



Yüksek İskonto Kaynaklı Alım Fırsatı

11 Ocak 2019

Tavsiye gerekçeleri: Vakıfbank hisseleri son 12 ayda nominal %41 değer kaybı yaşarken, aynı dönemde bankacılık endeksinin %12 altında performans sergilemiştir. Düşük performans Türk bankaları için süren yüksek risk primi döneminde gerçekleşirken, Vakıfbank yatay kalan takibe dönüşen kredi oranıyla birlikte, yüksek özvarlık karlılığı gelişimi, düşük net takibe dönüşen kredi artışını başarmış ve halen daha primli işlem gören özel bankalardan farklı bir operasyonel performans göstermemiştir. Hissenin 2019 yılı boyunca olumlu performans sergileyeceğini (gerekçeleri aşağıda) ve şu anda fazlasıyla olumsuz fiyatlandığını düşünüyoruz. 2019 beklentilerine göre 0.3x PD/DD ile sektördeki en ucuz piyasa çarpanına sahip olup, özvarlık karlılığı/ tahvil faizleri karşılaştırmasına göre de en ucuz bankadır. Modelimize göre hisse için 5.37 TL adil fiyat, 0.41x PD/DD ve %46 yükseliş potansiyeli hesaplıyoruz.

4. çeyrek 2018 beklentileri ve 2019 görünümü: 2018 yılı 4. çeyrekte TÜFE'ye Endeksli Tahvillerin katkısıyla 3. çeyreğe benzer karlılık rakamı (olumlu) açıklayacağını öngörüyoruz. Takibe dönüşen kredi oranının %4.5 olmasının yanında çekirdek makas gelişimi (sektör ile paralel) zayıf kalabilir. 2019 yılına TÜFE'ye Endeksli Tahvillerin katkısının azalması ve düşük net faiz marjıyla (tüm bankalar için azalması bekleniyor) zayıf bir başlangıç yapılacağını düşünüyoruz. İlk çeyrekte bankalar arasında ayrışmanın temel unsurunun sermaye yeterlilik rasyosuyla birlikte çekirdek makas gelişimi, varlık kalitesi trendinin olacağını öngörüyoruz. Vakıfbank'ın 1 aylık vade uyumsuzluğu ile çekirdek makasta üstün olduğunu düşünüyoruz. 2019 yılının tamamı için tahminlerimizde net faiz marjı, takibe dönüşen kredi oranı ve komisyon gelirlerinde muhafazakar olduğumuzu düşünmekteyiz. Net faiz marjında 80bp daralma, takibe dönüşen kredi oranında 200bp'a yakın yükseliş ve %23 komisyon büyümesi bekliyoruz. Düşük kredi büyümesi ile yüksek personel harcamalarının olduğu ortamda komisyon gelirleri büyümesi yıl boyunca bankanın karlılığına önemli katkıda bulunacaktır.

Sermaye ve bilanço: 2019 yılında 200bp'a yakın bir yükselişle takibe dönüşen kredi oranının %6.2 olmasını ve %12'nin üzerinde kredi büyümesi öngörmekteyiz. Öte yandan Vakıfbank'ın bireysel portföyünün özel bankalara göre göreceli olarak daha küçük olması, bu segmentte artan takibe dönüşen kredi ortamının olduğu bir ortamda bankayı öne çıkartacaktır. Sermaye yeterlilik rasyosu ve çekirdek sermaye rahatlıkla günümüz seviyelerinde devam edecektir. Her ne kadar modelimizde kullanılsa da, yavaşlayan kredi ortamı yıl boyunca kredi mevduat oranının düşük seviyelerde kalmasına yardımcı olacaktır.

AL

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	Bankacılık
Bloomberg / Reuters Kodu	VAKBN.TI/VAKBN.IS
Fiyat (TL/hisse)	3,69
Hedef Fiyat (12A, TL/hisse)	5,37
Potansiyel Getiri	46%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	2,98-7,62
Piyasa Değeri (TL mn)	9.225
Fili Dolaşım PD (TL mn)	2.326
Ort. İşlem Hacmi (3 ay, TL mn)	190,64
Ödenmiş Sermaye (milyon)	2.500
Fili Dolaşım Oranı	25%
Yabancı Oranı (Dolaşım daki Pay %)	
Son	62,2%
3 Ay Önce	66,6%

Hisse Performansı

	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-6%	-3%	-8%	-44%
BIST-100 Göre Rölatif Getiri	-5%	3%	-9%	-31%

Ortaklık Yapısı

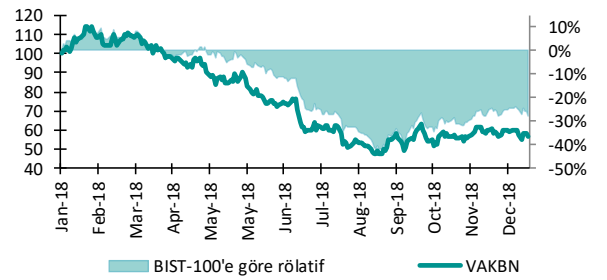
Vakıflar Genel Müdürlüğü	58%
Vakıfbank Memur ve Emeklileri Ya.	16%
Fili Dolaşım	25%

Şirket Özeti

1954 yılında kurulan Vakıfbank, varlıklar baz alındığında Türkiye'nin en büyük 7. bankasıdır. Günümüzde 927 şube, 4,037 ATM ve 216,804 adet POS ile müşterilerine hizmet vermektedir.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



TLmn	2017/09	2018/09	Δ	3Q17	2Q18	3Q18	Δ	(ç/ç) Δ	(y/y)	2018E	2019E
Net Faiz Geliri	8.251	10.568	28%	1.804	2.572	3.371		31%	87%	11.816	10.772
Komisyon Geliri	1.237	1.927	56%	356	511	600		17%	69%	2.175	2.668
Faaliyet Giderleri	4.180	5.154	23%	1.124	1.350	1.337		-1%	19%	5.485	6.535
Karşılıklar	2.629	4.791	82%	568	496	2.134		330%	276%	5.664	3.788
Faaliyet Karı	11.304	14.916	32%	469	1.236	500		-60%	7%	16.247	15.419
Net Kar	3.604	4.010	11%	701	1.074	984		-8%	40%	4.108	3.975
Net Faiz Marjı	4,0%	4,0%	-4 bps	3,1%	3,9%	4,6%		66 bps	148 bps	0,0%	0,0%
Karşılık Oranı	119,0%	111,8%	-725 bps	86,6%	104,0%	111,8%		783 bps	2.523 bps	77,0%	65,0%
Gider/Gelir	37,0%	34,6%	-243 bps	43,9%	42,1%	28,9%		-1.326 bps	-1.507 bps	33,8%	42,4%
Özsermaye Karlılığı	19,2%	17,6%	-152 bps	13,7%	17,6%	16,5%		-102 bps	282 bps	17,3%	14,3%
F/K										2,42	4,40
PD/DD										0,34	0,29

Kaynak: Şirket, Gedik Yatırım

Ali Kerim Akkoyunlu

aakkoyunlu@gedik.com
+90 (212) 385 42 21

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

**YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.