

KKM'den çıkış stratejisiyle birlikte TL mevduat payı hedefi kaldırıldı, yerine KKM'den TL mevduata dönüşüm hedefi getirildi. İş bankası TL mevduat hedefi düzenlemesinin çıktığı dönemde TL mevduat payının oldukça düşük olması sebebiyle diğer bankalarla TL mevduat toplama yarışına dahil olmayarak son 1 yıldır daha fazla sabit faizli tahvil yükümlülüğüne ve komisyon ödeme cezasına maruz kalmıştı. Şimdi ise bu düzenleme tamamen kaldırıldı ve İş Bankası'nın elindeki sabit faizli tahviller boşa çıkmış oldu. Boşa çıkan tahvillerin KKM'den dönüşüm hedefleri tutturulamadığı takdirde kullanılabileceğini düşünmekteyiz. KKM'den dönüşüm hedeflerinin tutturulabilmesi için piyasadaki mevduat faizlerinin kademeli olarak %40'lı seviyelere gitmesini bekleriz. Bu anlamda İş Bankası'nın elindeki boşa çıkan tahviller sayesinde mevduat maliyeti yönetme açısından diğer bankalara kıyasla avantajlı olabileceğini düşünmekteyiz. Ayrıca krediler tarafında da artan politika faizi ile birlikte referans faize endeksli ticari kredi faiz tavanı %56.3 seviyesine yükseldi bunun da bankaların bir süredir kesintiye uğrayan ticari kredilerdeki iştahını artırmalarını beklemekteyiz. Sonuç olarak İş Bankası'nın net faiz marjının 2.yarıyılıda 89 baz puan artarak yılı %5,1 seviyesinde tamamlamasını ve net karının ise yıllık %10 artış göstererek bankanın yılsonunda %32 özsermaye karlılığına ulaşmasını beklemekteyiz.

İş Bankası iştiraklerini yeni kurulacak bir anonim şirkette toplayacak.

Bankadan yapılan açıklamaya göre "iştirak modeliyle kolaylaştırılmış usulde kısmen bölünme" yöntemi ile gerçekleştirilecek işlem iştirak portföyünün daha verimli yönetilmesi, yeni faaliyet alanlarında stratejik yatırımlar yaparak sürdürülebilir büyümeye katkıda bulunacak bir yapı oluşturulması hedefiyle gerçekleştirilecek. İşlemin yılsonuna kadar gerçekleşmesi beklenmektedir. Bu adımı uzun vadede banka için değer yaratımına potansiyel oluşturması sebebiyle önemli bulmaktayız. Not: İştiraklerin defterlerdeki değeri 101 milyar TL iken, gerçeğe uygun değer hesaplamamız 195 milyar TL'yi gösteriyor (bkz. tablo 1).

Hedef fiyatımızı 18.64 TL'den 25.62TL'ye çıkartıyor performans tavsiyemizi ise Endeks Üzerinde Getiri olarak koruyoruz. Banka için Gordon Büyüme Modeline dayalı değerlemememiz ile 10 yıllık tahmin süresi için (makro tahminlere dayalı olarak kademeli azalan) %30 risksiz faiz oranı, %5,5 hisse senedi risk primi ve %25,49 seviyesindeki özsermaye maliyeti varsayımıyla ulaştığımız 25,62 TL'lik hedef değer, hisse için %37 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. Hisse 2023 ve 2024 beklentilerimize göre sırasıyla 0.8x-0.6x PD/DD ve 2.8x-2.0x F/K çarpanlarından işlem görmektedir.

(TLmn)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Faiz Gelirleri	25.242	30.941	75.203	88.579	161.974	185.773
Net Ücret Komisyon	5.618	7.620	16.147	32.311	51.793	67.827
Operasyonel Giderler	11.797	15.912	34.029	73.406	121.478	158.224
Karşılıklar	12.730	14.450	15.804	20.216	20.949	16.854
Net Kar	6.811	13.468	61.538	67.759	94.904	110.709
Net Faiz Marjı (Düzeltilmiş)	3,97%	4,81%	7,19%	5,06%	6,80%	6,23%
Sermaye	67.781	86.839	191.376	244.427	332.557	433.768
Özsermaye Karlılığı	10,9%	18,4%	46,8%	31,9%	33,5%	29,4%
F/K	27,4	13,9	3,0	2,8	2,0	1,7
PD/DD	2,76	2,15	0,98	0,76	0,56	0,43

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Endeksin Üzerinde Getiri

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	Bankacılık
Bloomberg / Reuters Kodu	ISCTR.TI / ISCTR.IS
Fiyat (TL/hisse)	18,68
Hedef Fiyat (TL/hisse)	25,62
Potansiyel Getiri	%37
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	6,98-18,68
Piyasa Değeri (milyon TL)	186.799
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	57.908
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	10.000
Dolaşımdaki Paylar	%31
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%35,9
3 Ay Önce	%33,6

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	344.726	312.208	264.328	292.148
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	6.014.528	5.177.695	3.902.882	3.292.223
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	16,31-18,68	14,01-18,68	10,42-18,68	6,98-18,68

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%30	%79	%86	%157
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%11	%3	%22	%4

Ortaklık Yapısı

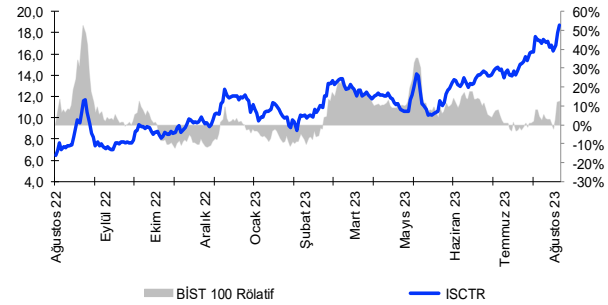
İş Bankası Munzam Sandık	%38,20
Cumhuriyet Halk Partisi	%28,09
Diğer	%32,59
Hisse Geri Alım	%1,11

Şirket Özeti

1924'te kurulan banka Türkiye'nin bireysel ve ticari bankacılık hizmeti sunan en büyük özel bankasıdır.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



Nesrin Aköz

Uzman Yardımcısı
nesrin.akoz@gedik.com
+90 212 385 42 00

Ali Kerim Akkoyunlu

Araştırma Direktörü
aakkoyunlu@gedik.com
+90 212 385 42 21

NET AKTİF DEĞER (NAD) KIRILIMI

Sektör/Şirket	İş Alanı	Değerleme Metodu	Hisse Fiyatı Değerleme Çarpanı	Değer mın TL	Cari NAD		Hedef NAD		
					Banka'nın Payı (%) mın TL	NAD Payı (%)			
Finansal Servisler									
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası	Yatırım Bankacılığı	Defter Değeri	7,05	19.740	47,7	9.412	3,3	23.800	11.348
İşbank AG	Bankacılık	Defter Değeri	1,0x	11.636	100,0	11.636	4,1	11.636	11.636
JSC İşbank	Bankacılık	Defter Değeri	1,0x	1.762	100,0	1.762	0,6	1.762	1.762
JSC Isbank Georgia	Bankacılık	Defter Değeri	1,0x	1.244	100,0	1.244	0,4	1.244	1.244
Arap Türk Bankası	Bankacılık	Defter Değeri	1,0x	1.840	20,6	379	0,1	1.840	379
Anadolu Hayat Emeklilik	Sigortacılık	Piyasa Değeri	38,50	16.555	62,0	10.264	3,6	18.920	11.730
Trakya Yatırım Holding	Holding	Defter Değeri	1,0x	1.159	100,0	1.159	0,4	1.159	1.159
Milli Reasürans T.A.Ş.	Reasürans	Defter Değeri	1,0x	6.530	87,6	2.831	1,0	6.530	5.721
İş Yatırım Menkul Değerler	Aracı Kurum	Piyasa Değeri	38,84	58.260	65,7	38.300	13,4	58.260	38.300
İş Finansal Kiralama	Finansal Kiralama	Piyasa Değeri	12,06	8.385	27,8	2.330	0,8	8.385	2.330
İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Gayrimenkul Yat. Ortak.	Piyasa Değeri	18,40	17.641	52,1	9.184	3,2	17.641	9.184
Moka Ödeme Kuruluşu	Ödeme Hizmetleri	Defter Değeri	1,0x	72	100,0	72	0,03	72	72
Toplam						88.574	30,0	94.865	
Finansal Olmayanlar									
Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları	Üretim	Piyasa Değeri	51,30	157.143	50,9	80.033	28,9	196.046	99.846
İşNet	Teknoloji	Defter Değeri	1,0x	114,6	100,0	90	0,1	114,6	115
Kültür Yayınları İş Türk	Yayıncılık	Defter Değeri	1,0x	115,3	100,0	82	0,1	115,3	115
İŞMER	Yönetim Danışmanlığı	Defter Değeri	1,0x	96,0	86	61	0,1	96,0	83
Toplam						80.266	28,2	100.159	
Toplam İştirakler						168.840		195.024	
Halka Açık						149.523	52,5		172.739
Halka Açık Olmayan						19.409	6,8		22.286
Solo						115.833	40,7		115.833
TOPLAM NET AKTİF DEĞER						284.765	100,0	310.857	
İŞ BANKASI			18,68			186.799			186.799
NAD'a Göre İskonto (-) /Prim Değeri						-34%		-40%	
Hedef Fiyat									28,48
Güncel Hisse Fiyatı									18,68
Getiri Potansiyeli									52%

Kaynak: Banka Faaliyet Raporları, Bloomberg, Gedik Araştırma

Not: Çalışmada halka açık olmayan iştirakler için defter değeri kullanılırken, SİSE ve TSKB için Gedik tahminleri, ANHYT için Bloomberg konsensus tahmini, İSMEN, İSGYO ve İSFİN içinse mevcut piyasa değeri kullanılmıştır.

Gelir Tablosu	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Faiz Gelirleri	30.941	75.203	88.579	161.974	185.773
Ücret Komisyon Gelirleri	7.620	16.147	32.311	51.793	67.827
Karşılıklar	14.450	15.804	20.216	20.949	16.854
Operasyonel Giderler	15.912	34.029	73.406	121.478	158.224
Faaliyet Gelirleri	8.199	41.517	27.268	71.340	78.522
Net Ticaret Karı/Zararı	-5.149	4.523	10.027	-6.802	-5.416
Diğer Gelirler	4.402	6.081	16.960	21.445	26.396
İştirak Gelirleri	8.024	21.829	31.020	35.487	43.040
Vergi Öncesi Karı	15.476	73.949	85.276	121.469	142.543
Net Kar	13.468	61.538	67.759	94.904	110.709

Büyüme Trendi (Yıllık)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Faiz Gelirleri	23%	143%	18%	83%	15%
Ücret Komisyon Gelirleri	36%	112%	100%	60%	31%
Karşılıklar	14%	9%	28%	4%	-20%
Operasyonel Giderler	35%	114%	116%	65%	30%
Faaliyet Gelirleri	29%	406%	-34%	162%	10%
Net Ticaret Karı/Zararı	n.a.	n.a.	122%	n.a.	n.a.
Diğer Gelirler	81%	38%	179%	26%	23%
İştirak Gelirleri	134%	172%	42%	14%	21%
Vergi Öncesi Karı	75%	378%	15%	42%	17%
Net Kar	98%	357%	10%	40%	17%

Kaynak: Şirket Faaliyet Raporları ve Mali Tabloları, Gedik Tahminleri

Bilanço	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Krediler	514.209	782.423	1.112.927	1.432.516	1.739.164
TL	287.306	493.477	653.470	824.991	983.818
YP (döviz cinsi)	17.023	15.453	15.315	15.780	16.421
Menkul Kıymetler	133.968	263.970	442.169	547.251	661.894
Varlıklar	922.459	1.409.765	2.207.064	2.840.847	3.448.967
Mevduatlar	595.628	931.077	1.439.493	1.793.314	2.110.542
TL	167.618	386.134	612.337	773.062	921.890
YP (döviz cinsi)	32.111	29.144	27.572	26.500	25.840
Özkaynak	86.839	191.376	244.427	332.557	433.768

Büyüme Trendi (Yıllık)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Krediler	41%	52%	42%	29%	21%
TL	24%	72%	32%	26%	19%
YP (döviz cinsi)	-6%	-9%	-1%	3%	4%
Menkul Kıymetler	25%	97%	68%	24%	21%
Varlıklar	52%	53%	57%	29%	21%
Mevduatlar	61%	56%	55%	25%	18%
TL	25%	130%	59%	26%	19%
YP (döviz cinsi)	2%	-9%	-5%	-4%	-2%
Özkaynak	28%	120%	28%	36%	30%

Kaynak: Şirket Faaliyet Raporları ve Mali Tabloları, Gedik Tahminleri

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.