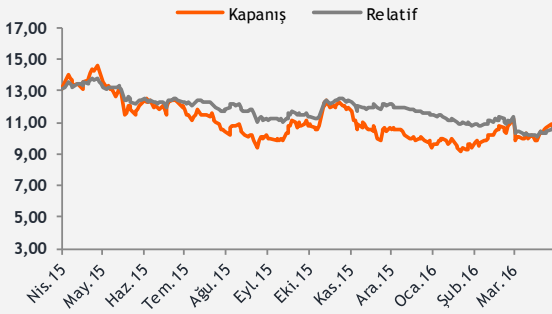


22 Nisan 2016 Cuma

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

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

Hisse Performansı



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

Yatırımcı Takvimi

1Ç16 Finansal Sonuçları 29.04.2016

Analist : Tuğba SAYGIN
İletişim : 0212 352 35 77 - 189
tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr

Halkbank - Aktif kalitesi yakından izlenecek...

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

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

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

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

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

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

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

22 Nisan 2016 Cuma

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

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

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

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

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

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

Halk Bankası Hakkında

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

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

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

Zayıf Yönler

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

Fırsatlar

- Kredi büyümesinin hız kazanması
- Yatırımların artması
- Düzenlemelerin yumuşatılması

Tehtidler

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

22 Nisan 2016 Cuma

Değerleme Yöntemi

Türk bankaları için değerlendirme yöntemimiz iki farklı modelden oluşmaktadır.

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

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

1) Gordon Büyüme Modeli

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

2) İndirgenmiş Temettü Akımları Yöntemi

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

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

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi

Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

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

Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

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

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

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

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

Yasal Çekince Bildirimi

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