

Vakıfbank

Tavsiyemizi TUT olarak koruyoruz...

Neslihan Karagöz

Analist

nkaragoz@sekeryatirim.com

Vakıfbank 4Ç12 solo bilançolarında 451 milyon TL (4Ç11; 262 milyon TL) net kar açıklayarak çeyreklik ve yıllık bazda sırasıyla %48 ve %72 artış gösterdi. Bu rakam hem bizim beklentimiz olan 422 milyon TL'nin hem de piyasa beklentisi 415 milyon TL'nin üzerinde geldi. 2012 net kar rakamlarını incelediğimizde ise bankanın net karı geçen seneye göre %19 artış göstererek 1.460 milyon TL'ye yükseldi. Özsermaye karlılığı %13,8 düzeyinde sabit kaldı.

Gelir tablosunda ön plana çıkan noktalar... Vakıfbank'ın gelir tablosuna baktığımızda net faiz gelirlerinin bizim beklentimizden daha yüksek geldiğini görmekteyiz. Öte yandan menkul kıymet portföyünden sağlanan kar muhasebesel hesaplama değişimlerinden kaynaklı olarak bizim beklentimizden 72 milyon TL yüksekken, çeyreklik bazda yerel para cinsinden fonlama (mevduat) maliyeti bizim beklentimiz olan %8,9'un altında %7,9 seviyesinde gerçekleşti.

Bilançoda ön plana çıkan noktalar... Vakıfbank'ın aktif büyüklüğü 2012'de bir önceki seneye göre %17,3 artış kaydetti. Kredi büyümesi ise 2012'de %18,9 gerçekleşti. Kredi büyümesini incelediğimizde yerel para cinsinden kredilerin yıllık bazda %31,2 büyüdüğünü, yabancı para cinsinden kredilerin ise 10,3 milyar ABD doları düzeyinde sabit kaldığını görmekteyiz. Yerel para cinsinde kredi büyümesinde bankanın özellikle ticari ve KOBİ kredilerine yoğunlaşması etkili olmuştur. Öte yandan banka göreceli yüksek maliyetli olan "genel tüketici kredilerinden" sakınması nedeniyle tüketici kredileri segmentinde bankanın Pazar değeri kaybetmesine yol açmıştır. Bilançonun fonlama tarafında ise mevduat büyümesi 2012'de %10'dan fazla gerçekleşti. Mevduatlardaki büyüme önemli ölçüde yılın son çeyreğinde gerçekleşti. Sermaye yeterlilik rasyosu (SYR) 2,5 puan artarak %16,1'e yükseldi.

Revizyonlar... 2012 finansal verileri ışığında Vakıfbank için tahminlerimizi hafif yukarı revise ettik. 2013 için net karda, net faiz gelirlerindeki artışa bağlı olarak %3,5'lük artış öngörüyoruz. Ancak yüksek mevduatın krediye dönüşüm oranı, göreceli düşük SYR ve menkul Kıymet/toplam aktifler rasyosu nedenleriyle önerimizi "TUT" olarak sürdürüyoruz. Vakıflardaki payların Hazine'ye transferlerinin henüz tamamlanmaması Vakıfbank'ın ikincil halka arzının gelecek çeyreklere sarkmasına yol açıyor.

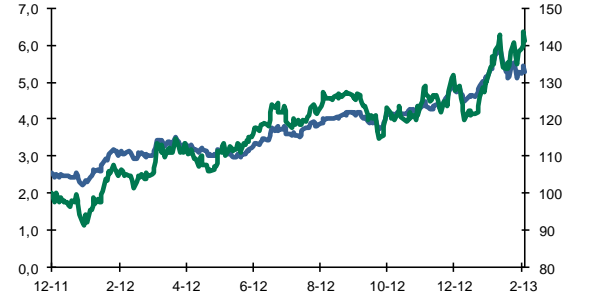
TUT
Hedef Fiyat: 6,49 TL

HISSE DETAYLARI

Reuters	VAKBN.IS
Bloomberg	VAKBN.TI
Günlük Ort. Hacim ('000)	124,4
Halka Açıklık Oranı (%)	25
Mevcut Piyasa Değeri (TL mn)	13.200,0
Mevcut Piyasa Değeri (\$ mn)	7.504,3
\$/TL	1,76
Mevcut Hisse Fiyatı	5,38
12-a Hedef Fiyatı	6,49
Hisse Senedi Sayısı	2.500
52-Haftalık Düşük/Yüksek	2,95 - 5,96
İMKB-100 Ağırlık	2,29
Beta	1,38

ORTAKLIK YAPISI

Vakıflar	75%
Diğer	25%
Toplam	100%



— Hisse Fiyatı (TL) — İMKB-100 Relatif

Tahminler	2012	2013T	2014T
Net Kar	1.460	1.702	1.932
Toplam Aktifler	104.580	120.962	138.194
Özsermaye G.	13,8%	13,7%	14,0%
Düzeltilmiş Öz. G.	14,4%	14,2%	14,4%
Aktif Getirisi	1,5%	1,5%	1,5%
Takipteki K. Rasyosu	3,6%	3,9%	3,8%
F/DD	1,1	1,0	0,9
F/K	9,0	7,8	6,8
Hisse Başına Kar	0,58	0,68	0,77

Fonlama maliyetlerinde azalmaya ve beklenenden iyi gelen menkul kıymet portföy gelirleri sayesinde çeyreklik bazda net faiz marjı bizim beklentimiz olan %5,08'in 40 baz puan üzerinde %5,48 olarak gerçekleşti. Bu bağlamda net faiz geliri bir önceki çeyreğe göre %28 artış kaydederek 1.326 milyon TL gerçekleşti. Ticari karı inceldiğimizde 200 milyon ABD doları tutarındaki "satılmaya hazır menkul kıymet" satışı sayesinde ticari kar beklentilerimizin üzerinde gelerek 172 milyon TL gerçekleşti.

Ücret ve komisyon gelirleri çeyreklik bazda bizim beklentimiz %30'luk artışın oldukça üzerinde %78 artış gösterdi. Ücret ve komisyon gelirlerindeki büyük ölçüde tahakkuk esaslı muhasebesel kayıttan kaynaklanmaktadır. Ayrıca son çeyrekte bir seferliğe mahsus geriye dönük 10 milyon TL'lik düzeltme da net ücret ve komisyon gelirlerinin beklentilerden yüksek gelmesine yol açan önemli bir diğer etken oldu. Net ücret ve komisyon gelirlerinde artışın gelecek dönemlerde de devam edeceğini düşünmekteyiz. 2013'te net ücret ve komisyonlarda %45 büyüme bekliyoruz. Diğer faaliyet giderleri beklentilere paralel olarak %16 artış gerçekleştirdi. Diğer faaliyet giderlerini bu seviyelerde devam edeceğini düşünmekteyiz. Operasyonel giderler/komisyon gelirler karşılama oranı son çeyrekte 10 baz puandan fazla artarak %26,7 seviyesinde gerçekleşti. Öte yandan yıllık bazda bu oran ise 9 puan azalarak %20 düzeyinde gerçekleşti. 4Ç12'de maliyet/gelir rasyosu %35,3 gerçekleşerek çeyreklik ve yıllık bazda sırasıyla 8 ve 10 puan azaldı.

Provizyon masrafları yıllık bazda %31 artarak 564 milyon TL gerçekleşti. Bu rakam bizim beklentimizden 131 milyon TL daha yüksektir. Bu 131 milyon TL'lik farkın 72 milyon TL'si menkul kıymet portföyü değer düşüklüğü karşılığı olarak provizyon gideri olarak kaydedilmesinden kaynaklanmaktadır.

2012 finansal verileri ışığında Vakıfbank için tahminlerimizi hafif yukarı revise ettik. 2013 için net karda, net faiz gelirlerindeki artışa bağlı olarak %3,5'lük artış öngörüyoruz. Ancak yüksek mevduatın krediye dönüşüm oranı, göreceli düşük SYR ve menkul kıymet/toplam aktifler rasyosu nedenleriyle önerimizi "TUT" olarak sürdürüyoruz. Vakıflardaki payların Hazine'ye transferlerinin henüz tamamlanmaması Vakıfbank'ın ikincil halka arzının gelecek çeyreklere sarkmasına yol açıyor.

Özet Finansallar

Konsolide Olmayan (TRYm)	1Ç11	2Ç11	3Ç11	4Ç11	1Ç12	2Ç12	3Ç12	4Ç12	4Ç12T	Çeyrek	Yıllık	2011	2012	Yıllık
Net Faiz Geliri	700	662	723	808	822	899	1.038	1.326	1.197	28%	64%	2.894	4.085	41%
Sermaye Piyasası İşlemleri Karı	38	4	-26	23	107	11	47	172	110	n.m.	n.m.	39	337	n.m.
Net Faiz Geliri (Ayarlanmış)	738	666	697	831	929	910	1.085	1.498	1.307	38%	80%	2.933	4.421	51%
Net Ücret Komisyon	118	153	142	147	89	96	94	168	123	78%	15%	559	448	-20%
Diğer Bankacılık Karı	236	208	264	177	223	147	135	119	141	-12%	-33%	885	625	-29%
Temettü Geliri	44	0	0	0	55	1	0	0	0	-46%	-75%	45	57	27%
Gelirler	1.136	1.027	1.103	1.156	1.297	1.154	1.315	1.785	1.572	36%	54%	4.422	5.551	26%
Personel Giderleri	192	212	217	213	218	279	185	235	218	27%	10%	834	917	10%
Diğer Operasyonel Giderler	260	272	269	306	293	272	383	396	380	3%	29%	1.107	1.344	21%
Toplam Operasyonel Gider	452	484	486	519	511	552	568	630	599	11%	22%			
Operasyonel Gelir	684	543	616	637	786	602	747	1.155	973	55%	81%	2.481	3.289	33%
Kredi Karşılığı	94	102	79	136	137	118	181	299	230	65%	121%	411	735	79%
Diğer Karşılıklar	88	120	126	161	123	115	166	265	201	60%	64%	495	669	35%
Vergi Öncesi Kar	502	321	412	340	525	370	400	590	542	48%	74%	1.575	1.885	20%
Vergi	93	81	95	79	105	86	95	140	120	47%	78%	348	425	22%
Kar	409	240	316	262	420	284	305	451	422	48%	72%	1.227	1.460	19%

	1Ç11	2Ç11	3Ç11	4Ç11	1Ç12	2Ç12	3Ç12	4Ç12	Çeyrek	Yıllık	2011	2012	Yıllık
Net Faiz Marjı	3,95%	3,45%	3,49%	3,83%	3,77%	3,95%	4,47%	5,48%	101 bps	165 bps	3,69%	4,44%	75 bps
Ücret Gelirleri / İşletme Giderleri	26,08%	31,61%	29,14%	28,26%	17,50%	17,35%	16,62%	26,67%	10 bps	-158 bps	28,81%	19,80%	-9 bps
Giderleri/Aktifler	2,4%	2,4%	2,2%	2,3%	2,2%	2,3%	2,3%	2,5%	15 pps	-10 pps	2,4%	2,3%	-5 bps
Gider Gelir Dengesi	39,78%	47,11%	44,12%	44,89%	39,41%	47,79%	43,21%	35,32%	-8 pps	81 pps	43,9%	40,7%	-316 bps
Karşılık Giderleri	1,6%	1,7%	1,5%	2,1%	1,7%	1,5%	2,1%	3,3%	115 pps	123 pps	1,6%	2,1%	48 bps
Sermaye Getirisi	18,88%	10,78%	13,92%	11,35%	17,52%	11,33%	11,48%	15,70%	422 pps	435 pps	13,7%	13,8%	2 bps
Aktif Getirisi	2,18%	1,18%	1,44%	1,17%	1,83%	1,19%	1,25%	1,78%	53 bps	60 bps	1,50%	1,51%	0 bps

Konsolide Olmayan (TRYmn)	3A11	6A11	9A11	2011	1Ç12	2Ç12	3Ç12	4Ç12	Çeyrek	Yıllık
Nakit ve Bankalar	8.846	12.025	11.798	9.457	12.165	12.643	11.534	14.283	23,8%	51,0%
Menkul Değerler	17.318	18.259	18.940	19.285	19.125	18.817	19.021	18.467	-2,9%	-4,2%
Tüketici Kredileri	14.928	17.487	18.642	19.254	19.475	20.072	20.627	21.622	4,8%	12,3%
Konut Kredileri	6.680	8.028	8.539	8.810	8.921	9.153	9.480	10.283	8,5%	16,7%
Taahhüt Kredileri	233	269	316	370	388	425	446	493	10,6%	33,4%
İhtiyaç Kredileri	8.016	9.190	9.787	10.074	10.165	10.494	10.701	10.846	1,3%	7,7%
Kredi Kartı	1.484	1.675	1.821	2.016	2.289	2.594	2.924	2.639	-9,8%	30,9%
Kurumsal Krediler	23.863	25.769	26.072	25.557	26.717	26.412	27.480	28.819	4,9%	12,8%
Krediler TL	57.309	35.625	35.407	37.826	41.116	43.816	46.185	49.632	7,5%	31,2%
Krediler YP	9.733	10.618	10.571	10.314	10.811	10.176	10.194	10.301	1,1%	-0,1%
Krediler	46.962	52.780	54.976	57.309	60.284	62.198	64.379	68.133	5,8%	18,9%
Krediler/Mevduatlar	96,5%	99,1%	98,9%	94,0%	91,9%	97,8%	100,6%	101,3%	1 baz	7 baz
Krediler/Mevduatlar (TL)	99,7%	93,9%	93,1%	88,9%	90,2%	100,4%	104,0%	104,5%	1 baz	16 baz
Krediler/Mevduatlar (YP)	139,2%	145,8%	146,6%	130,6%	110,3%	116,6%	110,0%	118,6%	9 baz	-12 baz
Takipteki Krediler	2.191	2.137	2.070	2.157	2.185	2.249	2.491	2.725	9,4%	26,3%
Kredi Karşılıkları Oranı	4,5%	3,9%	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%	3,7%	3,8%	12 baz	22 baz
İştirakler	886	914	820	865	986	953	968	1.310	35,4%	51,6%
Duran Varlıklar	1.099	1.116	1.104	1.094	1.101	1.105	1.151	1.135	-1,4%	3,7%
Diğer Aktifler	1.180	1.224	1.617	1.176	989	987	1.167	1.253	7,3%	6,5%
Aktif	76.291	86.319	89.255	89.184	94.650	96.704	98.219	104.580	6,5%	17,3%
Banka Dışı Mevduat	44.876	49.707	51.376	57.466	62.952	59.402	60.953	63.085	3,5%	9,8%
Mevduat TL	57.466	37.940	38.029	42.549	45.575	43.640	44.419	47.488	6,9%	11,6%
DTH	6.990	7.283	7.210	7.897	9.802	8.725	9.264	8.684	-6,3%	10,0%
Mevduat	48.652	53.245	55.560	60.939	65.607	63.610	64.017	67.242	5,0%	10,3%
Alınan Fonlar	6.615	7.778	8.469	8.237	6.054	7.486	7.402	9.115	23,1%	10,7%
Para Piyasaları	8.844	12.623	10.871	5.940	8.235	8.039	7.758	8.490	9,4%	42,9%
Diğer Borçlar	2.236	2.402	3.279	2.865	2.452	2.890	3.191	3.421	7,2%	19,4%
Karşılıklar	1.166	1.258	1.444	1.410	1.466	1.594	1.712	1.963	14,7%	39,3%
Özkaynaklar	8.778	9.013	9.148	9.298	9.869	10.212	11.051	11.918	7,8%	28,2%
Sermaye Yeterliliği Rasyosu	14,9%	14,0%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,7%	16,1%	248 baz	276 baz
Pasif	76.291	86.319	89.255	89.184	94.650	96.704	98.219	104.580	6,5%	17,3%

Kaynak: Seker Yatırım, Şirket Verileri

Şeker Yatırım

UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- İnönü Caddesi Tümsah Han No:36 Kat: 3 – 4 Gümüşsuyu / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com