: Toplam Risk Maliyeti: $\sim$ %1,0)

Yapı Kredi Bankası'nın 2020 yılına yönelik detaylı hedefleri:

Tablo 11 - Makro Ortam

	2017	2018B	2019B	2020B
GSYİH Büyümesi(y/y)	7,4%	4,5%	4,0%	4,3%
TÜFE Enflasyonu (y/y)	11,9%	9,5%	8,5%	8,0%
EUR/TL (dönem sonu)	4,52	5,25	5,69	6,15
USD/TL (dönem sonu)	3,77	4,25	4,61	4,98
Gösterge Faizi (dönem sonu)	13,4%	12,7%	9,6%	9,5%

Tablo 12 - Bankacılık Sektörü

	2017	2020B
Kredi Büyümesi	21,0%	$\sim$ %13-15 (YBB)
Mevduat Büyümesi	16,0%	$\sim$ %13-15 (YBB)
Takipteki Krediler Oranı	2,9%	$\sim$ %3,5
Sermaye Yeterlilik Oranı	16,5%	$\sim$ %14-15
Ortalama Maddi Özkaynak Kârlılığı	15,1%	$\sim$ %15,0

31 Temmuz 2018 Salı

Tablo 13 - Detaylandırılmış Hedefler - 2020

Sermaye Pozisyonu	Çekirdek Sermaye Rasyosu	≥%11,5
	Ana Sermaye Rasyosu	≥ %12,0
	Sermaye Yeterlilik Rasyosu	≥ %14,0
Gelir Üretimi & Hacimler	Kredi Büyümesi - YBB 17-20	~%13-15
	Ticari Krediler /Toplam Krediler	~%55
	Kobi Kredileri/Toplam Krediler	~%14
	Tüketici Kredileri/Toplam Krediler	~%19
	Kredi Kartları/Toplam Krediler	~%12
	Vadesiz Mevduat /Toplam Mevduat	~%20-21
	Bireysel Mevduat /Toplam Mevduat	~%55-56
	Maaş Müşterisi Sayısı - YBB 17-20	~%15
	Ana-Banka Müşteri Penetrasyonu	~%25-27
	Komisyon Büyümesi - YBB 17-20	~%15-17
	Ödeme Sistemleri Komisyonları/Toplam Komisyonlar	~%38
	Kredi Komisyonları/Toplam Komisyonlar	~%33
	İşlemlerden Alınan Komisyonlar /Toplam Komisyonlar	~%12
	Bankacılık Dışı Finansal Hizmetler Komisyonları/Toplam Komisyonlar	~%14
Gider Yönetimi	BT Yatırımları/Toplam Giderler	≥ %7
	BT Giderleri/Toplam Giderler	≥ %11
	BT Yatırım&Giderleri YBB 17-20	%17 - %19
	Dijital Müşteri Sayısı YBB 17-20	~%18-20
	Dijitalde Satılan Ürünler /Toplam Ürünler	~%41
	Dijital Kanaldan Gerçekleştirilen İşlemler	~%52
	Şube Başına Ticari Hacim YBB 17-20	~%16
	Çalışan Başına Ticari Hacim YBB 17-20	~%16
Aktif Kalitesi	Takipteki Krediler Oranı (Brüt)	%3,7
	Takibe Düşen Brüt Krediler / Toplam Canlı Krediler (Dönem Başı)	~%1,6
	Tahsilatlar - YBB 17-20	~%5-10

31 Temmuz 2018 Salı

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Faiz Gelirleri	6.842	7.635	9.211	10.933	11.842	12.563
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	2.688	2.826	3.136	3.624	4.003	4.437
Net Ticari Kar/Zarar	-788	76	-813	-972	-860	-500
Diğer Faaliyet Gelirleri	608	552	1.136	1.125	933	950
Toplam Bankacılık Gelirleri	9.350	11.088	12.670	14.710	15.918	17.450
Toplam Faaliyet Giderleri (-)	4.810	5.077	5.520	6.295	7.039	7.796
Karşılık Giderleri (-)	2.521	2.844	3.254	3.316	3.814	3.243
Temettü ve Diğer Gelirler	371	477	577	680	756	836
Vergi Öncesi Kar/Zarar	2.389	3.645	4.473	5.779	5.821	7.247
Vergi	529	712	859	1.292	1.281	1.594
Net Dönem Kar/Zarar	1.861	2.933	3.614	4.487	4.540	5.652
HBK	0,22	0,35	0,43	0,53	0,54	0,67

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Finansal Varlıklar	60.480	66.961	88.656	107.230	121.704	136.887
-Nakit ve Bankalar	28.332	33.829	44.694	54.382	61.420	67.861
-Para Piyasalarından Alacaklar	286	0	817	1.249	1.410	1.555
-Menkul Değerler Portföyü	31.862	33.132	43.145	51.599	58.873	67.472
Krediler (Net)	148.779	172.624	194.960	222.289	251.656	284.633
-Donuk Alacaklar	6.132	8.706	9.024	9.383	11.274	13.175
-Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	4.627	6.588	6.947	12.355	16.150	19.374
Ortaklık Yatırımları	3.985	4.693	5.360	6.018	6.622	7.250
Maddi Duran Varlıklar	2.694	2.654	2.573	2.766	3.096	3.654
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.489	1.524	1.627	1.627	1.667	1.701
Diğer Aktifler	2.941	4.364	4.634	6.895	7.798	8.735
Toplam Aktifler	220.369	252.820	297.810	346.824	392.542	442.862
Mevduat	126.909	154.275	169.347	191.267	216.248	244.677
Para Piyasalarına Borçlar	12.295	5.858	12.800	16.246	20.575	26.216
Alınan Krediler	23.616	27.995	39.130	37.413	42.254	46.675
İhraç Edilen Menkul Değerler	9.568	9.245	12.493	18.765	21.194	23.422
Karşılıklar	4.332	4.860	5.930	4.040	4.641	5.206
Sermaye Benzeri Krediler	6.635	9.068	9.719	11.654	11.869	11.526
Diğer Yükümlülükler	13.931	15.401	18.293	28.500	32.282	36.690
Toplam Yükümlülükler	197.285	226.701	267.712	307.886	349.063	394.411
Özkaynaklar	23.084	26.119	30.098	38.938	43.479	48.450
Toplam Pasifler	220.369	252.820	297.810	346.824	392.542	442.862

Büyüme	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Kredi		16,0%	12,9%	14,0%	13,2%	13,1%
Mevduat		21,6%	9,8%	12,9%	13,1%	13,1%
Net Faiz Geliri		11,6%	20,6%	18,7%	8,3%	6,1%
Net Ücret & Komisyon Geliri		5,1%	11,0%	15,6%	10,5%	10,8%

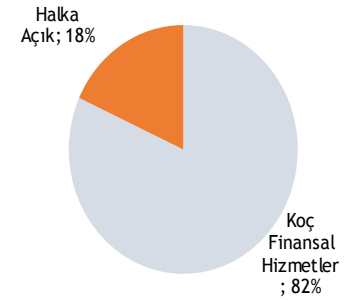
Çarpanlar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
F/K	9,53	6,05	4,91	3,95	3,91	3,14
PD/DD	0,77	0,68	0,59	0,46	0,41	0,37

Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Faiz Marjı	3,3%	3,4%	3,5%	3,4%	3,2%	3,0%
Ort. Aktif Karlılığı	0,9%	1,2%	1,3%	1,4%	1,2%	1,4%
Ort. Özkaynak Karlılığı	8,6%	11,9%	12,9%	13,0%	11,0%	12,3%
Net Faiz Gelirleri/Toplam Gelirler	73,2%	68,9%	72,7%	74,3%	74,4%	72,0%
Net Ücret&Komisyon Gelirleri/Toplam Gelirler	28,7%	25,5%	24,8%	24,6%	25,1%	25,4%
Gider/Gelir Oranı	51,4%	45,8%	43,6%	42,8%	44,2%	44,7%
Şube Başına Kredi	206	266	320	383	434	486
Şube Başına Mevduat	127	165	196	221	250	283
Faaliyet Giderleri/Ort. Aktifler	2,2%	2,2%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%
Takipteki Krediler Oranı	4,0%	4,8%	4,5%	4,0%	4,3%	4,4%
Takipteki Krediler Karşılık Oranı	75,5%	75,7%	77,0%	85,7%	85,7%	85,7%
Net Risk Maliyeti	1,7%	1,1%	1,2%	1,0%	1,2%	0,9%
Sermaye Yeterlilik Oranı	13,8%	14,2%	14,5%	16,2%	16,1%	15,8%
Kredi/Mevduat Oranı	117%	112%	115%	116%	116%	116%

Şirket	Yapı Ve Kredi Bankası
Hisse Kodu	YKBNK - YKBNK T1, YKBNK IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	2,10
Hedef Fiyat (TL)	2,51
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	17.739
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	21.202
Yükselme Potansiyeli	19,5%

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

Zayıf Yönler

- Düşük aktif kalitesi
- Zayıf vadesiz mevduat tabanı

Fırsatlar

- Ekonomik büyümenin hız kazanması
- Yatırımların artması
- Düzenlemelerin yumuşatılması

Tehditler

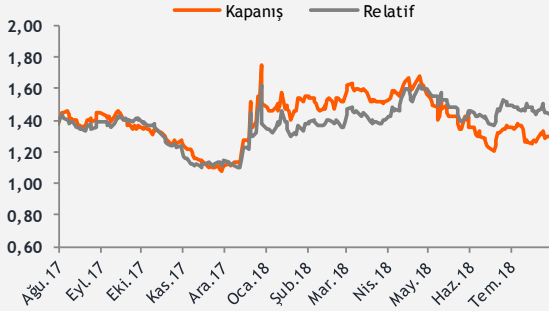
- Ekonomik konjoktürün bozulması
- Faiz oranlarında sert hareketler
- TL'de değer kaybı
- Jeopolitik risklerin artması

31 Temmuz 2018 Salı

Sektör	: Bankacılık
Şirket	: Albaraka Türk Katılım Bankası
Hisse Kodu	: ALBRK - ALBRK TI, ALBRK IS
Fiyat (TL)	: 1,30
Hedef Fiyatı (TL)	: 1,49
Yükselme Potansiyeli	: 14,6%
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: TUT
Hisse Adedi (mn)	: 900,0
HAO (%)	: 21%

1985 yılında kurulan Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş. katılım bankası olarak faizsiz bankacılık yapmaktadır. Banka, esas olarak "özel cari hesaplar" ve "katılma hesapları" adı altında iki yöntemle fon toplayıp, kurumsal finansman desteği, bireysel finansman desteği, kâr-zarar ortaklığı yatırımı, finansal kiralama, mal karşılığı vesaikin finansmanı ve ortak yatırımlar yoluyla fon kullanmaktadır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-4,41	-17,20	-6,94
Rölatif %	-4,05	-10,20	4,23
En Yüksek (TL)	1,38	1,57	1,75
En Düşük (TL)	1,25	1,20	1,08

Yatırımcı Takvimi

Analist : Tuğba SAYGIN
İletişim : 0212 403 41 31
: tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr

Albaraka Türk - Sermaye Yeterliliği kritik...

Önümüzdeki yıllarda bankanın aktif kalitesinde bozulmanın sektöre paralel devam edeceğini beklemekle birlikte, %8,8 düzeyine gerileyen çekirdek sermaye yeterliliği oranı yakından izleyeceğimiz konuların başında gelmektedir. 2018 ve 2019 yılları net kar tahminlerinin yukarı yönlü revize etmemizle birlikte, Albaraka Türk Katılım Bankası için 1,36 TL olan hedef fiyatımızı 1,49 TL'ye çıkarıyoruz. Hisse için kısa vadede "Endekse Paralel Getiri", Uzun Vadede ise "TUT" önerimizi koruyoruz.

TRY	Net Kar Payı Geliri (mnTL)	Net Kar (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K(x)	F/DD(x)
2015/12	886	303	0,337	0,063	3,9 x	0,6 x
2016/12	1.024	218	0,242	0,094	5,4 x	0,5 x
2017/12	1.268	237	0,263	0,081	4,9 x	0,5 x
2018/12T	1.115	281	0,313	0,061	4,2 x	0,4 x
2019/12T	1.516	381	0,423	0,082	3,1 x	0,3 x
2020/12T	1.734	405	0,450	0,112	2,9 x	0,3 x

- **Sermaye Yeterliliği** -- 2018 yılının ilk çeyreğinde Basel III kriterlerine uyumlu 205 mn \$ meblağı ve vadesiz ilave ana sermaye birinci kuşak sukuk işlemini tamamlayan banka 2013 yılı Mayıs ayında ihraç ettiği ve katkı sermaye olarak dikkate alınan 200 mn \$ tutarındaki borçlanma aracının erken itfa opsiyonunun kullanma kararı aldı. Bunun sonucunda, bankanın birinci kuşak sermaye yeterliliği 1Ç itibarıyla beklentimize paralel %11,9 düzeyine çıkmıştır (2017:%10,1). Aynı dönemde bankanın çekirdek sermaye yeterlilik oranının ise %10,1'den %8,81 düzeyine gerilemiştir. (BDDK minimum seviye: %4,5) Bankanın en kırılgan olduğu bu alanda önlemler alacağını düşünüyoruz. Önümüzdeki yıllarda bankanın ana ortağı olan Albaraka Banking Group (ABG)'nin yurt dışında sermaye benzeri kredi ihracının ardından Albaraka Türk Bankası'na sermaye enjeksiyonunu değerlendireceğini düşünüyoruz. Bu enjeksiyonun bankanın sermaye yeterliliğini yükseltmekle birlikte önümüzdeki yıl büyüme için önemli katalizör olabileceğini tahmin ediyoruz.
- **Aktif kalitesi bozulma devam edecek** -- Son yıllarda gerçekleşen intikaller bankanın hem Takipteki Krediler Oranı (TKO) hem de karlılığında aşağı yönlü baskı yarattı. Sektöre paralel bankanın TKO'sunda kötüleşmenin bir miktar devam edeceğini düşünüyoruz. Bankanın 2018 Mart itibarıyla %5,5 olan TKO'sunun 2019 yılında %5,7'ye, 2020'de %5,9'a yükseleceğini, aynı dönemde karşılık oranının ise %58,0 düzeyinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
- **Albaraka'nın kredi portföyünün %18'i inşaat** - Banka'nın toplam inşaat sektörüne sağlanan kredilerde pazar payı %3,0 olmasına karşın, kendi kredi portföy ağırlığı içerisinde payı %18,3 seviyesindedir. Bu oran 2012 yılında %17,6 düzeyindeydi. İnşaat sektörüne yönelik artabilecek risklerin bankanın finansallarını olumsuz etkileyebileceğini düşünüyoruz.
- **Yurtdışında şube açılması planlanıyor** - Banka, önümüzdeki dönemde Irak'ta, Bağdat'ta şube açmayı planlarken, mevcut pozisyonunu güçlendirmek için Kazakistan ve Arnavutluk'ta banka almak için çalışma yaptığını açıklamıştı. Bu gelişmelerin hem operasyonel olarak hem de hisse performansı açısından katalizör olabileceğini düşünüyoruz.
- **2022'de 1,17 mlr TL net kar hedefleniyor** - Banka önümüzdeki yıllarda, alınan ya da alınacak önlemler ve iyileştirmelerle beraber karlılığını arttırmayı hedefliyor. Banka büyüme tarafında ise, 2018-2022 yılları arasında her yıl ortalama %16 kredi büyümesi ve %18 fon büyümesi hedefliyor. Banka için 2018 yılsonu net kar payı gelirleri tahminimiz 1,1 mlr TL olup, aynı dönem için 281 mn TL net kar beklentimiz bulunuyor. 2019 yılında bankanın net karının 381 mn TL'ye çıkacağını bekliyoruz.
- **Değerleme** - Albaraka Türk Katılım Bankası için 1,36 TL olan hedef fiyatımızı 1,49 TL'ye çıkarıyoruz. Banka için değerlemeye esas aldığımız sermaye maliyetini %14,4'den %18,4'e çıkarırken, özkaynak karlılık oranını ise %13,1'den %12,9'a çekiyoruz. Hisse için kısa vadede "Endekse Paralel Getiri", Uzun Vadede ise "TUT" önerimizi koruyoruz.

31 Temmuz 2018 Salı

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Kar Payı Gelirleri	886	1.024	1.268	1.115	1.516	1.734
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	136	146	148	168	177	189
Net Ticari Kar/Zarar	53	45	45	103	11	6
Diğer Faaliyet Gelirleri	113	142	122	432	157	88
Toplam Bankacılık Gelirleri	1.188	1.356	1.584	1.818	1.861	2.017
Toplam Faaliyet Giderleri (-)	654	736	834	968	1.082	1.197
Karşılık Giderleri (-)	157	356	461	504	291	301
Temettü ve Diğer Gelirler	1	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar/Zarar	377	264	289	346	488	519
Vergi	74	46	52	64	107	114
Net Dönem Kar/Zarar	303	218	237	281	381	405
HBK	0,34	0,24	0,26	0,31	0,42	0,45

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Finansal varlıklar	9.224	9.275	10.145	12.212	13.788	15.264
-Nakit ve Bankalar	7.387	7.157	7.268	9.280	10.465	11.496
-Para Piyasalarından Alacaklar	0	0	0	0	0	0
-Menkul Değerler Portföyü	1.837	2.117	2.876	2.932	3.323	3.768
Krediler (Net)	19.505	22.722	25.193	28.779	32.366	36.253
-Donuk Alacaklar	468	1.106	1.213	1.651	1.954	2.253
-Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	281	579	699	1.342	1.615	1.897
Ortaklık Yatırımları	25	30	30	34	35	36
Maddi Duran Varlıklar	501	517	590	636	692	751
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	44	35	28	29	32	35
Diğer Aktifler	262	271	243	511	575	647
Toplam Aktifler	29.562	32.851	36.229	42.202	47.488	52.986
Toplanan Fonlar	20.346	23.155	25.310	28.981	32.602	36.302
Para Piyasalarından Borçlar	771	493	340	255	287	324
Alınan Krediler	4.105	4.424	5.412	6.325	7.411	8.690
İhraç Edilen Menkul Değerler	0	0	0	0	0	0
Karşılıklar	310	286	358	155	187	217
Sermaye Benzeri Krediler	1.240	1.511	1.627	1.910	1.945	1.889
Diğer Yükümlülükler	686	702	701	1.279	1.437	1.621
Toplam Yükümlülükler	27.458	30.571	33.748	38.905	43.870	49.043
Özkaynaklar	2.104	2.280	2.482	3.297	3.618	3.943
Toplam Pasifler	29.562	32.851	36.229	42.202	47.488	52.986

Büyüme	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Kredi		16,5%	10,9%	14,2%	12,5%	12,0%
Toplanan Fonlar		13,8%	9,3%	14,5%	12,5%	11,3%
Net Kar Payı Geliri		15,6%	23,9%	-12,1%	36,0%	14,4%
Net Ücret & Komisyon Geliri		7,3%	1,7%	13,1%	5,2%	7,0%

Çarpanlar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
F/K	3,86	5,38	4,93	4,16	3,07	2,89
PD/DD	0,56	0,51	0,47	0,35	0,32	0,30

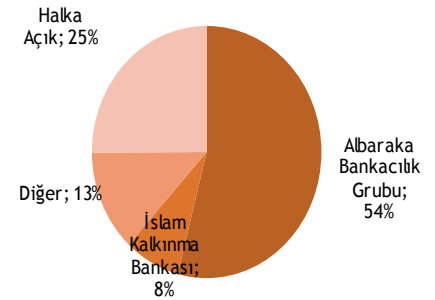
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Kar Payı Marjı	3,3%	3,5%	3,8%	2,8%	3,4%	3,4%
Ort. Aktif Karlılığı	1,1%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%
Ort. Özkaynak Karlılığı	15,6%	9,9%	10,0%	8,7%	10,9%	10,6%
Net Kar Payı Gelirleri/Toplam Gelirler	74,6%	75,5%	80,0%	61,3%	81,5%	86,0%
Net Ücret&Komisyon Gelirleri/Toplam Gelirler	11,5%	10,8%	9,4%	9,2%	9,5%	9,4%
Gider/Gelir Oranı	55,1%	54,3%	52,7%	53,3%	58,2%	59,3%
Şube Başına Kredi	110	130	145	166	187	209
Şube Başına Toplanan Fonlar	96	109	115	129	145	161
Faaliyet Giderleri/Ort. Aktifler	2,4%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%
Takipteki Krediler Oranı	2,5%	4,9%	4,8%	5,4%	5,7%	5,9%
Takipteki Krediler Karşılık Oranı	60,0%	52,3%	57,7%	58,0%	58,0%	58,0%
Brüt Risk Maliyeti	0,3%	1,0%	1,6%	1,4%	0,7%	0,7%
Sermaye Yeterlilik Oranı	15,3%	13,5%	17,1%	18,3%	17,7%	16,9%
Kredi/Toplanan Fonlar Oranı	96%	98%	100%	99%	99%	100%

Şirket	Albaraka Türk Katılım Bankası
Hisse Kodu	ALBRK - ALBRK Tİ, ALBRK İS
Vakıf Yatırım Öneri	TUT
Kapanış (TL)	1,30
Hedef Fiyat (TL)	1,49
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	1.170
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	1.341
Yükselme Potansiyeli	14,6%

Albaraka Katılım Bankası Hakkında

1985 yılında kurulan Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş. katılım bankası olarak faizsiz bankacılık yapmaktadır. Banka, esas olarak "özel cari hesaplar" ve "katılma hesapları" adı altında iki yöntemle fon toplayıp, kurumsal finansman desteği, bireysel finansman desteği, kâr-zarar ortaklığı yatırımı, finansal kiralama, mal karşılığı vesaikin finansmanı ve ortak yatırımlar yoluyla fon kullanmaktadır.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Ana ortak ABG ile potansiyel sinerji
- Düşük Kredi/Toplanan Fon Oranı

Zayıf Yönler

- Artan takipteki krediler oranı
- Ortalamanın üzerinde Gider/Gelir Oranı

Fırsatlar

- Ekonomik büyümenin hız kazanması
- Yatırımların artması
- Düzenlemelerin yumuşatılması
-

Tehditler

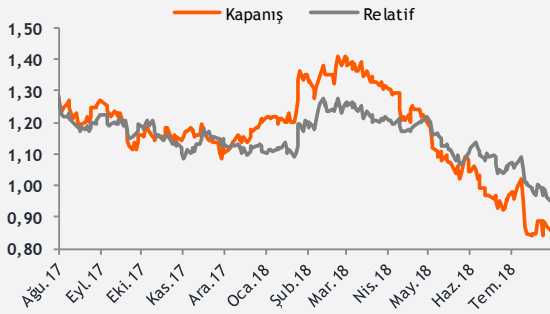
- Ekonomik konjoktürün bozulması
- TL'de değer kaybı
- Jeopolitik risklerin artması

31 Temmuz 2018 Salı

Sektör	: Bankacılık
Şirket	: T.S.K.B.
Hisse Kodu	: TSKB - TSKB TI, TSKB IS
Fiyat (TL)	: 0,86
Hedef Fiyatı (TL)	: 1,30
Yükselme Potansiyeli	: 51,2%
Öneri / Kısa Vade	: Endeks Üzeri Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 2800,0
HAO (%)	: 39%

1950 yılında Türkiye'nin özel sektör yatırımlarını finanse etmek üzere kurulan TSKB, bugün farklı sektörlerdeki kurumsal firmalara sürdürülebilir kalkınma hedefli kredi ve proje finansmanı sağlamaktadır. Özel sektörün uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılamada öncü olan TSKB, ayrıca ortaya çıkan yeni ihtiyaçlara ve müşteri taleplerine göre çözümler üretmeye de devam etmektedir.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-11,34	-28,33	-33,60
Rölatif %	-11,01	-22,28	-25,63
En Yüksek (TL)	1,02	1,20	1,41
En Düşük (TL)	0,84	0,84	0,84

Yatırımcı Takvimi

Londra IR Seyahati	5-8 Eylül 2018
3Ç18 Finansal Sonuçlar	24 Ekim 2018 (Tahmini)

Analist : Tuğba SAYGIN
İletişim : 0212 403 41 31
tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr

TSKB - Likidite fazlası avantaj getirecek...

Bilanço yapısı ile mevduat bankalarına kıyasla daha az risklere maruz kaldığı için defansif bulduğumuz TSKB, yatırım iştahının tekrar artması ile birlikte sahip olduğu likidite fazlası ile ön plana çıkacağını düşünüyoruz. Ancak enerji sektöründe yükselen riskler ve yapılandırmaların artması aktif kalitesi için artabilecek risklere işaret etmektedir. Değerleme varsayımlarımızda yaptığımız değişiklikler sonucunda TSKB için 1,62 TL olan hedef fiyatımızı 1,30 TL seviyesine indiriyoruz. Banka için kısa vadede "Endeks Üzeri Getiri", Uzun Vadede ise "AL" önerimizi koruyoruz.

TRY	Net Faiz Geliri (mnTL)	Net Kar (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K(x)	F/DD(x)
2015/12	625	407	0,145	0,000	5,9 x	1,0 x
2016/12	777	476	0,170	0,035	5,1 x	0,8 x
2017/12	1.039	596	0,213	0,045	4,0 x	0,7 x
2018/12T	1.394	764	0,273	0,051	3,2 x	0,6 x
2019/12T	1.422	845	0,302	0,056	2,9 x	0,5 x
2020/12T	1.575	928	0,331	0,061	2,6 x	0,4 x

- **Likidite fazlası avantaj sağlayacak** - 2Ç'de yaklaşık 850 mn \$'lık likit fazlası olan banka yeni uzun vadeli kaynak anlaşmaları beklemektedir. 1Ç'de 350 mn \$'lık eurobond ihracı gerçekleştiren banka 2Ç'de Dünya Bankası kaynaklarından, Hazine geri ödeme garantisi altında, bankaya "Kapsayıcı Finansmana Erişim Projesi" için 400 mn \$ kredi ve Temmuz'da 220 mn \$'lık sendikasyon kredisi sağlandı. Kaynak yapısına çeşitlendirmeye ve bu konuda avantaj sağlayan TSKB, durasyon fazlası (kaynakların ortalama vadesi kredilerden daha kısa) nedeniyle önümüzdeki çeyreklerde büyümenin ivmelenmesi durumunda karlılık açısından avantajlı konuma geçerek olumlu ayrışma göstereceğini değerlendiriyoruz.
- **TKO %1,9'a çıktı** - Bankanın 2Ç'de sendikasyon kredisi kapsamında kullandırılan ve yapılandırma için uzlaşma süresinin uzaması nedeniyle ihtiyatlılık gereği diğer bankalarla konsensüs sağlanarak enerji sektöründe (yenilenebilir) faaliyet gösteren büyük bir firmanın 471 mn TL'lik kredilerinin takibe alması sonucunda bankanın Takipteki Krediler Oranı (TKO) ise %0,2'den %1,9 seviyesine çıktı. Banka yönetimi yılın geri kalanında başka takibe düşen kredi beklememektedir. TSKB'nin TKO'sunun 2018-2020 döneminde %2,0-2,1 düzeyinde seyredeceğini düşünüyoruz. Ancak beklentimiz dahilinde olmasa da, hem enerji sektöründeki oluşabilecek riskler hem de yapılandırmaların artması aktif kalitesi için artan risklere işaret etmektedir. Banka'nın 2018 ilk yarı itibarıyla muhtemel risklere karşı 130 mn TL tutarında serbest karşılığı bulunmaktadır.
- **TSKB'de enerji sektörünün payı %33** - İş modeli çerçevesinde kredilendirmede diğer bankalardan ayrılan TSKB'nin toplam enerji sektörüne sağlanan kredilerde pazar payı %6,7 olmasına karşın kendi kredi portföy ağırlığı içerisinde payı %33 seviyesindedir. Banka'nın sektörde yükselbilecek risklere yönelik kırılma olduğunu düşünüyoruz.
- **2018 yılsonu beklentilerini revize edildi** - Banka 2018 yılsonu için net faiz gelirlerinde yukarı yönlü revize ederken, faaliyet giderlerinde ise artış beklentisini %30'dan %25'e düşürdü. Ayrıca banka kurdan arındırılmış kredi büyümesi tahminini ise aşağı yönlü revize ederken, TKO'yu ise %2,0'nin altında öngörmektedir. 2018 yılı için karşılık (takibe düşen kredi için ayrılan karşılık dahil) ve daha yüksek enflasyon nedeniyle faaliyet giderleri için öngörümüzü arttırmamıza karşın, net faiz gelirleri ve diğer faaliyet gelirlerindeki (150 mn TL karşılık iptali nedeniyle) yukarı yönlü revizyonumuz sonucunda net kar tahminimizi %13 oranında yukarı revize ediyoruz.
- **Değerleme** - Değerleme varsayımlarımızda yaptığımız değişiklikler sonucunda TSKB için 1,62 TL olan hedef fiyatımızı 1,30 TL seviyesine indiriyoruz. Söz konusu fiyat %51,0 yükselme potansiyeline işaret etmektedir. TSKB için değerlemeye esas aldığımız sermaye maliyetini %16,2'den %20,5'e yükseltirken, düzeltilmiş özkaynak karlılık oranı ise %18,1'den %19,2'ye revize ediyoruz. Banka için kısa vadede "Endeks Üzeri Getiri", Uzun Vadede ise "AL" önerimizi koruyoruz.

31 Temmuz 2018 Salı

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Faiz Gelirleri	625	777	1.039	1.394	1.422	1.575
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	11	5	14	16	18	19
Net Ticari Kar/Zarar	-2	-55	-46	-95	-58	-57
Diğer Faaliyet Gelirleri	42	15	35	166	30	25
Toplam Bankacılık Gelirleri	676	742	1.043	1.481	1.412	1.562
Toplam Faaliyet Giderleri (-)	101	116	132	164	190	215
Karşılık Giderleri (-)	100	64	201	324	163	182
Temettü ve Diğer Gelirler	34	30	18	23	24	25
Vergi Öncesi Kar/Zarar	508	593	727	1.016	1.083	1.189
Vergi	102	117	132	251	238	262
Net Dönem Kar/Zarar	407	476	596	764	845	928
HBK	0,15	0,17	0,21	0,27	0,30	0,33

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Finansal varlıklar	6.471	5.922	5.799	7.327	9.640	11.755
-Nakit ve Bankalar	1.346	842	854	1.267	1.458	1.672
-Para Piyasalarından Alacaklar	1.080	254	0	0	0	0
-Menkul Değerler Portföyü	4.045	4.827	4.946	6.060	8.182	10.083
Krediler (Net)	13.675	17.322	22.294	28.191	33.128	38.381
-Donuk Alacaklar	59	48	50	582	697	785
-Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	59	48	50	501	658	832
Ortaklık Yatırımları	279	352	445	558	577	596
Maddi Duran Varlıklar	49	51	51	56	62	68
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	1	2	2	2	2
Diğer Aktifler	260	353	319	683	805	934
Toplam Aktifler	20.735	24.002	28.910	36.817	44.214	51.736
Mevduat	0	0	0	0	0	0
Para Piyasalarına Borçlar	2.169	905	813	398	507	608
Alınan Krediler	13.299	15.841	18.682	23.154	29.127	35.074
İhraç Edilen Menkul Değerler	2.038	3.487	3.746	6.433	7.258	8.246
Karşılıklar	267	289	493	-203	-898	-1.555
Sermaye Benzeri Krediler	146	0	1.146	1.379	1.404	1.364
Diğer Yükümlülükler	327	551	495	1.490	1.959	2.382
Toplam Yükümlülükler	18.246	21.073	25.376	32.651	39.357	46.120
Özkaynaklar	2.489	2.928	3.535	4.166	4.858	5.616
Toplam Pasifler	20.735	24.002	28.910	36.817	44.214	51.736

Büyüme	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Kredi	26,7%	28,7%	26,4%	17,5%	15,9%	-
Mevduat	-	-	-	-	-	-
Net Faiz Geliri	24,3%	33,7%	34,1%	2,0%	10,8%	-
Net Ücret & Komisyon Geliri	-56,8%	192,5%	12,5%	10,3%	4,3%	-

Çarpanlar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
F/K	5,92	5,05	4,04	3,15	2,85	2,60
PD/DD	0,97	0,82	0,68	0,58	0,50	0,43

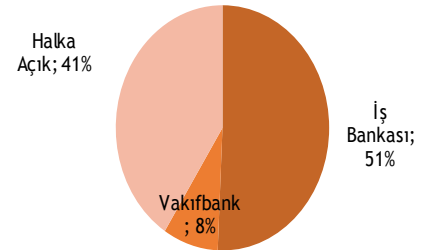
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Faiz Marjı	3,3%	3,5%	3,9%	4,1%	3,5%	3,2%
Ort. Aktif Karlılığı	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,0%	1,9%
Ort. Özkaynak Karlılığı	17,4%	17,0%	18,2%	19,7%	18,5%	17,5%
Net Faiz Gelirleri/Toplam Gelirler	92,4%	104,7%	99,6%	94,1%	100,7%	100,8%
Net Ücret&Komisyon Gelirleri/Toplam Gelirler	1,7%	0,7%	1,4%	1,1%	1,3%	1,2%
Gider/Gelir Oranı	15,0%	15,6%	12,7%	11,1%	13,4%	13,8%
Şube Başına Kredi	8603	16712	21116	26472	30783	35494
Şube Başına Mevduat	0	0	0	0	0	0
Faaliyet Giderleri/Ort. Aktifler	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%
Takipteki Krediler Oranı	0,4%	0,3%	0,2%	2,0%	2,1%	2,0%
Takipteki Krediler Karşılık Oranı	100,0%	100,0%	100,0%	23,8%	23,8%	23,8%
Net Risk Maliyeti	0,4%	0,1%	0,1%	0,6%	0,4%	0,4%
Sermaye Yeterlilik Oranı	14,9%	14,3%	17,1%	16,2%	15,6%	15,1%
Kredi/Mevduat Oranı	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Şirket	T.S.K.B.
Hisse Kodu	TSKB - TSKB T1, TSKB IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	0,86
Hedef Fiyat (TL)	1,30
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	2.408
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	3.640
Yükselme Potansiyeli	51,2%

TSKB Hakkında

1950 yılında Türkiye'nin özel sektör yatırımlarını finanse etmek üzere kurulan TSKB, bugün farklı sektörlerdeki kurumsal firmalara sürdürülebilir kalkınma hedefli kredi ve proje finansmanı sağlamaktadır. Özel sektörün uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılamada öncü olan TSKB, ayrıca ortaya çıkan yeni ihtiyaçlara ve müşteri taleplerine göre çözümler üretmeye de devam etmektedir.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Güçlü Özkaynak Karlılığı
- Kendine özgü iş modeli
- Düşük kur ve faiz riski

Zayıf Yönler

- Dış kaynaklara bağımlılık

Fırsatlar

- Ekonomik büyümenin hız kazanması
- Yatırımların artması
- Düzenlemelerin yumuşatılması

Tehditler

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

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 ayrıyacağı düşünülmüyorsa 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 (EÜG):** 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 kullanılabilecek 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;

- **OLUMLU** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **OLUMSUZ** - 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlaması 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.

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Mehmet Emin ZÜMRÜT

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Teknik Strateji, Çimento, Cam

Mehtap İLBİ

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Enerji, Telekomünikasyon, Havacılık,
Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

Tuğba SAYGIN

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO

Serap KAYA

SERAP.KAYA@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Otomotiv, Beyaz Eşya, Demir Çelik,
Perakende, Gıda-İçecek

Nazlıcan ŞAHAN

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

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 dayanılarak 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.