

## Türkiye İş Bankası &lt;ISCTR TI&gt;

## Dengeli Bilanço Yapısı &amp; Güçlü Seyreden Karlılık

Türkiye İş Bankası'nı (ISCTR) toplam aktif hacmi ve vadesiz mevduat tabanında özel bankalar arasında lider olması, iyileşmeye devam eden aktif kalitesi, güçlenen özkaynak karlılığı ve sağlıklı bilanço yönetimi sebebiyle temel olarak beğeniyoruz. Son dönemde açıklanan iştirak modeliyle kolaylaştırılmış usulde kısmi bölünme sürecinin ardından Banka'nın kaynaklarını bankacılık alanında daha çok konsantre etmesiyle verimlilik artışı görülebileceğini, sürecin Banka'nın temel performans göstergelerine olumlu yansıtacağını değerlendiriyoruz. Gordon Growth Modeli (GGM) kullanarak oluşturduğumuz değerlememiz sonucunda ulaşılan hedef fiyat 30,07 TL olup %49,8 getiri potansiyeline işaret ediyor.

- Net karlılıkta güçlü seyir.** İş Bankası, 2023 yılının ilk üç çeyreğinde piyasa beklentisinin oldukça üzerinde net kar açıkladı. Özellikle ilk iki çeyrekte Banka'nın kredi-mevduat makası diğer bankalara kıyasla daha az daraldı. Çekirdek net faiz geliri üçüncü çeyrekte önceki çeyreğe göre daralma gösterse bile Banka bu daralmayı net ücret ve komisyonlardaki artış ve TÜFE'ye endeksli tahvillerden elde ettiği gelire dengeledi. Önümüzdeki dönemde çekirdek net faiz gelirindeki baskının faiz giderlerinin dengelenmesi ve faiz gelirlerindeki yukarı yönlü ivmenin artmasıyla önemli ölçüde azalmasını bekliyoruz. Net karın 4. çeyrekte çeyreklik bazda %14 ve 2023 yılında yıllık bazda yaklaşık %23 artmasını öngörüyoruz.
- Kredi ve mevduat büyüklüğünde liderlik.** İş Bankası, son açıklanan solo finansal tablolarına göre toplam kredi ve mevduat büyüklüğü açısından özel bankalar arasındaki lider pozisyonunu korudu. TL mevduatta özellikle 3. çeyrekte görülen artış, vadesiz tarafta TL'nin payının görece daha az olması sebebiyle ödenen faiz giderinde artışa sebep olsa da toplam vadesiz mevduatın payının güçlü olması dengeyi sağlıyor. Beklentimiz önümüzdeki dönemde TL krediler tarafında artışın ivmelenmesi yönünde. Mevduatta ise TL mevduattaki artışın ivme kaybetmesini bekliyoruz.
- İyileşmeye devam eden aktif kalitesi.** Son dört çeyrek boyunca kesintisiz süren aktif kalitesindeki iyileşme ile 2023 yılı üçüncü çeyrek dönem itibariyle tahsili gecikmiş alacaklar oranı %1,9'a geriledi (3Ç22: %3,8). Tahsili gecikmiş alacaklar oranının gerilemesinde yıl boyunca güçlü seyreden tahsilatlar etkili oldu. 2023 yılının kalanında aktif kalitesinin iyileşmeye devam etmesini, 2024 yılında ise korunmasını bekliyoruz.
- Güçlenen özkaynak karlılığı.** 2023 yılının ilk çeyreğinde %26,6 olan özkaynak karlılığı ikinci çeyrekte %31,7 seviyesine, üçüncü çeyrekte de %33,9 seviyesine yükseldi. Özel bankalar arasında özkaynak karlılığında nispeten geride kalsa da Banka'nın %30 olan yıl sonu hedefinin üzerinde seyrediyor. Beklentimiz özkaynak karlılığının önümüzdeki dönemde daha da güçlenmesi yönünde bulunuyor.
- Kısmi bölünme yöntemi ile oluşacak yeni yapı.** Banka Ağustos ayında yaptığı açıklamada, bankacılık faaliyetlerine daha çok odaklanmak, verimliliği artırmak, ilave katma değer yaratmak ve Banka'nın sermayesini bankacılık alanına daha çok konsantre edip temel göstergelerde daha iyi sonuçlar almak adına iştirak modeliyle kolaylaştırılmış usulde kısmi bölünme gerçekleştireceğini duyurdu. Banka'nın yaptığı hamleyi önümüzdeki dönem için pozitif yönde önemli bir katalist olarak görüyoruz.
- Riskler.** TL'nin diğer para birimleri karşısındaki değer kaybı, ekonomide olası yavaşlama ve TL varlıklarda görülebilecek ilave değer kaybı aşağı yönlü riskler olarak öne çıkıyor. BDDK ve TCMB'nin regülasyonlarda yapabileceği sadeleştirme adımları ise yukarı yönlü riskler olarak sayılabilir.

## ISCTR:TI / ISCTR:IS

## Öneri:

## Hedef Fiyat:

## Getiri Potansiyeli:

AL

₺30,07

49,8%

Hisse Fiyatı (TL):	20,08
Piyasa Değeri (mn TL):	200.799
Hisse Adedi (mn):	9.999,97
Fiili Dolaşım Oranı (%):	31,00
Fiili Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	62.248
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Banka

## Finansal Göstergeler

	2021	2022	2023T	2024T
Net Faiz Geliri (mn TL)	30.941	75.203	71.095	115.485
Net Kar/Zarar(mn TL)	13.468	61.538	75.497	101.799
Net Faiz Marjı*	6,1%	7,4%	4,4%	5,8%
F/K	1,9x	1x	0,9x	1,5x
PD/DD	0,4x	0,7x	0,6x	0,5x
Özkaynak Karlılığı	18,0%	46,1%	35,4%	36,8%
HBK (TL)	3,0	6,2	7,5	10,2

\* Global Araştırma tahmini &amp; verileri

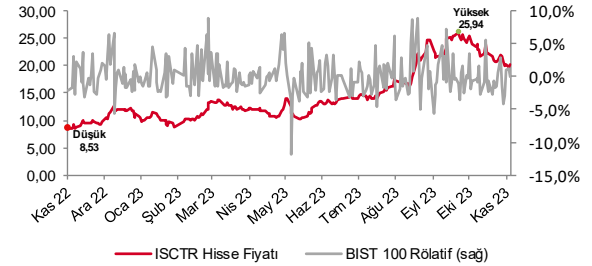
## Global ve Kons.\* Tahminleri

	3Ç23	Global T	Sapma
Net Kar/(Zarar)	20.548	18.974	8,3%

\*Kaynak: Research Turkey Survey

## Hisse Performansı

	1A	3A	12A	YBB
Nominal	-16%	18%	133%	69%
Rölatif (BIST-100)	-12%	19%	39%	22%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	135,2	219,6	250,0	229,8
Ortalama İşlem Hacmi (mn TL)	2925,4	4794,2	3597,3	3546,3



## Hisse Darlık Yapısı

	Sermayedeki Payı
Munzam Sosyal Güvenlik ve Yardımlaşma Sandığı Vakfı	38,2%
CHP Genel Başkanlığı	28,1%
Diğer	33,7%

## Şirket Künyesi

Banka'nın faaliyet alanı, ilgili mevzuat ile Banka'nın Ana Sözleşmesi'nde yer verilen esaslar çerçevesinde; bireysel, ticari, kurumsal ve özel bankacılık, döviz ve para piyasaları işlemlerini, menkul kıymet işlemlerini, uluslararası bankacılık hizmetlerini ve diğer bankacılık işlemlerini gerçekleştirmeyi, ayrıca gerektiğinde sinai ve mali sektör alanında her çeşit teşebbüsü kurmayı ve bu gibi teşebbüslere iştirak etmeyi içermektedir.□

Araştırma Bölümü  
+90 212 244 55 66  
[www.global.com.tr](http://www.global.com.tr)



<b>Gelir Tablosu (mn TL)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>
Faiz Geliri	42.516	60.904	123.455	206.913	280.399
Faiz Gideri	17.273	29.961	48.248	135.818	164.914
Net Faiz Geliri	25.242	30.941	75.203	71.095	115.485
Net Ücret & Komisyon Gelirleri	5.618	7.620	16.147	38.613	53.891
Operasyonel Giderler	11.797	15.912	34.029	71.775	76.719
Net Ticari Kar/Zarar	1.800	7.907	15.978	30.010	41.774
Vergi Öncesi Kar	8.855	15.475	73.944	91.136	145.427
Net Kar/(Zarar)	6.811	13.468	61.538	75.497	101.799

<b>Bilanço (mn TL)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>
Krediler	342.158	485.885	749.779	1.022.469	1.346.628
Menkul Kıymetler	111.372	144.540	278.281	416.113	468.323
Aktifler	593.902	926.569	1.408.323	2.090.167	2.427.990
Mevduatlar	368.876	595.628	931.077	1.544.055	2.152.637
Özsermaye	67.781	86.839	191.376	245.159	328.084

<b>Büyüme</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>
Net Faiz Gelirleri	27,1%	22,6%	143,1%	-5,5%	62,4%
Net Ücret & Komisyon Geliri	0,9%	35,6%	111,9%	139,1%	39,6%
Operasyonel Giderler	20,5%	34,9%	113,9%	110,9%	6,9%
Ticari Kar/(Zarar)	a.d	339,4%	102,1%	87,8%	39,2%
Net Kar	12,3%	97,7%	356,9%	22,7%	34,8%

<b>Finansal Rasyolar</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>
Hisse Başına Kar (TL)	1,51	2,99	6,15	7,55	10,18
Özsermaye Karlılığı	10,9%	18,0%	46,1%	35,4%	36,8%
Net Faiz Marjı	4,9%	6,1%	7,4%	4,4%	5,8%
Sermaye Yeterlilik Oranı	18,7%	20,4%	24,4%	22,6%	24,9%

Kaynak: Finnet & Global Araştırma



## 2023 FİNANSAL PERFORMANS VE 3Ç23 FİNANSAL SONUÇLARI

2022 yılında özellikle tüm bankalar TÜFE'ye endeksli tahvillerden oldukça ciddi gelir elde edip karlılıklarını desteklemişti. 2023 yılının ilk iki çeyreğinde bankaların karlılıkları TÜFE'ye endeksli tahvillerdeki değerlemenin oldukça gerilemesiyle birlikte olumsuz yönde etkilenmişti. Ancak İş Bankası'nın TÜFE'ye endeksli tahvilden elde edilen gelirleri her iki çeyrekte de değerlendirme ve muhasebe yönteminde enflasyon oranı olarak TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi'ndeki 12 ay sonrası tahmini kullanması nedeniyle diğer bankalara göre daha sınırlı geriledi. Böylece diğer bankalara kıyasla daha dengeli ve sağlıklı bilanço yönetimi ile ön plana çıktı. Öte yandan, Banka'nın uyguladığı politika sonucunda 2023 yılının ilk iki çeyreğinde diğer bankalarda dikkat çeken kredi-mevduat makasının gerilemesi İş Bankası özelinde aynı derinlikte görülmemekle birlikte bu ayrışma temel bankacılık gelirlerinin görece daha güçlü kalmasında rol oynadı. Ayrıca, ikinci çeyrekte kur farkı gelirlerinden elde edilen oldukça güçlü net ticari kar da karlılığa önemli ölçüde destek verdi.

3. çeyrek özelinde ise Banka'nın piyasadaki enflasyon beklentilerinin yukarı yönlü revizesine bağlı olarak TÜFE'ye endeksli tahvillerdeki getirinin %67,5'li seviyelere ulaşmasıyla 12,79 milyar TL'lik çeyreklik gelir elde ettiği görülüyor. Net faiz geliri tarafında ise TÜFE'ye endeksli tahvillerin güçlü katkısı hariç bırakıldığında, çekirdek net faiz gelirinde faizlere ödenen giderlerin etkisiyle önemli ölçüde daralma görülüyor. Bu gelişmeye bağlı olarak da swapla düzeltilmiş net faiz marjının ilk 9 ayda %4,4 seviyesine gerilediği, Banka'nın 2023 yıl sonu beklentisi olan yaklaşık %5 seviyesinin de bir miktar altında olduğu görülüyor. Öte yandan 2023 yılında karlılığı ciddi anlamda destekleyen diğer bir kalem de ilk 9 ayda yıllık %138 artış ile net ücret ve komisyon kalemi oldu.

2022 yıl sonundan bu yana bakıldığında, TL kredilerde yaklaşık %30,3 artış, dolar cinsinden YP kredilerde ise yaklaşık %10,0 azalış görüldü. Toplam krediler ise %30,9 artış gösterdi. İlk 9 aydaki toplam kredi portföyüne bakıldığında kredi kartının payının önemli ölçüde artmasıyla bireysel kredilerin ağırlığının yıl sonuna göre arttığı görülüyor. Portföyün %51'ini ise ticari krediler oluşturuyor. Mevduat tarafında 2022 yıl sonunda bu yana TL tarafta %85'lik artış görülürken, dolar cinsinden YP mevduatta ise %6,7'lik daralma görüldü. Toplam mevduatı %56,8 artış gösteren Banka, özel bankalar arasında toplam mevduat büyüklüğündeki liderliğini korudu. Mevduatın yapısına bakıldığında ise vadesiz mevduat içinde YP payının %64,3 ile daha yaygın olduğu görülüyor.

İş Bankası yılın 3. çeyreğinde konsolide olmayan finansal tablolarına göre yıllık bazda %37, çeyrek bazda %11 artışla 20,5 milyar TL net kar açıkladı. Banka'nın swapla düzeltilmiş net faiz marjı bu çeyrekte %3,2 düzeyinde gerçekleşirken, kümülatif bazda ilk 9 aydaki oran %4,4 oldu. (4Ç22: %6,8 2Ç23: %4,3). Net faiz geliri çeyrek bazda %3,5'lik artışla 15,8 milyar TL olarak gerçekleşti. TÜFE'ye endeksli tahvillerden elde edilen gelir 12,8 milyar TL oldu. Net ücret ve komisyon gelirlerinde çeyrek bazda %60,2 artış görüldü. İştirak gelirleri güçlü seyrine devam ederek net karlılığa 8,3 milyar TL destek verdi. Operasyonel giderler tarafında ise çeyreklik bazda %13 ile ılımlı bir artış gerçekleşti. Ayrıca, Banka'nın aktif kalitesi iyileşmeye devam etti; tahsili gecikmiş alacaklar rasyosu %1,9'a geriledi (2Ç23: %2,2). Banka'nın maddi özsermaye karlılığı ikinci çeyreğe göre iyileşme göstererek yılın ilk 9 ayında %42,2 seviyesine yükseldi (2022: %58,2, 6A23: %40,7). Sermaye yeterlilik oranı ise BDDK önlemleri dahil %20,9 seviyesinde gerçekleşti. Özellikle temel bankacılık gelirlerindeki artışa bağlı olarak net karlılığın 4. çeyrekte %14 ve 2023 yılı sonunda ise yıllık bazda %23 artacağını tahmin ediyoruz.

**Beklenti revizyonu.** Banka yönetimi Ağustos ayında 2023 yıl sonu beklentilerinde faaliyet giderleri artışını ~%80 seviyesinden ~%100 seviyesine, net ücret ve komisyon gelirleri artışını ~%80 seviyesinden ~%100 seviyesine yükseltmişti. Swap maliyetine göre düzeltilmiş net faiz marjı ise "%5 üstü" yerine "~%5" olarak güncellenmişti. Bizim beklentimiz net faiz marjının 2023 yıl sonunda %4,4 seviyesinde olması yönünde bulunurken, 2024 yılı sonunda %5,8'e yükselmesini bekliyoruz. Net ücret ve komisyon tarafında halihazırda 3. çeyrek finansallarına göre yıllık bazda %138 olarak gerçekleşmiş olup güçlü artışın korunacağını düşünüyoruz. Operasyonel giderlerin ise yıllık artışın %111 ile Banka'nın beklentisinin hafif üzerinde artmasını bekliyoruz. Revize edilmeyen ve yukarıda bahsedilmeyen beklentiler arasında net kredi maliyeti riskinin yaklaşık 150 baz puan olması ve sermaye yeterlilik oranının %15'ten büyük olması hedefleniyor. Son açıklanan bilançoya göre sermaye yeterlilik oranı %18 seviyesinde ve net kredi maliyeti riski de 86 baz puanla Banka'nın beklentisinin oldukça altında olumlu bir görünüm sunuyor.



## SON DÖNEMDEKİ GELİŞMELER

### Sürdürülebilirlik Bağlantılı Sendikasyon Kredisi

İş Bankası Haziran ayının başlarında 388 milyon Euro ve 224 milyon ABD doları tutarında 367 gün vadeli sürdürülebilirlik bağlantılı sendikasyon kredisi anlaşması imzaladığını duyurdu. Çevirme oranı geçen yılın aynı dönemindeki sendikasyon kredisine kıyasla toplamda %82,6 oldu. Geçen yılın aynı dönemine göre ise kredi maliyetleri artış göstererek Euro dilimi Euribor için +%4,00, Dolar dilimi Sofr için +%4,25 olarak gerçekleşti. Her ne kadar kredi maliyetleri bir önceki yıla göre artış gösterse de Banka'nın yurt dışından %83 çevirme oranıyla yeni kaynak temin etmeye devam etmesini olumlu olarak değerlendiriyoruz.

### Afet Kredisi

Banka Ağustos ayının başlarında ise Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) ile Türkiye Afet Müdahale Çerçevesi kapsamında deprem bölgesinde bulunan işletmeler ve bireylerin finansmanı için toplam 109 milyon ABD doları tutarında iki yıla kadar vadeli kredi anlaşması imzaladı. EBRD ile imzalanan anlaşmayı gelecek dönemdeki kredi büyümesine yönelik desteği açısından olumlu yönde değerlendiriyoruz.

### Kısmi Bölünme Yöntemiyle Yeni Yapılanma

Banka, 25 Ağustos 2023 tarihinde, gelecek yıl 100. kuruluş yıldönümü olması vesilesiyle Grup sinerjisini maksimize edecek daha odaklı ve sade bir yapıya geçerek etkinliği, dinamizmi ve verimliliği artırmayı hedeflediklerini açıkladı. Bu kapsamda, bağlı ortaklıklardan ve iştiraklerden 16 şirketin iştirak modeliyle kolaylaştırılmış usulde kısmi bölünme yöntemiyle Banka'nın %100 bağlı ortaklığı şeklinde yeni kurulacak bir anonim şirketine devredilmesine karar verildi. Banka, bu işlemde beklenen faydaları;

- Banka'nın kaynaklarını bankacılık alanında konsantre edebilmesi,
- Dengeli bir yatırım ve temettü politikası uygulanmasıyla sermayenin optimize edilebilmesi,
- Yeni yapı çerçevesinde ileriye yönelik de halka arz potansiyelinin imkanlı olabileceği,
- Banka'nın ileriye yönelik temel performans göstergelerinde iyileşme olabileceği olarak özetledi.

Ek olarak, dijitalleşmenin ve sürdürülebilirliğin parçası olarak son dönemde yapılan ve henüz halka açık olmayan İş Enerji, Pazarama, Moka ve Proemtia gibi yatırımların da bu oluşumda ayrı potansiyellerinin olduğu ifade edildi.

Banka, kısmi bölünme kapsamında Banka'dan herhangi bir nakit çıkışı olmayacağını, yeni yapıda elde edilecek ilave katma değer Banka'nın mali tablolarına da doğal olarak yansıtılacağını, Banka'nın 30.06.2023 tarihli finansal tabloları üzerinden sürecin yürütüleceğini açıkladı. Bununla beraber, Ekim ayı içerisinde Banka devre konu olan yurt dışındaki bağlı ortaklıkların da tabii olduğu otoriteler nezdinde yürütülen süreçler için ilave zamana ihtiyaç duyulması sebebiyle yeni yapıya geçiş için 31.12.2023 tarihli finansal tablolar üzerinden devam edilmesine karar verildiğini duyurdu. Banka'nın yeni yapılanmasını ve bu sayede bankacılık faaliyetlerine daha çok odaklanmasını pozitif bir katalist olarak görüyoruz.

### Enerji Sektörüne Adım

Eylül ayında Banka alacağına karşılık olarak Greeneco Enerji Elektrik Üretim A.Ş.'nin yarısına ortak oldu. Acarsan Makarna Grubu'na ait olan %50 oranındaki payın; yaklaşık 50 milyon USD tutarındaki kısmının Acarsan Makarna Grubu'na kredi sözleşmeleri tahtındaki Banka alacaklarından mahsup edilmek üzere, yaklaşık 130 milyon USD bedelle Bankaca devralınması için Genel Müdürlüğü'ne yetki verildi ve 20 Eylül 2023 itibarıyla işlemler tamamlandı.

### Kredi Derecelendirmesi

Fitch Ratings 8 Eylül 2023 tarihinde Türkiye'nin kredi notunun görünümünü Negatif'ten Durağan'a revize etmesini takiben, 22 Eylül 2023 tarihinde İş Bankası'nın Uzun Vadeli Yabancı Para ve Türk Parası ile Uzun Vadeli Ulusal Kredi Notlarının Görünümünü "Negatif"ten "Durağan"a yükseltip ilgili notlarını teyit etti.

### Servis Bankacılığı

Ekim ayında Banka GetirFinans ile servis bankası olarak iş ortaklığı kurulması amacıyla Getir Teknolojik Hizmetler A.Ş.'ye 50 milyon ABD doları tutarında yatırım yapmaya karar verdiğini de açıkladı.



## DEĞERLEME

İş Bankası'nın (ISCTR) 12-aylık hedef piyasa değerine ulaşırken, Gordon Growth modelini kullandık. 2023-2027 yıllarını kapsayan değerlememizde; (i) risksiz getiri oranını %20,0, (ii) piyasa risk primini %5,0, (iii) şirket betasını 1,05, (iv) sonsuz büyüme oranını %5,0 olarak kullandık. Banka için 300,7 milyar TL 12-aylık hedef piyasa değeri hesapladık. Sonuç olarak, ISCTR için 12-aylık hedef fiyatımız 30,07 TL seviyesinde olup %49,8 getiri potansiyeline işaret ediyor.

GMM Değerleme Yöntemi	
Özsermaye Karlılığı (ROE)	26%
Uzun Vadeli Büyüme Oranı (g)	5%
Risksiz Faiz Oranı	20%
Hisse Senedi Risk Primi	5%
Sermaye Maliyeti	25%
Hedef Fiyat/Defter Değeri	1,05
12 Aylık Hedef Özkaynak Değeri	210.303
Diğer Özkaynaklar (mn TL, 2022 Yıl Sonu)	79.859
<b>12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (mn TL)</b>	<b>300.738</b>
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	215.999
<b>12 Aylık Getiri Potansiyeli</b>	<b>49,8%</b>
<b>12 Aylık Hedef Fiyat (TL)</b>	<b>30,07</b>
Mevcut Fiyat (TL)	20,08

Kaynak: Global Menkul Değerler



## ÇEKİNCE

Bu yayında yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir.

© 2023 Global Menkul Değerler A.Ş

