

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS ANA BİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

**BANKA DEĞERLEMESİ VE BANKA DEĞERİNİ
BELİRLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ**

ÖZLEM ÖZARSLAN SAYDAR

2502020104

DANIŞMAN

DOÇ. DR. VEDAT SARIKOVANLIK

İstanbul, 2011



TEZ ONAYI

Enstitümüz FİNANS Bilim Dalında 2502020104 numaralı ÖZLEM ÖZASLAN SAYDAR'IN hazırladığı "Banka Değerlemesi Ve Banka Değerini Belirleyen Faktörlerin Analizi" konulu YÜKSEK LİSANS / DOKTORA TEZİ ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 28.Maddesi 29.06.2011 çarşamba günü saat: 10:30 TA yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin *Kabul* ne* OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATİ(*)	İMZA
PROF.DR. BELKIS SEVAL	Kabul	<i>B. Seval</i>
PROF.DR.İHSAN ERSAN	Kabul	<i>I. Ersan</i>
PROF.DR. MEHMET BOLAK	Kabul	<i>M. Bolak</i>
PROF.DR.AHMET KÖSE	Kabul	<i>A. Köse</i>
DOÇ.DR VEDAT SARIKOVANLIK	Kabul	<i>V. Sarikovanlik</i>

ÖZ

Değerleme kavramı finansal yönetimde her zaman önemli bir yere sahip olmuştur. Firma değerlendirme konusu, firmayı ilgilendiren tüm çıkar grupları açısından önem arz etmektedir. Firma değerinin belirlenmesinde firmanın büyüme potansiyeli, risk profili, nakit yaratma gücü gibi birçok faktör dikkate alınmakta olup, herhangi bir firmanın değerinin sözkonusu firmanın gelecekteki nakit yaratma gücüne bağlı olduğunu söylemek mümkündür. Bir bankanın değeri de teorik olarak, bankanın yatırımcılara (hissedar ve borç verenlere) sağladığı kazançların (nakit akışlarının) bankanın sermaye maliyeti ile iskonto edilmiş bugünkü değerine eşittir.

Bu tez çalışmasında, banka değerlendirme modelleri incelenmiş ve beş farklı modele göre İMKB'de işlem gören 12 ticari banka üzerinde uygulama yapılmıştır. Sözkonusu banka değerlendirme modellerinin her bankanın piyasa değerini ne ölçüde yansıttığı araştırılmıştır. Bu kapsamda, İMKB'de işlem gören 12 ticari bankanın değerleri farklı değerlendirme yöntemlerine göre hesaplanmış ve elde edilen sonuçlar, sözkonusu bankaların 31/12/2010 tarihi itibarıyla piyasa değerleri ile karşılaştırılarak yöntemlerin piyasa değeri ile ilişkisinin gücü tespit edilmeye çalışılmıştır. Analiz sürecinde, banka değerini etkileyen faktörler de analiz edilmiştir.

Çalışma kapsamında, İMKB'de işlem gören ticari bankalar, Temettü İskonto Modeli (Dividend Discount Method _DDM), Artık Gelir Modeli (Residual Income Model_RI), Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (Free Cash Flow to Equity_FCFE) ve Çarpan Analizi (Price/Earnings Ratio - P/E, Price/Book Value - P/B) Modeline göre değerlemeye tabi tutulmuştur. Değerlemeler için ilgili bankaların 2006-2010 yılları arasında gerçekleşen finansal verilerinden yararlanılmış olup, 2011-2020 dönemi için ise projeksiyon yapılmıştır.

ABSTRACT

Valuation concept has always been among the major topics in financial management and the financial valuation of a business has been a primary area of interest for the stakeholders of the company. A wide range of parameters including but not limited to the growth potential, risk profile and cash generation prospects of the business is thoroughly analyzed to assess the value of the company and the valuation is highly correlated with the future cash flow generation capacity. The theoretical value of a bank is basically the sum of the net present value of the future cash flows offered to stakeholders (debt and equity holders) discounted with an appropriate cost of capital computed for the bank.

The scope of thesis includes a review of the bank valuation models coupled with the implementation of five different models on twelve listed commercial banks in Istanbul Stock Exchange ("ISE"). The study also examines the valuation results and their similarity with the actual market capitalization values in the ISE. In this context, the equity value of twelve listed banks in ISE has been determined based on alternative valuation methodologies and the outcome of the analysis has been compared to the closing market capitalization of the banks as of December 31, 2010 to evaluate the reliability of the valuation models to explain the actual trading value of the businesses. The major drivers of the bank valuation have been furthermore examined in the framework of the thesis.

The study entails the valuation of the respective listed banks in the ISE on the basis of a Dividend Discount Method, Residual Income Model, Free Cash Flow to Equity Analysis and Comparable Valuation Analysis (Price/Earnings Ratio - P/E, Price/Book Value - P/B). The financial data utilized in the analysis is composed of realized figures for the period within 2006-2010 and future projections for the period between 2011 and 2020.

ÖNSÖZ

Değerleme finans literatüründe, her dönem önemini koruyan bir kavram olmakla birlikte, son yıllarda finansal piyasalardaki hızlı gelişmelere paralel olarak, küreselleşmenin de etkisiyle, uluslararası rekabet ortamında daha da önemli hale gelmiştir. Özellikle kredi notu yeterli düzeyde bulunan gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketleri yoğunlaşmış; şirket satınalmaları, özelleştirme ve halka arz işlemleri iyice artmıştır. Öyle ki, ülkemizde bankacılık sektörü incelendiğinde, yabancı ortaklığı bulunmayan banka sayısının iyice azaldığı görülmektedir.

Bilindiği gibi firma değerlendirme konusunda uygulamada çok farklı yöntemler kullanılmaktadır. Değerlemenin doğası gereği, geleceğe ilişkin beklentilere dayanarak yapılması, firmanın risk profili, değer yaratabilme gücü gibi birçok tahmini faktöre bağlı olması subjektif kararları içermesine neden olmaktadır. Bu durumda analistin içinde bulunulan ekonomik yapıyı, ilgili sektörü ve küresel gelişmeleri yakından izlemesi gerekmektedir.

Bu çalışmada, banka değerlendirme modelleri kuramsal olarak incelenmiş ve beş farklı modele göre İMKB'de işlem gören 12 ticari banka üzerinde uygulama yapılmıştır. Söz konusu banka değerlendirme modellerinin her bankanın verili piyasa değerini ne ölçüde yansıttığı araştırılmıştır. Analiz sürecinde, banka değerini etkileyen faktörler analiz edilmiş ve her bankanın değerlemesi sırasında oran analizleri yapılmıştır. Ayrıca detaylı bir makro ekonomi analizi de çalışmaya eklenmiştir.

Bu tez çalışmasında, danışman hocam Sayın Doç.Dr.Vedat SARIKOVANLIK başta olmak üzere, çalışma süresince desteğini esirgemeyen saygıdeğer hocam Prof. Dr. Belkıs SEVAL'e ve bugüne kadar eğitimimdeki katkıları dolayısıyla İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Finans Ana Bilim Dalı'ndaki tüm değerli hocalarıma ve Galatasaray Üniversitesi öğretim üyesi Sayın Prof.Dr. Mehmet BOLAK'a teşekkür ederim. Ayrıca, çok kıymetli desteğinden dolayı, Sayın Barış ALPARSLAN'a teşekkürü bir borç bilirim. Her zaman ve her koşulda yanımda olan Aileme sonsuz şükranlarımı sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	III
ABSTRACT.....	IV
ÖNSÖZ.....	V
İÇİNDEKİLER.....	VI
TABLolar LİSTESİ.....	XVII
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	XXXI
GRAFİKLER LİSTESİ.....	XXXII
KISALTMALAR LİSTESİ.....	XXXIII
GİRİŞ.....	1
1. BANKALARIN HAZIRLADIĞI FİNANSAL TABLOLAR, BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN TARİHİ VE RİSKLERİ.....	4
1.1. Banka Bilançosu.....	5
1.1.1. Banka Bilançolarının Aktifinde Yer Alan Alt Kalemler.....	7
1.1.1.1. Nakit Değerler ve Merkez Bankası.....	7
1.1.1.2. Gerçeğe Uygun Değer Farkı Kar/Zarara Yansıtılan Finansal Varlıklar (Net).....	8
1.1.1.2.1. Alım Satım Amaçlı Finansal Varlıklar.....	8
1.1.1.2.2. Gerçeğe Uygun Değer Farkı Kar/Zarara Yansıtılan Olarak Sınıflandırılan Finansal Varlıklar	9
1.1.1.3. Bankalar.....	10
1.1.1.4. Para Piyasalarından Alacaklar.....	10
1.1.1.5. Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar.....	10
1.1.1.6. Krediler ve Alacaklar.....	11
1.1.1.6.1. Kredilerin Sorunlu Hale Gelmesi.....	12
1.1.1.7. Faktoring Alacakları.....	14
1.1.1.8. Vadeye Kadar Elde Tutulacak Finansal Varlıklar.....	14
1.1.1.9. İştirakler.....	15
1.1.1.10. Bağlı Ortaklıklar.....	15
1.1.1.11. Birlikte Kontrol Edilen Ortaklıklar.....	16
1.1.1.12. Kiralama İşlemlerinden Alacaklar.....	16

1.1.1.13. Zorunlu Karşılıklar.....	17
1.1.1.14. Riskten Korunma Amaçlı Türev Finansal Varlıklar.....	17
1.1.1.15. Maddi Duran Varlıklar.....	17
1.1.1.16. Maddi Olmayan Duran Varlıklar.....	18
1.1.1.17. Satış Amaçlı Elde Tutulan ve Durdurulan Faaliyetlere İlişkin Duran Varlıklar.....	18
1.1.2. Banka Bilançolarının Pasifinde Yer Alan Alt Kalemler.....	18
1.1.2.1. Mevduat.....	18
1.1.2.2. Alım Satım Amaçlı Türev Finansal Borçlar.....	19
1.1.2.3. Alınan Krediler.....	19
1.1.2.4. Para Piyasalarına Borçlar.....	20
1.1.2.5. İhraç Edilen Menkul Kıymetler.....	20
1.1.2.6. Fonlar.....	20
1.1.2.7. Muhtelif Borçlar.....	21
1.1.2.8. Karşılıklar.....	21
1.1.2.9. Özsermaye.....	21
1.2. Banka Gelir Tablosu.....	22
1.2.1. Faiz Gelirleri.....	23
1.2.2. Faiz Dışı Gelirler.....	23
1.2.3. Faiz Giderleri.....	24
1.2.4. Faiz Dışı Giderler.....	24
1.3. Nazım Hesaplar (Bilanço Dışı Yükümlülükler).....	25
1.4. Türkiye’de Bankacılık Sektörünün Tarihi.....	26
1.5. Bankacılık Sektöründeki Riskler.....	30
1.5.1. Faiz Riski.....	32
1.5.2. Kur Riski.....	33
1.5.3. Kredi Riski.....	33
1.5.4. Likidite Riski.....	34
1.5.5. Piyasa Riski.....	34
1.5.6. Sermaye Yetersizliği Riski.....	35
1.6. Banka Değerleme Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	36
1.6.1. Dünyada Yapılan Çalışmalar.....	36

1.6.2. Türkiye'de Yapılan Çalışmalar.....	44
2. BANKA DEĞERLEME.....	47
2.1. Değer ve Değerleme Kavramları.....	47
2.2. Banka Değerleme Yöntemleri.....	50
2.2.1. Piyasa Yaklaşımları (Market-oriented Approaches).....	50
2.2.1.1. Çarpan Analizi (Piyasa -Benzer Şirket- Çarpanları).....	51
2.2.1.1.1. Fiyat/Kazanç Oranı (Price/Earnings Ratio-P/E)	51
2.2.1.1.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (Price/Book Value - P/B).....	55
2.2.1.1.3. Fiyat/Kazanç Oranı (P/E) ve Piyasa Değeri/ Defter Değeri (P/B) Oranları Arasındaki İlişki	59
2.2.2. Varlık Esaslı Değerleme Yaklaşımları (Asset-oriented Approaches).....	60
2.2.3. Nakit Akım Bazlı Değerleme Yaklaşımları (Cash flow-oriented Approaches).....	61
2.2.3.1. Temettü İskonto Modeli (Dividend Discount Model-DDM).....	61
2.2.3.1.1. Modelin Uyarlamaları.....	63
2.2.3.2. Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (Free Cash Flow to Equity - FCFE).....	65
2.2.4. Artık Gelir Esaslı Değerleme Yaklaşımı (Residual Income-oriented Approaches).....	68
2.2.4.1. Ekonomik Katma Değer Modeli (Economic Value Added - EVA).....	70
3. MAKRO EKONOMİK GELİŞMELER.....	72
3.1. Dünya Ekonomisi.....	72
3.2. Türkiye Ekonomisi.....	74
3.2.1. Enflasyon.....	75
3.2.2. Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi.....	77
3.2.2.1. Cari İşlemler Dengesi.....	78
3.2.2.2. Dış Ticaret Dengesi.....	80
3.2.3. Kamu Finansmanı.....	82

3.2.4.	Büyüme ve İstihdam.....	83
3.2.4.1.	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla ve Büyüme.....	83
3.2.4.2.	İstihdam.....	85
3.2.5.	Bankacılık Sektörü.....	86
3.2.5.1.	Krediler ve Mevduat Gelişimi.....	87
3.2.5.2.	Sermaye Yeterliliği.....	90
3.2.5.3.	Karlılık.....	92
3.2.5.4.	Bankacılık Sektörü Genel Görünüm.....	95
4.	DEĞERLEME ESASLARI ve BANKA DEĞERLEME UYGULAMALARI	99
4.1.	DEĞERLEME ESASLARI.....	99
4.1.1.	Analizde Kullanılan Veri Seti.....	99
4.1.1.1.	Bilanço Verileri.....	99
4.1.1.2.	Gelir Tablosu Verileri.....	100
4.1.2.	Değerlemeye İlişkin Varsayımlar.....	100
4.1.2.1.	Bilanço Varsayımları.....	100
4.1.2.2.	Gelir Tablosu Varsayımları.....	102
4.1.2.3.	Sektörel Varsayımlar.....	104
4.1.2.4.	Değerlemeye İlişkin Temel Varsayımlar.....	109
4.1.2.4.1.	İskonto Oranının Hesaplanması.....	109
4.1.2.4.2.	Devam Eden Değer (Terminal Value).....	114
4.2.	BANKA DEĞERLEME UYGULAMALARI.....	115
4.2.1.	AKBANK T.A.Ş.....	115
4.2.1.1.	Mali Tablolar-Akbank T.A.Ş.....	116
4.2.1.2.	Gelir Tablosu Projeksiyonu.....	117
4.2.1.3.	Bilanço Projeksiyonu.....	120
4.2.1.4.	Değerlemeye İlişkin Varsayımlar Akbank T.A.Ş.....	124
4.2.1.4.1.	İskonto Oranının Hesaplanması.....	124
4.2.1.4.2.	Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması.....	124
4.2.1.5.	Akbank T.A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	125
4.2.1.6.	Akbank T.A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne	

Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	126
4.2.1.6.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Çarpanı (P/B).....	126
4.2.1.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E).....	128
4.2.1.7. Akbank T.A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	129
4.2.1.8. Akbank T.A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	131
4.2.2. ALTERNATİFBANK A.Ş.....	132
4.2.2.1. Mali Tablolar- Alternatifbank A.Ş.....	133
4.2.2.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu.....	134
4.2.2.3. Bilanço Projeksiyonu.....	139
4.2.2.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar Alternatifbank A.Ş.....	141
4.2.2.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması.....	141
4.2.2.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması.....	142
4.2.2.5. Alternatifbank A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	142
4.2.2.6. Alternatifbank A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	143
4.2.2.6.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Çarpanı (P/B).....	143
4.2.2.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E).....	144
4.2.2.7. Alternatifbank A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	145
4.2.2.8. Alternatifbank A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	146
4.2.3. DENİZBANK A.Ş.....	147
4.2.3.1. Mali Tablolar- Denizbank A.Ş.....	148
4.2.3.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu.....	149
4.2.3.3. Bilanço Projeksiyonu.....	154
4.2.3.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar Denizbank A.Ş.....	156

4.2.3.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması.....	156
4.2.3.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması.....	157
4.2.3.5. Denizbank A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	157
4.2.3.6. Denizbank A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	158
4.2.3.6.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Çarpanı (P/B).....	158
4.2.3.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E).....	159
4.2.3.7. Denizbank A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	160
4.2.3.8. Denizbank A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	161
4.2.4. FİNANSBANK A.Ş.....	162
4.2.4.1. Mali Tablolar- Finansbank A.Ş.....	163
4.2.4.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu.....	164
4.2.4.3. Bilanço Projeksiyonu.....	169
4.2.4.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar Finansbank A.Ş.....	171
4.2.4.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması.....	171
4.2.4.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması.....	172
4.2.4.5. Finansbank A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	172
4.2.4.6. Finansbank A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	173
4.2.4.6.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Çarpanı (P/B).....	173
4.2.4.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E).....	174
4.2.4.7. Finansbank A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	175
4.2.4.8. Finansbank A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan	

Özsermaye Değeri.....	176
4.2.5. TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.....	177
4.2.5.1. Mali Tablolar- T.Garanti Bankası A.Ş.....	178
4.2.5.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu.....	179
4.2.5.3. Bilanço Projeksiyonu.....	184
4.2.5.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar T.Garanti Bankası A.Ş....	186
4.2.5.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması.....	186
4.2.5.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması.....	187
4.2.5.5. T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	187
4.2.5.6. T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	188
4.2.5.6.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Çarpanı (P/B).....	188
4.2.5.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E).....	189
4.2.5.7. T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	190
4.2.5.8. T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	191
4.2.6. TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.....	192
4.2.6.1. Mali Tablolar- T.Halk Bankası A.Ş.....	193
4.2.6.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu.....	194
4.2.6.3. Bilanço Projeksiyonu.....	199
4.2.6.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar T.Halk Bankası A.Ş....	201
4.2.6.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması.....	201
4.2.6.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması.....	202
4.2.6.5. T. Halk Bankası A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	202
4.2.5.6. T. Halk Bankası A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	203

4.2.6.6.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri arpanı (P/B).....	203
4.2.6.6.2. Fiyat / Kazanç arpanı (P/E).....	204
4.2.6.7. T. Halk Bankası A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan zsermaye Değeri.....	205
4.2.6.8. T. Halk Bankası A.Ş.'nin zsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan zsermaye Değeri.....	206
4.2.7. TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ő.....	207
4.2.7.1. Mali Tablolar- T.İŞ Bankası A.Ő.....	208
4.2.7.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu.....	209
4.2.7.3. Bilanço Projeksiyonu.....	214
4.2.7.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar T.İŞ Bankası A.Ő.....	216
4.2.7.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması.....	216
4.2.7.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması.....	217
4.2.7.5. T. İŞ Bankası A.Ő.'nin Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan zsermaye Değeri.....	217
4.2.7.6. T. İŞ Bankası A.Ő.'nin arpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan zsermaye Değeri.....	218
4.2.7.6.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri arpanı (P/B).....	218
4.2.7.6.2. Fiyat / Kazanç arpanı (P/E).....	219
4.2.7.7. T. İŞ Bankası A.Ő.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan zsermaye Değeri.....	220
4.2.7.8. T. İŞ Bankası A.Ő.'nin zsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan zsermaye Değeri.....	221
4.2.8. ŞEKERBANK T.A.Ő.....	222
4.2.8.1. Mali Tablolar- Şekerbank A.Ő.....	223
4.2.8.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu.....	224
4.2.8.3. Bilanço Projeksiyonu.....	229
4.2.8.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar Şekerbank A.Ő.....	231
4.2.8.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması.....	231

4.2.8.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması.....	232
4.2.8.5. Şekerbank A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	232
4.2.8.6. Şekerbank A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	233
4.2.8.6.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Çarpanı (P/B).....	233
4.2.8.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E).....	234
4.2.8.7. T. İş Bankası A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	235
4.2.8.8. T. İş Bankası A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	236
4.2.9. TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş. (TEB).....	237
4.2.9.1. Mali Tablolar- TEB A.Ş.....	238
4.2.9.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu.....	239
4.2.9.3. Bilanço Projeksiyonu.....	244
4.2.9.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar TEB A.Ş.....	246
4.2.9.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması.....	246
4.2.9.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması.....	247
4.2.9.5. TEB A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	247
4.2.9.6 TEB A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	248
4.2.9.6.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Çarpanı (P/B).....	248
4.2.9.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E).....	249
4.2.9.7. TEB A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	250
4.2.9.8. TEB A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	251

4.2.10. TEKSTİL BANKASI A.Ş (Tekstilbank).....	252
4.2.10.1. Mali Tablolar- Tekstilbank.....	253
4.2.10.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu.....	254
4.2.10.3. Bilanço Projeksiyonu.....	259
4.2.10.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar-Tekstilbank.....	261
4.2.10.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması.....	261
4.2.10.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması.....	262
4.2.10.5. Tekstilbank'ın Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	262
4.2.10.6 Tekstilbank'ın Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	263
4.2.10.6.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Çarpanı (P/B).....	263
4.2.10.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E).....	264
4.2.10.7. Tekstilbank'ın Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	265
4.2.10.8. Tekstilbank'ın Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	266
4.2.11. T. VAKIFLAR BANKASI T.A.O.....	267
4.2.11.1. Mali Tablolar- Vakıfbank.....	268
4.2.11.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu.....	269
4.2.11.3. Bilanço Projeksiyonu.....	274
4.2.11.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar-Vakıfbank.....	276
4.2.11.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması.....	276
4.2.11.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması.....	277
4.2.11.5. Vakıfbank'ın Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	277
4.2.11.6 Vakıfbank'ın Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	278
4.2.11.6.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Çarpanı (P/B).....	278

4.2.11.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E).....	279
4.2.11.7. Vakıfbank'ın Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	280
4.2.11.8. Vakıfbank'ın Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	281
4.2.12. YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş. (YKB).....	282
4.2.12.1. Mali Tablolar- YKB.....	283
4.2.12.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu.....	284
4.2.12.3. Bilanço Projeksiyonu.....	289
4.2.12.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar-YKB.....	291
4.2.12.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması.....	291
4.2.12.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması.....	292
4.2.12.5. YKB'nin Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	292
4.2.12.6 YKB'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	293
4.2.12.6.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Çarpanı (P/B).....	293
4.2.12.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E).....	294
4.2.12.7. YKB'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	295
4.2.12.8. YKB'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	296
SONUÇ.....	297
KAYNAKLAR.....	306
EK I.....	314
ÖZGEÇMİŞ.....	318

TABLolar LİSTESİ

Tablo 2.1-	Fiyat/Kazanç (P/E) çarpanına göre banka değerlendirme örneği...	54
Tablo 2.2-	Piyasa Değeri/Defter Değeri (P/B) çarpanına göre banka değerlendirme örneği.....	57
Tablo 3.1-	Tüketici Fiyat Endeksi (12 Aylık Yüzde Değişim).....	75
Tablo 3.2-	Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi.....	77
Tablo 3.3-	Merkezi Yönetim Bütçesi (Dönem Sonu, Birikimli, Milyon TL)	82
Tablo 3.4-	Merkezi Yönetim Toplam Borç Stoku (Milyar TL).....	83
Tablo 3.5-	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Milyon TL-Milyon USD).....	83
Tablo 3.6-	Yıllar İtibariyle İşgücü Verileri.....	85
Tablo 3.7-	Bankacılık Sektörü Özet Bilanço Büyüklükleri (Milyon TL).....	86
Tablo 3.8-	Mevduat Munzam Karşılıkların Gelişimi – TL (%).....	96
Tablo 3.9-	Mevduat Munzam Karşılıkların Gelişimi – YP (%).....	96
Tablo 4.1-	Ülkelere Göre Milli Gelir, Kredi, Mevduat ve Aktif Büyüklükleri	107
Tablo 4.2 -	Bankacılık Sektörü Toplam Kredi, Mevduat ve Aktif Büyüklükleri.....	108
Tablo 4.3.-	Tahminlenen Dönem İçin Bankacılık Sektörü Toplam Kredi, Mevduat ve Aktif Büyüklükleri.....	108
Tablo 4.4-	Analize Konu Bankaların Haftalık Verimleri (17.04.2009-08.04.2011).....	111
Tablo 4.5.-	Beta Hesaplamaları.....	112
Tablo 4.6.-	Bazı Gelişmekte Olan Ülkelere İlişkin Sermaye Piyasası Volatilité Değeri ve Risk Primleri (Haftalık verimler: Şubat 2009-Şubat 2011).....	113
Tablo 4.7.-	Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010).....	116
Tablo 4.8.-	Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010).....	117
Tablo 4.9.-	Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	117
Tablo 4.10.-	Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	118
Tablo 4.11.-	Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri...	118
Tablo 4.12.-	Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	118
Tablo 4.13.-	Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	118
Tablo 4.14.-	Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	118
Tablo 4.15.-	Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	119
Tablo 4.16.-	Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	119

Tablo 4.17.-	Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri	119
Tablo 4.18.-	Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	119
Tablo 4.19.-	Akbank T.A.Ş.'nin Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans).....	119
Tablo 4.20.-	Akbank T.A.Ş.'nin Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi).....	120
Tablo 4.21.-	Akbank T.A.Ş.'ye ait Proforma Gelir Tabloları.....	120
Tablo 4.22.-	Akbank T.A.Ş.'ye Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler.....	120
Tablo 4.23.-	Akbank T.A.Ş.'ye Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Tahmini Veriler.....	120
Tablo 4.24.-	Akbank T.A.Ş. Kredi/Mevduat Oranları (2006-2010).....	120
Tablo 4.25.-	Akbank T.A.Ş. Kredi/Mevduat Oranları (2011-2020).....	121
Tablo 4.26.-	Akbank T.A.Ş. Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans).....	121
Tablo 4.27.-	Akbank T.A.Ş. Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	121
Tablo 4.28.-	Akbank T.A.Ş.'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	121
Tablo 4.29.-	Akbank T.A.Ş.'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	121
Tablo 4.30.-	Akbank T.A.Ş.'nin Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	122
Tablo 4.31.-	Akbank T.A.Ş.'nin Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	122
Tablo 4.32.-	Akbank T.A.Ş.'nin Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları.....	122
Tablo 4.33 -	Akbank T.A.Ş.'ye Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	123
Tablo 4.34 -	Temettü İskonto Modeli'ne göre Akbank T.A.Ş.'nin Özsermaye Değeri.....	125
Tablo 4.35 -	2011 Beklenen Değerler İtibarıyla Özsermaye Karlılığı (RoE), P/B Değerleri Arasındaki İlişki.....	126
Tablo 4.36 -	2011 Beklenen Değerler İtibarıyla Bazı Bankaların P/E Oranları ve HBK Tahminleri.....	128
Tablo 4.37 -	Artık Gelir Modeli'ne göre Akbank T.A.Ş.'nin Özsermaye Değeri	130
Tablo 4.38 -	Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Akbank T.A.Ş.'nin Özsermaye Değeri.....	131
Tablo 4.39 -	Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010).....	133
Tablo 4.40 -	Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010).....	134
Tablo 4.41.-	Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri....	134
Tablo 4.42 -	Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	135

Tablo 4.43 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemede Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri....	135
Tablo 4.44 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemede Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	135
Tablo 4.45 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemede Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri..	135
Tablo 4.46 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemede Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	136
Tablo 4.47 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemede Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri..	136
Tablo 4.48 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemede Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	136
Tablo 4.49 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemede Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri..	136
Tablo 4.50 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemede Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	136
Tablo 4.51 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans).....	137
Tablo 4.52 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi).....	137
Tablo 4.53 - Alternatifbank A.Ş.'ye ait Proforma Gelir Tabloları.....	137
Tablo 4.54 - Alternatifbank A.Ş.'ye Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	138
Tablo 4.55 - Alternatifbank A.Ş.'ye Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler.....	139
Tablo 4.56 - Alternatifbank A.Ş.'ye Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri.....	138
Tablo 4.57 - Alternatifbank A.Ş. Kredi/Mevduat Oranları (2006-2010).....	138
Tablo 4.58 - Alternatifbank A.Ş. Kredi/Mevduat Oranları (2011-2020).....	139
Tablo 4.59 - Alternatifbank A.Ş. Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans).....	139
Tablo 4.60 - Alternatifbank A.Ş. Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	139
Tablo 4.61 - Alternatifbank A.Ş.'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	140
Tablo 4.62 - Alternatifbank A.Ş.'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	140
Tablo 4.63 - Alternatifbank A.Ş.'nin Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	140
Tablo 4.64 - Alternatifbank A.Ş.'nin Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	140
Tablo 4.65 - Alternatifbank A.Ş.'nin Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları.....	141
Tablo 4.66 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Alternatifbank A.Ş.'nin Özsermaye Değeri.....	142
Tablo 4.67 - Artık Gelir Modeli'ne göre Alternatifbank'ın Özsermaye Değeri	145
Tablo 4.68 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre Alternatifbank'ın Özsermaye Değeri	146

Tablo 4.69 - Denizbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010).....	148
Tablo 4.70 - Denizbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010).....	149
Tablo 4.71 - Denizbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	149
Tablo 4.72 - Denizbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	150
Tablo 4.73 - Denizbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	150
Tablo 4.74 - Denizbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	150
Tablo 4.75 - Denizbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	150
Tablo 4.76 - Denizbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	151
Tablo 4.77 - Denizbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	151
Tablo 4.78 - Denizbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	151
Tablo 4.79 - Denizbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri	151
Tablo 4.80 - Denizbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	151
Tablo 4.81 - Denizbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluştura Diğer Oranlar (Geçmiş Performans).....	152
Tablo 4.82 - Denizbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi).....	152
Tablo 4.83 - Denizbank'a ait Proforma Gelir Tabloları.....	152
Tablo 4.84 - Denizbank'a Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	153
Tablo 4.85 - Denizbank'a Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler.....	154
Tablo 4.86 - Denizbank'a Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri.....	154
Tablo 4.87 - Denizbank Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans).....	154
Tablo 4.88 - Denizbank Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	154
Tablo 4.89 - Denizbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans).....	154
Tablo 4.90 - Denizbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	154
Tablo 4.91 - Denizbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	155
Tablo 4.92 - Denizbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	155
Tablo 4.93 - Denizbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	155
Tablo 4.94 - Denizbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları	

	(Projeksiyon Dönemi).....	155
Tablo 4.95	- Denizbank'ın Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları	156
Tablo 4.96	- Temettü İskonto Modeli'ne göre Denizbank A.Ş.'nin Özsermaye Değeri.....	157
Tablo 4.97	- Artık Gelir Modeli'ne göre Denizbank'ın Özsermaye Değeri.....	160
Tablo 4.98	- Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre Denizbank'ın Özsermaye Değeri.....	161
Tablo 4.99	- Finansbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010).....	163
Tablo 4.100	- Finansbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010).....	164
Tablo 4.101	- Finansbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	164
Tablo 4.102	- Finansbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	165
Tablo 4.103	- Finansbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	165
Tablo 4.104	- Finansbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	165
Tablo 4.105	- Finansbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	165
Tablo 4.106	- Finansbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	166
Tablo 4.107	- Finansbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	166
Tablo 4.108	- Finansbank'ın Değerlemesinde Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	166
Tablo 4.109	- Finansbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri	166
Tablo 4.110	- Finansbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	166
Tablo 4.111	- Finansbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans).....	167
Tablo 4.112	- Finansbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi).....	167
Tablo 4.113	- Finansbank'a Ait Proforma Gelir Tabloları.....	167
Tablo 4.114	- Finansbank'a Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	168
Tablo 4.115	- Finansbank'a Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler.....	169
Tablo 4.116	- Finansbank'a Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri.....	169
Tablo 4.117	- Finansbank Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans).....	169
Tablo 4.118	- Finansbank Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	169
Tablo 4.119	- Finansbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans).....	169
Tablo 4.120	- Finansbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	169

Tablo 4.121 - Finansbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	170
Tablo 4.122 - Finansbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	170
Tablo 4.123 - Finansbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	170
Tablo 4.124 - Finansbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	170
Tablo 4.125 - Finansbank'ın Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları	171
Tablo 4.126 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Finansbank A.Ş.'nin Özsermaye Değeri.....	172
Tablo 4.127 - Artık Gelir Modeli'ne göre Finansbank'ın Özsermaye Değeri.....	175
Tablo 4.128 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre Finansbank'ın Özsermaye Değeri.....	176
Tablo 4.129- Garanti Bankası'nın Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010).....	178
Tablo 4.130 - Garanti Bankası'nın Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010).....	179
Tablo 4.131 - Garanti Bankası'nın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	179
Tablo 4.132 - Garanti Bankası'nın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	180
Tablo 4.133 - Garanti Bankası'nın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	180
Tablo 4.134 - Garanti Bankası'nın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	180
Tablo 4.135 - Garanti Bankası'nın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	180
Tablo 4.136 - Garanti Bankası'nın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	180
Tablo 4.137 - Garanti Bankası'nın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	181
Tablo 4.138 - Garanti Bankası'nın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	181
Tablo 4.139 - Garanti Bankası'nın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri	181
Tablo 4.140 - Garanti Bankası'nın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	181
Tablo 4.141 - Garanti Bankası'nın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans).....	181
Tablo 4.142 - Garanti Bankası'nın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi).....	182
Tablo 4.143 - Garanti Bankası'na ait Proforma Gelir Tabloları.....	182
Tablo 4.144 - Garanti Bankası'na Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	183
Tablo 4.145 - Garanti Bankası'na Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler.....	184

Tablo 4.146 - Garanti Bankası'na Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri.....	184
Tablo 4.147 - Garanti Bankası Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans)...	184
Tablo 4.148 - Garanti Bankası Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi)...	184
Tablo 4.149 - Garanti Bankası Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans).....	184
Tablo 4.150 - Garanti Bankası Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	184
Tablo 4.151 - Garanti Bankası'nın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	185
Tablo 4.152 - Garanti Bankası'nın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	185
Tablo 4.153 - Garanti Bankası'nın Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	185
Tablo 4.154 - Garanti Bankası'nın Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	185
Tablo 4.155 - Garanti Bankası'nın Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları.....	186
Tablo 4.156 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Garanti Bankası A.Ş.'nin Özsermaye Değeri.....	187
Tablo 4.157 - Artık Gelir Modeli'ne göre Garanti Bankası'nın Özsermaye Değeri.....	190
Tablo 4.158 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre Garanti Bankası'nın Özsermaye Değeri.....	191
Tablo 4.159 - Halk Bankası'nın Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010).....	193
Tablo 4.160 - Halk Bankası'nın Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010).....	194
Tablo 4.161 - Halk Bankası'nın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	194
Tablo 4.162 - Halk Bankası'nın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	195
Tablo 4.163 - Halk Bankası'nın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	195
Tablo 4.164 - Halk Bankası'nın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	195
Tablo 4.165 - Halk Bankası'nın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	195
Tablo 4.166 - Halk Bankası'nın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	196
Tablo 4.167 - Halk Bankası'nın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	196
Tablo 4.168 - Halk Bankası'nın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	196
Tablo 4.169 - Halk Bankası'nın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri	196
Tablo 4.170 - Halk Bankası'nın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	196

Tablo 4.171 - Halk Bankası'nın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans).....	197
Tablo 4.172 - Halk Bankası'nın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi).....	197
Tablo 4.173 - Halk Bankası'na ait Proforma Gelir Tabloları.....	197
Tablo 4.174 - Halk Bankası'na Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	198
Tablo 4.175 - Halk Bankası'na Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler.....	199
Tablo 4.176 - Halk Bankası'na Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri.....	199
Tablo 4.177 - Halk Bankası Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans)....	199
Tablo 4.178 - Halk Bankası Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi)....	199
Tablo 4.179 - Halk Bankası Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans).....	199
Tablo 4.180 - Halk Bankası Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	199
Tablo 4.181 - Halk Bankası'nın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	200
Tablo 4.182 - Halk Bankası'nın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	200
Tablo 4.183 - Halk Bankası'nın Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	200
Tablo 4.184 - Halk Bankası'nın Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	200
Tablo 4.185 - Halk Bankası'nın Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları.....	201
Tablo 4.186 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Halk Bankası A.Ş.'nin Özsermaye Değeri.....	202
Tablo 4.187 - Artık Gelir Modeli'ne göre Halk Bankası'nın Özsermaye Değeri.....	205
Tablo 4.188 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre Halk Bankası'nın Özsermaye Değeri.....	206
Tablo 4.189 - İş Bankası'nın Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010).....	208
Tablo 4.190 - İş Bankası'nın Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010).....	209
Tablo 4.191 - İş Bankası'nın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	209
Tablo 4.192 - İş Bankası'nın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	210
Tablo 4.193 - İş Bankası'nın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	210
Tablo 4.194 - İş Bankası'nın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	210
Tablo 4.195 - İş Bankası'nın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	210
Tablo 4.196 - İş Bankası'nın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin	

	Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	211
Tablo 4.197	- İş Bankası'nın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	211
Tablo 4.198	- İş Bankası'nın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	211
Tablo 4.199	- İş Bankası'nın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri	211
Tablo 4.200	- İş Bankası'nın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	211
Tablo 4.201	- İş Bankası'nın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluştura Diğer Oranlar (Geçmiş Performans).....	212
Tablo 4.202-	- İş Bankası'nın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi).....	212
Tablo 4.203	- İş Bankası'na ait Proforma Gelir Tabloları.....	212
Tablo 4.204	- İş Bankası'na Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	213
Tablo 4.205	- İş Bankası'na Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler.....	214
Tablo 4.206	- İş Bankası'na Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri.....	214
Tablo 4.207	- İş Bankası Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans).....	214
Tablo 4.208	- İş Bankası Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	214
Tablo 4.209	- İş Bankası Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans).....	214
Tablo 4.210	- İş Bankası Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	214
Tablo 4.211	- İş Bankası'nın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	215
Tablo 4.212	- İş Bankası'nın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	215
Tablo 4.213	- İş Bankası'nın Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	215
Tablo 4.214	- İş Bankası'nın Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	215
Tablo 4.215	- İş Bankası'nın Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları.....	216
Tablo 4.216	- Temettü İskonto Modeli'ne göre İş Bankası A.Ş.'nin Özsermaye Değeri.....	217
Tablo 4.217	- Artık Gelir Modeli'ne göre İş Bankası'nın Özsermaye Değeri.....	220
Tablo 4.218	- Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre İş Bankası'nın Özsermaye Değeri.....	221
Tablo 4.219	- Şekerbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010).....	223
Tablo 4.220	- Şekerbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010).....	224
Tablo 4.221	- Şekerbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	224

Tablo 4.222 - Şekerbank'ın Değerlemede Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	225
Tablo 4.223 - Şekerbank'ın Değerlemede Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	225
Tablo 4.224 - Şekerbank'ın Değerlemede Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	225
Tablo 4.225 - Şekerbank'ın Değerlemede Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	225
Tablo 4.226 - Şekerbank'ın Değerlemede Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	226
Tablo 4.227 - Şekerbank'ın Değerlemede Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	226
Tablo 4.228 - Şekerbank'ın Değerlemede Değerlemede Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	226
Tablo 4.229 - Şekerbank'ın Değerlemede Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri	226
Tablo 4.230 - Şekerbank'ın Değerlemede Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	226
Tablo 4.231 - Şekerbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans).....	227
Tablo 4.232 - Şekerbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi).....	227
Tablo 4.233 - Şekerbank'a Ait Proforma Gelir Tabloları.....	227
Tablo 4.234 - Şekerbank'a Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	228
Tablo 4.235 - Şekerbank'a Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler.....	229
Tablo 4.236 - Şekerbank'a Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri.....	229
Tablo 4.237 - Şekerbank Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans).....	229
Tablo 4.238 - Şekerbank Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	229
Tablo 4.239 - Şekerbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans).....	229
Tablo 4.240 - Şekerbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	229
Tablo 4.241 - Şekerbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	230
Tablo 4.242 - Şekerbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	230
Tablo 4.243 - Şekerbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	230
Tablo 4.244 - Şekerbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	230
Tablo 4.245 - Şekerbank'ın Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları	231
Tablo 4.246 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Şekerbank A.Ş.'nin Özsermaye Değeri.....	232
Tablo 4.247 - Artık Gelir Modeli'ne göre Şekerbank'ın Özsermaye Değeri.....	235
Tablo 4.248 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE)	

	Modeli'ne göre Şekerbank'ın Özsermaye Değeri.....	236
Tablo 4.249	- TEB'in Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010).....	238
Tablo 4.250	- TEB'in Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010).....	239
Tablo 4.251	- TEB'in Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	239
Tablo 4.252	- TEB'in Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	240
Tablo 4.253	- TEB'in Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	240
Tablo 4.254	- TEB'in Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	240
Tablo 4.255	- TEB'in Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	241
Tablo 4.256	- TEB'in Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	241
Tablo 4.257	- TEB'in Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	241
Tablo 4.258	- TEB'in Değerlemesinde Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	241
Tablo 4.259	- TEB'in Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri	241
Tablo 4.260	- TEB'in Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	242
Tablo 4.261	- TEB'in Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans).....	242
Tablo 4.262	- TEB'in Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi).....	242
Tablo 4.263	- TEB'e Ait Proforma Gelir Tabloları.....	242
Tablo 4.264	- TEB'e Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	243
Tablo 4.265	- TEB'e Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler.....	244
Tablo 4.266	- TEB'e Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri.....	244
Tablo 4.267	- TEB Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans).....	244
Tablo 4.268	- TEB Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	244
Tablo 4.269	- TEB Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans).....	244
Tablo 4.270	- TEB Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	244
Tablo 4.271	- TEB'in Diğer Aktiflere İlişkin Oranları(Geçmiş Performans).....	245
Tablo 4.272	- TEB'in Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	245
Tablo 4.273	- TEB'in Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	245
Tablo 4.274	- TEB'in Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	245
Tablo 4.275	- TEB'in Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları.....	246
Tablo 4.276	- Temettü İskonto Modeli'ne göre TEB A.Ş.'nin Özsermaye	

	Değeri.....	247
Tablo 4.277	- Artık Gelir Modeli'ne göre TEB'in Özsermaye Değeri.....	250
Tablo 4.278	- Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre TEB'in Özsermaye Değeri.....	251
Tablo 4.279	- Tekstilbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010).....	253
Tablo 4.280	- Tekstilbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010).....	254
Tablo 4.281	- Tekstilbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	254
Tablo 4.282	- Tekstilbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	255
Tablo 4.283	- Tekstilbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	255
Tablo 4.284	- Tekstilbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	255
Tablo 4.285	- Tekstilbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	256
Tablo 4.286	- Tekstilbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	256
Tablo 4.287	- Tekstilbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	256
Tablo 4.288	- Tekstilbank'ın Değerlemesinde Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	256
Tablo 4.289	- Tekstilbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri..	256
Tablo 4.290	- Tekstilbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	256
Tablo 4.291	- Tekstilbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans).....	257
Tablo 4.292	- Tekstilbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi).....	257
Tablo 4.293	- Tekstilbank'a Ait Proforma Gelir Tabloları.....	257
Tablo 4.294	- Tekstilbank'a Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	258
Tablo 4.295	- Tekstilbank'a Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler.....	259
Tablo 4.296	- Tekstilbank'a Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri.....	259
Tablo 4.297	- Tekstilbank Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans).....	259
Tablo 4.298	- Tekstilbank Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	259
Tablo 4.299	- Tekstilbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans).....	259
Tablo 4.300	- Tekstilbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	259
Tablo 4.301	- Tekstilbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	260
Tablo 4.302	- Tekstilbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları	

	(Projeksiyon Dönemi).....	260
Tablo 4.303	- Tekstilbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	260
Tablo 4.304	- Tekstilbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	260
Tablo 4.305	- Tekstilbank'ın Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları	261
Tablo 4.306	- Temettü İskonto Modeli'ne göre Tekstilbank A.Ş.'nin Özsermaye Değeri.....	262
Tablo 4.307	- Artık Gelir Modeli'ne göre Tekstilbank'ın Özsermaye Değeri.....	265
Tablo 4.308	- Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre Tekstilbank'ın Özsermaye Değeri.....	266
Tablo 4.309	- Vakıfbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010).....	268
Tablo 4.310	- Vakıfbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010).....	269
Tablo 4.311	- Vakıfbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	269
Tablo 4.312	- Vakıfbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	270
Tablo 4.313	- Vakıfbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	270
Tablo 4.314	- Vakıfbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	270
Tablo 4.315	- Vakıfbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	271
Tablo 4.316	- Vakıfbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	271
Tablo 4.317	- Vakıfbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	271
Tablo 4.318	- Vakıfbank'ın Değerlemesinde Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	271
Tablo 4.319	- Vakıfbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri	271
Tablo 4.320	- Vakıfbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	271
Tablo 4.321	- Vakıfbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans).....	272
Tablo 4.322	- Vakıfbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi).....	272
Tablo 4.323	- Vakıfbank'a Ait Proforma Gelir Tabloları.....	272
Tablo 4.324	- Vakıfbank'a Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	273
Tablo 4.325	- Vakıfbank'a Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler.....	274
Tablo 4.326	- Vakıfbank'a Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri.....	274
Tablo 4.327	- Vakıfbank Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans).....	274
Tablo 4.328	- Vakıfbank Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	274

Tablo 4.329 - Vakıfbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans).....	274
Tablo 4.330 - Vakıfbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	274
Tablo 4.331 - Vakıfbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	275
Tablo 4.332 - Vakıfbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	275
Tablo 4.333 - Vakıfbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans).....	275
Tablo 4.334 - Vakıfbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	275
Tablo 4.335 - Vakıfbank'ın Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları	276
Tablo 4.336 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Vakıfbank A.Ş.'nin Özsermaye Değeri.....	277
Tablo 4.337 - Artık Gelir Modeli'ne göre Vakıfbank'ın Özsermaye Değeri.....	280
Tablo 4.338 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre Vakıfbank'ın Özsermaye Değeri.....	281
Tablo 4.339 - YKB'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010).....	283
Tablo 4.340 - YKB'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010).....	284
Tablo 4.341 - YKB'nin Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	284
Tablo 4.342 - YKB'nin Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	285
Tablo 4.343 - YKB'nin Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	285
Tablo 4.344 - YKB'nin Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	285
Tablo 4.345 - YKB'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	285
Tablo 4.346 - YKB'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	285
Tablo 4.347 - YKB'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri.....	286
Tablo 4.348 - YKB'nin Değerlemesinde Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	286
Tablo 4.349 - YKB'nin Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri..	286
Tablo 4.350 - YKB'nin Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri.....	286
Tablo 4.351 - YKB'nin Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans).....	286
Tablo 4.352 - YKB'nin Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi).....	287
Tablo 4.353 - YKB'ye Ait Proforma Gelir Tabloları.....	287
Tablo 4.354 - YKB'ye Ait Temel Performans Oranları	

(Projeksiyon Dönemi).....	288
Tablo 4.355 - YKB'ye Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler.....	289
Tablo 4.356 - YKB'ye Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri.....	289
Tablo 4.357 - YKB Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans).....	289
Tablo 4.358 - YKB Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	289
Tablo 4.359 - YKB Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans).....	289
Tablo 4.360 - YKB Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi).....	289
Tablo 4.361 - YKB'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları(Geçmiş Performans)....	290
Tablo 4.362 - YKB'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)....	290
Tablo 4.363 - YKB'nin Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)....	290
Tablo 4.364 - YKB'nin Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)....	290
Tablo 4.365 - YKB'nin Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları.....	291
Tablo 4.366 - Temettü İskonto Modeli'ne göre YKB A.Ş.'nin Özsermaye Değeri.....	292
Tablo 4.367 - Artık Gelir Modeli'ne göre YKB'nin Özsermaye Değeri.....	295
Tablo 4.368 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre YKB'nin Özsermaye Değeri.....	296

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1.-	Banka bilançosunu oluşturan ana kalemler.....	7
Şekil 1.2 -	Bankacılık Sektöründeki Riskler..... ..	31
Şekil 2.1.	Bankada Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Serbest Nakit Akımları..... ..	68

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 3.1-	Tüketici Fiyat Endeksi (12 Aylık Yüzde Değişim).....	76
Grafik 3.2-	Üretici Fiyat Endeksi (12 Aylık Yüzde Değişim).....	76
Grafik 3.3-	Dönemsel Ortalama Enflasyon Oranları.....	77
Grafik 3.3-	Cari İşlemler Dengesi (Milyon USD).....	78
Grafik 3.4-	Cari İşlemler Dengesi/GSYH (%).....	79
Grafik 3.5-	Cari İşlemler Dengesi/GSYH (%) (Enerji Fiyatları Etkisi Karşılaştırmalı).....	79
Grafik 3.6-	Dış Ticaret Dengesi (Milyon USD).....	80
Grafik 3.7-	İhracat Rakamları (FOB-Milyar USD).....	81
Grafik 3.8-	İthalat Rakamları (CIF-Milyar USD).....	81
Grafik 3.9-	GSYİH/Büyüme Oranı (%).....	84
Grafik 3.10-	Kişi Başı Milli Gelir (USD).....	84
Grafik 3.11-	İşsizlik Oranı (%).....	85
Grafik 3.12-	Toplam Aktifler, Krediler ve Mevduat Hacminin Milli Gelire Oranı (%).....	88
Grafik 3.13-	Kredilerin Mevduat Hacmine ve Aktif Toplamına Oranı (%)..	89
Grafik 3.14-	Mevduat Hacmi ve Krediler Toplamının Şube Sayısına Oranı(%).....	89
Grafik 3.15-	Takipteki Krediler Oranı (%).....	90
Grafik 3.16-	Sermaye Yeterlilik Oranı (%).....	91
Grafik 3.17-	Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yeterlilik Oranı-2009(%)	91
Grafik 3.18-	Net Faiz Marjı ile Ücret ve Komisyon Gelirlerinin Toplam Gelirlere Oranının Karşılaştırılması (%).....	93
Grafik 3.19-	İşletme Giderlerinin Ortalama Aktiflere Oranı (%).....	94
Grafik 3.20-	Özsermaye Getirisi-ROE (%).....	95
Grafik 4.1-	Ülkelere Göre Kişi Başı Milli Gelir (Bağımsız Değişken) ile Aktifler/GSYİH Regresyon Denklemi.....	106
Grafik 4.2-	Ülkelere Göre Kişi Başı Milli Gelir (Bağımsız Değişken) ile Aktifler/GSYİH Regresyon Denklemi.....	106
Grafik 4.3-	2011 Beklenen Değerler İtibariyle Özsermaye Karlılığı (RoE), P/B Değerleri Arasındaki Regresyon Denklemi.....	127
Grafik 4.4-	2011 Beklenen Değerler İtibariyle HBK ve P/E Değerleri Arasındaki Regresyon Denklemi.....	129

KISALTMALAR

A.Ş.	Anonim Şirket
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABD(US)	Amerika Birleşik Devletleri
ADR	Amerikan Emanet Makbuzu (American Depository Receipt)
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)
ATM	Para Çekme Makinası (Automated Teller Machine)
BBVA	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BNP	Banque Nationale de Paris
BV	Defter Değeri (Book Value)
BVS	Hisse Başına Defter Değeri (Book Value per Share)
CAGR	Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (Compounded Annual Growth Rate)
CAPM	Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (Capital Asset Pricing Model)
CIF	Mal Bedeli, Sigorta ve Navlun gideri (Cost, insurance & freight)
COE	Özsermaye Maliyeti (Cost of Equity)
DDM	Temettü İskonto Modeli (Dividend Discount Model)
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
EKD	Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added_EVA)
EMRP	Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (Equity Market Risk Premium)
EPS	Hisse Başına Kazanç_HBK (Earnings per Share)
EV/EBIT	Firma Değerı/FVÖK
EV/EBITDA	Firma Değerı/FAVÖK
EVA	Ekonomik Katma Değer Modeli (Economic Value Added)
FCFE	Özsermaye Serbest Nakit Akımları
FOB	Free on Board
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kâr

GBI	Garanti Bankası Uluslararası (International Garanti Bank International)
GBM	Garanti Bankası Moskova (Garanti Bank Moscow)
GE	General Electric Şirketi
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HBK	Hisse Başına Kazanç
HSBC	Hongkong Shanghai Banking Corporation
IMF	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
ISE	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası_İMKB (İstanbul Stock Exchange)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KKDF	Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu
KKTC	Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti
KMH	Kredili Mevduat Hesabı
KOBİ	Küçük ve Orta Boy İşletme
MVA	Piyasa Katma Değeri (Market Value Added)
NBG	National Bank of Greece
NI	Net Kar (Net Income)
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development)
P/B	Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (Price-to-Book Value Ratio)
P/E	Fiyat/Kazanç Oranı (Price-to-Earnings Ratio)
RI	Artık Kar (Residual Income)
ROAA	Aktiflerin Ortalama Getirisi (Return on Average Assets)
ROAE	Özsermayenin Ortalama Getirisi (Return on Average Equity)
ROE	Özsermaye Karlılığı (Return on Equity)
ROIC	Yatırılan Sermayenin Getirisi (Return on Invested Capital)
S&P	Standart&Poor's Endeksi
SYR	Sermaye Yeterlilik Rasyosu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEB	Türk Ekonomi Bankası A.Ş.
THP	Tekdüzen Hesap Planı

TL	Türk Lirası
TMSK	Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
TÖBANK	Türkiye Öğretmenler Bankası T.A.Ş.
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TV	Devam Eden Değer (Terminal Value)
US	Amerika Birleşik Devletleri (United States)
USD	Amerikan Doları
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
YKB	Yapı Kredi Bankası A.Ş.
YP	Yabancı Para

GİRİŞ

Küreselleşmenin hızlanmasıyla birlikte, uluslararası rekabet ortamında finansal piyasalara bilgi ve sermaye akışı da artmaya başlamıştır. Finansal piyasaların hızlı gelişimine bağlı olarak ise, şirket birleşmeleri, şirket satın almaları ve özelleştirmeler daha yaygın ve önemli hale gelmiştir. Bu durum, “değer” ve “firma değerlemesi” kavramlarının önemini daha da artırmıştır.

Finans literatüründe “değer” kavramı, 1960’lı yılların başında firmanın amacının “hissedar değerinin maksimum kılınması” olarak tanımlanmış olması ile öne çıkmaya başlamıştır. Herhangi bir varlığın değeri, ekonomik çevre, varlığın potansiyel kullanım alanı, değer tahmininin zamanlaması, varlığın konumu, ikame mal değeri, ortaklık yapısı, varlığın likidasyonu, piyasası ve fiziksel durumu gibi zamanla değişen birçok faktöre bağlıdır. (Miller, 1995:3-4) Değerleme ise, bir varlığın parasal olarak değerinin belirlenmesi olarak tanımlanmaktadır. Firma değerinin belirlenmesinde firmanın büyüme potansiyeli, risk profili, nakit yaratma gücü gibi birçok faktör dikkate alınır. Firma değeri ve bu değeri etkileyen faktörler işletme ile ilgili tüm çıkar grupları açısından önem arz etmektedir.

Finans teorisinde bir bankanın değeri, bankanın yapmış olduğu tüm yatırımların zaman içinde elde edeceği gelirler ve bu gelirleri elde etmek için taşınacak risk miktarı ile ilişkilidir. Bu durumda, bir bankanın değeri teorik olarak, bankanın yatırımcılara (hissedar ve borç verenlere) sağladığı kazançların (nakit akımlarının) bankanın sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilmiş bugünkü değerine eşittir. Diğer bir ifade ile, bir bankanın değeri, sözkonusu bankanın gelecekte nakit yaratma gücünün bir fonksiyonu olarak düşünülebilir.

Bu çalışmanın amacı, İMKB’de işlem gören ticari bankaların değerlerinin farklı değerlendirme yöntemlerine göre hesaplanması ve elde edilen sonuçların, sözkonusu bankaların 31/12/2010 tarihi itibarıyla verili piyasa değerleri ile karşılaştırılmasıyla, hangi yöntemin piyasa değerine daha yakın olduğunun tespit edilerek, bankaların piyasa değerinin olması gereken değeri (gerçek değeri) ne ölçüde yansıttığı hususunda bir

sonuca varmaktır. Piyasa değeri ile yapılan karşılaştırmalar bankaların sermaye piyasasında yüksek değeri (overvalued) veya düşük değeri (undervalued) olduğu konusunda fikir verecektir. Değerleme modellerinin kendi aralarında da incelemeye tabi tutulduğu çalışmada, banka değerini etkileyen faktörler de analiz edilmiştir.

Çalışma kapsamında, İMKB’de işlem gören 12 ticari bankanın, Temettü İskonto Modeli (Dividend Discount Method _DDM), Artık Gelir Modeli (Residual Income Model_RI), Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (Free Cash Flow to Equity_FCFE) ve Çarpan Analizi (Price/Earnings Ratio_P/E, Price/Book Value_P/B) Modeline göre değerlemeleri yapılmıştır. Değerlemeler için ilgili bankaların 2006-2010 yılları arasında gerçekleşen finansal verilerinden yararlanılmış olup, 2011-2020 dönemi için ise projeksiyon yapılmıştır.

Tezin ilk bölümünde, genel anlamda bankacılık konusu incelenmiş; bankaların hazırladığı finansal tablolar, bankacılık sektörünün tarihi ve riskleri ayrıntılı olarak anlatılmıştır. Bu bölümde ayrıca, banka değerlendirme üzerine yurtiçinde ve yurtdışında yapılan çalışmaların kısa bir özeti sunulmuştur.

İkinci bölümde, değer ve değerlendirme kavramları incelenerek, kuramsal olarak banka değerlendirme modelleri detaylı bir şekilde tartışılmıştır. Burada, yalnızca analizde kullanılan değerlendirme modelleri değil, literatürde ulaşılabilen tüm banka değerlendirme modelleri kuramsal altyapıları ile anlatılmıştır.

Üçüncü bölümde, hiçbir işletmenin içinde bulunduğu ekonomiden bağımsız olarak değerlendirilemeyeceği kabulü ile makro ekonomik gelişmeler; dünya ekonomisi ve Türkiye ekonomisi alt başlıkları ile incelenmiştir. Türkiye ekonomisi bölümünde; enflasyon, dış ticaret, kamu finansmanı, büyüme gibi önemli makro ekonomik gelişmelerin yanısıra ülkemizdeki bankacılık sektörü de incelenmiştir. Bu kapsamda, gerçekleşen veriler ışığında, siyasi otoritenin sektöre ilişkin kararları gözönünde bulundurularak geleceğe yönelik beklentileri de içeren detaylı bir analiz yapılmıştır.

Çalışmanın son bölümü olan dördüncü bölüm ise uygulama bölümü olup, iki esas başlık altında hazırlanmıştır. Birinci alt bölümde, her bankanın değerlemesinde uyulacak olan değerlendirme esasları oluşturulmuş, analizlerde kullanılan veri seti ve değerlemeye ilişkin temel varsayımlar ele alınmıştır. İkinci alt bölümde ise, çalışmaya konu edilen ticari bankalar yukarıda ifade edilen değerlendirme modellerinin herbirine göre tek tek değerlemeye tabi tutulmuştur.

Sonuç bölümünde ise, değerlemeye tabi tutulan bankaların farklı yöntemlere göre elde edilen değerleri birbirleriyle ve ilgili bankanın 31/12/2010 tarihli piyasa değeri ile karşılaştırılmış, sonuçlar çalışmanın amacı doğrultusunda yorumlanarak çeşitli değerlendirmeler yapılmıştır.

1. BANKALARIN HAZIRLADIĞI FİNANSAL TABLOLAR, BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN TARİHİ VE RİSKLERİ

Bankacılık sektörü faaliyetlerinin, başta sanayi ve ticaret sektörü olmak üzere diğer işletmelerin faaliyetlerine göre değişiklik göstermesi, doğal olarak banka finansal tablolarının içeriğinin de farklı olması sonucunu ortaya çıkarmaktadır.

Diğer işletmelerde olduğu gibi bankaların da belirli dönemlerde yayınladıkları temel finansal tablolar, bilanço ve gelir tablosudur. Bankaların hazırladığı diğer finansal tablolar ise, özsermaye değişim tablosu, nakit akım tablosu ve kar dağıtım tablosudur.

Yasal olarak bankaların üçer aylık dönemlerde bilanço ve gelir tablosu düzenlemeleri gerekir. Bilanço dönemi sonunda (31/12 itibarıyla) bankalar denetlenmiş bilanço sunmak zorunda olup, kamuoyuna açıklama yapmak, aynı zamanda Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Sanayi ve Ticaret Bakanlığı ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'ye vermek durumundadırlar.¹

Türkiye uygulamasında bankaların finansal tabloları, 1986 yılından itibaren ülkedeki tüm bankalarda kullanılmaya başlanan Tekdüzen Hesap Planı'nın (THP) esaslarına uygun olarak düzenlenmektedir.

5411 Sayılı Bankacılık Kanunu'nun 37. Maddesi'nde Muhasebe ve Raporlama Sistemi ile ilgili olarak aşağıdaki ifade yer almaktadır:

“Bankalar, kuruluş birlikleri ve TMSK'nın görüşü alınmak suretiyle Kurul tarafından uluslararası standartlar esas alınarak belirlenecek usul ve esaslara uygun olarak muhasebe sistemlerinde tekdüzeni uygulamak; tüm işlemlerini gerçek mahiyetlerine uygun surette muhasebeleştirmek; finansal raporlarını bilgi edinme ihtiyacını karşılayabilecek biçim ve içerikte, anlaşılır, güvenilir ve karşılaştırılabilir, denetime, analize ve yorumlamaya elverişli, zamanında ve doğru şekilde düzenlemek zorundadır.”²

¹ Mehmet Takan, **Bankacılık: Teori, Uygulama ve Yönetim**, Ankara, Nobel Yayınları, 2001, s.178

² 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, 2005, s.15, (Çevrimiçi)

http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Yayinlar/Dokumanlar/5411_Guncel.pdf, 15/04/2010

Çalışma kapsamında, bankaların düzenlemekle yükümlü olduğu esas mali tablolar olan bilanço ve gelir tablosu alt başlıkları ile detaylı olarak incelenmeye çalışılacaktır.

1.1. Banka Bilançosu

Banka bilançosu, bankanın belirli bir tarihteki iktisadi ve mali durumunu yansıtan, varlıklarını, borçlarını ve özsermayelerini, aktif ve pasif hesaplar şeklinde gerçeğe uygun ve doğru bir biçimde gösteren tablodur.

Bilançonun aktifi, mevcutlar ile alacaklardan; pasifi ise borçlar (yabancı kaynaklar), özsermayeler (sermaye, ihtiyat ve karşılıklar) ve varsa kardan oluşur. Her ne kadar banka bilançosu bir firma bilançosu ile yapısal olarak aynı olsa da aktif ve pasiflerin alt kalemleri farklılık göstermektedir. Bankaların ekonomideki işlevleri ve verdikleri hizmetlerin gereği, varlıklarının büyük bölümünü finansal varlıklar (hazır değerler, finansal varlıklar, krediler), kaynaklarının büyük bölümünü de yabancı kaynaklar oluşturur.

Bilanço net değer esasına göre hazırlanır. Bankanın aktif ve pasif yapısını düzenleyici nitelikteki hesaplar ilgili buldukları kalemlerin altında birer indirim kalemi olarak gösterilir.³ Bankalar her ay sonu itibarıyla düzenleyecekleri bilanço ve gelir tablolarının birer örneğini ve Kurum tarafından istenen diğer ilave bilgi ve açıklamaları dönemi izleyen 30 gün içinde Kuruma göndermek zorundadır. Ayrıca bankalar, finansal raporlarını kendi internet sayfalarında yayımlamak ve en az 5 yıl kullanıcıların ulaşımına açık tutmak zorundadırlar. Yıl sonu konsolide ve konsolide olmayan finansal raporların ise Nisan ayı sonuna kadar ilan edilmesi gereklidir.⁴

Tekdüzen Hesap Planı (THP) banka varlıklarını aşağıdaki temel gruplara ayırmıştır:

- Dönen Varlıklar
- Krediler

³Adalet Hazar, **Banka Bilançosu Okuma**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları, 2009, s.12

⁴ A.e., s.14

- Yatırım Amaçlı Varlıklar ve Diğer Aktifler

Kısaca belirtmek gerekirse, dönen varlıklar bankanın sahip olduğu nakit, T.C. Merkez Bankası ve diğer banka ve kurumlardaki mevduat ve finansal varlıklardan oluşur.

Krediler grubu çeşitli alt başlıklar altında, bankanın gerçek veya tüzel kişilere vermiş olduğu kredileri kapsar.

Yatırım amaçlı değerler ve diğer aktifler grubu ise, esas olarak mevduat munzam karşılıkları gibi bağlı değerleri, tahakkuk etmiş faiz ve diğer gelirlerden kaynaklanan alacakları, bankanın iştiraklerini, maddi duran varlıkları ve bir kısım bankacılık faaliyetlerine özgü çeşitli geçici hesapları içerir.

THP, banka bilançolarının pasifini ise iki gruba ayırmıştır:

- Mevduat ve diğer yabancı kaynaklar
- Özsermayelar

Mevduat ve diğer yabancı kaynaklar grubu, bankanın tüm yabancı kaynaklarını kapsamaktadır. Bu grupta mevduatın yanısıra, bankanın TCMB ve diğer banka veya finansal kurumlardan aldığı krediler, tahakkuk etmiş faiz ve giderlerle ilgili borçlar, ithalat ve transfer emirleri, ödenecek çeşitli vergi vb., ihraç edilmiş tahviller ve diğer borç kalemleri yer alır.

Özsermayelar grubu ise esas olarak bankanın sermayesini, yedeklerini, yeniden değerlendirme artışlarını ve biten muhasebe döneminin karını kapsamaktadır.

Banka bilançoları, genellikle Türkiye'deki sunuş biçiminden dolayı, gerçek bilanço aktif ve pasiflerine dahil edilmemekle birlikte, bilanço dışı hesaplar (eski adıyla nazım

hesaplar) olarak isimlendirilen ve esas olarak bankanın şarta bağlı borçlarını ve yükümlülüklerini ifade eden rakamları da kapsar.⁵

Bir banka bilançosunu oluşturan ana başlıklar aşağıda görüldüğü gibidir.

Şekil 1.1.- Banka bilançosunu oluşturan ana kalemler

BİR BANKA BİLANÇOSU ŞEMASI			
Aktif	(Tekdüzen Hesap Planına Göre)		Pasif
0	Dönen Değerler	3	Mevduat ve diğer yabancı kaynaklar
1	Krediler	4	Özsermaye
2	Yatırım amaçlı değerler ve diğer aktifler		
	Aktif Toplamı -----		Pasif Toplamı -----

1.1.1. Banka Bilançolarının Aktifinde Yer Alan Alt Kalemler

1.1.1.1. Nakit Değerler ve Merkez Bankası

Hesabın alt kalemleri aşağıdaki şekilde sıralanabilir;

- Kasa
- Efektif Deposu
- Merkez Bankası

Kasa Hesabı, Türkiye’de tedavülde bulunan Türk Lirası banknot ve madeni paralar ile alım satım konusu yapılan yabancı paraların izlendiği aktif nitelikli bir hesaptır. Yabancı

⁵ Göksel Yücel, **Banka Muhasebesi**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları, 2008, s.1-2

paralar kasaya sabit kur üzerinden giriş yapılır. Dönem sonlarında evaluasyona tabi tutularak bakiyesi Türk parasına dönüştürülür.⁶

Efektif Deposu Hesabı, alım satımı yapılan yabancı paraların sabit fiyat üzerinden kaydedildiği aktif nitelikli bir hesaptır. Hesap, sabit fiyat üzerinden açılır ve dönem sonlarında değerlendirilerek bakiyesi Türk parasına dönüştürülür.⁷

Merkez Bankası hesabı ise, bankanın T.C. Merkez Bankası'ndan alacaklarının kaydedildiği bir hesaptır.

1.1.1.2. Gerçeğe Uygun Değer Farkı Kar/Zarara Yansıtılan Finansal Varlıklar (Net)

İlgili Türkiye Muhasebe Standardı'nda belirtilen esaslar çerçevesinde alım satım amaçlı olarak elde tutulan finansal varlıklar ve ilk muhasebeleştirme sırasında gerçeğe uygun değer farkı kar/zarara yansıtılan olarak sınıflandırılan finansal varlıkların kaydedildiği bir hesaptır.⁸

1.1.1.2.1. Alım Satım Amaçlı Finansal Varlıklar

Alım satım amaçlı finansal varlıklar piyasada kısa dönemde oluşan fiyat ve benzeri unsurlardaki dalgalanmalardan kâr sağlama amacıyla elde edilen, veya elde edilme nedeninden bağımsız olarak, kısa dönemde kâr sağlamaya yönelik bir portföyün parçası olan finansal varlıklardır. Alım satım amaçlı finansal varlıklar, gerçeğe uygun değerleri ile kayda alınmakta ve kayda alınmalarını takiben de gerçeğe uygun değerleri ile değerlemeye tabi tutulmaktadır. Yapılan değerlendirme sonucu oluşan kazanç ve kayıplar kâr/zarar hesaplarına dahil edilmektedir. Alım satım amaçlı finansal

⁶ Takan, **A.g.e.**, s.178

⁷ Mesut Yıldırım, **Banka Muhasebesi**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 2008, s.52

⁸ **A.e.**, s.63

varlıklardan kazanılan faizler faiz gelirleri içerisinde ve elde edilen kâr payları temettü gelirleri içerisinde gösterilmektedir.⁹

Hesabın alt başlıkları aşağıdaki gibidir;

- Devlet Borçlanma Senetleri
- Sermayede Payı Temsil Eden Finansal Varlıklar
- Alım Satım Amaçlı Türev Finansal Varlıklar
- Diğer Finansal Varlıklar

Bankaların Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili almalarının üç temel nedeni bulunmaktadır. Bunlar;¹⁰

- Bankalar taahhütleri karşılığında belirli bir oranda disonibilite ayırmak zorundadır.
- Bankalar kaynak ihtiyaçlarını TCMB nezdinde oluşturulan Interbank piyasasından karşılayabilir. Ancak, Interbank piyasasından borçlanabilmek için, Merkez Bankası'na borçlanma limitlerinin %10 fazlası tutarında Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili yatırımları gerekmektedir.
- Bankalar yatırım amacıyla Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili alırlar. Özellikle devlet iç borçlanma senetleri, vergi avantajları, risksiz ve kolay nakde çevrilebilir olmaları nedeniyle bankalarca en çok tercih edilen yatırım araçlarıdır.

1.1.1.2.2. Gerçeğe Uygun Değer Farkı Kar/Zarara Yansıtılan Olarak Sınıflandırılan Finansal Varlıklar

Vadeye kadar elde tutulacak olan finansal varlıkları kapsayan hesabın alt başlıkları aşağıdaki gibidir;

- Devlet Borçlanma Senetleri

⁹ Akbank Denetim Raporu, 31/12/2010,(Çevrimiçi)

http://www.akbank.com/doc/31032011_AKBNK_konsolide.pdf, 15/06/2011

¹⁰ Takan, **A.g.e.**, s.180

- Sermayede Payı Temsil Eden Finansal Varlıklar
- Krediler
- Diğer Finansal Varlıklar

1.1.1.3. Bankalar

Bankalar hesabı, bankaların yurt içi ve yurt dışındaki bankalarda bulunan TL ve döviz tevdiat hesaplarından oluşur. Yurt içi bankalar ve yurt dışı bankalar adı altında iki ayrı alt hesapta incelenir.

1.1.1.4. Para Piyasalarından Alacaklar

Para piyasaları hesabının alt kalemleri aşağıdaki gibidir;

- Bankalararası Para Piyasasından Alacaklar
- İMKB Takasbank Piyasasından Alacaklar
- Ters Repo İşlemlerinden Alacaklar

Fon fazlası veren bankalar, fazla fonlarını kısa süreli olarak değerlendirmek üzere Interbank piyasasında fon açığı veren bankalara satarlar. Belirli vadeler için genellikle bir gecelik olarak bankalara verilen borç şeklinde çalışan Interbank hesabı, bir çeşit kredi özelliği taşımaktadır.

1.1.1.5. Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar

Satılmaya hazır finansal varlıklar “Kredi ve alacaklar” ile “Vadeye kadar elde tutulacaklar” ve “Gerçeğe uygun değer farkı kâr/zarara yansıtılan finansal varlıklar” dışında kalan ve türev finansal araç olmayan finansal varlıklardan oluşmaktadır. Satılmaya hazır finansal varlıklar, gerçeğe uygun değerini yansıtan elde etme maliyetlerine işlem maliyetlerinin eklenmesi ile kayda alınmakta olup, kayda alınmalarını takiben gerçeğe uygun değerle değerlendirilmektedir. Satılmaya hazır borçlanma senetlerinin etkin faiz (iç verim oranı) yöntemi ile hesaplanan faiz gelirleri ile sermayede

payı temsil eden finansal varlıkların temettü gelirleri gelir tablosuna yansıtılmaktadır. Satılmaya hazır finansal varlıkların itfa edilmiş maliyetleri ile gerçeğe uygun değerlerindeki değişikliklerden kaynaklanan “Gerçekleşmemiş kâr ve zararlar” ise ilgili finansal varlığa karşılık gelen değer tahsili, varlığın satılması, elden çıkarılması veya zafiyete uğraması durumlarından birinin gerçekleşmesine kadar dönemin gelir tablosuna yansıtılmamakta ve; özsermayeler altındaki “Finansal varlıklar değerlendirme farkları” hesabında izlenmektedir. Söz konusu finansal varlıkların tahsil edildiğinde veya elden çıkarıldığında özsermaye içinde yansıtılan birikmiş gerçeğe uygun değer farkları gelir tablosuna yansıtılmaktadır. Satılmaya hazır finansal varlıklar olarak sınıflanan sermayede payı temsil eden finansal varlıklar teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesi ve/veya gerçeğe uygun değeri güvenilir bir şekilde belirlenebilmesi durumunda gerçeğe uygun değerleri ile muhasebeleştirilmiş; teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmemesi ve gerçeğe uygun değeri güvenilir bir şekilde belirlenememesi durumunda, değer kaybı ile ilgili karşılık düşüldükten sonra maliyet bedelleri ile finansal tablolara yansıtılmaktadır.¹¹

Hesap aşağıdaki alt hesaplardan oluşmaktadır;

- Sermayede Payı Temsil Eden Finansal Varlıklar
- Devlet Borçlanma Senetleri
- Diğer Finansal Varlıklar

1.1.1.6. Krediler ve Alacaklar

Krediler bankaların en fazla gelir elde ettiği bilanço kalemi olup aktifler içinde en büyük paya sahiptir.

Krediler bankaların karlı, karlı olduğu kadar da riskli ana işlevidir. Bu nedenle bankaların, kredilendirme faaliyetlerini verimli ve kredilerin geri dönmemesinden doğabilecek zararları en az düzeyde tutacak şekilde yürütmeleri gerekir.¹²

¹¹ Akbank Denetim Raporu, 31/12/2010

¹² Öztin Akgüç, **Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi**, Ankara, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1984, s.3

Kredileri vadelerine göre kısa, orta ve uzun vadeli olarak gruplandırmak mümkündür. Çeşitleri açısından ise tüketici kredisi, konut kredisi gibi birçok farklı çeşidi mevcuttur.

5411 Sayılı Bankacılık Kanunu'nun krediler ile ilgili 48. Maddesinde;

“Bankalarca verilen nakdî krediler ile teminat mektupları, kontrgarantiler, kefaletler, aval, ciro, kabul gibi gayrinakdî krediler ve bu niteliği haiz taahhütler, satın alınan tahvil ve benzeri sermaye piyasası araçları, tevdiatta bulunmak suretiyle ya da herhangi bir şekil ve surette verilen ödünçler, varlıkların vadeli satışından doğan alacaklar, vadesi geçmiş nakdî krediler, tahakkuk etmekle birlikte tahsil edilmemiş faizler, gayrinakdî kredilerin nakde tahvil olan bedelleri, ters repo işlemlerinden alacaklar, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile benzeri diğer sözleşmeler nedeniyle üstlenilen riskler, ortaklık payları ve Kurulca kredi olarak kabul edilen işlemler izlendikleri hesaba bakılmaksızın bu Kanun uygulamasında kredi sayılır.”

hükmü yer almaktadır.¹³

Krediler Hesabının alt hesapları aşağıdaki gibidir;

- Krediler ve Alacaklar
 - Bankanın Dahil Olduğu Risk Grubuna Kullanılan Krediler
 - Devlet Borçlanma Senetleri
 - Diğer
- Takipteki Krediler
- Özel Karşılıklar (-)

1.1.1.6.1. Kredilerin Sorunlu Hale Gelmesi

Bankaların kullandıkları kredi ve bunlara bağlı diğer alacakların izleyen dönemlerde başlangıçta öngörülen çerçevede dahilinde geri ödenmemesi durumunda bu alacakların temel muhasebe prensipleri dahilinde, ilgili mevzuat hükümleri de dikkate alınarak uygun şekilde sınıflandırılması ve tahsilatın gerçekleşmemesi nedeniyle ortaya çıkan zafiyetin kayıtlara yansıtılması gerekir.¹⁴

¹³ 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, 2005, s.18

¹⁴ Yıldırım, **A.g.e.**, s.105

5411 Sayılı Bankacılık Kanunu'nun konu ile ilgili 53. Maddesi, 1. Fıkrasında;

“Bankalar, krediler ve diğer alacaklarla ilgili olarak, doğmuş veya doğması muhtemel zararların karşılanması ve bunlar dışında kalan varlıkların değer azalışları için yeterli düzeyde karşılık ayrılmasına, aktiflerin kalitesine ve sınıflandırılmasına, garantilerin ve teminatların alınmasına, bunların değerinin ve güvenilirliğinin ölçülmesine, takibe alınan kredilerin izlenmesine ve vadesi dolmuş kredilerin geri ödenmesine ilişkin politikaları oluşturmak ve uygulamak, bunları düzenli olarak gözden geçirmek, tüm bu hususları icra edebilecek gerekli yapıları tesis etmek ve işletmek zorundadır. Bu fıkra hükmünün uygulanmasına ilişkin esas ve usuller Kurul’ca belirlenir.”

hükmü yer almaktadır.¹⁵

Türkiye’de faaliyette bulunan bankaların kullandıkları kredilerin sınıflandırılması ve sorunlu hale gelmesi durumunda uygulanacak esaslar 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu’nun 53. ve 93. Maddelerine dayanılarak BDDK tarafından hazırlanan “Bankalarca Kredilerin Ve Diğer Alacakların Niteliklerinin Belirlenmesi Ve Bunlar İçin Ayrılacak Karşılıklara İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik” hükümleriyle belirlenmiştir.

Sözkonusu yönetmeliğin kredilerin ve diğer alacakların sınıflandırılmasına ilişkin maddesine göre bu tür aktifler;

- a. Standart nitelikli krediler ve diğer alacaklar- Birinci grup
- b. Yakın izlemedeki krediler ve diğer alacaklar- İkinci grup
- c. Tahsil imkanı sınırlı krediler ve diğer alacaklar- Üçüncü grup
- d. Tahsili şüpheli krediler ve diğer alacaklar- Dördüncü grup
- e. Zarar niteliğindeki krediler ve diğer alacaklar- Beşinci grup

olmak üzere beş grupta sınıflandırılmıştır.¹⁶

¹⁵ 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, 2005, s.20-21

¹⁶ Yıldırım, **A.g.e.**, s.105-106

1.1.1.7. Faktoring Alacakları

Müşteri (şirket) alacaklarının “factor” denilen gerçek ya da tüzel bir kişi tarafından bedeli peşin ödenerek satın alınmasıdır. Mal ve hizmet satışı yapan bir ticari işletmenin vadeli alacaklarının “factor” adı verilen bir mali kuruluş tarafından alacaklıya rücu hakkı olmaksızın satın alındığı finansal hizmettir. Diğer bir deyişle factoring, bir şirketin ticari alacaklarını satarak finansman sağlamasıdır.

Factoring alacakları ise, factoring şirketlerinin yapmış oldukları factoring işlemleri dolayısıyla meydana gelen vadeli alacakların kaydedildiği kalemdir.

1.1.1.8. Vadeye Kadar Elde Tutulacak Finansal Varlıklar

Vadeye kadar elde tutulacak finansal varlıklar, vadesine kadar saklama niyetiyle elde tutulan ve fonlama kabiliyeti dahil olmak üzere vade sonuna kadar elde tutulabilmesi için gerekli koşulların sağlanmış olduğu, sabit veya belirlenebilir ödemeleri ile sabit vadesi bulunan ve “Krediler ve alacaklar” tanımının dışında kalan ve ilk muhasebeleştirme sırasında gerçeğe uygun değer farkı kâr/zarara yansıtılan veya satılmaya hazır olarak tanımlanmayan ve türev finansal araç olmayan finansal varlıklardır.

Vadeye kadar elde tutulacak finansal varlıklar ilk olarak gerçeğe uygun değerlerini yansıtan elde etme maliyet bedellerine işlem maliyetlerinin eklenmesi ile kayda alınmakta ve kayda alınmalarını takiben iç verim oranı yöntemi kullanılarak “İtfa edilmiş maliyet bedeli” ile değerlendirilmektedir. Vadeye kadar elde tutulacak finansal varlıklar ile ilgili faiz gelirleri gelir tablosuna yansıtılmaktadır.¹⁷

Hesap aşağıdaki alt hesapları kapsamaktadır;

- Devlet Borçlanma Senetleri

¹⁷ Akbank Denetim Raporu, 31/12/2010

- Devlet Tahvili
- Hazine Bonosu
- Diğer
- Diğer Finansal Varlıklar

1.1.1.9. İştirakler

Bankalar, sermaye ve yönetim kontrolü bulunmamakla birlikte üzerlerinde önemli etkinliğe sahip oldukları ortaklıklarındaki paylarının kaydına özgü aktif nitelikli bir hesaptır. İştirakler hesabı hisse alış bedeli üzerinden tutulur. Bu hesapta izlenen hisse senetleri bilanço dışı hesaplarda nominal değerler ile de izlenir. Bedelsiz alınan hisse senetleri ile değerlendirme artışları bu hesaba kaydedilir.¹⁸

Sermaye ve yönetim ilişkileri çerçevesinde ana ortaklık tarafından doğrudan ve/veya dolaylı olarak;

1. Hisselerinin en az %10'una, en fazla %50'sine kadar sahip olunan; veya,
2. Aynı oranlar arasında oy hakkına sahip olunan,

yurtiçinde kurulu işletmeler ile ilgili ülke mevzuatına göre yurtdışında kurulu bulunan ve faaliyet gösteren işletmeler iştirak sayılmaktadır.

1.1.1.10. Bağlı Ortaklıklar

Bağlı ortaklıklar, bankalar tarafından hisselerinin doğrudan veya dolaylı olarak %50'den fazlasına veya aynı oranda oy hakkına ya da yönetim çoğunluğunu seçme hakkına sahip olunan işletmelerdir. Hesap, bankaların sermayesi veya yönetimi üzerinde kontrol gücüne sahip buldukları ortaklık paylarını ifade eder.

¹⁸ Yıldırım, A.g.e., s.135

1.1.1.11. Birlikte Kontrol Edilen Ortaklıklar

08/11/2006 tarihli ve 26340 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Bankaların Konsolide Finansal Tablolarının Düzenlenmesine İlişkin Tebliğ hükümleri çerçevesinde, iş ortaklıkları ve adi ortaklıklar dahil olmak üzere, ana ortaklık bankanın dahil olduğu grubun bir ortaklık sözleşmesi çerçevesinde başka gruplarla birlikte kontrol ettiği ortaklıkları bu hesapta izlenir.¹⁹

1.1.1.12. Kiralama İşlemlerinden Alacaklar

Hesap, finansal kiralama, faaliyet kiralaması ve diğer kiralama işlemlerini kapsamaktadır. Finansal kiralama en genel ifadeyle, herhangi bir varlığın belli bir bedel karşılığında ve belli bir süre için başkasının kullanımına verilmesi anlamına gelmektedir.

Türkiye’de finansal kiralama yapmak isteyen kuruluşların, anonim ortaklık şeklinde kurulmuş olmaları ve bu tür işlemleri yapmak için Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK)’dan izin almaları gerekmektedir. Bu kanun hükümleri çerçevesinde Türkiye’de faaliyette bulunan bütün bankaların izin alarak finansal kiralama işlemleri yapabilecekleri ilk bakışta mümkün gibi görünmekle beraber, 5411 sayılı Bankalar Kanunu’nun 4. Maddesi hükmü uyarınca mevduat bankalarının finansal kiralama faaliyetlerinde bulunmaları yasaklanmıştır. Yeni madde hükümleri çerçevesinde, yatırım bankaları ile kalkınma bankalarının finansal kiralama işlemleri yapmaları konusunda herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır.²⁰

Faaliyet kiralaması ise yatırım konusu makine ve ekipmanın belli bir dönem için sadece kullanım hakkını elde etmek amacı ile kiralanması işlemidir.

¹⁹ A.e., s.143

²⁰ A.e., s.122

1.1.1.13. Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılıklar, mevduat kabul eden finansal kurumların bu mevduatlara karşılık olarak Merkez Bankası'nda tutmak zorunda oldukları mevduatlarının kanunen saptanan oranını ifade etmektedir. Kanuni karşılık yüksek olursa, bankaların mevduat olarak topladıkları Türk Lirası ile dövizden daha azı kasalarında kalır. Bu durumun iki sonucu vardır; birincisi, bankaların topladıkları mevduatın maliyeti yükselir. İkincisi ise, bankaların kredi olarak kullandırabilecekleri paranın miktarı azalır. Böylece Merkez Bankası piyasadan Türk Lirası ve döviz çekmiş olur. Merkez bankaları bu oranı bir para politikası aracı olarak kullanabilmektedir. Eğer bankalar atıl rezervlere sahip değilse, zorunlu karşılık oranı artırıldığında bankalar verdikleri kredileri geri çağırırlar ve bu durum para arzının azalmasına neden olur. Zorunlu karşılık oranı düşürüldüğünde ise zorunlu karşılıkların bir kısmı kullanılabilir rezerv şekline dönüşür, bu da bankaların kredi tabanını artırır. Bankaların kredi tabanının genişlemesi de para arzının artmasına neden olur.²¹

1.1.1.14. Riskten Korunma Amaçlı Türev Finansal Varlıklar

Bilanço dışı hesaplarda izlenen türev finansal varlıkların ilgili Türkiye Muhasebe Standardı hükümleri çerçevesinde değerlemeye tabi tutulmasından doğan ve varlık oluşturan farklar aktif nitelikli bu hesapta izlenir.

1.1.1.15. Maddi Duran Varlıklar

Maddi Duran Varlıklar, yatırım ortaklıklarının kuruluş gayesi icabı faaliyetlerini devam ettirebilmek amacıyla almış veya yaptırmış oldukları, kullanım süreleri bir yıldan uzun, eskiyebilen, yıpranabilen ve değer kaybına uğrayabilen fiziki varlıklarının kaydedildiği hesaptır. Maddi duran varlıklar maliyetlerine göre kaydedilir. Fakat ülke vergi kurallarına göre şirketler bazı maddi duran varlıklarını (Arazi ve arsalar, yapılmakta olan yatırımlar,

²¹TCMB Terimler Sözlüğü, (Çevrimiçi), http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm, 13 Haziran 2011

vb. dışındakiler) amortize edip bunları gider olarak gelir tablosuna ve birikmiş amortismanlar kalemine kaydederler. Amorti edilebilen maddi duran varlıklar kalemleri aynı zamanda enflasyonun etkisini azaltmak amacıyla yeniden değerlemeye de tabi tutulurlar. Yeniden değerlendirme oranları devlet tarafından açıklanmakta olup ilgili kalemler bu oran üzerinden artırılır, artırılmış olan bu tutar da öz sermayenin alt kalemi olan yeniden değerlendirme değer artışı kalemine yazılarak aktif-pasif eşitliği korunur.

1.1.1.16. Maddi Olmayan Duran Varlıklar

Maddi olmayan duran varlıklar, bir işletmenin sahip olduğu patent, şerefiye, telif hakkı gibi fiziki bir varlığı olmayan mallardır. Bu malların mülkiyetinin el değiştirmesi mümkün değildir.

1.1.1.17. Satış Amaçlı Elde Tutulan ve Durdurulan Faaliyetlere İlişkin Duran Varlıklar

İlgili Türkiye Muhasebe Standardında belirtilen esaslar çerçevesinde satış amaçlı elde tutulan ve durdurulan faaliyetlere ilişkin duran varlık olarak sınıflandırılan varlıklar bu hesapta izlenir.²²

1.1.2. Banka Bilançolarının Pasifinde Yer Alan Alt Kalemler

1.1.2.1. Mevduat

Mevduat, duyuru yapılmak suretiyle halktan, saklamak veya kullanmak üzere belli bir vadede ya da talep edildiğinde geri verilmek şartıyla para toplanması işlemi ya da istenildiği zaman veya yatırıldıktan sonra ancak belli bir süre geçtikten sonra çekilmek

²² A.e., s.135

koşuluyla yatırılan paralara denir. Mevduatlar TL ve döviz olabileceği gibi vadeli ve vadesiz de olabilir.²³

Mevduatlar aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir.²⁴

- Bankalararası mevduat
- Tasarruf mevduatı
- Resmi kuruluşlar mevduatı
- Ticari kuruluşlar mevduatı
- Diğer kuruluşlar mevduatı
- Döviz tevdiyat hesabı
- Kıymetli maden depo hesapları

Müşteri tarafından mevduat bakiyesinden fazla yapılan para çekilişleri bir kredi işlemi kabul edilir ve “Kredili Mevduat Hesabı (KMH)” yardımcı hesabı ile izlenir.²⁵,

1.1.2.2. Alım Satım Amaçlı Türev Finansal Borçlar

Bilanço dışı hesaplarda izlenen türev finansal araçların ilgili Türkiye Muhasebe Standardı hükümleri çerçevesinde değerlemeye tabi tutulmasından doğan ve yükümlülük oluşturan farklar pasif nitelikli bu hesapta izlenir.

1.1.2.3. Alınan Krediler

Bu hesapta, bankaların yurt içinden ve yurt dışından sağladığı kaynaklar ve kullandığı krediler izlenir. Bu hesap grubunda TCMB kredileri, Eximbank kredileri ve diğer krediler bulunur.²⁶

²³ Takan, **A.g.e.**, s.183

²⁴ Hazar, **A.g.e.**, s.75

²⁵ Yıldırım, **A.g.e.**, s.194

²⁶ Takan, **A.g.e.**, s.183

1.1.2.4. Para Piyasalarına Borçlar

Fon ihtiyacı olan bankaların TCMB ve İMKB Takas ve Saklama Bankası aracılığıyla diğer bankalardan kısa vadeli olarak aldığı yerli ve yabancı para cinsinden borçlar bu hesapta izlenir.

Hesap, aşağıdaki alt hesaplardan oluşur:

- Bankalararası Para Piyasalarına Borçlar
- İMKB Takasbank Piyasasına Borçlar
- Repo İşlemlerinden Sağlanan Fonlar

1.1.2.5. İhraç Edilen Menkul Kıymetler

Banka tarafından ihraç edilen ve üçüncü şahıslara satılan tahvillerin, bonoların ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin kaydına özgü pasif nitelikli bir hesaptır.

1.1.2.6. Fonlar

Bankalara, bütçeden, bakanlıklardan ve diğer kamu kaynaklarından yasa ya da idari kararlarla tahsis edilen fonlar için kullanılan bir hesap grubudur. Kanun ve kararnamelere istinaden kurulmuş olup, mevduat dışında her ne isimle (kredi sözleşmesi dahil) olursa olsun, bankacılık sistemi aracılığı ile üçüncü şahıslara kredi olarak kullandırmak veya bankacılık sisteminin sunduğu hizmetlerden yararlanmak amacıyla bankada tutulan, fon idaresince bankaya verilen talimatlar doğrultusunda karşılıklı veya karşılıksız, garantili veya garantisiz olarak üçüncü şahıslara kullandırılan tüm meblağların 'fon' olarak tanımlanması ve bu hesapta izlenmesi gerekir.²⁷

Özellikle kamu bankalarına özel görevleri gereği yurt dışından veya hükümet tarafından belirli amaçlarda kullandırılması için fonlar sağlanmaktadır. Örneğin, Halk Bankası'na

²⁷ Yıldırım, A.g.e., s.194

küçük ve orta boy işletmeler için, Ziraat bankası'na çiftçilere kullanılmak üzere tahsis edilen fonlar bu hesapta izlenir.²⁸

1.1.2.7. Muhtelif Borçlar

Bankalarda alacaklı veya borçlu cari hesabı bulunmayan müşteri veya üçüncü şahısların bankalardan olan alacakları ile bankalarca açılan nakdi veya gayrinakdi kredilerin nakdi teminatı olarak alınan paraların, türev finansal araçlar için alınan teminatlar ile diğer borçların izlendiği pasif nitelikli bir hesaptır.²⁹

1.1.2.8. Karşılıklar

Bankaların muhtemel kredi riskleri için, ilgili yönetmelikte belirlenen usul ve esaslar dahilinde ayırdıkları genel karşılıkların kaydedilmesine özgü pasif nitelikli bir hesaptır.³⁰ Bankalar Kanunu'na göre ve Bakanlar Kurulu Kararı uyarınca krediler üzerinden ayrılan karşılıklar ile kıdem tazminatı, gelir, kurumlar vergisi karşılıkları ve diğer karşılıklar bu hesapta izlenir.

1.1.2.9. Özsermaye

Özsermaye; ödenmiş sermaye, sermaye taahhütleri, sermaye yedekleri, kar yedekleri, kar/zarar ve geçmiş yıllar kar ve zararları kalemlerinden oluşur.

Özsermaye kalemi bankalar için, Bankalar Kanunu'nda yer alan plasman tutarlarının tespitinde, diğer bir deyişle alınabilecek risk sınırlarının belirlenmesinde temel kriter olarak kabul edilmesinden dolayı, diğer ticari işletmeler için ifade ettiğiinden daha farklı ve kapsamlı bir kavram niteliğindedir.³¹

²⁸ Takan, **A.g.e.**, s.183

²⁹ Yıldırım, **A.g.e.**, s.236

³⁰ Hazar, **A.g.e.**, s.77

³¹ Yıldırım, **A.g.e.**, s.241

Sermaye taahhütleri hesabı ödenmemiş sermayeyi ifade etmekte olup, sermaye ile ödenmemiş sermayenin farkı ödenmiş sermayeyi oluşturur.

Sermaye yedekleri; hisse senedi ihraç primleri, iptal edilen ortaklık payları ve yeniden değerlendirme değer artışları, finansal varlıklar değerlendirme farkları gibi sermaye hareketleri dolayısıyla ortaya çıkan ve bankada bırakılan tutarların izlendiği hesaptır. Kar yedekleri ise dağıtılmamış ya da bankada alıkonulmuş özsermaye kalemleridir.³²

Kar/zarar hesabı ise, yıl sonlarında gelir ve gider hesaplarının bakiyelerinin devredildiği çift nitelikli bir hesaptır.

1.2. Banka Gelir Tablosu

Bankalar için gelir tablosu, banka hizmetlerinden elde edilen gelirler ve bu gelirlerin elde edilmesi için katlanılan giderler arasındaki net gelir veya gideri rapor eder. Diğer bir ifade ile bankalar için gelir tablosu, belirli bir dönemde bankanın faaliyet performansının özetidir denilebilir.

Bankalarda gelir tablosu iki ana bölümden oluşmaktadır. Bunlar; birinci bölümde faiz gelirleri ve faiz giderleri; ikinci bölümde ise faiz dışı gelirler, faiz dışı giderler ve karşılıklardır.

Bir bankanın gelir tablosu şematik olarak aşağıdaki gibi gösterilebilir:³³

- A. Faiz Gelirleri
- B. Faiz Giderleri (-)
Net Faiz Geliri
- C. Faiz Dışı Olağan Faaliyet Gelirleri
- D. Faiz Dışı Olağan Faaliyet Giderleri
Faaliyet Kar/Zararı

³² Hazar, **A.g.e.**, s.87

³³ Öztin Akgüç, **Banka Yönetimi ve Performans Analizi**, İstanbul, [Arayış Basım ve Yayıncılık](#), 2007, s.34

- E. Olağan Faaliyet Dışı Gelir Ve Karlar (+)
- F. Olağan Faaliyet Dışı Gider Ve Zararlar (-)
Dönem Karı/Zararı
- G. Vergi Karşılıkları (-)
- H. Dönem Net Karı

1.2.1. Faiz Gelirleri

Bankaların işlevleri gereği ana ürününü, vermiş olduğu krediler oluşturduğundan, en önemli faaliyet geliri de kredilerden alınan faizlerdir. Bankaların faiz gelirlerinin iki ana kalemi, kredilerden alınan faiz ile bankaların portföyünde bulunan finansal varlıkların faiz gelirleridir. Bu iki kalem dışında, faiz gelirleri içinde Merkez Bankası'ndan alınan faizler, para piyasasından alınan faizler ve diğer faiz gelirleri yer alır.³⁴

Gelir hesapları aşağıdaki kalemlerden oluşmaktadır:³⁵

İskonto senetleri, faktoring, kıymetli maden krediler, KKDF, zorunlu karşılık, bankalar ters repo, finansal varlıklar, finansal kiralama şubeler cari, diğer faizler.

1.2.2. Faiz Dışı Gelirler

Bankaların bilanço dışı işlemlerinin artması, yeni hizmetler üretmeleri, kambiyo, sermaye ve vadeli işlemler piyasalarındaki gelişmeler, bankaların faiz dışı gelirlerinde artışa olanak vermiştir.³⁶

Faiz dışı gelirler aşağıdaki alt bölümlere ayrılmaktadır;

- a. Krediler ve diğer alacaklardan alınan ücret ve komisyonlar
- b. Sermaye piyasası işlem karları
- c. Bankacılık hizmet gelirleri

³⁴ A.e., s.30

³⁵ Bülent Günceler, **Banka Bilançosunun Analizi ve Değerlendirilmesi**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Eğitim Merkezi Seminer Notları, 2009, s. 11-12

³⁶ Akgüç, A.g.e., s.31

- d. Kambiyo karları
- e. Alınan kar payları, birleşme gelirleri, diğer faiz dışı gelirler

1.2.3. Faiz Giderleri

Bankaların mevduat ve mevduat dışı kaynaklarında artış, faizlerin yükselmesi, genelde vadeli mevduata reel faiz ödenmesi, banka giderleri içinde faiz giderlerinin payını artırmıştır. Bankaların faiz giderleri aşağıdaki alt başlıklar altında bölümlendirilmiştir;³⁷

- a. Mevduata verilen faizler
- b. Para piyasası işlemlerine verilen faizler
- c. Merkez Bankası'na verilen faizler
- d. Bankalara ve diğer finansman kuruluşlarına verilen faizler
- e. Çıkarılan menkul kıymetlere verilen faizler
- f. Diğer faiz giderleri

1.2.4. Faiz Dışı Giderler

Bankalar hizmet işletmeleri olduklarından faiz giderlerinden sonra en önemli gider kalemi personel giderleridir. Bunun dışında, bankaca verilen ücret ve komisyonlar, ayrılan kredi ve şüpheli alacaklar karşılığı, amortisman giderleri, bankaca ödenen dolaylı işlemlere ilişkin vergi ve harçlar, kira, finansal kiralama, reklam giderleri, diğer işletme giderleri bu alt başlık altında yer alır.³⁸

Faiz Dışı Giderler hesabı aşağıdaki alt bölümlere ayrılır;

- a. Personel giderleri
- b. Değer düşme giderleri
- c. Vergi, resim, harç ve fonlar
- d. Verilen komisyon ve amortisman giderleri

³⁷ A.e.

³⁸ A.e., s.32

- e. Kambiyo zararları
- f. Sermaye piyasası işlem zararları
- g. Birleşme ve yeniden yapılanma giderleri
- h. Diğer işletme giderleri

1.3. Nazım Hesaplar (Bilanço Dışı Yükümlülükler)

Nazım Hesaplar aşağıdaki hesap gruplarından oluşmaktadır:³⁹

- Garanti (Teminat) Mektupları
- Kabul Kredileri
- Akreditif
- Ciolar, Diğer Taahhütlerle İlgili İşlemler
- Türev Finansal Araçlar
- Çeşitli Taahhütler
- Repo Dahil Emanet ve Rehinli Kıymetler
- Diğer Nazım Hesaplar

Garanti ve kefaletler, nakdi olmayan krediler olup bu krediler dört grupta toplanmaktadır. Bunlar; teminat mektupları, garantiler, aval, kabul ve ciro kredileri ile diğer teminat mektuplarıdır.

Teminat mektupları müşterilere genellikle bir güvence karşılığında kullanılır. Garantiler; ithal garantisi, özel dış kredi garantisi, yurt dışı ihale garantileri, tahvil garantisi gibi gruplara ayrılır. Aval, bankaların müşterileri lehine bir polise işlemde kefil olması anlamına gelir. Kabul, müşterileri lehine ya muhatap olarak ya da müşteri ile birlikte poliçeyi kabul etmektir. Ciro ise, müşteri ile birlikte veya onun düzenlediği bono ve poliçelerin ciranta olarak imzalanmasıdır.⁴⁰

³⁹ Günceler, **A.g.e.**, s.10

⁴⁰ Takan, **A.g.e.**, s.186

1.4. Türkiye’de Bankacılık Sektörünün Tarihi

Türkiye, tarihi 19. yüzyıla kadar uzanan köklü bir bankacılık geleneğine sahiptir. Son yıllarda, bankacılık sektörü Türk finans kesiminde öncü bir role sahip olmuş ve Türkiye ekonomisinin finansal liberalizasyonuna yönelik yapısal değişikliklere katkıda bulunarak önemli bir gelişme göstermiştir. Cumhuriyetin kuruluşu sonrasında, ulusal bir bankacılık sektörünün oluşturulması amacıyla, kamu sermayesinin ağırlıkta olduğu bankalar kurulmuş, bu bankaları mevcut yabancı sermayeli bankalar ve daha sonra kurulan özel bankalar izlemiştir.⁴¹

Türkiye’de bankacılığın tarihsel gelişimi esas itibarıyla yedi dönemde incelenmektedir. Bunlar;

1. Osmanlı dönemi (1847-1923)
2. Ulusal bankalar dönemi (1923-1932)
3. Özel amaçlı Devlet bankalarının kurulduğu dönem (1933-1944)
4. Özel bankalar dönemi (1945-1960)
5. Planlı dönem (1960-1980)
6. Serbestleşme ve dışa açılma dönemi (1980-2001)
7. Yeniden yapılanma dönemi (2002-2007)

olarak sayılabilir.⁴²

Osmanlı İmparatorluğu’nda bankacılığın 1856 yılında kurulan Osmanlı Bankası ile başladığı kabul edilmektedir. Osmanlı döneminde, gerek daha sonraları para basma yetkisi de verilen Osmanlı Bankası’nın, gerekse diğer yabancı sermayeli bankaların esas faaliyet alanı Osmanlı Hazinesi için iç ve dış borç bulmak ve bunların geri ödenmesi ile ilgili işler olmuştur.⁴³

⁴¹Oğuz Yıldırım, “Türkiye’de Bankacılık Sektörü (Tarihsel Gelişim, Temel Sorunlar, Mali Riskler ve Yeniden Yapılandırma)”, (Çevrimiçi) paribus.tr.googlepages.com/o_yildirim.doc, 07 Aralık 2010, s.1

⁴²Ekrem Keskin v.d., **50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye’de Bankacılık Sistemi “1958-2007”**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Kasım 2008, s.1

⁴³A.e.

Osmanlı Devletinin 1875 yılında borçlarını ödeyemez duruma düşmesinin ardından, 1881 yılında Düyun-u Umumiye'nin kurulması ve imparatorluğun dış borçlarının idaresinin bu kuruluşa devredilmesiyle, borçlanma bankacılığı adı verilen bu dönemde yeni bir devreye girilmiştir. Osmanlı gelir kaynaklarının uluslararası bir kurulun denetimine geçmesi, Avrupalı sermayedarlara yeterli güvence sağladığından, özellikle 1881'den sonra imparatorlukta birçok yabancı banka kurulmuştur.⁴⁴ Bu bankaların temel işlevi Osmanlı hükümetlerinin yaptığı iç ve dış borçlanmalardan ve döviz işlemlerinden spekülasyon kazançlar sağlamak ve imparatorlukta yatırım yapan yabancı sermaye kuruluşlarını kredilendirmek olmuştur. Bu dönemde ulusal bankaların büyük bölümü de, yabancı bankaların kredi piyasasına egemen olması karşısında rekabet güçlerini koruyamayarak faaliyetlerine son vermişlerdir.⁴⁵

Ulusal bankalar döneminde, 1923 yılında yapılan İzmir İktisat Kongresi'ndeki kararlar doğrultusunda ekonomik gelişme için ulusal bankacılığın geliştirilmesi gerekliliği ortaya çıkmış ve bu dönemde Türkiye İş Bankası başta olmak üzere birçok ulusal banka kurulmuştur. Cumhuriyet döneminde bankacılık alanında atılan en önemli adımlardan biri de, 1930 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) kurulmuş olmasıdır. Banka, anonim şirket statüsünde kurulmuş olup, 1931 yılında faaliyet göstermeye başlamıştır.

Türkiye'nin bir tarım ülkesi görünümünde olduğu 1930'lu yıllarda ise, ekonomik kalkınma sağlanması için devletin sınai yatırımlara destek vermesi gerekliliği ortaya çıkmıştır. 1929 Dünya ekonomik bunalımının ekonomide yarattığı sıkıntılar da sanayileşme alanında yeni yöntemler konusunda önemli nedenlerden olmuştur.⁴⁶

1930'lu yıllar Türkiye'de özel amaçlı devlet bankalarının kurulmaya başlandığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde, hem devlet işletmelerinin finansman ihtiyacında hem de II. Dünya Savaşı nedeniyle savunma harcamalarında meydana gelen artışlara bağlı

⁴⁴ Öztin Akgüç, **Yüz Soruda Türkiye'de Bankacılık**, İstanbul, 2. Baskı, Gerçek Yayınevi. 1989, s.11

⁴⁵ Keskin v.d., **A.g.e.**, s.2

⁴⁶ **A.e.**, s.4

olarak, hükümetin bankacılık sektöründen kredi talepleri artmış, uzun vadeli borçlanmaya gidilmiş ve Merkez Bankası reeskontundan yararlanılmıştır.

1940-1945 İkinci Dünya Savaşı yılları ise tüm dünyada olduğu gibi, Türkiye’de de ekonomik daralmaya neden olduğundan dolayı, bankacılık sektörü de bu gelişmelerden olumsuz yönde etkilenmiştir. Bu dönemde, Türkiye ekonomisinde 1930’lu yıllarda izlenen kapalı, korumacı ekonomi politikalarının yerini, daha liberal ve özel sektörü destekleyen, dışa açık politikaların almış olması bankacılık sektörünü de olumlu yönde etkilemiştir.

1945-1960 yılları arasında özel bankacılık önem kazanmaya başlamıştır. Yatırımların, modern işletmelerin, milli gelir ve nüfusun hızla artması, şehirlerin büyümesi, sanayi sektörünün milli gelirden daha çok pay almaya başlaması ve piyasa için üretimin genişlemesi ekonomide para ve kredi ihtiyacının artmasına neden olmuştur. Böylece, bankacılık alanında yapılan yatırımların getirisi yükselmiştir. Bu da özel bankacılığı teşvik etmiştir. Yapı ve Kredi Bankası (1944), Garanti Bankası (1946), Akbank (1948), Pamukbank (1955) ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (1950) bu dönemde kurulmuştur.⁴⁷ Özellikle 1950’li yıllarda özel sektör banka sayısında hızlı bir artış yaşanmıştır.

Türkiye ekonomisinin 1960’lı yıllarda planlı döneme girmesiyle birlikte, Türk bankacılık sektörü de 1960-1980 döneminde, söz konusu beş yıllık kalkınma planlarında ve yıllık programlarda belirtilen ilkelere uygun bir yapıda gelişmiştir. Bu dönemin bankacılık açısından ön plana çıkan özellikleri; uzman bankalara, kalkınma ve yatırım bankalarına önem verilmesi, ticari bankaların kurulmasına ise, sınırlama getirilmiş olmasıdır. Ayrıca bu dönemde, özellikle de 1970’li yılların başlarında, holdingleşmenin hız kazandığı ve buna paralel olarak holding bankacılığının geliştiği görülmektedir. Diğer yandan planlı dönemde yabancı bankalar da dahil olmak üzere, ticari bankacılık alanında uygulanan politikalar sektöre girişleri engellemiş, böylece mevcut oligopolcü yapı güçlenmiştir. Bu

⁴⁷ A.e., s.6

sırada bölgesel bankaların çoğu kapanmış, çok sayıda küçük banka yerine, az sayıda çok şubeli büyük banka kurulması yönünde bir eğilim ortaya çıkmıştır.⁴⁸

1970'li yıllarda yaşanan petrol krizleri sonrasında, Türkiye ekonomisi bir darboğaz içine girmiştir. 1970'li yılların sonunda, döviz krizi eşliğinde yüksek oranlı enflasyonla karşı karşıya kalınmış ve bu nedenle 24 Ocak 1980'de bir istikrar ve ekonomik değişim programı uygulamaya konmuştur. Bankacılık sektörü de, bu istikrar programının hedefine uygun olarak, yürürlüğe giren dışa açılma, serbest piyasa ekonomisine geçiş ve liberalleşme politikalarından en çok etkilenen ve değişim içine giren sektörlerden biri olmuştur. Bu çerçevede, Türk bankacılık sektörü de 1980'den itibaren hızlı bir gelişme göstererek, uluslararası banka ve finans sistemi ile bütünleşme sürecine girmiştir. Söz konusu dönemde serbest piyasa ekonomisine geçişle birlikte, dış dünya ile ekonomik ve mali bütünleşmenin gerçekleştirilmesi gibi, yapısal değişime yönelik politikalar hayata geçirilmiştir. Yine aynı yıllarda, tüm dünyada finansal pazarların serbestleştirilmesi eğiliminin ortaya çıkmasının, bunda önemli bir rolü olduğu söylenebilir.⁴⁹

Finansal liberalleşmeye dönük ilk uygulama, "Temmuz Bankacılığı" olarak bilinen ve 1 Temmuz 1980 yılında faiz oranlarının serbest bırakılarak, pozitif reel faiz uygulamasına geçilmesi ve bankaların mevduat sertifikası çıkarmalarına izin verilmesiyle birlikte mevduat ve kredi faizleri hızla yükselmeye başlamıştır. Aynı dönemde, banker kuruluşlarının hızla artmasıyla, bankalar önce bankerlerle, daha sonra kendi aralarında fon toplama yarışına girmişlerdir. Bu rekabet, faiz yükseltme yoluyla yürütülmüş olup, rekabetin artması ürün sayısının ve hizmet kalitesinin yükselmesine neden olmuş, ileri teknoloji kullanımı hızlanmıştır. Fakat, bankerlik kuruluşları arasında ortaya çıkan faiz yükseltmeleri, bir süre sonra bankerleri borç alınan paraların faizinin ödenmesi için, sonradan daha yüksek faiz ile borçlanmak zorunda bırakmıştır. Böyle bir ortamda ayakta kalmanın tek yolu, devamlı olarak faiz yükseltmektir. Böyle bir sistemin kısa bir süre içerisinde çökmesi ise kaçınılmazdır. Nitekim, 1982 yılında "Bankerler Krizi" olarak

⁴⁸ Yıldırım, A.g.e., s.3

⁴⁹ Tezer Öcal, **Türk Banka Sistemi**, Ankara, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları: 59, 1992, s.148

adlandırılan olay gerçekleşmiştir. Bu dönemde serbest faiz politikasının ve banker iflaslarının, bireysel bankaların uygulamaları ile yönetim tarzlarının birleşmesinin bir sonucu olarak, çok sayıda bankanın mali bünyesinde sorunlar yaşanmıştır.⁵⁰

1980'li yıllarda başlayan mali liberalizasyon süreciyle, bankacılık dahil bütün mali sistemde yapısal değişiklikler uygulamaya konmuş; faiz oranları ve döviz kurlarındaki sınırlamaların kalkması da, bu yapısal değişikliklerin hızla yerleşmesinde önemli rol oynamıştır. Reform niteliğindeki bu yapısal değişiklikler, bankacılık sektörünün ve mali sistemin gelişmesini ve büyümesini sağlamıştır.

Fakat 1990'lı yıllardaki gelişmeler bankacılık sektörünün mali bünyesinin önemli ölçüde bozulmasına neden olmuş, bankalar uzun süre çok yüksek riskli bir döneme girmiştir. Bu dönemde hızla artan kamu kesimi borçlanma gereği ve bütçe finansmanında kamu bankaları kaynaklarının kullanılması bu süreci hızlandırmıştır. 2000'li yıllara gelindiğinde bankacılık sektörü çok ciddi bir riske maruz kalmış, sektörün yeniden yapılandırılması, bankaların mali bünye sorunlarının çözülmesi, kaçınılmaz hale gelmiştir. Bu amaçla Bankalar Kanunu'nda radikal değişiklikler yapılmış, bankaların faaliyetlerinin düzenlenmesine ve denetimine yeni bir yaklaşım getirilmiştir. Yeniden yapılanma ve uluslararası piyasalarla bütünleşme çabalarına paralel olarak, Türk bankaları da gerek kurumsal yapılarında gerekse sundukları hizmet ve ürün kalitesinde önemli değişiklikler gerçekleştirmişlerdir.⁵¹

1.5. Bankacılık Sektöründeki Riskler

Bankalar, yaptıkları iş gereği yoğun risklerle yaşamak zorunda olan kuruluşlardır. Bankacılık sektöründe yaşanan riskler, her ülkede, her dönemde kaçınılmaz olarak yaşanabilir. Zira finansal piyasalar var olduğu sürece, risk unsuru sistem içerisinde varlığını sürdürecektir.

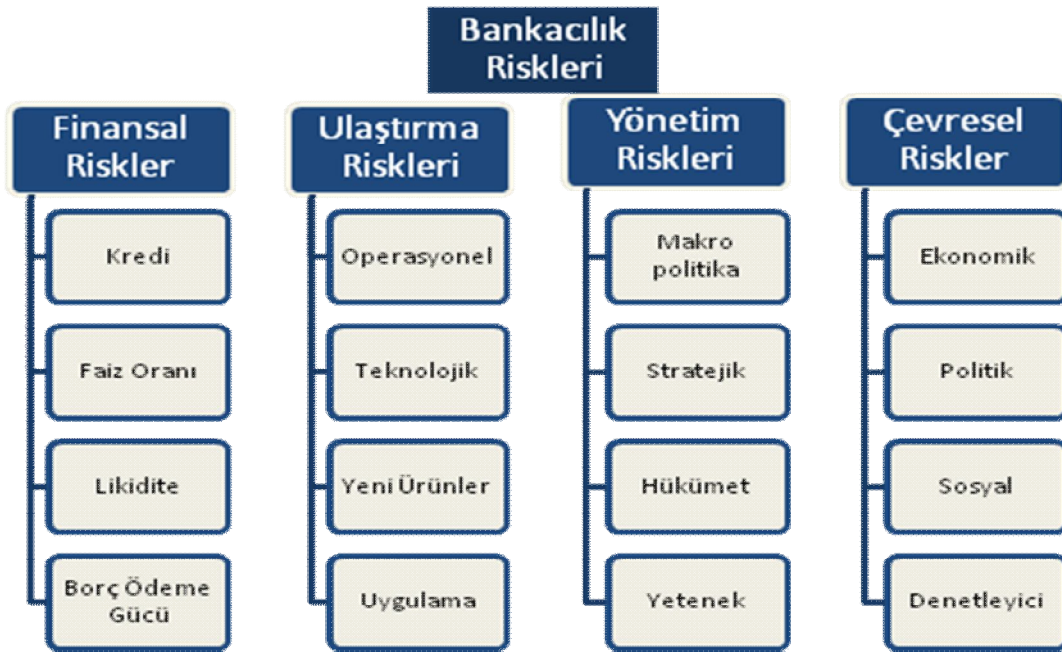
⁵⁰ Yıldırım, A.g.e., s.4

⁵¹ A.e., s.1

Bankalarda çeşitli kaynaklardan elde edilen fonlar, yatırım alternatifleri arasında dağıtılır. Dağıtım yapılırken alınacak kriter, her alternatifin risklilik derecesi ve buna karşılık getiri miktarıdır. Bankacılık sektöründe riskler, genelde likidite yetersizliğinden, faiz oranlarının ya da döviz kurlarının dalgalanmasından, borçların geri ödenmemesinden ve ekonomik değişimlerden kaynaklanır.⁵²

Bir bankayı değerlemeye başlamadan önce, bankacılığın yapısı ve içerdiği riskler incelenmelidir. Genel olarak bankacılık sektöründeki riskler alt ayrımları ile birlikte Şekil 1.1.'de görüldüğü gibi, dört ana kategoride ele alınmaktadır: finansal riskler, ulaştırma riskleri, yönetime ilişkin riskler ve çevresel riskler.

Şekil 1.2 - Bankacılık Sektöründeki Riskler



Kaynak: Waymond A. Grier, Valuing a Bank Under IAS/IFRS and Basel II, London, Euromoney Institutional Investor, 2005, p.16

⁵² Oğuz Yıldırım, "Türkiye'de Bankacılık Sektörünün Temel Sorunları ve Sektörde Yaşanan Mali Riskler", (Çevrimiçi) www.econturk.org/Turkiyeeconomisi/oguzbanka.doc, 08 Aralık 2010, s.8

Bankacılık sektöründe karşılaşılabilecek riskler daha genel olarak da, içsel ve dışsal riskler olmak üzere iki başlık altında incelenebilir. Sektörün kendi yapısından kaynaklanan risklere içsel riskler, sektörün dışındaki olaylardan meydana gelen riskler ise, dışsal riskler olarak adlandırılmaktadır. İçsel ve dışsal risklerde, kendi aralarında alt kısımlara ayrılırlar. Bankacılık sektöründe karşılaşılan risk grupları içerisinde en önemlisi ise, mali riskler denilen, bankaların ve sektörün kendi yapı ve operasyonlarından kaynaklanan risk grubudur. Bu riskler faiz riski, kur riski, kredi riski, likidite riski, piyasa riski ve sermaye yetersizliği riski olmak üzere altı başlık altında incelenebilir.⁵³

1.5.1. Faiz Riski

Mali aracılık faaliyetinin bir gereği olarak vade transformasyonu yapan bankaların aktiflerinin ortalama vadesi genellikle pasiflerin ortalama vadesinden daha uzun olmaktadır. Bu nedenle bankalar piyasa faiz oranlarındaki değişimler sonucunda faiz oranı riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar.

Faiz riski, nominal ve reel faiz oranlarındaki hareketlenmelerden kaynaklanmakta olup, bankanın aktif kalemleriyle pasif kalemleri arasında vade ya da faiz bazında bir uyumsuzluk olması veya değişken faizli mali yükümlülüklerin gelecekteki nakit akımları, gelir-gider üzerinde belirsizliğe yol açması halinde ortaya çıkar.⁵⁴ Aşırı faiz riski, banka gelirleri ve sermaye tabanı için büyük bir tehdit oluşturabilir. Faiz oranlarındaki değişimler, banka gelirlerini, bankanın net faiz gelirlerindeki ve diğer faize duyarlı gelirlerinde ve faaliyet giderlerinde değişimlere yol açarak etkilemektedir. Faiz oranlarındaki değişimler, banka varlıklarının, yükümlülüklerinin ve bilanço dışı araçlarının temel değerini de etkiler, çünkü gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri faiz oranları değiştikçe değişmektedir. Faiz oranını ihtiyatlı sınırlar dahilinde tutmaya çalışan etkili bir risk yönetimi bankaların güvenliği ve sağlamlığı açısından

⁵³ Faik Çelik, "Türk Bankacılığında Risk Yönetimi Yönetmeliği Dönemi ve Piyasa Riski Ölçüm Metodları", **İktisat Dergisi**, Sayı: 417, Eylül 2001, s.61

⁵⁴ A.e., s.62

oldukça önemlidir. Sektörde, swap gibi bazı türev enstrümanlar da, faiz riski yönetiminde etkin olarak kullanılmaktadır.

1.5.2. Kur Riski

Kur riski bankacılık sisteminde, özellikle 1970'li yılların başında sabit kurlar sisteminin terk edilmesi ile önem kazanmıştır. Bu risk, döviz piyasalarında para birimlerinin birbirine karşı değer kazanma ya da kaybetmeleri nedeniyle oluşan risktir.

Esnek döviz kuru sisteminde belli bir parada herhangi bir net kısa veya uzun pozisyonda olmak bankaları döviz kuru riskiyle karşı karşıya bırakmaktadır. Döviz kuru riski sektördeki döviz kuru değişimlerinin sonucunda ortaya çıkan ve tüm sektör ve sektördeki işletmeleri etkileyen bir risk türüdür. Alacak ve borçların farklı para birimlerinden oluşması sonucunda ortaya çıkmaktadır.⁵⁵

1.5.3. Kredi Riski

Kredi riski, bir bankanın kredi müşterisinin anlaşma koşullarına uygun biçimde yükümlülüklerini karşılayamama olasılığıdır. Bankaların maruz kaldıkları en temel ve en önemli risk kredi riskidir. Zira, krediler bir banka bilançosunda en yüksek tutarlı varlık kalemlerinden biridir. Kredi risk yönetiminin amacı, uygun parametreler içinde bankanın maruz kalabileceği riskleri yöneterek, bankanın risk ayarlı getirisini maksimize etmektir.

Kredi riskinin bir bütün olarak ele alınması bankacılık sektörünün giderek daralan uluslararası finansman ortamına rağmen, donuk alacaklarının seviyesini düşük tutarak kredi riskini yönetebileceğini ortaya koymuştur.⁵⁶

⁵⁵ Saliha Didin, "Türk Bankacılık Sektörü'nde Kur Riskinin Ölçümü Ve Yönetimi (Bir Kamu Bankası İle İlgili Hipotetik Uygulama)", **Mevzuat Dergisi**, Sayı:143, Kasım 2009
<http://www.mevzuatdergisi.com/2009/11a/01.htm>, 07 Aralık 2010.

⁵⁶ Oğuz Yıldırım, "Türkiye'de Bankacılık Sektörünün Temel Sorunları ve Sektörde Yaşanan Mali Riskler", (Çevrimiçi) http://paribus.tr.googlepages.com/o_yildirim.doc, 07 Aralık 2010, s.10

1.5.4. Likidite Riski

Likidite riski, sahip olunan kıymetin istenildiğinde paraya çevrilememesini, kıymetini cari piyasa değerinin altında elden çıkarılmasını ifade eder.

Likidite riski, finansal piyasalarda karşılaşılan önemli risklerden biridir. Şüphesiz, bankaların amacı riskini büyütmeden karını maksimize etmektir. Çünkü, daha yüksek karlara daha büyük risk maliyetine katlanıldığında ulaşılmıştır.⁵⁷

Likidite riski, bankacılıktaki ana risklerden biridir. Likidite, fon taleplerinin karşılanabilme yeteneği olup, finansal kurumlar için yaşamsal öneme sahip bir kavramdır. Banka fon yöneticileri, aşırı likit olma ile yeteri kadar likit olmamanın maliyetini dengelemek zorundadır. Bankanın likidite açısından aşırı düzeyde açığa düşmesi, ödemelerinde kullanabileceği yeterli düzeyde hazır parasının olmaması, bankanın iflas etmesine yol açabilir. Aynı zamanda bankanın, önemli bir kredili müşterisinin iflası, zincirleme etki ile bankanın kullanımına tahsis edilmiş kredi limitlerinin ve olanaklarının da durdurulmasına neden olabilir. Bu durum, bankanın kaynak girişini ve nakit akışını ciddi şekilde etkileyeceği için, bankanın iflasına veya çok zor durumda kalmasına yol açabilir.⁵⁸

1.5.5. Piyasa Riski

Piyasa riski, bankaların sahip oldukları bir ya da birden fazla ticari varlığın işleme tabi tutulabileceği süre dahilinde, piyasada meydana gelen beklenmeyen olumsuz dalgalanmaların sebep olduğu kayıp veya beklenenden düşük seviyedeki kar halini ifade eder.⁵⁹

⁵⁷ İlker Parasız, **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, 5. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1994, s.157

⁵⁸ Arman T.-Gürman Tefvik, **Bankalarda Finansal Yönetime Giriş**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, İstanbul, 1997, s.239.

⁵⁹ Çelik, **A.g.e.**, s.62

1.5.6. Sermaye Yetersizliği Riski

Sermaye yetersizliği riski, bankaların mevcut sermayeleri ile gerçekleşen risklerinden oluşan kayıplarını telafi edebilme gücünü ifade eder.⁶⁰ Mevcut sermayesi, söz konusu risklerin sebep olduğu kayıpları karşılamaya yeterliyse, risk düşük demektir. Aksi durumda risk büyük demek olup, gerekli önlemlerin en kısa sürede alınması gerekmektedir.

⁶⁰ A.e.

1.6. Banka Değerleme Üzerine Yapılan alışmalar

1.6.1. Dünyada Yapılan alışmalar

1-) **Bank Valuation with an Application to the Implicit Duration of non-Maturing Deposits**⁶¹ (Banka Değerleme ve Vadesi Gelmemiş Mevduatların Kesin Süreleri Üzerine Bir Uygulama)

Çalışmada öncelikle,  geleneksel değerleme modeli kısaca özetlenmiş olup, devamında temel bir banka değerleme modeli açıklanmıştır. Geçerli ekonomi ve finans prensipleri temelinde model, değerin farklı kaynaklarının tanımlanması ve vadesiz mevduatlar üzerindeki faiz oranı riskinin ölçülmesi gibi yönetimsel uygulamaların türetilmesine izin vermektedir.

Çalışmanın ilk kısmı, zsermaye değerini iki bölüme ayırmaktadır: Likidasyon değeri ve franchise değeri. İkinci kısım ise, banka değerlemede uygun risk primini bulmak için, sermaye piyasası yerine, kurumsal tahvil piyasasına yönelik çalışmaları tartışmaya açmaktadır. Değerleme modeli, kredi tahsisi ve temini gibi temel ticari bankacılık faaliyetlerini kapsamaktadır.

Çalışmada banka değerlemede kullanılan dört farklı değerleme yaklaşımı incelenmiştir. Bunlar aşağıdaki başlıklar altında toplanabilir;

- Fiyat/Kazanç (Price-to-Earnings_P/E) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (Market-to-Book Value_P/B) oranları gibi piyasa arpanları yöntemi
- Temettülerin indirgenmesi yöntemi
- Gelecekte elde edilecek ekonomik karların indirgenmesi yöntemi
- Temel değerleme denklemi yöntemi (Fundamental valuation formula)

⁶¹Jean Dermine, "Bank Valuation with an Application to the Implicit Duration of non-Maturing Deposits", INSEAD, Fontainebleau, Invited Tutorial, December 2008.

İlk üç yöntem spesifik olarak banka değerlendirme yöntemi olmadığından daha yüzeysel olarak incelenmiş olup, esas itibarıyla dördüncü yöntem üzerinde durulmuştur. Dördüncü yöntem sadece banka değerlendirme için oluşturulmuş bir yöntem olup, yöntemin adı özellikle "temel" ifadesini içermektedir. Zira yöntem, yalnızca banka değerlemede şeffaf bir çerçeve çizmekle kalmayıp, aynı zamanda fon transferi fiyatlaması, sermaye yönetimi, kredi ve mevduatların fiyatlaması, kredi kayıp provizyonu ve bankacılıkta faiz oranı riskinin ölçülmesi gibi temel konuları da tartışmaya yardımcı olmaktadır.

Sonuç olarak, değerlendirme modeli, tıpkı vadesiz ve vadeli tasarruf mevduatı gibi, vadesi gelmemiş hesaplar için ilgili sürenin tahmininde kavramsal bir çerçeve sunmaktadır. Bu sonuç, yeni sermaye düzenlemesi Basel II uygulamasında faiz oranı değişikliklerinin, bankanın ekonomik değeri üzerindeki etkisini değerlendirmeye yönelik faydalı olduğunu ortaya koymaktadır.

2-) **Bank Valuation**⁶² (Banka Değerleme)

Çalışma kapsamında genel olarak, banka nakit akımı, bankanın bilanço ve gelir tablolarına serbest nakit akımı değerlendirme yaklaşımının uygulanması, bankanın ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (WACC) konuları incelenmiş; serbest nakit akımı değerlendirme ve artık değer olarak temettü projeksiyonu yaklaşımları üzerine örnek uygulamalar yapılmıştır.

Değerleme yöntemleri açısından ise, ilk olarak piyasa çarpanları ile muhasebe değerlendirme yöntemi kullanılmıştır. Bankanın mali tablolarına nakit akım değerlendirme modeli uygulandıktan sonra alternatif bir model olarak, sermaye yeterlilik rasyosunu da uygulamaya dahil eden bir temettü iskonto değerlendirme yöntemi incelenmiştir.

⁶² Simon Benninga, Oded Sarig, "Bank Valuation", **Valuing Financial Institutions**, 13 Şubat 2001, (Çevrimiçi) <http://senverb.boun.edu.tr/pdf/Bank%20Valuation.pdf>, 12/05/2010

3-) Valuations of Banks in Mergers⁶³ (Birleşmelerde Bankaların Değerlemesi)

Çalışma çerçevesinde özellikle, birleşme işlemlerinde kullanılan değişme oranının tespit edilmesinin önemi vurgulanmaktadır. Değişme oranının belirlenmesinde iki şirket arasında yürütülen müzakerelerin yadsınamaz bir ağırlığı olmakla birlikte, işlemin yapılandırılmasında ilk olarak birleşmeye konu olan bankaların bağımsız birer finansal kurum olarak değerlerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Müzakerelerin, rasyonel ve veri analizi ile desteklenebilir gerçekçi bir temel üzerine inşa edilmesi gerekmektedir. Sonuç olarak, projeye dahil şirketlerin değeri, birleşme işlemi sonucunda elde edilecek sinerji getirileri değerlendirmeye alınmadan, faaliyetlerini otonom olarak sürdürecekleri varsayımı altında tespit edilmelidir. Bu bakış açısına istinaden kullanılacak yöntem, bankaların birbirleriyle değer açısından mukayese edilmesine imkan verecek şekilde, farklı değerlendirme yaklaşımları çerçevesinde kullanılan parametrelerin teknik yöntemlerle oluşturulmasına dayanmaktadır. Çalışmaya konu olan bankaların hepsi borsaya kotedir ve “değişim oranı” tanımı her banka için aynı şekilde yapılmıştır. Değişim oranı, aynı finansal değerlendirme yöntemlerini kullanarak elde edilen değerlerin karşılaştırılması ile elde edilmiştir. Sektörün lider kurumlarının yer aldığı önemli birleşme işlemleri gerçekleştirilirken, sektörün düzenleyici kurumları tarafından, değişim oranını tespit etmek için kapsamlı bilgiler talep edilmektedir. Çalışmada incelenen değerlendirme yaklaşımlarının uygulama farklılıkları ve banka değerini etkileyen temel değişkenlere verdikleri farklı önem dereceleri dikkate alındığında, bu yaklaşımlara uygun analitik ve piyasa yöntemlerinin kullanılmasının ve ulaşılan sonuçların çeşitli kontrol yöntemlerinin kullanılmasıyla test edilmesinin faydalı olacağı değerlendirilmiştir. Sözü edilen işlemlerde görev alan danışmanlar, inceledikleri farklı yöntemler ile bir aralık içerisinde tanımlanabilecek farklı değişim oranları tespit etmişlerdir. Hisse senedi piyasalarının, şirket faaliyetlerinin başarısını yansıtan etkili ve şeffaf bir pazar olduğundan yola çıkılarak, piyasa oyuncularının da tercih ettiği şekilde, ağırlıklı olarak piyasa yöntemleri referans olarak alınmıştır. Analitik yöntemlerin uygulanması çok daha fazla bilgi gerektirmektedir ve bu bilgilerin, bankayı dışarıdan inceleyen uzmanlar tarafından temin

⁶³ Luca Francesco Franceschi, “Valuations of Banks in Mergers”, **Accademic Affiliation**, Catholic University of Milan, February 2008,(Çevrimiçi), http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1107200, 14/05/2010

edilmesi çeşitli zorluklar içermektedir. Ancak, banka yönetimleri tarafından, birleşme işlemlerinde kendilerine destek veren finansal danışmanlara sunulan kapsamlı bilgiler, sağlam bir teorik altyapıya sahip olan analitik yöntemlerin bünyesinde doğru şekilde kullanıldıklarında, banka değerini gerçekçi şekilde temsil eden değerlere ulaşılmaktadır. Bu kapsamda temettü iskonto modeli en çok uygulanmış olan yöntemdir. Sonuç olarak, değerlendirme yöntemlerinin pratik olarak uygulama başarısı, bankanın değerlemesini temel anlamda etkileyen faktörleri doğru ve etkili şekilde değerlendirebilecek şekilde yapılandırılmasıyla doğrudan bağlantılıdır. Piyasa yöntemlerinin uygulanmasında ise bankacılık iş modelinin çeşitli alanlarında bilgi sahibi olmak önem taşımaktadır. Özetlemek gerekirse, bankaların değerlendirilmesinde teorik ve uygulama olarak farklı yaklaşımlar kullanılabilir ancak bu yöntemlerin etkinliği ancak bankanın operasyonel ve finansal yapısı ile iş planına adapte edilerek uygulanmasıyla artmaktadır.

4-) **Governance and Bank Valuation**⁶⁴ (Kurumsal Yönetim ve Banka Değerleme)

Çalışmada, 44 farklı ülkede faaliyet gösteren 244 banka incelenmiş ve bu bankalara ait verilere dayanarak; bankaların ortaklık yapısı, yatırımcıları korumaya yönelik kanunlar ve banka değerlemeleri arasındaki bağlantıları inceleyen farklı teoriler değerlendirilmiştir. Hissedar yapıları incelendiğinde, küçük yatırımcıları korumaya yönelik güçlü kanunlarının uygulamada olduğu az sayıda ülke dışında, referans grubu içerisinde yer alan bankaların geniş bir yatırımcı tabanına sahip olmadığı teyit edilmiştir. 44 ülke içerisinde yer alan 21 ülkede, en büyük 10 bankanın hiçbirinde çok hissedarlı bir yapı bulunmamaktadır. Bankalar çoğunlukla kamu veya aileler tarafından yönetilmektedir. Yapılan değerlemeler neticesinde, şirketi kontrol eden ortağın nakit akımları üzerindeki haklarının artmasının değerlemeleri olumlu etkilemekte olduğu, küçük yatırımcıyı koruyan kanuni çerçevenin yetersiz olmasının değerlemeleri olumsuz etkilediği, her iki durumun sözkonusu olması halinde ise artan nakit akımı haklarının, kanunlardan kaynaklanan olumsuzlukları azaltıcı etkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

⁶⁴ Gerard Caprio, Luc Laeven, Ross Levine, "Governance and Bank Valuation", **World Bank Policy Research Working Paper**, 2004, (Çevrimiçi), <http://www.nber.org/papers/w10158.pdf>, 15/06/2011

Elde edilen sonuçlar, ülke ve banka nezdinde kriterle, farklı tanımlamalar ve gruplamalar kullanılarak yapılan kontrol testlerinde de teyit edilmiştir. Bankalara getirilen düzenlemelerin ve sıkı şekilde takip edilen sermaye yeterlilik oranlarının değerlemeler üzerinde belirli bir etkileri olduğu konusunda sağlam kanıtlara rastlanmamış, finansal olmayan kurumlarda yönetimi etkileyen kontrol mekanizmalarının benzer şekilde finansal kurumları da etkilediği sonucuna varılmıştır.

5-) Valuation of Banking Business in Russia for Empirical Studies⁶⁵ (Ampirik Çalışmalarla Rusya'da Bankacılık Sektörünün Değerlemesi)

Çalışmada, mevcut değerlendirme metodolojilerinin Rus bankaları üzerine yapılan ampirik çalışmalarda tatmin edici sonuçlar vermediği sonucuna varılarak, Rus bankalarına yönelik yatırımcı davranışını ölçmek amacıyla, piyasaya dayalı değerlendirme tekniği kullanılarak, yeni bir metodoloji geliştirilmeye çalışılmıştır. Uygulama bono verimlerinin genelde kullanılan değerlendirme çarpanlarına dönüştürüldüğü kazanç modeli temeline dayandırılmıştır. Model istatistiksel olarak mükemmel olmaktan uzak olmasına rağmen, yatırımcı tercihlerini ortaya koymak açısından kullanılabilir bir yaklaşım öngörmektedir. Daha sonraki aşamada, açıklayıcı değişkenlerin lineer katsayılı regresyon modelinde birleştirildiği bir özgün dizi kullanılarak, Rusya'daki çeşitli yönetim uygulamalarının bankaların değerlemesine etkisi ölçülmeye çalışılmıştır. Her ne kadar uygulamada eksiklikler olmakla birlikte, makale bazı ilginç bulgulara ulaşmayı sağlamıştır.

Sözkonusu bulgular kısaca aşağıdaki gibi özetlenebilir;

- Yatırımcılar üst yönetimin deneyim ve istikrarına ilişkin göstergelerini gözardı ederken, açıkça olgun bir Yönetim Kurulunu tercih etmektedirler.
- Kurumsal yönetimin 'en iyi uluslararası deneyim'e yükseltilmesine yönelik süreçlerdeki harcama ve çabaların her zaman sonuç vermediği tespit edilmiştir.
- Yatırımcıların bir bankanın derecelendirme kurumu tarafından teşhir edilmesine veya dış denetçilerin kalitesine önem vermedikleri gözlenmiştir.

⁶⁵ Vassily Bokov, Andrei Vernikov, "Valuation of Banking Business in Russia for Empirical Studies", Banking Department, Higher School of Economics, Moscow, Russia, 2008, (Çevrimiçi), <https://www.hse.ru/data/2010/03/30/1217475038/Bokov.doc., 21/05/2010>

Çalışmada gelecekte yapılabilecek araştırmalarla ilgili görüş de belirtilmiş olup, bir sonraki araştırmada kapsama alanı ve örneklem büyüklüğünün artırımı planlanmıştır. Artırımın bir boyutu, 2008'in ilk çeyreğinden önceki verileri içeren yüksek sayıda çeyreği inceleyerek, örneklem büyüklüğünün 'sentetik' değerlemeler için büyütülmesi olabilir. Ayrıca, rüçhanlı tahvillerin ötesine geçilerek ve melez yatırım ürünlerinin verimleri dikkate alınarak, sabit gelirli ürünler ile aralarındaki farklar incelenebilir.

6-) Bank Valuation and Its Connections with the Subprime Mortgage Crisis and Basel II Capital Accord (Banka Değerleme ve Banka Değerlemenin Riskli Konut Kredisi Krizi ve Basel II Kriterleri ile Bağlantıları)⁶⁶

Çalışmanın ilk amacı, bir bankayı Basel II kriterlerine göre, piyasa, kredi ve operasyonel riskler açısından değerlendirmektir. Bu bağlamda, kredi kayıpları ve makroekonomik şartlar gözönünde bulundurularak, banka varlıkları, sermaye ve karın zaman dinamikleri incelenmiştir. Çalışmanın temel hedefi, kredi faizi oranının optimal seçimi ve mevduat çekiminde provizyonlara gidilmesi ve banka karlılığı üzerinden banka değerinin maksimize edilmesidir. Ayrıca, OECD verileri de kredi kayıp karşılıklarının ayrılması ve karlılığı ile iş döngüsünün ciddi biçimde birbirleri ile bağlantılı olduğunu ortaya koymaktadır.

Makalede öncelikle, Basel II esas alındığında, bilanço içi ya da bilanço dışı varlıkların risk ağırlığının zamanla değişiklik gösterdiği tespit edilmiştir. İkinci olarak, Basel II'ye bağlı olarak, piyasa, kredi ve faaliyet riski ayrık-zaman modellerinde, çeşitli seviyelerde biraraya getirilmiştir. Ayrıca, banka modelleri ile mortgage krizi ve Basel II arasındaki bağlantılar incelenmiştir.

Bu bağlamda çalışmada aşağıdaki sorulara yanıt aranmıştır;

⁶⁶ C. H. Fouche, J. Mukuddem-Petersen, M. A. Petersen, M. C. Senosi, "Bank Valuation and Its Connections with the Subprime Mortgage Crisis and Basel II Capital Accord", **Hindawi Publishing Corporation Discrete Dynamics in Nature and Society**, Volume 2008, (Çevrimiçi), <http://www.hindawi.com/journals/ddns/2008/740845/>, 13/05/2010

Problem 1: (Banka değerleme modellemesi ve batık krediler) Bir bankayı ve onun kayıplarını, kredi verme faaliyetinin süresiz-zaman içerisinde değerleyip miktarını belirleyebilir miyiz? Bu modellerin bazı yönleri ile gerçekçi olduklarını doğrulayabilir miyiz?

Problem 2: (Optimal banka değerleme problemi) Bir hissedarın en optimum banka değerine ulaşabilmesi için kredi ve mevduat faiz oranlarının, mevduat seviyelerinin ve Hazine Bonoları ve Devlet Tahvillerinin hangi miktarlarda olacağı konusunda kararları alması gerekir.

Problem 3: Banka modelleri bu çalışmada riskli konut kredisi (mortgage) krizi ve Basel II'ye ilişkin nasıl geliştirildi?

Çalışmanın yapılandırılması, genel banka varlıklarının (hisseler, bono, nakit, duran varlıklar, hazine ve rezervler) tanımlanması ile başlayarak, banka kredi tedariki, arzı ve kayıplarının da tıpkı batık krediler gibi modellenmesi ile devam etmektedir. Daha sonra sermaye (risk temelli sermaye ihtiyacı) ve kar kavramları tanımlanarak optimal değerleme problemi formüle edilmiş ve çözümü yapılmıştır. Sonraki bölümde örnekler ve tarihi kanıtlar kullanılarak, karşılıkların ve karlılığın dönemselliği ve bu finansal değişkenler arasındaki korelasyon tanımlanmaktadır. Çalışmada daha sonra banka değerleme ile riskli konut kredisi (mortgage) krizi ve Basel II analiz edilmektedir. Süresiz-zamanlı stokastik bankacılık modelleri ile makroekonomik faaliyetler ve riskli konut kredisi krizi ile Basel II Kriterleri Anlaşması arasındaki bağlantılar incelenmektedir. Ayrıca, çok sayıda gerçekçi bankacılık kısıtları altında maksimize edilmiş karı ele alan bir optimal banka değerlemesi problemi çözülmüştür. Kredi problemlerinin daha sık karşılaşıldığı durumlarda, bankaların kredi zararı karşılıklarını arttırdığı gösterilmiştir. Sonuç itibarıyla çalışmanın, riskli konut kredisi krizi ve onun bir uzantısı olan Basel II ile ilgili modellemeler üzerine yapılan çalışmaların bir başlangıç noktası niteliğinde olduğu belirtilmiştir.

7-) **Bank Branch Valuation**⁶⁷ (Banka Şubesi Değerleme)

Banka şubelerinin değerlendirilmesinde kullanılan yöntemlerin incelendiği çalışmanın kapsamında, değerlendirme uzmanlarının, analizlerini ağırlıklı olarak maliyet ve satış karşılaştırmalarını içeren yöntemlere dayandırdıkları ifade edilmiştir. Bu yöntemlerin tahmini şube değerinin tespit edilmesinde faydalı olduğu belirtilmekle birlikte, banka şubesi yetkilileri ile yapılan görüşmeler ışığında, ampirik bir yaklaşım geliştirmenin daha uygun olacağı sonucuna varılmıştır. Banka şubelerinin değerlendirilmesinde, kurumun ilgili şube için ödeyebileceği kiranın tahmin edilebileceği ve sonuçta ulaşılabilecek net operasyonel gelir rakamının indirgenebileceği belirtilmiştir. Yapılan araştırmalar, bankaların, ulaşabilecekleri mevduat seviyesi ile yakından ilişkilendirdikleri gayrimenkule ait kira giderlerine önem verdiklerini göstermiştir. Kira ücretleri, şubenin ekonomik anlamda yapılabilirlik olarak operasyonlarını sürdürmesine imkan verecek seviyelerde olmalıdır. Çalışmada sunulan veriler, rayiç kira bedelinin ampirik yöntemler kullanılarak yüksek bir emniyet derecesi ile hesaplanabileceğine dair yeterli kanıt teşkil etmektedir. Manhattan'da gerçekleşen bazı şube satınalma işlemlerinde kanıtlanan yöntem, daha az bilginin bulunduğu daha geniş bir bölge için uygulanmış ve objektif bir yaklaşımla, gelir indirgeme yönteminin, bankacılık dinamiklerine ve alıcıların motivasyonlarına uygun sonuçlar verdiği gözlemlenmiştir.

⁶⁷ M. Scott Schafer, "Bank Branch Valuation: An Empirical Approach", **Appraisal Journal**, April 1994, (Çevrimiçi), <http://www.docstoc.com/docs/55691151/Bank-branch-valuation-an-empirical-approach>, 11/04/2010

1.6.2. Türkiye’de Yapılan Çalışmalar

1-) Bankaların Değerinin Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi ile Tespiti ve İMKB Uygulaması (A study on the determination of the bank valuation with the method of free cash flow to equity and an İMKB application)⁶⁸

Çalışmanın amacı bankaların değerini, indirgenmiş nakit akımları yöntemlerinden olan özsermayeye serbest nakit akımı yöntemiyle tespit etmektir. Çalışmada birinci bölümde değerlendirme kavramı ve yöntemleri anlatıldıktan sonra ikinci bölümde bankacılık sistemi ele alınmıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde banka değerlemesi teorisi ve literatürdeki çalışmalar anlatılmıştır. Çalışmada bankaların değerlemesi için özsermayeye serbest nakit akımları yöntemi seçilmiş olup çalışmada örnek banka uygulamasında bütün aşamalar ayrıntılı olarak belirtilmiştir.

Çalışmanın uygulama bölümü olan dördüncü bölümde İMKB’de faaliyet gösteren bankalardan 7 tanesinin değerleri de aynı yöntemle tespit edilmiştir. Bulunan bu değerler ile bankaların piyasa değerleri karşılaştırılmış olup bulunan değerlerin piyasadaki değeri açıklama gücü ise 0,72 olarak bulunmuştur. Çalışmada son olarak da bu bankaların üçer aylık kamuya açıklanan mali oranları ile piyasa değerleri arasındaki ilişki de birleştirilmiş regresyon (pooled) analizi ile test edilmiş olup bu oranların piyasa değerini 0,82 düzeyinde açıkladığı görülmüştür.

Çalışmada bankaların değerinin indirgenmiş nakit akımları yöntemlerinden, özsermayeye serbest nakit akımları yönteminin kullanılarak bulunmasının piyasada oluşan değeri açıklamada etkili olduğu kanaatine varılmıştır.

⁶⁸ İlhan Küçük Kaplan, “Bankaların Değerinin Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi ile Tespiti ve İMKB Uygulaması”, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Bölümü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara, Yayınlanmamış Doktora tezi, 2003.

2-) Banka Birleşme ve Devralmalarında Banka Değer Tespiti (Bank valuation in the bank merger and acquisitions)⁶⁹

1980'li yıllardan itibaren, tüm dünyada yaşanan makroekonomik gelişmelere ve bunların finansal sektöre yansımalarına paralel olarak, her ülkenin kendi mevzuatları çerçevesinde yeniden yapılandırma programları uygulamaya konmuştur. Yeniden yapılandırma programlarının en sık görülen uygulamalarından biri banka birleşmeleridir. Birleşme, iki ya da daha fazla firmanın büyüme amacıyla faaliyetlerini ekonomik ve hukuksal açıdan tek bir birlik haline getirmeleri veya işbirliğine gitmeleridir. Birleşme ve devralmaların artış göstermesiyle değerlendirme konusu da gündeme gelmiştir. Değerleme, varlıkların değerinin parasal olarak tespit edilmesi işlemidir. Değerlemede amaç, gerçek değer belirlenmesidir. Ancak banka değerlendirilmede önemli olan bir unsur da birleşmeden sonraki kazançların da doğru belirlenmesidir. Çalışmada ayrıca, değerlendirme sonuçlarının dikkatle yorumlanması gerektiği belirtilmiş olup, sonuçların tek başına yorumlanması yerine, ülkenin ekonomik durumu, finansal sektörün genel yapısı ve bankanın geçmiş yıllardaki performansı ile birlikte değerlendirilmesinin daha anlamlı olacağı vurgulanmıştır.

3-) Yatırım bankacılığında şirket değerlendirme yöntemlerine genel bakış ve şirketlerin piyasa değerlerini arttırmalarına yönelik İMKB hisse senetleri piyasası için ampirik bir uygulama (An overview of firm valuation models in investment banking and an empirical analysis of the ISE (İstanbul Stock Exchange) regarding the firms' market value increases)⁷⁰

Son yıllarda dünyada ve Türkiye'de özellikle küreselleşme sürecinin hızlanmasıyla birlikte şirket birleşmeleri, satın almaları ve özelleştirmelerde ciddi bir artış yaşanmaktadır. Gelişen sermaye piyasaları ile halka arz oranlarında da artış

⁶⁹ Hacer Lapçın, "Banka Birleşme ve Devralmalarında Banka Değer Tespiti", Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2007.

⁷⁰ Hakkı Öztürk, "Yatırım bankacılığında şirket değerlendirme yöntemlerine genel bakış ve şirketlerin piyasa değerlerini arttırmalarına yönelik İMKB hisse senetleri piyasası için ampirik bir uygulama", Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2008.

gözenmektedir. Bu nedenle, şirket değerlemesi; şirket birleşmeleri, satın almaları, özelleştirme ve halka arzlarla gerek kurumlar, gerekse de bireysel yatırımcılar için daha da önemli hale gelmiştir. Bu çalışmada, teorik şirket değerlendirme yöntemleri genel olarak incelenmiştir. Bununla beraber, hem finans piyasasında hem de akademik hayatta kullanılan teorik değerlendirme modellerinden Defter Değeri (BV), Özsermaye Serbest Nakit Akımları (FCFE) ve Artık Kar (RI) İMKB'de ağırlıklı olarak imalat sektöründe işlem gören bazı şirketler için uygulanıp ampirik bir çalışma yapılmıştır. Panel data regresyon analizi kullanılarak yapılan ampirik çalışmada, bahsedilen teorik değerlendirme modellerinin şirketlerin piyasa değerlerini nasıl açıkladığı ve bu modellerden hangilerinin piyasa değerlerini en fazla etkilediği incelenmiştir. Çalışmanın sonucuna göre, şirketlerin piyasa değerleri genel olarak, teorik değerlendirme modellerinden BV, FCFE ve RI ile sıkı bir ilişki içindedir. Şirketlerin piyasa değerleri bu üç model tarafından hemen hemen aynı derecede açıklanmaktadır. Fakat şirketlerin yarattığı artık karlar; piyasa değerlerini, defter değerleri ve özsermayeye serbest nakit akımlarına göre daha fazla etkilemektedir. Gelişmekte bir piyasa olan İMKB'de şirketler artık kar, defter değerleri ve özsermaye serbest nakit akımlarını arttırarak piyasa değerlerini arttırabilirler. Ancak şirketler artık karlarına odaklanarak piyasa değerleri daha fazla arttırıp, hissedarlarına değer yaratabilirler.

2. BANKA DEĞERLEME

Finans teorisinde bir bankanın değeri, bankanın yapmış olduğu tüm yatırımların zaman içinde elde edeceği gelirler ve bu gelirleri elde etmek için taşınacak risk miktarı ile ilişkilidir. Bu durumda, bir bankanın değeri teorik olarak, bankanın yatırımcılara (hissedar ve borç verenlere) sağladığı kazançların (nakit akışlarının) bankanın sermaye maliyeti oranı üzerinden iskonto edilmiş bugünkü değerine eşittir.⁷¹

2.1. Değer ve Değerleme Kavramları

Genel anlamıyla bir varlığın sağladığı toplam faydayı ifade eden değer kavramı, ilgili varlığın fiyatından farklı; statik ve homojen olmayan bir kavramdır. Fiyat, piyasa koşullarında olduğundan her zaman varlığın gerçek değerini yansıtmayabilir.

Herhangi bir varlığın değeri, ekonomik çevre, varlığın potansiyel kullanım alanı, değer tahmininin zamanlaması, varlığın konumu, ikame mal değeri, ortaklık yapısı, varlığın likidasyonu, piyasası ve fiziksel durumu gibi zamanla değişen birçok faktöre bağlıdır.⁷²

Değerleme ise, bir varlığın parasal olarak değerinin belirlenmesi olarak tanımlanmaktadır. Bu durumda değer doğru tanımlanması gündeme gelecektir. Bu ise, birden fazla değer kavramı ile karşı karşıya olduğumuz anlamına gelir.

Başlıca değer kavramları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- **Nominal Değer (Par Value)**

Bir varlığın üzerinde yazılı (itibari) değeri ifade eder. Sermayenin toplam tutarı, hisse başına karı hesaplamak için kullanılmakta olup, muhasebe kayıtları da bu değer üzerinden yapılmaktadır.

⁷¹ Suat Teker, **Banka Değerleme**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları, 2003, s.4

⁷² William D. Miller, **Commercial Bank Valuation**, Canada, John Wiley&Sons, 1995, s.3-4

- **Defter Değeri (Book Value)**

Varlığın bilançoda görülen kayıtlı değeridir. Tarihsel bir değer olduğundan, nominal değerden ve cari değerden farklılık gösterir. Defter değeri, değerleme üzerine veya ekonomik bir ifade olmaktan ziyade muhasebe ve vergi ile ilgili bir kavramdır.

- **Tasfiye (likidasyon) Değeri**

Bir firmanın tasfiyesi halinde, varlıklarının satışımdan elde edilen değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan kısmın hisse sayısına bölünmesi ile elde edilen değerdir. Diğer bir deyişle, varlığın kendisinden beklenen fonksiyona son verilerek ulaşılan değer tasfiye değeridir.

Teorik olarak hisse senedinin piyasa değerinin tasfiye değerinin altında olmaması gerekir. Piyasa değerinin tasfiye değerinin altına düşmesi, firmayı likide etmek suretiyle kazanç sağlama fırsatı vereceği için hisse senetlerine olan ilgiyi arttırır.⁷³ Bu durumda firmanın hisse başına tasfiye değerinin ilgili hisse senedinin piyasa değerinin alt sınırını oluşturduğunu söylemek mümkündür.

- **İşleyen Teşebbüs Değeri (Going Concern Value)**

Bir varlığın kendisinden beklenen fonksiyonu yapar vaziyette satılması halinde elde edilen değerdir. Firmanın bir bütün olarak faaliyetlerini sürdürürken devredilmesi durumunda bulunacak değer işleyen teşebbüs değeridir.

Tasfiye değerinde varlıkların zorunlu satışı ile elde edilecek değer toplam varlık değerini belirlerken, işleyen teşebbüs değerinde tüm varlıkların cari piyasa değeri dikkate alınmaktadır. Tasfiye değeri ile işleyen teşebbüs değeri arasındaki en büyük fark, işleyen teşebbüs değerinde varlıkların tamamının bir bütün halinde, tasfiye değerinde ise genellikle parçalar halinde elden çıkarılmasıdır.⁷⁴

⁷³ Cevat Sarıkamış, **Sermaye Pazarları**, İstanbul, Alfa Yayınları, 1995, s.224

⁷⁴ Metin Kamil Ercan v.d., **Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması**, İstanbul, Literatür Yayınları, 2006, s.6

- **Piyasa Değeri (Market Value)**

Herhangi bir varlığın piyasa koşullarında arz ve talebe göre oluşan fiyatıdır. Piyasa değeri varlığın gerçek değerinden farklılık gösterebilir. Teorik olarak piyasa değerinin gerçek değere yaklaşması beklenir. Ancak piyasa koşulları piyasa değerinin, gerçek değerin üstünde veya altında gerçekleşmesine neden olabilir. Piyasa değerinin, gerçek değerin üzerinde gerçekleşmesi durumunda varlığın yüksek veya aşırı değerlenmiş (overvalued) olduğundan; altında gerçekleşmesi durumunda ise varlığın düşük veya eksik değerlenmiş (undervalued) olduğundan sözedilir. Bir hisse senedinin piyasa değerinin defter değerinin altında olması da rasyonel ortamlarda beklenmeyen bir durumdur. Piyasa değerinin defter değerinden daha düşük bir seviyeye inmesi halinde piyasada arbitraj olanağı oluşacağından, kısa vadede düşse bile uzun vadede piyasa değerinin defter değerinin üzerine çıkması beklenir.

- **Gerçek Değer (Intrinsic Value)**

Herhangi bir fiziksel veya finansal varlıktan gelecekte beklenen parasal yararların bugünkü değerleri toplamı o varlığın gerçek değerini vermektedir. Bu değerin hesaplanmasında, ilgili varlıktan gelecek dönemlerde elde edilecek parasal yararların tahmin edilmesi ve bulunan değerlerin bugünkü değerlerini hesaplamak için kullanılacak iskonto oranının belirlenmesi iki önemli değişken olarak karşımıza çıkmaktadır. Söz konusu değerlerin elde edilmesinde ise, firmanın yatırımlarının oluşumundan sermaye yapısına kadar çeşitli finansal olan veya olmayan birçok faktör etkili olmaktadır.⁷⁵

⁷⁵ Sarıkamış, a.g.e., s.226

2.2. Banka Değerleme Yöntemleri

Banka değerlendirme yöntemleri aşağıdaki gibi gruplandırılabilir:⁷⁶

I. Piyasa Yaklaşımları (Market-oriented Approaches)

- Çarpan analizi (Piyasa -Benzer Şirket- Çarpanları)
 - Fiyat/Kazanç Oranı (Price/Earnings Ratio - P/E)
 - Piyasa Değeri/Defter Değeri (Price/Book Value - P/B)

II. Varlık Esaslı Değerleme Yaklaşımları (Asset-oriented Approaches)

III. Nakit Akım Bazlı Değerleme Yaklaşımları (Cash flow-oriented Approaches)

- Temettü İskonto Modeli (Dividend Discount Method)
- Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (Free Cash Flow to Equity-FCFE)

IV. Artık Gelir Esaslı Değerleme Yaklaşımı (Residual Income-oriented Approaches)

- Ekonomik Katma Değer Modeli (Economic Value Added – EVA)

2.2.1. Piyasa Yaklaşımları (Market-oriented Approaches)

Piyasa Yaklaşımı, bir varlığın değerini eşit derecede ikame bir varlığı elde etme değeri olarak görür. Bu süreç iki varlığın veya işlemin kıyaslanması ve korelasyonu ile ilgilidir. Piyasa yaklaşımında bir bankanın değerlemesi de, karşılaştırılabilirliği artırmak için yapılacak denkleştirici düzenlemeler sonucunda benzer bankalara ödenecek fiyatlar esasına dayanarak yapılmaktadır.⁷⁷ Her değerlendirme vakası birbirinden farklı olduğu için, dolayısıyla alıcı ve satıcı açısından aynı sonuçlar tekrarlanmayacağından, bu değerlendirme işlemi çok dikkatli bir şekilde yapılmalı, karşılaştırılacak olan işlemler ve kullanılacak veri setinin seçiminde azami dikkat gösterilmelidir.

⁷⁶ Stephanie Gross, **Banks and shareholder value: an overview of bank valuation and empirical evidence on shareholder value for banks**, Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag (C), 2006, s.29

⁷⁷ Miller, **A.g.e.**, s.185

Piyasa yaklaşımına göre değeriyecek varlık bir firma ise, aşığıdaki faktörler gözönünde bulundurulmalıdır,⁷⁸

- Firma büyüklüğü
- Halka açık olup olmaması
- Likiditesi veya pazarlanabilirliği
- Borçları ve sermaye yapısı
- Lokasyonu
- Duran varlıkları
- Geçmiş büyüme oranları

2.2.1.1. Çarpan Analizi (Piyasa -Benzer Şirket- Çarpanları)

Banka değeriyecek değeri çarpanlarından çok özsermaye çarpanlarını kullanmak uygundur. Bankaların operasyonel ve finansal faaliyetleri çok net bir şekilde birbirinden ayırlamadığı için, Firma Değeri/FVÖK (EV/EBIT) veya Firma Değeri/FAVÖK (EV/EBITDA) gibi firma değeri çarpanlarını banka değeriyecek kullanmak pek mümkün değildir.⁷⁹

Banka değeriyecek oldukça yaygın kullanım alanı bulan çarpanlar ise, Fiyat/Kazanç ve Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanlarıdır.

2.2.1.1.1. Fiyat/Kazanç Oranı (Price/Earnings Ratio - P/E)

Fiyat/Kazanç (P/E) oranı, hisse başına piyasa fiyatının hisse başına kazanç (HBK) oranıdır. Sabit büyüme gösteren bir firma için özsermayenin değeri, Gordon Modeli'ni

⁷⁸ Teker, **A.g.e.**, s.20

⁷⁹ Gross, **A.g.e.**, s.30.

kullanarak aşağıdaki gibi ifade edilmektedir;⁸⁰

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

Denklem 2.1

P_0 = Özsermayenin değeri

D_1 = Hisse senedi gelecek yıl beklenen temettü tutarı

k = Hisse senedinden yatırımcıların beklediği minimum verim oranı

g = Sonsuza dek temettülerde beklenen büyüme oranı

Eşitlikte, D_1 yerine $EPS_0 \times \text{Temettü Dağıtım Oranı} (1 + g_n)$ yazılabilir. Bu durumda eşitlik aşağıdaki gibi ifade edilir;

$$P_0 = \frac{(EPS_0 \times \text{Temettü Dağıtım Oranı} (1 + g_n))}{(k - g)} \quad \text{Denklem 2.2}$$

EPS (Earnings per share)= Hisse başına kazanç (HBK)

Bu durumda P/E oranı aşağıdaki şekilde elde edilir;

$$P/E = \frac{P_0}{EPS_0} = \frac{\text{Kar Dağıtım Oranı} (1 + g_n)}{(k - g)}$$

Denklem 2.3

EPS, firmanın açıkladığı kazanç / hisse senedi sayısı'dır. Geçmişe dönük olarak kazançları hisse senedi adedi ile ilişkilendirir. Ancak EPS oranı tek başına bir anlam ifade etmez. Yatırımcıların değerlemek için kullandıkları oran, hisse senedi fiyatının hisse başına düşen kazanca oranıdır. Yani Fiyat/Kazanç "Price to Earnings" (P/E) oranıdır. P/E oranı bir yatırımcının, firmanın 1\$'lık kazancı için kaç dolar ödemeye razı olduğunu gösterir. Örneğin, hisse senedinin fiyatı \$29 ise ve EPS değeri de \$1.45 ise, bu hisse senedine yatırım yapmayı düşünen yatırımcıların firmanın \$1'lık kazancı için $(29/1.45=)$ \$20 ödemeye razı oldukları anlaşılır.

⁸⁰Aswath Damodaran, **Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance**, USA, John Wiley & Sons, Inc., 1994, s.198.

Yukarıdaki denklemde, bir dönem sonra temettülerde büyümenin olmadığı varsayılırsa eşitlik daha basit olarak aşağıdaki şekle dönüşür;

$$P/E = \frac{P_0}{EPS_1} = \frac{\text{Kar Dağıtım Oranı}}{(k - g_n)}$$

Denklem 2.4

Gerçekte P/E oranı geçmiş kazanç verilerinden elde edilen yaklaşık değerleri kullanır. Bu anlamda geleceğe dönük bir bakış açısına ihtiyaç duyulur. Tahmini P/E değerlerinin kullanımı ve beklenen gelirin tahmin edilmesi, oranın kullanılması için yeterlidir. Ancak P/E oranı risk kavramını hesaba katmamaktadır. Özellikle bankalarda, gelecek performansı sözkonusu olduğunda, risk önemli bir rol oynar. Kısa vadede kazançlardaki yüksek büyüme, kredi portföyünün kalitesinde bir azalışa neden olursa sözkonusu büyüme daha uzun vadelerde hissedarların değerinde düşüş yaratabilir. Sonuç itibarıyla, P/E oranı yüksek faiz getirisiyle büyümekte olan bankaları yüksek değerlemek eğilimindedir.

P/E yaklaşımının kuramsal zayıflığını vurgulayan bir diğer yargı da, ampirik çalışmaların EPS ile P/E çarpanı arasında çok düşük bir korelasyon olduğuna ilişkin bulgularıdır.⁸¹

P/E oranını belirlemek için üç adım gereklidir.⁸²

1.Adım: Değerlemesi yapılacak olan banka ile piyasadaki benzer bankalar listelenir ve her birinin hisse senedi fiyatları ile hisse başına kazançları oranı hesaplanır. Burada hisse fiyatı son işlem günü fiyatıdır. Hisse başına kazanç ise, tarihsel veri olup son yayınlanan hisse başına kazancı ifade etmektedir. Bu durumda hesaplanan P/E tarihsel P/E'dir. Gelecekteki hisse başına kazançların ortalamasının alınarak P/E hesaplanması durumunda ise forward (gelecekteki) hisse başına kazanç oranından söz edilir.

⁸¹ A.e., s.30

⁸² Jean Dermine, "Bank Valuation with an Application to the Implicit Duration of non-Maturing Deposits", INSEAD, Fontainebleau, Invited Tutorial, 2008, s.49

2.Adım: Değerlemesi yapılacak olan bankanın hisse başına kazancı tahmin edilir. Bu tutar son yılın gerçekleşen gelirlerine bağlı bir değerlendirme olabilir veya bankanın gelecekte elde edeceği tahmini gelirler üzerinden hesaplanır.

3.Adım: Hisse senedi piyasası, değerlendirilmesi yapılacak olan bankanın gelirlerini diğer bankalarınki ile aynı şekilde hesaplar:

$$\text{Hisse Senedi Fiyatı}_{\text{banka}} = \text{P/E}_{\text{benzer bankalar}} \times \text{Tahmini HBK}_{\text{banka}}$$

Denklem 2.5

P/E oranı yaklaşımına göre banka değeri aşağıdaki gibi hesaplanır.⁸³

$$\text{Banka Değeri} = \left(\frac{\text{Hisse Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kar}} \right) \times \text{Hisse Başına Beklenen Kar} \times \text{Hisse Sayısı}$$

Denklem 2.6

Bu yöntemle göre banka değeri basit bir örnekle aşağıdaki gibi hesaplanır.⁸⁴

Tablo 2.1- Fiyat/Kazanç (P/E) çarpanına göre banka değerlendirme örneği

Yıl	Ort. Hisse Fiyatı	Hisse Başına Kar	P/E Sayısı	Hisse
-3	1.150	150	7,67	10.000
-2	1.500	200	7,50	11.000
-1	2.000	250	8,00	12.000
0	2.350	300	7,83	15.000
			7,75	

Hisse Başına Kar (t+1) = 200

Banka Değeri = (7,75)(200)(15.000) = 23.250.000 TL

Değerleme yöntemi olarak P/E yaklaşımı bankacılık sektörü dışında da sıkça kullanılmaktadır. Ancak banka değerlemede sektöre özgü bir sorun söz konusudur.

⁸³ Teker, A.g.e., s.20

⁸⁴ A.e.

Bankaların kredi zararlarını azaltmak amacıyla karşılık seviyelerini yüksek tutması, ilgili yıllarda düşük karlar elde etmelerine neden olmaktadır. Piyasa bankanın düşük karlılığının geçici olduğunu ve ileriki yıllarda normal bir seviyeye döneceğini algılar ancak bu dönemde P/E oranı göreceli olarak yükselir, zira fiyat düşük hisse başına karlara oranlanmıştır. Diğer bir deyişle, kredi zararları karşılıklarının zamanlamasına bağlı olarak bankanın P/E oranlarındaki oynaklığını (volatiliteyi) artırır. Bu durumda ise daha istikrarlı piyasa çarpanlarının kullanılmasına ihtiyaç duyulur.

2.2.1.1.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (Price/Book Value - P/B)

Piyasa Değeri/Defter Değeri (P/B) oranı, hisse senetlerinin piyasa değerinin özsermayenin defter değerine oranı olup, P/E oranından daha durağan bir değerdir.

P/B çarpanı geleceğe yönelik bir çarpan olup yatırılan paranın gelecekteki performansını ve piyasanın beklentilerini açıklar. Bankacılık sözkonusu olduğunda ise, risk ve karlılık arasındaki dengeden dolayı P/B çarpanının açıklama gücünün P/E çarpanına göre daha yüksek olduğu söylenebilir. Bankalarda P/B oranı ile özsermaye karlılığı (ROE) arasındaki ilişki, özsermayenin defter değeri ile mevcut varlıklara yatırılan özsermayenin piyasa değerinin ilişkili olması nedeniyle, göreceli olarak daha güçlüdür. Bu durum ampirik çalışmalarla da kanıtlanmış olup, P/B çarpanı ile ROE arasında yüksek korelasyon elde edilmiştir.⁸⁵

Özsermaye miktarı alınıp hisse adedine bölüldüğünde, hisse başına düşen defter değeri elde edilir. Hisse senedinin mevcut fiyatı bu defter değerine bölünürse piyasa değeri/defter değeri oranı (P/B) bulunur.

Formülasyonu ise aşağıdaki gibidir:

$$P_{t=0} = \sum_{t=1}^{\infty} E(D_t)/(1+k)^t$$

Denklem 2.7

⁸⁵ Gross, A.g.e., s.32

Eşitlikte,

$P_{t=0}$ = (t=0) zamanındaki hisse senedi fiyatı,

D_t = Dağıtılan kar payı miktarıdır.

Sabit bir g büyüme oranı ile büyüyen bir kar payı yapısında ise eşitlik, Denklem 2.1'deki ifadeye dönüşür.

Özsermaye karlılığı ROE (Return on Equity) = $EPS_0 / \text{Defter Değeri}$ 'dir.

Bu halde;

$$P_{t=0} = \frac{BV_0 * ROE * \text{Kar Dağıtım Oranı} * (1 + g)}{k - g}$$

Denklem 2.8

$$\frac{P}{BV_0} = \frac{ROE * \text{Kar Dağıtım Oranı} * (1 + g)}{k - g}$$

Piyasa değeri/Defter değeri oranı bu şekilde hesaplanabilir. P/B oranı yüksek, ROE oranı düşük olan hisse senetleri değerinden yüksek işlem görmektedir; P/B oranı düşük, ROE oranı yüksek olan senetler ise değerinden düşük işlem görmektedir.

Banka değerlemede P/B oranı iki adımda hesaplanır:⁸⁶

1.Adım: Piyasadaki benzer bankalar listelenir ve her birinin hisse senedi fiyatları ile muhasebe defter değerleri belirlenir. Burada hisse fiyatı son işlem günü fiyatıdır. Özsermayenin muhasebe değeri ise, son yayınlanan finansal tablolarda görülen değerdir. Daha sonra ise, benzer bankalar için ortalama P/B oranı hesaplanır.

2.Adım: Hisse senedi piyasası, değerlemesi yapılacak olan bankanın özsermayesini diğer bankalarınki ile aynı şekilde hesaplar:

⁸⁶ Dermine, **A.g.e.**, s.50

$$\text{Özsermayenin Değeri}_{\text{banka}} = P/B_{\text{benzer bankalar}} \times \text{Özsermayenin Defter Değeri}_{\text{banka}}$$

Denklem 2.9

P/B oranı yaklaşımına göre banka değeri aşağıdaki gibi hesaplanır.⁸⁷

$$\text{Banka Değeri} = (\text{Ortalama P/B}) \times \text{Hisse Başına Defter Değeri} \times \text{Hisse Sayısı}$$

Denklem 2.10

Bu yöntemle göre banka değeri basit bir örnekle aşağıdaki gibi hesaplanır.⁸⁸

Tablo 2.2- Piyasa Değeri/Defter Değeri (P/B) çarpanına göre banka değerlendirme örneği

Yıl	Ort.Hisse Fiyatı			Hisse başına Defter Değeri			P/B			Ort.P/B
	A	B	C	A	B	C	A	B	C	
-3	1.150	5.500	2.500	500	2.000	1.000	2,3	2,8	2,5	2,5
-2	1.500	6.250	3.500	600	2.500	1.500	2,5	2,5	2,3	2,4
-1	2.000	7.500	5.000	800	3.000	2.000	2,5	2,5	2,5	2,5
0	2.350	9.000	5.500	850	4.000	2.500	2,8	2,3	2,2	2,4
										2,5

Hisse Başına Defter Değeri (t+1) = 850

Banka Değeri = (2,5)(850)(15.000) = 31.875.000 TL

Piyasa çarpanları yaklaşımına karşı görüşler genellikle, değerlemenin kar veya defter değeri gibi muhasebe verileri yerine, bankanın gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımları dikkate alınarak yapılması gerektiği konusunda yoğunlaşmaktadır. İkinci eleştiri ise, menkul kıymet piyasasının bankanın hisse senetlerini doğru değerlediğine olan inançtır. Bu durum etkin piyasalarda doğru olarak kabul edilmekle birlikte, değerlemeye konu firmaların içinde bulunduğu diğer piyasalarda analist tarafından kabul edilen bir varsayım niteliğindedir.

⁸⁷ Teker, A.g.e., s.20

⁸⁸ A.e.

Çalışmada, çarpan analizi başlığı altında yukarıda kuramsal olarak açıklamaları yapılan yöntemler uygulanacaktır. Piyasada işlem gören bankaların Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Fiyat/Kazanç (veya Piyasa Değeri/Net Kar) oranları bugünkü ve tahmini değerlendirme tarihleri itibariyle hazırlanacak ve elde edilen çarpanların bankaların temel karlılık ve büyüme rasyolarına olan korelasyonu incelenecektir. Burada, göreceli olarak yüksek büyüme gösterebilecek bankalar ile özsermaye karlılığı daha yüksek olan bankaların daha yüksek çarpanlarda işlem görmesi çıkarımı temel çıkış noktası olacaktır. Bu aşamada P/B çarpanı özsermaye getirisine (ROE); P/E çarpanı ise üç yıllık ileriye dönük tahmini hisse başına kar (HBK) büyümesine oranlanacaktır. Zira her çarpan ayrıca değerlendirme konusu olacak şekilde açılırsa, aralarında risk, karlılık ve büyüme oranlarıyla bir ilişki elde edilebilir. Örneğin P/B, Temettü İskonto Modeli ya da Gordon Büyüme Modeli doğrultusunda açılıp sadeleştirilirse bulunacak denklem;

$$P/B = \frac{ROE - g}{COE - g}$$

Denklem 2.11

olmaktadır. Burada "g" ileriye dönük net kar büyüme oranı, "COE" (k) ise özsermaye maliyetini (cost of equity) ifade etmektedir.

Çarpan analizi ile yapılan çalışmanın sonucunda çarpanı yüksek hesaplanan bankaların neden yüksek çarpanla işlem gördüğü açıklanmaya çalışılacaktır. Örneğin işlem gören tüm bankaların basit ortalama P/E'si 1.6x. iken 2.0x P/B çarpanla işlem gören bir banka, değerinin üstünde işlem görüyormuş gibi algılansa da, regresyon sonucunda ulaşılabilecek doğrusal denklemle sözkonusu bankanın olması gereken çarpanının karlılığına oranla belki de 2.0x'nin bile üstünde olduğu kanıtlanabilecektir. Böylece, regresyonun çarpanların basit ortalamasını almaktan daha rasyonel bir yöntem olduğu kanıtlanmaya çalışılacaktır.

2.2.1.1.3. Fiyat/Kazanç Oranı (P/E) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (P/B) Oranları Arasındaki İlişki

Bankacılar Fiyat/Kazanç (P/E) oranı ile Piyasa Değeri/Defter Değeri (P/B) oranlarından hangisinin değer kriteri olarak daha iyi bir gösterge olduğu konusunda tereddütte kalabilirler. İki oran arasındaki matematiksel ilişki aşağıdaki gibi gösterildiğinde, P/B'nin P/E'ye göre daha iyi bir gösterge olduğunu söylemek mümkündür.⁸⁹

$$\frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Defter Değeri}} = \frac{P \times n}{BVS \times n} = \frac{P \times EPS}{BVS \times EPS} = \frac{P}{EPS} \times \frac{EPS}{BVS}$$

$$P/B = P/E \times ROE$$

Denklem 2.12

Eşitlikte;

n = Hisse senedi sayısı,

P= Hisse başına fiyat,

EPS= Hisse başına kar,

BVS= Hisse başına defter değeri= (Özsermaye/n)'dir.

Eşitlikten de görüleceği gibi, P/B oranı P/E ile ROE'nin bir ürünüdür. P/E oranı, gelecekte beklenen gelirlerdeki büyümenin ve riskin derecesinin bir göstergesidir ancak, gelirlerin şu andaki seviyesine ilişkin olarak bir şey söylemez.

P/B oranı ise, sadece P/E'yi değil, ROE'nin şu andaki seviyesini de gösterir. Bu durumda düşük gelir seviyesine işaret eden yüksek P/E oranı, değer yaratımının bir göstergesi olamaz. Bundan dolayı, P/B oranı değer için daha iyi bir göstergesidir. Ancak yine de, ne firmanın büyüklüğü ne de ona yatırılan sermayenin tutarı hakkında bilgi veren göreceli bir endeks olduğu için bu oranın da mükemmel bir gösterge olduğu söylenemez. Düşük sermaye tabanlı küçük bir firmanın P/B oranının yüksek olması firmada yüksek değer yaratıldığını göstermez. Bu nedenle değer yaratımı için en iyi

⁸⁹ Dermine, A.g.e., s.68

gösterge, bankanın büyüklüğünü de hesaba katan Piyasa katma değeri (MVA-Market value added)'dir.⁹⁰

$$\text{Piyasa Katma Değeri (MVA)} = \text{Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri} - \text{Hissedarlar Tarafından Yatırılan Sermaye} \quad \text{Denklem 2.13}$$

2.2.2. Varlık Esaslı Değerleme Yaklaşımları (Asset-oriented Approaches)

Net varlık değeri yöntemleri, varlıkların likidasyon değerleri veya yerine koyma değerlerine bağlıdır. Bir bankanın net varlık değeri ise, bilanço içi varlıklar ve borçların yerine koyma maliyetleri arasındaki fark alınarak hesaplanır. Bu değer genellikle, kurum içi kayıtlı olmayan peştemallık (goodwill) veya diğer maddi olmayan duran varlıklar ile bilanço dışı kalemleri kapsamaz. Ancak bu kalemler banka değerinin önemli bir unsuru olarak hesaba alınmalıdır. Bunların yanısıra, bankanın yatırım portföyü içindeki saklı yedekler, gayrimenkuller ve risk provizyonu için bankanın borç ve varlıklarının defter değerleri düzeltilmelidir. Bu düzenlemeler bankanın gerçek değerini belirlemek için önemli olmakla birlikte dışarıdan bir bakışla sözkonusu değerleri tahmin etmek de neredeyse imkansızdır.

Ekonomik bakış açısına göre, net varlık değeri geçerli bir yöntem olarak değerlendirilmemektedir. Çünkü bütün bir işletme olarak banka için geçerli değer tahmini bankanın sahip olduğu varlıklardan ziyade bankanın gelecekteki gelir yaratma potansiyeline dayandırılmalıdır. Sonuç olarak net varlık değeri yöntemi, bankaların varlıklarının yüksek likidasyona sahip olması dolayısıyla bankacılık sektöründe yaygın kullanım alanı bulabilmektedir. Ancak ne var ki, yöntemin herhangi bir bankanın bütünü için geçerli bir değerlendirme yöntemi olmaktan çok bireysel çalışan finansal kurumlar ve yatırımlar için daha anlamlı olduğunu söylemek mümkündür.⁹¹

⁹⁰ A.e., s.69

⁹¹ Gross, , A.g.e., s.34

2.2.3. Nakit Akım Bazlı Değerleme Yaklaşımları (Cash flow-oriented Approaches)

Bir bankanın nakit akım değerlemesi, finansal olmayan diğer kurumlarda olduğu gibi bankanın nakit akımlarının belirlenmesi ile başlar. Ancak burada dikkat edilecek husus, nakit paranın aynı zamanda bankanın ticaretini yaptığı stok değerleri olmasıdır.

Nakit akım bazlı değerlendirme yaklaşımları, şirketin sahipliğinin bir sonucu olarak gelecekte elde edilecek ekonomik faydaların tümünün net bugünkü değerlerini ifade eden gelecekteki faydalar ilkesi temeline dayanır. Buna göre bir bankanın değeri, onun gelecekte nakit yaratma yeteneğine bağlıdır.⁹²

2.2.3.1. Temettü İskonto Modeli (Dividend Discount Model - DDM)

Temettü İskonto Modeli, finansal kurumların değerlemesinde piyasada en yaygın olarak kullanılan model olarak bilinmektedir.

Bilindiği gibi hisse senedi yatırımcıları, hisse senedinin elde tutulduğu süre boyunca sağlayacağı temettüleri ve elde tutma süresinin sonundaki beklenen değer olmak üzere iki nakit akımı ile ilgilendirirler. Bir hisse senedinin gerçek değeri, onun gelecekte sağlayacağı temettülerin şirketin özsermaye maliyeti ile iskontolanmış değerlerinin toplamıdır.

$$\text{Hisse Senedi Değeri} = P = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \dots$$

Denklem 2.14

Temel devam eden değer modeline (The basic perpetuity model) göre, gelirlerin sabit bir "g" oranı -*bu oran sabit bir özsermaye karlılığı (ROE) anlamına gelir*- ile sonsuza dek

⁹² A.e., s.36

büyüyeceği varsayılır. Bu durumda, gelecekte sağlanacak temettü gelirleri (1+g) ile büyütülürse hisse senedinin gerçek değeri aşağıdaki gibi ifade edilir:

$$\text{Hisse Senedi Değeri} = P = \frac{D_0(1+g)}{(1+k)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+k)^n} + \dots$$

$$\text{Hisse Senedi Değeri} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Denklem 2.15

Eşitlikte;

D_0 = En son dağıtılan temettü tutarını,

D_t = Hisse senedinin beklenen temettü tutarını,

g = Sonsuza dek temettülerde beklenen büyüme oranını,

k = Özsermaye maliyetini

ifade etmektedir.

Büyüme oranının sonsuza dek sabit kalacağı varsayımı ile eşitlik aşağıdaki şekilde basitleştirilebilir.⁹³

$$\text{Hisse Senedinin Gerçek Değeri} = \text{Defter Değeri} \left(\frac{\text{ROE} - g}{\text{COE} - g} \right) \quad \text{Denklem 2.16}$$

Buradan ise, Piyasa Değeri/Defter Değeri (P/B) oranı Denklem 2.12'de ifade edildiği gibi elde edilir.

Sürdürülebilir özsermaye karlılığı %18, uzun dönem büyüme oranı %4 ve özsermaye maliyeti %11 olan bir bankanın P/B oranı;

$$P/B = \frac{\%18 - \%4}{\%11 - \%4} = 2$$

⁹³ Stephen M. Frost, *The Bank Analyst's Handbook: Money, Risk and Conjuring Tricks*, Hoboken, NJ: Wiley, 2004, s. 325

olacaktır. Bu ise, ilgili bankanın 2x P/B çarpanla işlem gördüğü anlamına gelmekte olup, sektörün ortalama çarpan oranına göre durumu hakkında analiste bilgi vermektedir. Büyüme oranının sıfır olması durumunda ve bankanın tüm geliri temettü olarak dağıtması halinde ise, P/B oranı=ROE/COE olacaktır.⁹⁴

2.2.3.1.1. Modelin Uyarlamaları

Temettü iskonto modelinin, gelecekteki büyüme oranı ile ilgili farklı varsayımlara bağlı olarak farklı uyarlamaları geliştirilmiştir:⁹⁵

Gordon büyüme modeli

- İki basamaklı temettü iskonto modeli
- H Modeli
- Üç basamaklı temettü iskonto modeli

Gordon Büyüme Modeli

Gordon modeline göre her yıl sabit oranda büyüyen bir şirketin hisse senedinin değeri Denklem 2.12'de ifade edildiği gibi hesaplanır.

İki basamaklı temettü iskonto modeli

Model büyüme oranının, n yıl sürecek olan sıradışı bir büyüme oranı ile, bu süreden sonra sonsuza dek sabit kalacak olan ikinci bir büyüme oranının bulunması temeline dayanır.⁹⁶

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

Denklem 2.17

⁹⁴ A.e., s.327

⁹⁵ Damodaran, A.g.e., s. 99

⁹⁶ A.e., s.105-106

Eşitlikte;

$$P_n = \frac{D_{n+1}}{(k - g_n)}$$

$g_n =$ n. yıldan sonra sonsuza dek temettülerde beklenen büyüme oranıdır.

H Modeli

Modelde, klasik iki basamaklı modelden farklı olarak başlangıçtaki büyüme oranı (g) sabit olmayıp, sabit büyüme oranına ulaşana kadar, zaman içinde doğrusal olarak azalmaktadır.

Model, kazançlardaki büyüme oranının yüksek bir orandan başlayarak sabit orana ulaşana dek gittikçe azaldığı varsayımına dayanmaktadır. Diğer bir varsayım ise, zaman içinde kar payı dağıtım oranının sabit olduğu ve değişken büyüme oranlarından etkilenmediği yönündedir.⁹⁷

$$P_0 = \frac{D_0 x (1 + g_n)}{(k - g_n)} + \frac{D_0 x H x (g_a - g_n)}{(k - g_n)}$$

Denklem 2.18

Burada, $\frac{D_0 x (1 + g_n)}{(k - g_n)}$ ifadesi sabit büyümeyi; $\frac{D_0 x H x (g_a - g_n)}{(k - g_n)}$ ifadesi ise sıradışı büyümeyi,

$g_a =$ Başlangıçtaki büyüme oranını,

$g_n =$ 2H yıldan sonra sonsuza dek uygulanacak olan beklenen büyüme oranını göstermektedir.

Üç basamaklı temettü iskonto modeli

İki basamaklı temettü iskonto modeli ile H modelinin özelliklerinin bir kombinasyonudur. Başlangıçta yüksek bir büyüme oranı, daha sonra geçiş dönemi için düşen bir oran ve son olarak sabit büyüme oranı olmak üzere üç aşamalı büyüme sözkonusudur. Yöntem,

⁹⁷ A.e., s.115

kar dağıtım oranına herhangi bir kısıtlama getirmediği için diğerleri arasında en genel yöntem olarak görülmektedir.⁹⁸

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{EPS_t \times (1 + g_a)^t \times \pi_a}{(1 + r)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n} \frac{D_t}{(1 + r)^t} + \frac{EPS_n \times (1 + g_n)^t \times \pi_n}{(k - g_n)(1 + r)^n}$$

Denklem 2.19

Yüksek büyüme dönemi Geçiş dönemi Sabit büyüme dönemi

Eşitlikte;

EPS_t = t yılındaki hisse başına kazanç,

g_a = Yüksek büyüme dönemindeki büyüme oranı,

g_n = Sabit büyüme dönemindeki büyüme oranı,

π_a = Yüksek büyüme dönemindeki kar payı dağıtım oranı,

π_n = Sabit büyüme dönemindeki kar payı dağıtım oranıdır.

2.2.3.2. Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (Free Cash Flow to Equity - FCFE)

Banka değerlemede özsermaye yaklaşımı, indirgenmiş nakit akımı esasına dayanır. Bilindiği üzere herhangi bir varlığın değeri, o varlığın gelecekte sağlayacağı beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamına eşittir. Özsermaye yaklaşımına göre banka değerlemede, özsermaye sahiplerine sağlanan serbest nakit akımları özsermaye maliyeti ile iskonto edilir.

“İndirgenmiş nakit akımı yöntemi ile değerlendirme yaklaşımında analiz, nakit olmayan kalemler ile düzeltilmiş vergi sonrası faaliyet gelirinden yeniden yatırım ihtiyaçlarının çıkartılmasıyla elde edilen tutarın bulunmasıyla başlar. Sonuçta elde edilen, şirketin tümüne giden nakit akımları olarak da ifade edilen, borç ödemelerinden önceki ve yeniden yatırımlar sonrası nakit akımlarıdır. Bu nakit akımları, hissedarlara dağıtılacak temettülerle eşdeğerdir. Yöntem ayrıca nakit akımlarının belli bir büyüme oranı ile büyüyeceği şeklinde bir tahmin yapar.”⁹⁹

⁹⁸ A.e., s.117

⁹⁹ Waymond A. Grier, **Valuing a Bank Under IAS/IFRS and Basel II**, London, Euromoney Institutional Investor, 2005, s.106

Özsermaye yaklaşımı banka değerlemede göreceli olarak kolay anlaşılır bir yöntemdir. Yöntemin uygulanması için öncelikle özsermaye sahiplerine sağlanan serbest nakit akımlarının belirlenmesi gerekir. Bu ise, net gelire nakit dışı işlemlerin eklenmesinden bilançoyu büyütme için ihtiyaç duyulan nakit akımlarının düşülmesi ile elde edilen tutardır.

Şekil 2.1.'de bir bankada özsermaye sahiplerine sağlanan serbest nakit akımları görülmektedir. Nakit girişi ve nakit çıkışı yaratan değerler gelir tablosu ve bilanço için değerlendirilmektedir.

Firma değerlemede, sınırlı ömürlü bir varlığı değerlemeden farklı olarak firmaların ömürlerinin sonsuz olduğu varsayılır. Bu sebepten dolayı da nakit akımları sonsuza dek tahmin edilemez.

Özsermaye sahiplerine sağlanan nakit akımları bulunduktan sonra, ikinci aşamada iskonto oranının hesaplanması gerekir. Bugüne indirgenmiş nakit akımları toplamı elde edildikten sonra devam eden değer (Terminal Value) hesaplanması ile özsermaye değeri elde edilir.

Devam eden değer (TV) aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$TV = \frac{FCFE_t \times (1 + g)}{(k - g)} \times \frac{1}{(1 + k)^t}$$

Denklem 2.20

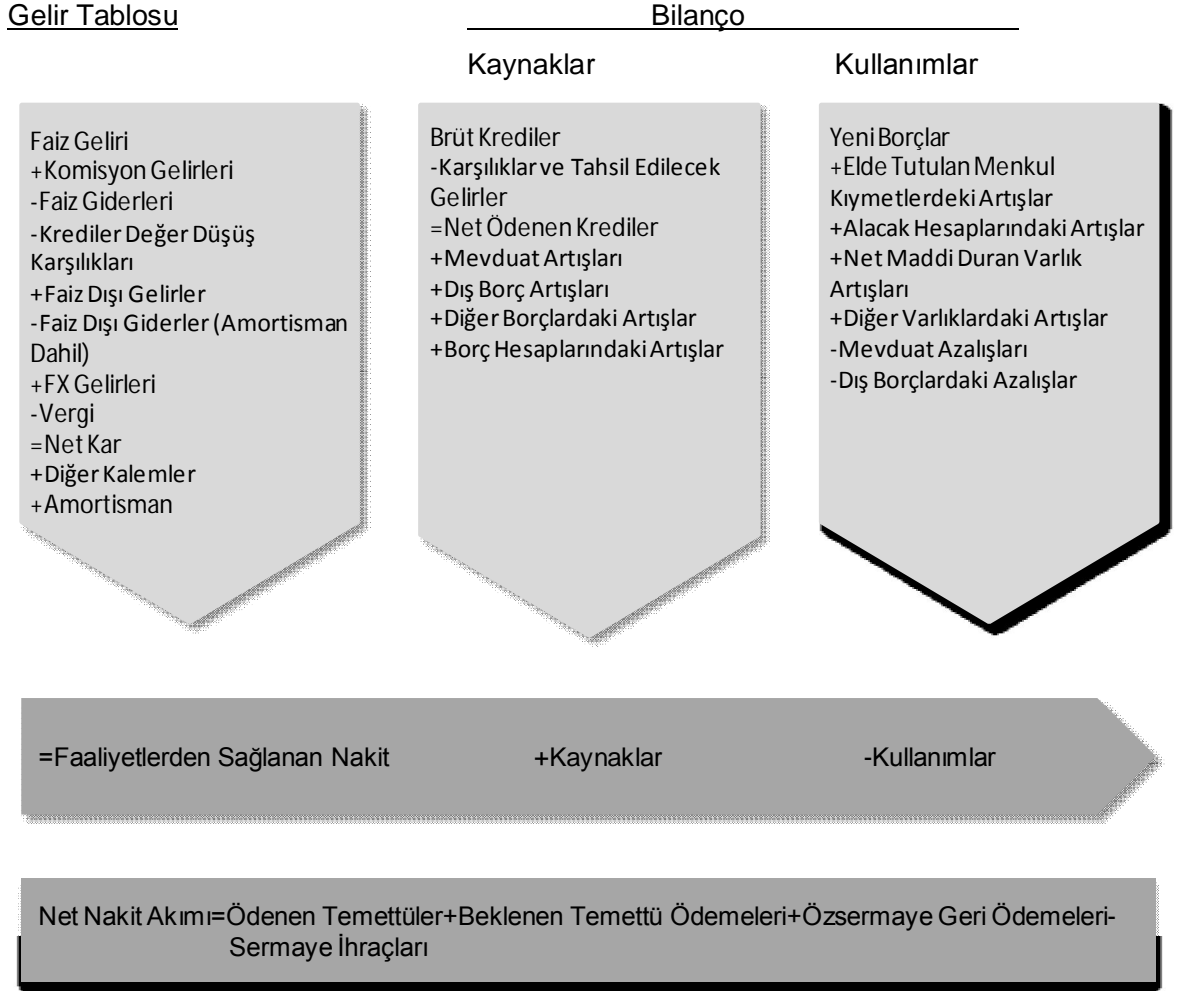
Eşitlikte;

$FCFE_t$ = t. yılda beklenen serbest nakit akımını,

k = Özsermaye maliyetini,

g = Büyüme oranını ifade etmektedir.

Şekil 2.1. Bankada özsermaye sahiplerine sağlanan serbest nakit akımları



Kaynak: Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, Valuation Measuring and Managing the Value of Companies, USA, John Wiley & Sons, Inc., 1994, s.480

2.2.4. Artık Gelir Esaslı Değerleme Yaklaşımı (Residual Income-oriented Approaches)

Artık gelir, belirli bir periyotta banka tarafından yaratılan değeri ifade eder. Artık gelir esaslı değerlendirme yöntemleri, ekonomik karı sadece kayıtlı muhasebe giderleri bazında değil, kullanılan sermayenin fırsat maliyetini de dikkate alarak hesaplama yapar. Artık gelir, yatırılan sermayenin verimi ile sermaye maliyeti arasındaki farkın (spread) yatırılan sermaye ile çarpımına eşittir.¹⁰⁰

$$\text{Artık gelir} = \text{Yatırılan Sermaye} \times (\text{ROE} - \text{COE}) \quad \text{Denklem 2.21}$$

Eşitlikte;

ROE= Yatırılan sermayenin verimini,

COE= Sermaye maliyetini

ifade etmektedir.

Artık Gelir Modeline göre firmanın özsermayesinin değeri, aşağıdaki genel formül ile hesaplanmaktadır;¹⁰¹

$$V_e = BV_0 + \sum [RI_t / (1 + k_e)^t] \quad \text{Denklem 2.22}$$

Eşitlikte;

BV_0 = Başlangıçtaki defter değeri

RI_t = t zamanındaki artık gelir

“t” zamandaki artık gelir, net kardan firma tarafından kullanılan ekonomik sermayenin düşülmesiyle de elde edilebilir:

¹⁰⁰ Gross, A.g.e., s.39

¹⁰¹ Ronald S. Longhofer, “The Residual Income Method of Business Valuation”, **Business Valuation Review**, Haziran 2005, s.65

$$RI_t = NI_t - (k_e * BV_{t-1})$$

Denklem 2.23

NI_t = t zamanda gerçekleşen net kar

BV_{t-1} = t-1 zamanındaki özsermayenin defter değeri

Gelecekte beklenen artık gelirlerin sabit olması varsayımı ile firmanın özsermayesinin değeri aşağıdaki şekle dönüşür;¹⁰²

$$V_e = BV_0 + RI_t/k_e$$

Denklem 2.24

Burada RI_1 'in 1. Periyot sonundaki artık gelir olduğu düşünüldüğünde, RI_1 aşağıdaki gibi hesaplanır;

$$RI_1 = NI_1 - (k_e * BV_0)$$

Denklem 2.25

NI_1 = 1. Periyotta gerçekleşen net kar

BV_0 =Başlangıçtaki defter değeri

Gelecekteki beklenen getirilerin büyüyeceği varsayımı ile firmanın özsermayesinin değeri ise aşağıdaki gibi hesaplanacaktır;

$$V_e = BV_0 + RI_t/(k_e - g)$$

Denklem 2.26

¹⁰²A.e.

2.2.4.1. Ekonomik Katma Değer Modeli (Economic Value Added - EVA)

Ekonomik katma değer, bir firmanın belli bir dönemdeki vergi sonrası faaliyet kârından yatırımlarının maliyeti düşüldükten sonra elde ettiği değerdir. Yüzdesele değil, tutarsal bir değer ifade eder. Ekonomik katma değer modeli, firmanın elde ettiği bu artık değeri bulmakta kullanılan yöntemdir.

Ekonomik kâr (economic profit) da denilen ekonomik katma değer modeli, son yıllarda firma değerlemelerde sıklıkla kullanılmaktadır. Bu modelde bir firmanın değeri, yatırılan sermaye tutarına her yıl boyunca yatırılan ekonomik katma değerlerin bugünkü değerinin eklenmesiyle bulunur.¹⁰³

Ekonomik katma değer modeli, firmalarca bir performans ölçüm yöntemi olarak kullanılmaktadır. Bilindiği gibi, firma yönetiminin değerlendirilmesinde çoğunlukla hisse senedi performansı veya kazançlardaki artışlar ve diğer muhasebesel ölçüm teknikleri kullanılmaktadır. Oysa firmanın her bir biriminin performansını hisse senedi performansı ile ölçmek yanıltıcı olmaktadır. Örneğin bir üretim tesisinden sorumlu yöneticiyi hissedarların beklentilerinin yansıdığı hisse senedi getirisiyle değerlendirmek doğru değildir. Zira, bu yöneticinin hisse senedi getirisine birebir değil, dolaylı bir etkisi bulunmaktadır.

Ekonomik katma değer aşağıdaki formülle ifade edilebilir:

$$EKD = (FVÖK - Vergi) - (ToplamAktifler \times AOSM) \quad \text{Denklem 2.27}$$

Eşitlikte,

EKD (EVA): Ekonomik Katma Değeri,

FVÖK: Faiz ve Vergi Öncesi Kârı,

¹⁰³ Aykan Üreten ve Metin Kâmil Ercan, **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2000, s.56

AOSM (WACC): Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni ifade etmektedir.

Başka bir ifadeyle eşitlik yatırılan sermayenin getirisi (ROIC) kullanılarak aşağıdaki şekilde de elde edilebilir:

$$EKD = Yatırılan Sermaye \times (ROIC - AOSM)$$

Denklem 2.28

3. MAKRO EKONOMİK GELİŞMELER

3.1. Dünya Ekonomisi

2008 yılının ikinci yarısından itibaren dünyayı etkisi altına alan küresel finansal krizin ekonomik aktivite üzerindeki etkileri, yoğun olarak 2009 yılında hissedilmiştir. 2010 yılı ise dünya ekonomileri açısından toparlanma yılı olmuştur. Krizin bir ekonomik ve finansal çöküş haline dönmesini engellemek için, hükümetler ve merkez bankaları; finansal sisteme işlerlik kazandırmaya, güveni tekrar tesis etmeye ve toplam talebi artırmaya yönelik yüksek boyutlu parasal ve mali tedbirler almıştır. Bu tedbirlerin katkısıyla, 2009 yılında dünya ekonomisinde yaşanan daralma öngörüldüğü kadar olmamış ve ekonomik toparlanma beklenenden erken başlamıştır. Dünya ekonomisinde 2009 yılı için %1,4 olarak tahmin edilen daralma %0,6 olarak gerçekleşmiştir.¹⁰⁴

2010 yılında küresel ekonomide yaşanan toparlanmaya rağmen, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarındaki ayrışma daha da belirginleşmiştir. Krizin gelişmiş ülkelerin finansal piyasaları kaynaklı çıkmış olması, sözkonusu ülke ekonomilerinde daha ciddi ve derin etkiler yaratmış; bu ülkelerin kriz sonrası toparlanma hızlarının da gelişmekte olan ülkelere göre daha yavaş olmasına neden olmuştur. Gelişmiş ülkelerde artan işsizlik oranları ve özellikle Avrupa'da belirginleşen borç sorunları gibi nedenlerle ekonomideki canlılık kriz öncesi seviyelere yaklaşmakta zorlanırken; özellikle Asya ülkelerinin etkin olduğu gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda kriz öncesi seviyeler yakalanmış durumdadır. Türkiye ekonomisi ise, gelişmekte olan ülkeler içinde 2009 yılındaki %4,9'luk daralma sonrası 2010 yılında ekonomisinde tekrar canlanma yaşayan ülkelerden birisi olmuştur. 2010 yıl sonu itibarıyla %8,9'luk büyüme gösteren Türkiye ekonomisi, dünyada en hızlı büyüyen ekonomilerden biri olmuştur.¹⁰⁵

¹⁰⁴ 2010/958 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı, Resmi Gazete, Sayı:27725, 10 Ekim 2010, (Çevrimiçi) <http://www.resmi-gazete.net/10-ekim-2010-tarihli-ve-27725-sayili-resmi-gazete-rg/>, 08/05/2011

¹⁰⁵ Garanti Bankası, 2010 Yılı Faaliyet Raporu, s.16, (Çevrimiçi) http://www.garanti.com.tr/tr/garanti_hakkinda/yatirimci_iliskileri/mali_tablolar_ve_sunumlar/yillik_faaliyet_raporlari.page, 08/05/2011

2010 yılının ikinci yarısında gelişmiş ülkelerde ekonomik toparlanma bir miktar ivme kaybetmeye başlamıştır. Bu çerçevede gelişmiş ülkelerde ekonomiyi desteklemek amacıyla genişletici para politikası uygulamaları sürdürülmektedir. Bu durum, enflasyonun ve faiz oranlarının daha yüksek düzeylerde bulunduğu gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının hızlanmasına ve sözkonusu ülkelerin yerel para birimlerinin değerlenmesine neden olurken gelişmekte olan ülkelerde politika yapıcılarını yerel para birimlerindeki değerlenmeyi önlemek üzere tedbirler almaya sevk etmektedir.¹⁰⁶

Her ne kadar 2010 yılı piyasalar açısından olumlu bir yıl olsa da mali teşvik paketlerinin de etkisiyle artan kamu borçları piyasalarda dalgalanmalara sebep olmuştur. Yılın ortasında Avrupa'da Yunanistan ile başlayan borç krizi, Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Avrupa Birliği (AB) tarafından 110 milyar Euro'luk bir kurtarma paketi sağlanmasıyla aşılmıştır. Kasım ayından itibaren ise İrlanda'ya ilişkin endişeler artmış, bu ülkeye de yine AB-IMF kaynaklı 85 milyar Euro büyüklüğünde yardım sağlanmıştır. Borç krizinin Portekiz ve İspanya gibi ülkelere sıçramasından endişe edilirken 2013 yılından sonraki olası kurtarmalar için yeni bir kurtarma mekanizması kurulması öngörülmüştür.¹⁰⁷

Küresel ekonomik krizin etkilerinin azaltılması amacıyla uygulanan maliye politikaları, finansal kesimden kaynaklanan mali yükler ve devresel bütçe etkisi ülkelerin kamu açıklarını ve borç stoklarını önemli ölçüde artırmıştır. Böylece, ekonomik kriz, başta Avrupa ülkeleri olmak üzere, birçok ülke için bir nevi borç krizi haline dönüşmüştür. Uzun dönemde dahi, ülkelerin borç stoklarında meydana gelen artış eğiliminin durdurulabilmesi, ancak dönem boyunca kamu dengelerinde kalıcı ve istikrarlı bir iyileştirme yapılmasıyla mümkün görünmektedir. Bu nedenle, kamu borcunun sürdürülebilirliğini sağlamak amacıyla mali sıkılaştırma ülkelerin ekonomik politika gündemine oturmuştur.

¹⁰⁶ İş Bankası, 2010 Yılı Faaliyet Raporu, s.18, (Çevrimiçi)

http://www.isbank.com.tr/PDF/FaaliyetRaporlari/ISBANK_faaliyet_raporu_2010.pdf, 08/05/2011

¹⁰⁷ Akbank, 2010 Yılı Faaliyet Raporu, s.29 (Çevrimiçi) http://www.akbank.com/doc/AKBANK_2010.pdf, 10/05/2011

Önümüzdeki dönemde, dünya ekonomileri genelinde canlanma ve büyüme öngörülmekle birlikte, özellikle gelişmiş ülkelerdeki yüksek bütçe açıkları ve zayıf büyüme performansı nedeniyle oluşan mali ve finansal kırılganlıklar kaynaklı belirsizlikler sürmektedir. AB’de yaşanan borç krizine ek olarak, AB ve ABD ekonomilerinde krizle birlikte işsizliğin yüksek seviyelere ulaşmış olması ve yapışkan hale gelmesi, küresel ekonomik beklentilerde belirsizliğe yol açmaktadır. Son dönemde, ABD’de büyümenin düşmüş olması olumsuz beklentileri güçlendirmiş, 2010 yılı ABD büyüme tahminleri aşağı yönlü revize edilmiştir. Kamu borçlarındaki hızlı yükseliş ve mali bilançolardaki bozulmayla birlikte risk primlerindeki yükselmenin bankacılık sistemine yansıma ve tüketim ve yatırım kararlarını olumsuz yönde etkileme riski bulunmaktadır. Politika faizlerinin sıfır düzeyine yaklaşması nedeniyle para politikasının sınırlarına ulaşılması ve bütçe açıklarının gelmiş olduğu yüksek seviyeler, uygulanabilecek ilave para ve maliye politikası seçeneklerini daraltmakta ve bu husus küresel belirsizliği artırmaktadır. Dünya ekonomilerinin potansiyel üretim düzeylerinde kısa vadede küresel kriz nedeniyle gerileme kaydedilmiştir. Söz konusu gerileme, AB ve ABD gibi krizden fazla etkilenen ekonomilerde daha belirgin düzeydedir. Bu durum, mevcut işsizlik ve kamu borç yükü sorunlarının çözümünü daha da zorlaştırmaktadır.¹⁰⁸

Euro Bölgesinde ekonomik aktivitenin kriz öncesi seviyelere dönmesinin zaman alacağına ve enflasyon oranının düşük düzeylerdeki seyrini koruyacağına yönelik beklentiler dikkate alındığında, Avrupa Merkez Bankası’nın 2011 yılında da faiz oranlarını düşük seviyelerde tutacağı öngörülmektedir.¹⁰⁹

3.2. Türkiye Ekonomisi

Türkiye ekonomisi 2010 yılında kayda değer bir canlanma sürecinden geçmiş ve %8,9'luk büyüme ile yüksek bir performans sergilemiştir. Kaydedilen büyümede düşük baz etkisinin yanısıra yatırım ve tüketim harcamalarındaki belirgin artışlar da etkili olmuştur. Büyümenin en önemli etkeninin %10,8 oranında artışla iç talep olduğu öngörülmektedir. Diğer taraftan Türk ekonomisinin dış ticaret yaptığı ülkelere göre

¹⁰⁸ 2010/958 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı, Resmi Gazete, Sayı:27725, 10 Ekim 2010

¹⁰⁹ İş Bankası, 2010 Yılı Faaliyet Raporu, s.19

yüksek büyüme performansı ve kuvvetli iç talebi, dış ticaret dengesinde bozulmaya neden olmuştur. Yıl sonu itibarıyla ithalat ve ihracat ABD Doları cinsinden yıllık bazda sırasıyla %37 ve %18 büyümüş ve bu doğrultuda dış ticaret açığı artmıştır. Ayrıca ekonomik aktivitedeki canlanma da dış dengeyi olumsuz etkilemiş, ve cari açık 49 milyar ABD Doları olarak açıklanmıştır. Bu rakam Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın %6,6'sına denk gelmektedir.¹¹⁰

2010 yılında makro ekonomik göstergelerin seyri aşağıda görüldüğü gibidir:

3.2.1. Enflasyon

Enflasyon 2010 yılında vergi ayarlamaları ile işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler paralelinde dalgalı bir seyir izlenmiştir. 2010 yıl sonu itibarıyla yıllık artış Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)'de %6,4 ile %6,5'lik yıl sonu hedefine yakın seviyede gerçekleşmiştir. Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE)'de ise %8,9 düzeyinde bir artış kaydedilmiştir.

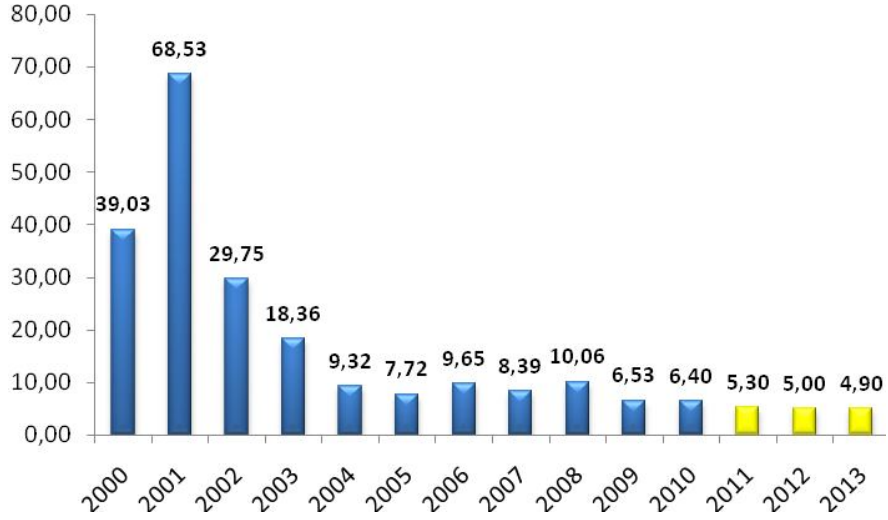
Tablo 3.1. TÜKETİCİ FİYAT ENDEKSİ - (12 Aylık Yüzde Değişim)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ocak	68,88	35,92	73,16	26,38	16,22	9,23	7,93	9,93	8,17	9,50	8,19	4,90
Şubat	69,75	33,42	73,08	27,01	14,28	8,69	8,15	10,16	9,10	7,73	10,13	4,16
Mart	67,90	37,51	65,11	29,41	11,83	7,94	8,16	10,86	9,15	7,89	9,56	3,99
Nisan	63,82	48,27	52,72	29,45	10,18	8,18	8,83	10,72	9,66	6,13	10,19	
Mayıs	62,67	52,39	46,22	30,74	8,88	8,70	9,86	9,23	10,74	5,24	9,10	
Haziran	58,62	56,10	42,60	29,76	8,93	8,95	10,12	8,60	10,61	5,73	8,37	
Temmuz	56,21	56,33	41,28	27,44	9,57	7,82	11,69	6,90	12,06	5,39	7,58	
Ağustos	53,17	57,50	40,24	24,91	10,04	7,91	10,26	7,39	11,77	5,33	8,33	
Eylül	48,96	61,80	37,05	23,00	9,00	7,99	10,55	7,12	11,13	5,27	9,24	
Ekim	44,44	66,47	33,45	20,78	9,86	7,52	9,98	7,70	11,99	5,08	8,62	
Kasım	43,76	67,29	31,77	19,25	9,79	7,61	9,86	8,40	10,76	5,53	7,29	
Aralık	39,03	68,53	29,75	18,36	9,32	7,72	9,65	8,39	10,06	6,53	6,40	

Kaynak: TÜİK

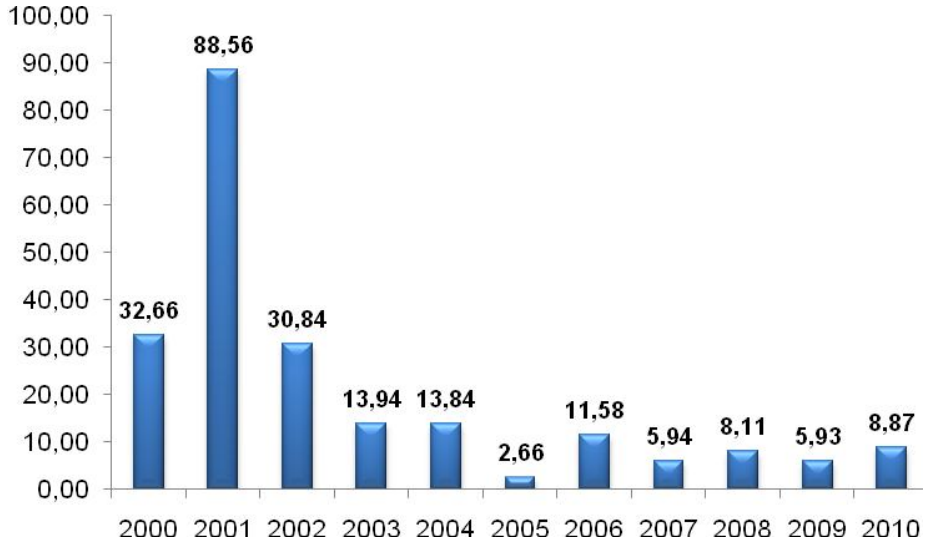
¹¹⁰ Yapı ve Kredi Bankası, 2010 Yılı Faaliyet Raporu, s.20 (Çevrimiçi)
http://www.yapikredi.com.tr/arsiv/ykb/faaliyet_raporlari/YKB_FRA_2010.pdf, 12/05/2011

Grafik 3.1.- Tüketici Fiyat Endeksi (12 Aylık Yüzde Değişim)



Kaynak:TÜİK, DPT, Orta Vadeli Ekonomik Program 2011-2013, Ekim 2010

Grafik 3.2.- Üretici Fiyat Endeksi (12 Aylık Yüzde Değişim)

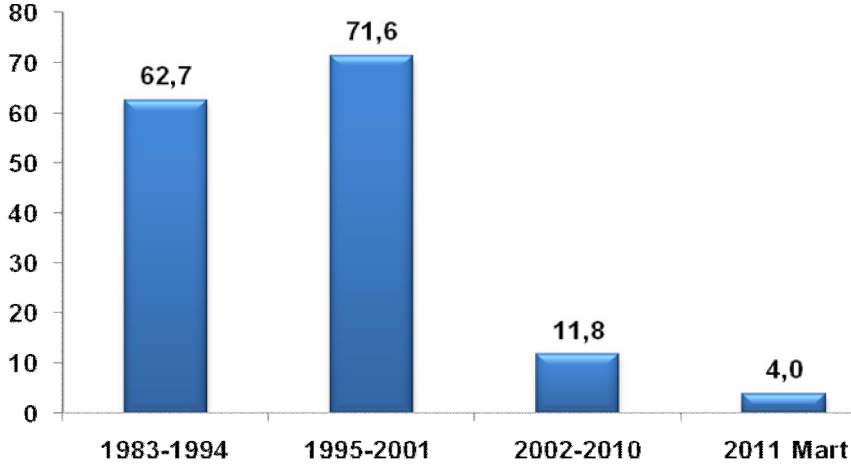


Kaynak:TÜİK

1983 yılından bu yana 1994 ve 2001 krizlerini dikkate alarak hesaplanan dönemsel ortalama enflasyon oranları incelendiğinde, Merkez Bankası'nın enflasyon

hedeflemesine geçiş ile birlikte attığı kararlı adımlar sonucu %63'lerden 2011 yılı Mart ayı itibariyle %4 seviyelerine gerileyen enflasyon dikkat çekicidir.

Grafik 3.3.- Dönemsel Ortalama Enflasyon Oranları



Kaynak:TÜİK

3.2.2. Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi

Tablo 3.2.- Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi

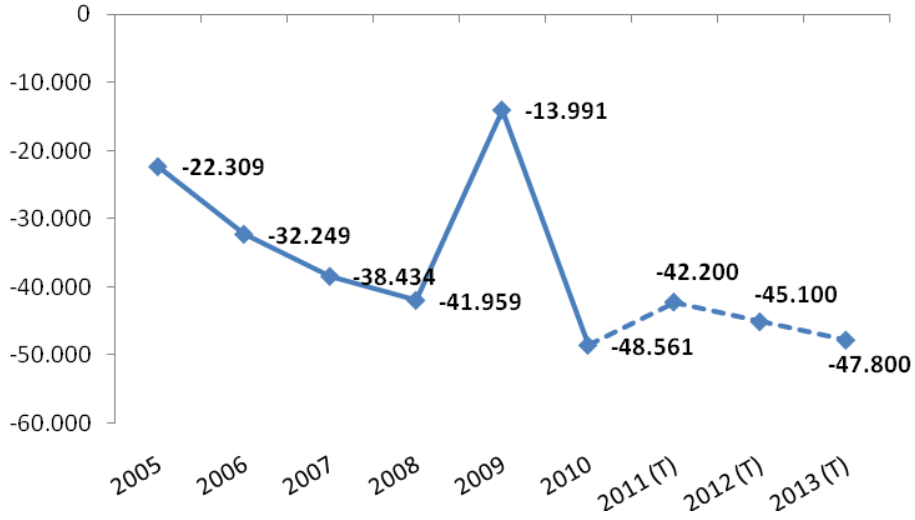
Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Cari İşlemler Dengesi (Milyon \$)	-22.309	-32.249	-38.434	-41.959	-13.991	-48.561
Cari İşlemler Dengesi / GSYH	-4,6	-6,1	-5,9	-5,7	-2,3	-6,6
Dış Ticaret Dengesi (Milyon \$)	-33.080	-41.056	-46.852	-53.021	-24.850	-56.354
İhracat (FOB, Milyon \$)	73.476	85.535	107.272	132.028	102.143	113.901
İthalat (CIF, Milyon\$)	-116.774	-139.576	-170.063	-201.964	-140.929	-185.496
Doğrudan Yabancı Yatırım (DYY) Net (Milyon \$)	8.967	19.261	19.941	16.955	6.858	7.154
Portföy Yatırımları Net (Milyon \$)	13.437	7.415	833	-5.014	227	16.291
Diğer Yatırımlar Net (Milyon \$)	14.928	11.502	23.943	24.318	1.993	33.935

Kaynak:Maliye Bakanlığı,Hazine Müsteşarlığı,TÜİK,TCMB

3.2.2.1. Cari İşlemler Dengesi

2010 yılında TL'deki değerlenmenin yanısıra iç talepteki görece canlanmanın ithalatı desteklemesine karşılık, Euro Bölgesi ülkelerindeki sorunların ihracat artışını sınırlandırmasının etkisiyle dış ticaret açığı genişlemiştir. Dış ticaret açığındaki genişleme paralelinde 2010 yılında cari işlemler açığı bir önceki yıla göre %247,1 oranında genişleyerek 48,6 milyar USD düzeyinde gerçekleşmiştir.¹¹¹

Grafik 3.3.- Cari İşlemler Dengesi (Milyon USD)



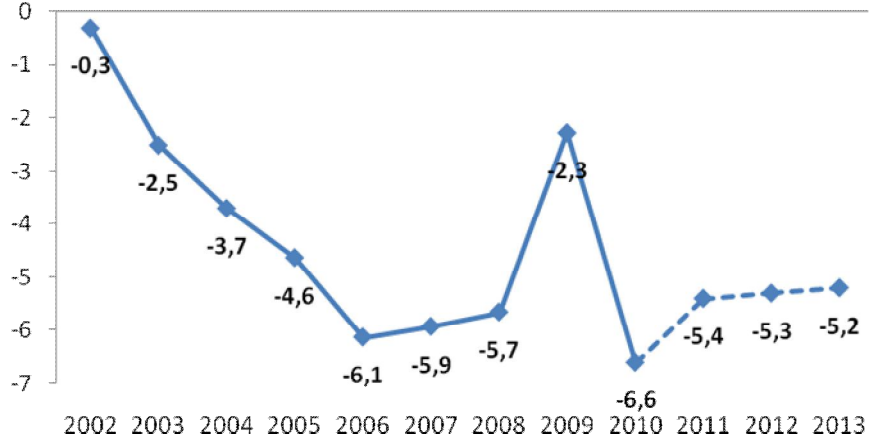
Kaynak: Maliye Bakanlığı, Hazine Müsteşarlığı, TÜİK, TCMB, DPT

2010 yılında cari işlemler açığı, milli gelirin %6,6'sına yükselmiştir. Cari işlemler açığının yaklaşık %40'ını portföy girişleri oluştururken, sadece %15'ini net doğrudan yatırımlar karşılamaktadır. Merkez Bankası, cari işlemler açığının finansmanında kısa vadenin ağırlığını azaltmaya yönelik politikalar izlemektedir. Kısa vadeli sermaye, ani ve hızla tersine dönebilme niteliğine sahip olduğundan, cari açık ve finansal istikrar üzerinde ciddi risk oluşturmaktadır.¹¹²

¹¹¹ İş Bankası, 2010 Yılı Faaliyet Raporu, s.20

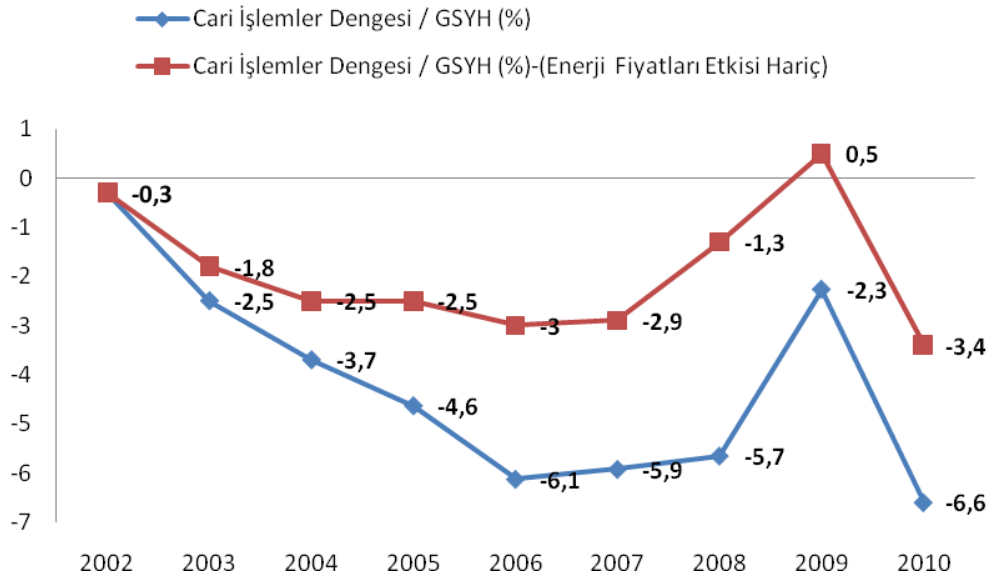
¹¹² Akbank, 2010 Yılı Faaliyet Raporu, s.29

Grafik 3.4.- Cari İşlemler Dengesi/GSYH (%)



Kaynak: Maliye Bakanlığı,Hazine Müsteşarlığı,TÜİK,TCMB

Grafik 3.5.- Cari İşlemler Dengesi/GSYH (%)-(Enerji Fiyatları Etkisi Karşılaştırmalı)

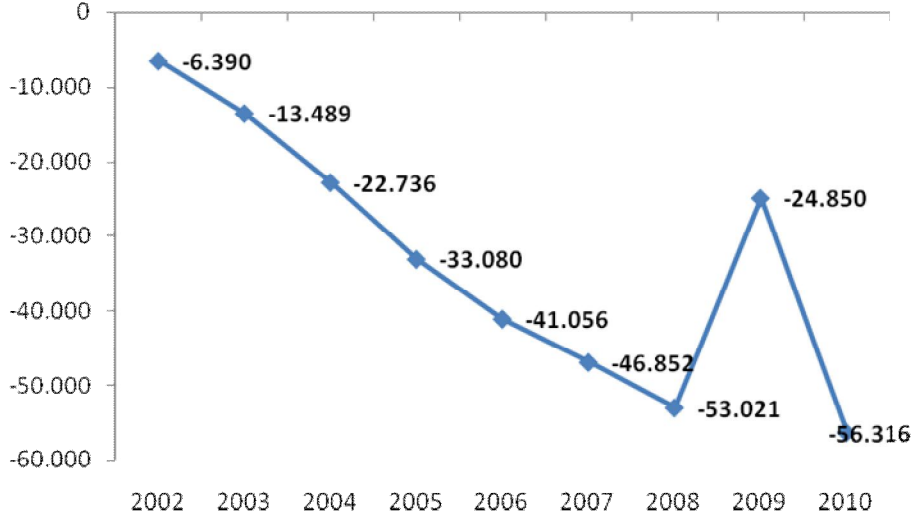


Kaynak: Maliye Bakanlığı,Hazine Müsteşarlığı,TÜİK,TCMB

3.2.2.2. Dış Ticaret Dengesi

2010 yılı, iç talebin canlı olmasına rağmen dış pazarlardaki talep düşüşünün etkileri sonucunda dış ticaret açığının arttığı bir yıl olmuştur. Bir önceki yıl ile kıyaslandığında, 2010 yıl sonunda ihracatın %11,5, ithalatın ise %31,6 büyümesi neticesinde artan dış ticaret açığı, cari açığın temel belirleyicisi olmuştur. İhracatın ithalatı karşılama oranının bir önceki yıla göre 11,2 puan azalarak %61,4 olarak gerçekleşmesi, dış ticaret açığını azaltmaya yönelik önlemlerin gerekliliğini ortaya koymaktadır.¹¹³

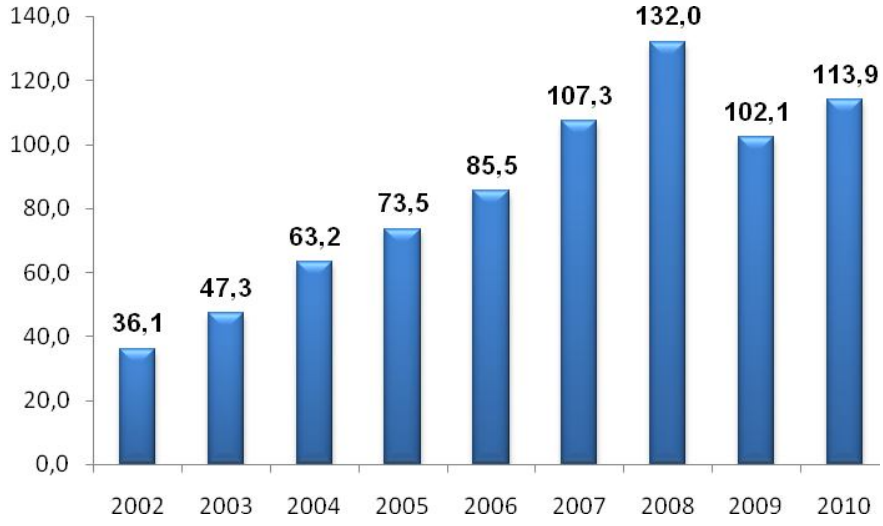
Grafik 3.6.- Dış Ticaret Dengesi (Milyon USD)



Kaynak:TCMB

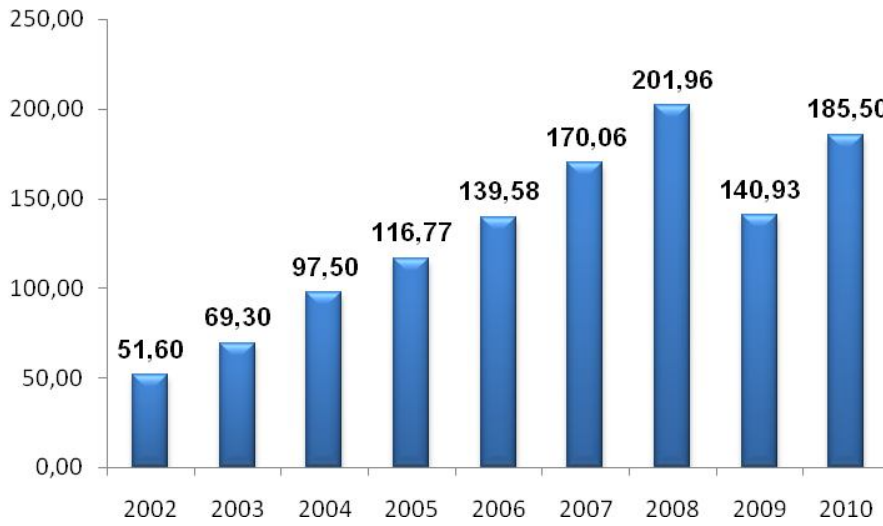
¹¹³ Finansal Piyasalar Raporu, BDDK yayınları, Aralık 2010, Sayı:20, s.14, (Çevrimiçi)
http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/9433fpr_aralik_2010.pdf, 15/05/2011

Grafik 3.7.- İhracat Rakamları (FOB-Milyar USD)



Kaynak:TÜİK

Grafik 3.8.- İthalat Rakamları (CIF-Milyar USD)



Kaynak:TÜİK

3.2.3. Kamu Finansmanı

Küresel krizin kamunun mali dengesinde meydana getirdiği olumsuz etkilerinin izi 2010 yılında silinmeye başlamış ve kamu maliyesi daha olumlu bir yapıya kavuşmuştur. Söz konusu yılda, bütçe gelirleri bütçe giderlerine göre daha hızlı artmıştır. Vergi gelirleri geçen yıla göre %22,1 oranında artarken, faiz hariç bütçe giderlerinin daha düşük hızda artması, 2010 yılının kamu maliyesi konusunda olumlu gelişmeleridir. Nitekim 2009 yılında 52,9 milyar TL olan bütçe açığı, 2010 yılında %25 azalarak 39,6 milyar TL'ye inmiştir. Aynı dönemde faiz dışı fazla iyileşerek 8,7 milyar TL'ye yükselmiştir.¹¹⁴

İç talepteki istikrarlı toparlanma paralelinde vergi gelirlerindeki yüksek oranlı artış dikkat çekmektedir. Diğer yandan faiz dışı harcamalardaki artışın 2009 yılının altında kalmasının yanısıra faiz harcamalarındaki düşüş de bütçe giderlerindeki artışı sınırlamıştır.¹¹⁵

Tablo 3.3 - Merkezi Yönetim Bütçesi (Dönem Sonu, Birikimli, Milyon TL)

Merkezi Yönetim Bütçesi (Dönem Sonu, Birikimli, Milyon TL)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Gelir	137.981	173.483	190.360	209.598	215.458	254.028
Gider	146.098	178.126	204.068	227.031	268.219	293.628
Faiz Dışı Gider	100.418	132.163	155.315	176.369	215.018	245.332
Denge	-8.117	-4.643	-13.708	-17.432	-52.761	-39.600
Faiz Dışı Denge	37.563	41.320	35.045	33.229	440	8.697
Merkezi Yönetim Bütçesi (GSYH'ye Oran)						
Denge	-1,3	-0,6	-1,6	-1,8	-5,5	-3,6
Faiz Dışı Denge	5,8	5,4	4,2	3,5	0,0	0,8
Merkezi Yönetim Toplam Borç Stoku (Dönem Sonu, Milyar TL)	331,5	345,0	333,5	380,3	441,5	473,3
GSYH'ye Oran	51,1	45,5	39,6	40,0	46,3	42,8
Merkezi Yönetim İç Borç Stoku (Dönem Sonu, Milyar TL)	244,8	251,5	255,3	274,8	330,0	352,8
GSYH'ye Oran	37,7	33,2	30,3	28,9	34,6	31,9
Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku (Dönem Sonu, Milyar \$)	64,6	66,6	67,1	69,8	74,1	77,9
GSYH'ye Oran	13,4	12,3	9,3	11,1	11,7	10,9

¹¹⁴ Finansal Piyasalar Raporu, BDDK yayınları, Aralık 2010, Sayı:20, s.18

¹¹⁵ İş Bankası, 2010 Yılı Faaliyet Raporu, s.20

Tablo 3.4- Merkezi Yönetim Toplam Borç Stoku (Milyar TL)

(Milyar TL)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Alacaklıya Göre	242,7	282,8	316,5	331,5	345,0	333,5	380,3	441,5	473,3
İç Borç Stoku	149,9	194,4	224,5	244,8	251,5	255,3	274,8	330,0	352,8
Piyasa	70,8	101,8	141,1	169,3	180,1	188,4	209,1	269,1	301,4
Kamu Kesimi	79,1	92,6	83,3	75,5	71,4	66,9	65,8	60,9	51,4
Dış Borç Stoku	92,8	88,4	92,0	86,7	93,6	78,2	105,5	111,5	120,5
Kredi	55,1	51,1	52,1	44,4	42,5	33,1	46,7	49,9	52,2
Uluslararası Kuruluşlar	33,9	33,0	35,4	29,8	27,3	20,1	28,6	32,2	32,3
(IMF Kredisi)	22,8	23,4	24,8	19,7	15,1	8,3	13,0	11,9	8,7
(SDR Tahsisatı)								2,3	2,3
Hükümet Kuruluşları	10,9	9,6	8,8	7,1	7,1	5,7	8,4	8,5	9,5
Ticari Bankalar	10,3	8,5	8,0	7,5	8,1	7,2	9,7	9,2	10,4
Tahvil	37,7	37,4	39,9	42,3	51,1	45,1	58,8	61,6	68,3

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

3.2.4. Büyüme ve İstihdam

3.2.4.1. Gayrisafi Yurtiçi Hasıla ve Büyüme

Küresel krizden çıkış sürecinde 2010 yılının özellikle ilk yarısında yurtiçi talep ve üretimde hızlı bir artış kaydedilmiş ve GSYİH 2010 yılında yüzde 8,9 oranında artmıştır. 2011 yılında yüzde 4,5 olacağı tahmin edilen büyümenin, 2013 yılı sonunda yüzde 5,5 düzeyine ulaşması hedeflenmektedir.

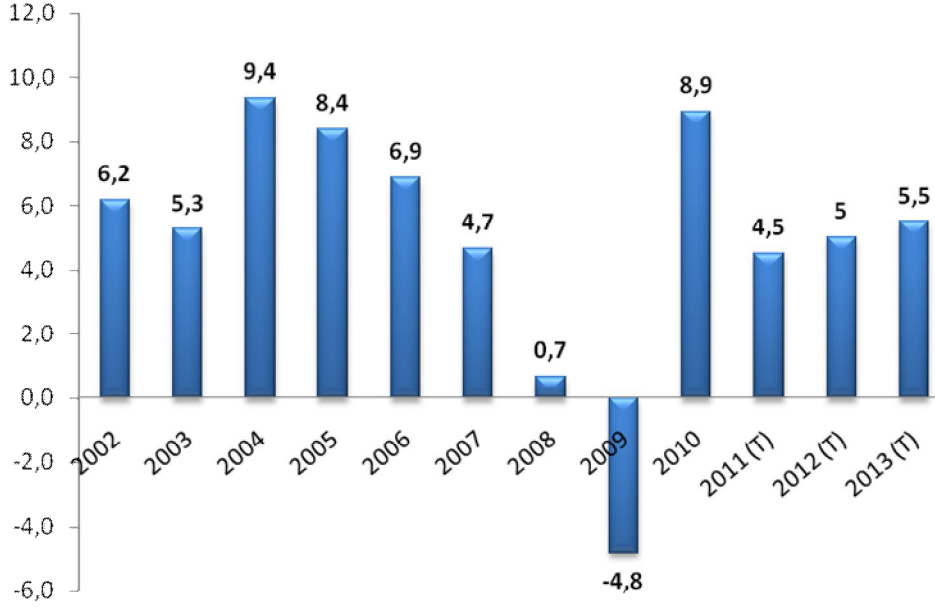
Tablo 3.5- Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Milyon TL-Milyon USD)

GAYRİ SAFİ YURTIÇİ HASILA

	Milyon TL (Cari Fiyatlarla)	Milyon \$
1998	70.203	270.947
1999	104.596	247.544
2000	166.658	265.384
2001	240.224	196.736
2002	350.476	230.494
2003	454.781	304.901
2004	559.033	390.387
2005	648.932	481.497
2006	758.391	526.429
2007	843.178	648.625
2008	950.534	742.094
2009	952.559	616.703
2010	1.105.101	735.828

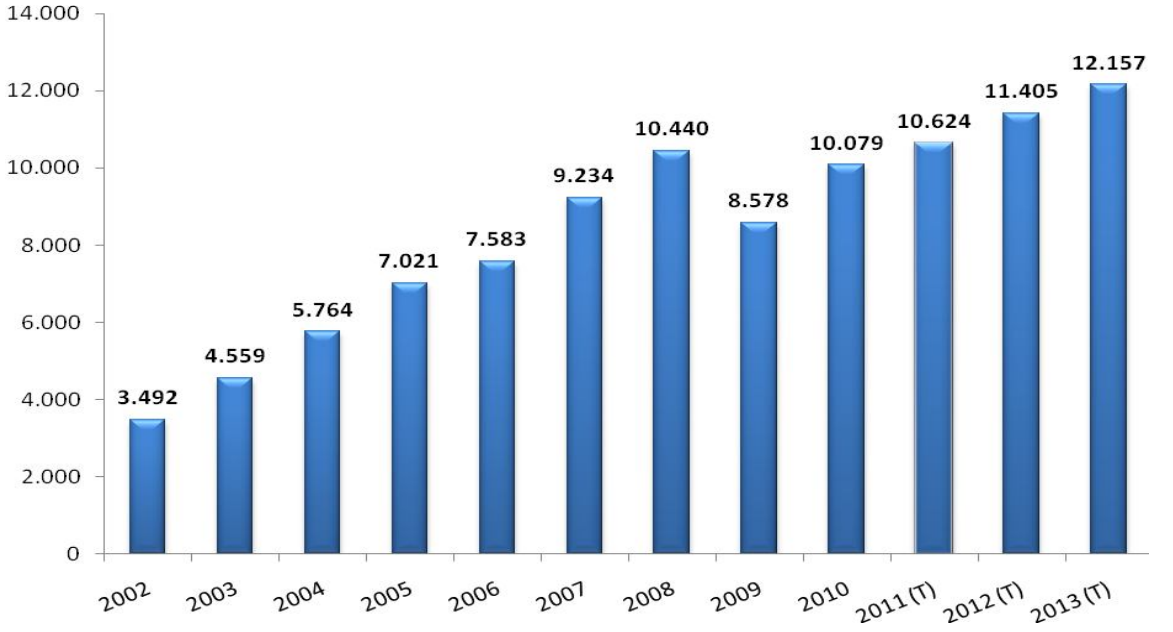
Kaynak: TÜİK

Grafik 3.9.- GSYİH/Büyüme Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

Grafik 3.10.- Kişi Başı Milli Gelir (USD)



Kaynak: TÜİK, 2011 Yıllık Program

3.2.4.2. İstihdam

Yıllık ortalama reel artış hızının özel tüketim harcamalarında yüzde 4,4, özel sabit sermaye yatırım harcamalarında yüzde 10,8, kamu tüketim harcamalarında ise yüzde 3,9 olması öngörülmektedir. Kamu sabit sermaye yatırım harcamalarının ise dönem boyunca ortalama yüzde 2,5 oranında azalacağı tahmin edilmektedir.

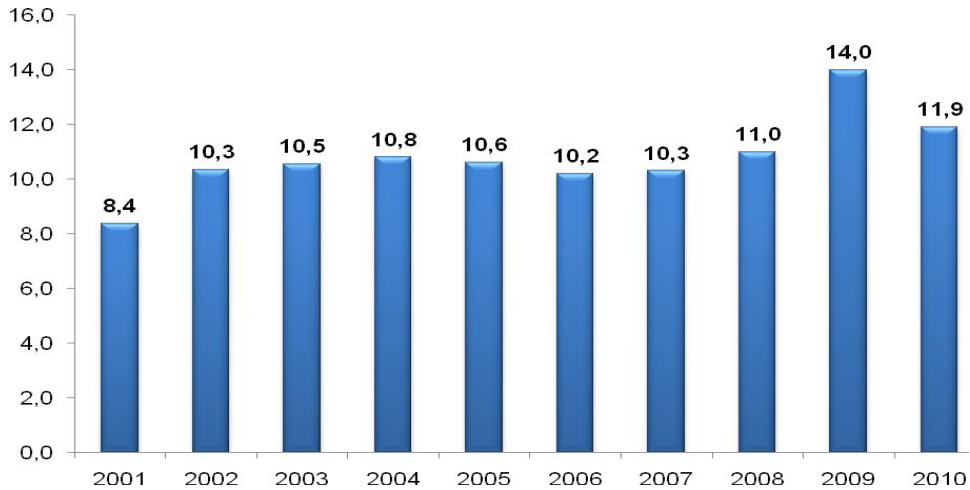
Ekonomik büyümenin yanı sıra, işgücü piyasasında tarım dışında 1,5 milyon kişi ilave istihdam yaratılması beklenmektedir. Bu dönemde tarım istihdamında beklenen çözümlenin etkisiyle toplam istihdam artışının 1,1 milyon kişi olacağı tahmin edilmektedir. Dönem sonunda istihdam oranının yüzde 43, işsizlik oranının yüzde 11,4 olması beklenmektedir.¹¹⁶

Tablo 3.6.- Yıllar İtibariyle İşgücü Verileri

İşgücü	2005	2006	2007	2008	2009	2010
İstihdam (Bin Kişi)	20.067	20.423	20.738	21.193	21.277	22.594
İşgücüne Katılım Oranı	46,4	46,3	46,2	46,9	47,9	48,8
İşsizlik Oranı	10,6	10,2	10,3	11	14	11,9
Tarım Dışı İşsizlik Oranı	13,5	12,7	12,6	13,6	17,4	14,8

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Hazine Müsteşarlığı, TÜİK, TCMB

Grafik 3.11.- İşsizlik Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

¹¹⁶ 2010/958 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı, Resmi Gazete, Sayı:27725, 10 Ekim 2010

3.2.5. Bankacılık Sektörü

Bankacılık sektörü 2010 yılında bir önceki yılki büyümesinin iki katına yakın bir büyüme gerçekleştirmiş ve toplam aktifleri 1 trilyon TL'yi aşmıştır. Aktif kalemleri içerisinde kredilerin payı artarken menkul kıymetler portföyünün payı azalmış, aracılık fonksiyonu daha etkili yerine getirilmiştir. Menkul kıymetler portföyü 2010 yılında %9,5 ile sınırlı bir büyüme gösterirken, kredilerde %33,9'luk yüksek oranlı bir artış olmuştur. Sektörün YP varlıkları YP kredilerdeki artışa bağlı olarak 2009'un tersine yüksek oranlı bir artış göstermiştir.¹¹⁷

Tablo 3.7.- Bankacılık Sektörü Özet Bilanço Büyüklükleri (Milyon TL)

Bankacılık Sektörü Özet Bilanço Büyüklükleri	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Nakit ve Nakit Benzeri Alacaklar	28.943	32.867	48.301	63.015	60.275	94.687	97.852	85.504
Menkul Değerler	106.844	123.681	143.035	158.940	164.727	193.990	262.874	287.855
Krediler	66.222	99.342	156.410	218.987	285.616	367.445	392.621	525.851
Diğer	47.678	50.558	59.163	58.789	71.018	76.415	80.667	107.467
Toplam Aktifler	249.688	306.448	406.909	499.731	581.635	732.536	834.014	1.006.677
Toplam TL Aktifler	154.819	195.598	279.743	334.193	417.211	510.233	611.049	748.917
Toplam YP Aktifler	94.869	110.849	127.166	165.538	164.424	222.304	222.965	257.760
Mevduat	155.312	191.065	251.490	307.647	356.865	454.599	514.620	617.037
Bankalara Borçlar	25.918	33.765	54.492	70.735	71.386	92.749	86.095	122.381
Repodan Sağlanan Fonlar	11.241	10.596	17.414	25.786	27.753	40.779	60.711	57.501
Özkaynaklar	35.538	45.966	54.687	59.537	75.850	86.425	110.887	134.552
Diğer	21.679	25.055	28.826	36.026	49.781	57.985	61.701	75.206
Toplam Pasifler	249.688	306.448	406.909	499.731	581.635	732.536	834.014	1.006.677
Toplam TL Pasifler	141.664	183.422	260.910	310.728	386.710	476.834	570.162	699.014
Toplam YP Pasifler	108.023	123.026	145.999	189.003	194.925	255.703	263.852	307.663

Kaynak: BDDK Aylık Bülteni

¹¹⁷ Finansal Piyasalar Raporu, BDDK yayınları, Aralık 2010, Sayı:20, s.29

Toplam pasiflerin ağırlıklı kalemi olan mevduat, 2010 yılında bir önceki yıla göre %19,9 büyümüştür. Repo işlemlerinden sağlanan fonlar faiz oranlarındaki düşmenin de etkisiyle azalırken özsermaye toplam kaynaklardaki artış hızına benzer bir oranda büyümüştür. Sektörde TL kaynakların toplam kaynaklar içerisinde payı 1 puan artarak %70'e yaklaşmıştır.

Bankacılık sektörünün 2010 yılındaki aktif büyümesinin neredeyse %80'i kredilerden kaynaklanmaktadır. Menkul kıymetler portföyü toplam aktif büyümesindeki %20,7'lik artışa 3 puanlık bir katkı yapmıştır. Nakit ve nakit benzeri varlıkların büyümeye negatif katkısı olmuştur. Pasif büyümesinde ise büyümenin yaklaşık %60'ı mevduattan gelmektedir. Bankalara borçlar kalemi %20,7'lik kaynak büyümesine 4,4 puan katkı sağlarken, özsermayedeki katkı ise 2,8 puan olmuştur.

3.2.5.1. Krediler ve Mevduat Gelişimi

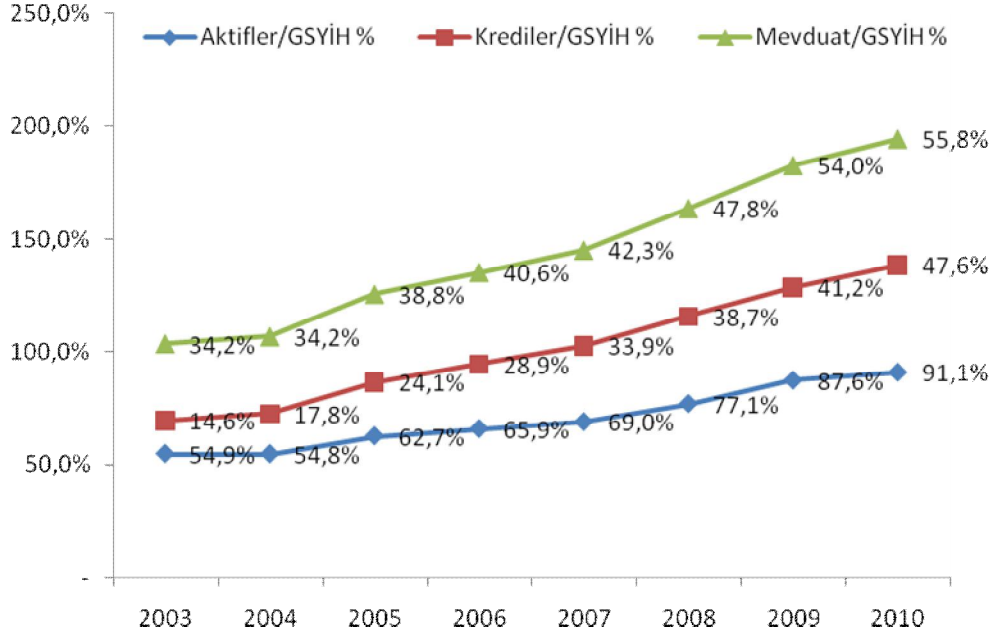
Kredilerin 2010 yılındaki gelişimi incelendiğinde; KOBİ kredilerinde 2009 yılındaki duraklamanın sona erdiği ve %50'nin üzerinde arttığı görülmektedir. Bireysel krediler toplam kredilerin ortalama büyümesi civarında bir büyüme gösterirken, diğer ticari ve kurumsal krediler hafif düşük bir büyüme gerçekleştirmiştir.

Kredilerin 2002 yılından itibaren son 8 yıldaki trend analizi değerlendirildiğinde toplam kredilerde %35 civarı bir yıllık ortalama büyüme gerçekleştiği görülmektedir. En yüksek ortalama büyüme %50 ile bireysel kredilerde olmuştur. Diğer ticari ve kurumsal krediler ortalama %23 büyürken KOBİ kredilerinde ortalama artış %21 olmuştur.¹¹⁸

Bankacılık faaliyetlerinin ülke genelinde yaygınlaşmasına bağlı olarak aktiflerin, kredilerin ve mevduat hacminin milli gelire oranında ciddi anlamda artış yaşanmıştır.

¹¹⁸ A.e., s.32

Grafik 3.12.- Toplam Aktifler, Krediler ve Mevduat Hacminin Milli Gelire Oranı (%)



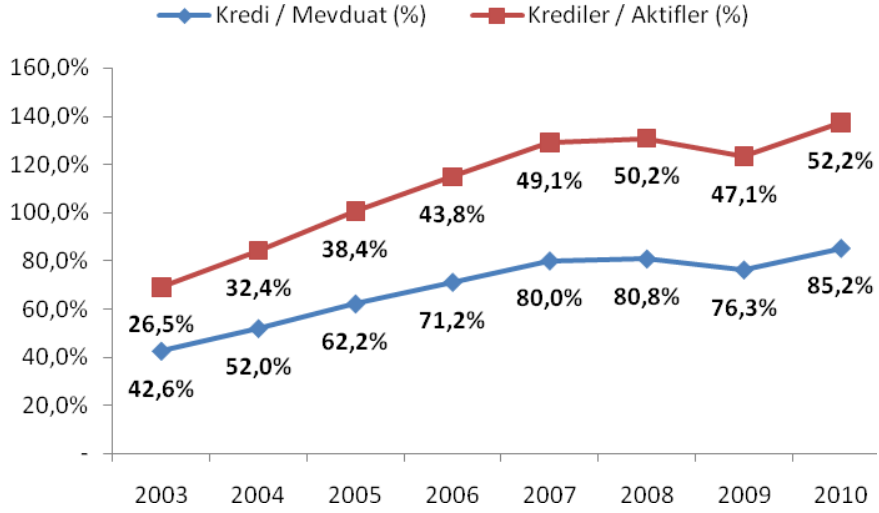
Kaynak: BDDK

Etkinlik rasyoları incelendiğinde, krediler/toplam aktifler ve krediler/mevduat rasyolarının kamu sermayeli bankalarda 2003-2009 dönemi boyunca belirgin bir sıçrama gösterdiği gözlenmektedir. Söz konusu rasyolarda, büyük ve orta ölçekli bankalar görece yüksek ilerleme kaydetmiştir. Bu göstergeler aracılık işlevinin yerine getirilmesinde daha iyi performans gösterildiğini ve etkinliğin arttığını göstermektedir. Dönem boyunca bankaların plasmanları içinde menkul değerler portföyünün payı görece azalmıştır.

Aracılık faaliyetleri açısından, bankacılık sektörünün temel göstergelerinden biri olan kredi/mevduat oranı, ölçek ve fonksiyon grupları esasında yapısal gelişmelerin değerlendirilmesinde de katkı sağlamaktadır. Bankacılık sektörü genelinde, 2007 yılına

kadar olan dönemde daha fazla oranda mevduatın krediye dönüşmesi yönündeki düzenli eğilim, 2009 yılı sonu itibarıyla yavaşlamıştır.¹¹⁹

Grafik 3.13.- Kredilerin Mevduat Hacmine ve Aktif Toplamına Oranı (%)

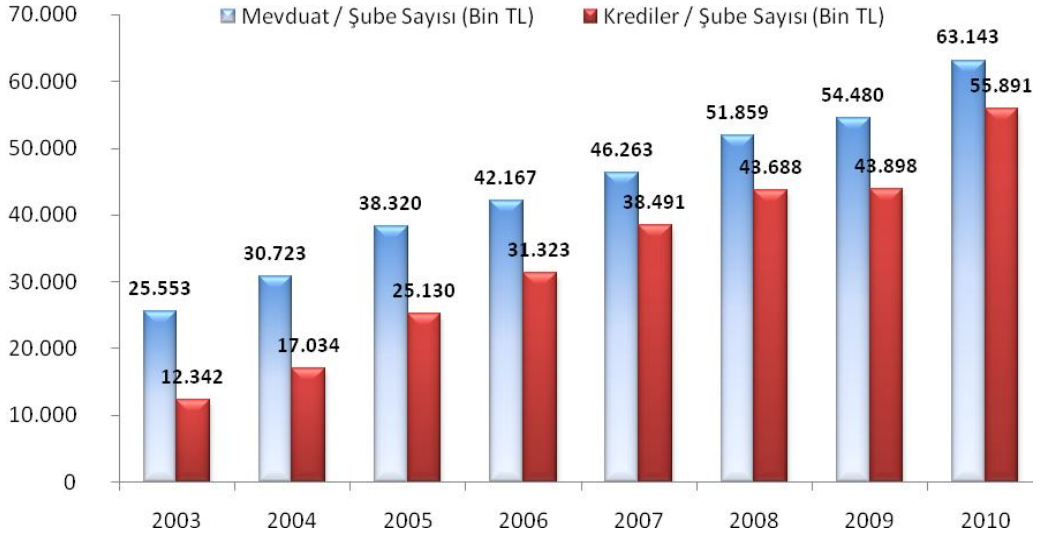


Kaynak: BDDK

Ölçek ekonomisi ve personel verimliliğindeki artışlara bağlı olarak, şube başına mevduat ve kredi hacminde belirgin artışlar gözlenmiştir.

¹¹⁹ Bankacılıkta Yapısal Gelişmeler, BDDK yayınları, Aralık 2009, Sayı:4, s.43-44, (Çevrimiçi)
http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Bankacilikta_Yapisal_Gelismeler/8280byg2009.pdf,
18/05/2011

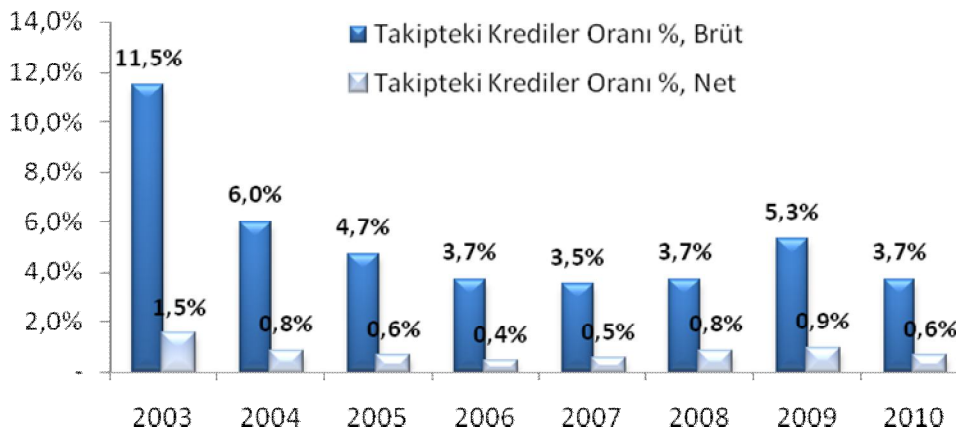
Grafik 3.14.- Mevduat Hacmi ve Krediler Toplamının Şube Sayısına Oranı (%)



Kaynak: BDDK

2008-2009 döneminde yaşanan kriz ile birlikte takipteki krediler oranında da artış gözlenmiş, ancak oran 2010 yılında kriz öncesi seviyelerine geri dönmüştür.

Grafik 3.15.- Takipteki Krediler Oranı (%)



Kaynak: BDDK

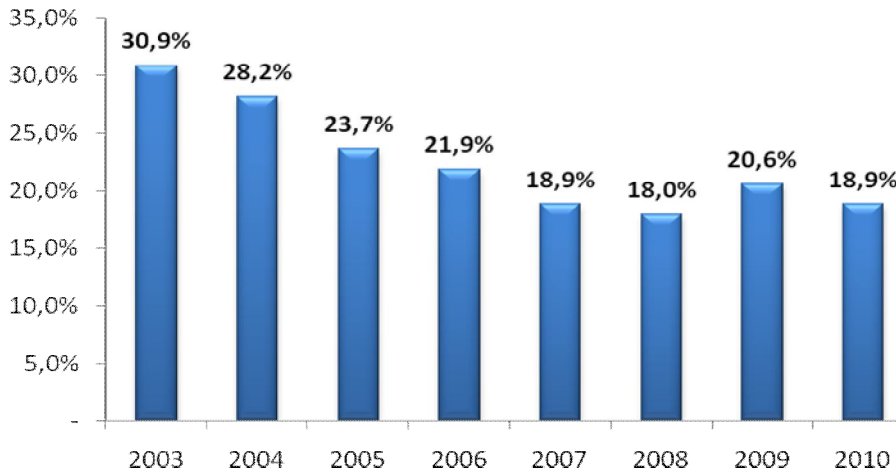
3.2.5.2. Sermaye Yeterliliği

Bankacılık sektörünün sermaye yeterlilik rasyosu (SYR), Aralık 2010 itibarıyla %19 düzeyinde gerçekleşmiştir. Yılın son çeyreğinde, risk ağırlıklı varlıklarda %8,1 oranında artış yaşanırken, özsermayenin %5,9 oranında artması, sektör SYR'sinin sınırlı düşüşünde etkili olmuştur. Sektörün kredi hacmindeki büyümeye paralel olarak, yılın son çeyreğinde özellikle %100 risk ağırlıklı kredilerde, 43,7 milyar TL ile önceki dönemlerle karşılaştırıldığında görece yüksek bir artış meydana gelmiştir.¹²⁰

Sektörün ortalama sermaye yeterlilik oranınının, yasal sınır olan %8'in ve şube açma hedef sınırı olan %12'nin oldukça üzerinde olduğunu belirtmek mümkündür.

Grafik 3.16'da yıllar itibarıyla sermaye yeterlilik oranları görülmektedir.

Grafik 3.16.- Sermaye Yeterlilik Oranı (%)

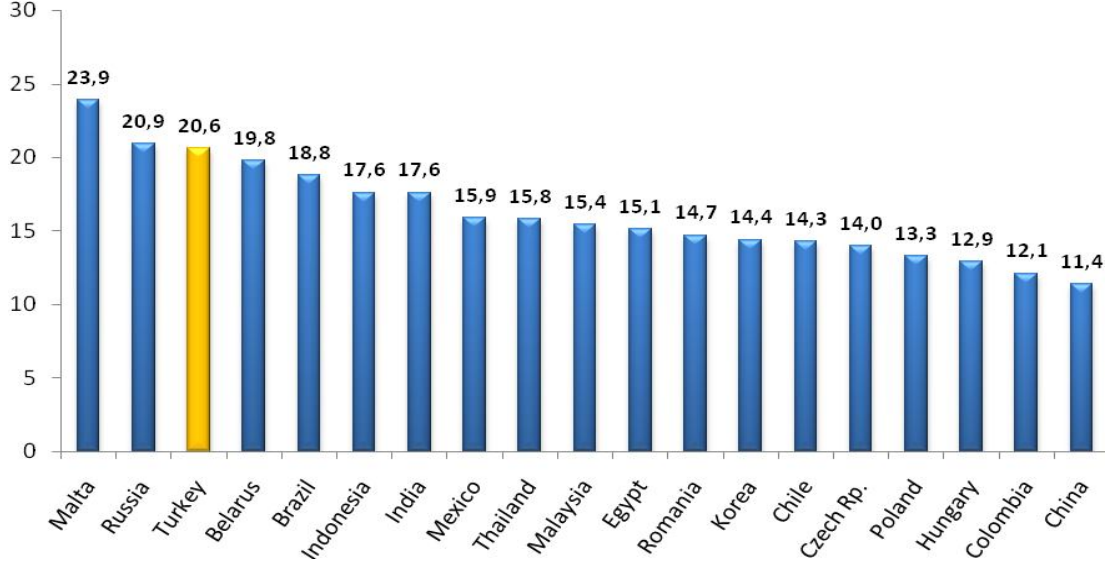


Kaynak: BDDK

Grafik 3.17'de ise, 2009 yılı verileri ile, gelişmekte olan bazı ülkeler arasında Türkiye'nin sermaye yeterliliği en yüksek ülkelerden biri olduğu gözlenmektedir.

¹²⁰ Finansal Piyasalar Raporu, BDDK yayınları, Aralık 2010, Sayı:20, s.73-74

Grafik 3.17.- Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yeterlilik Oranı-2009 (%)



Kaynak: IMF, BDDK

3.2.5.3. Karlılık

Bankacılık sektörünün dönem net kârı, 2010 yılının sonunda bir önceki yıl sonuna göre %9,7 oranında artarak 22,1 milyar TL düzeyine ulaşmıştır. 2009 yıl sonuna göre bir önceki döneme göre %50,9 olarak gerçekleşen net kâr artış oranının, 2010 yıl sonu itibarıyla %9,7 düzeyinde gerçekleşmesi, bankacılık sektörü net kâr artış oranının azalma eğilimi gösterdiğine işaret etmektedir.

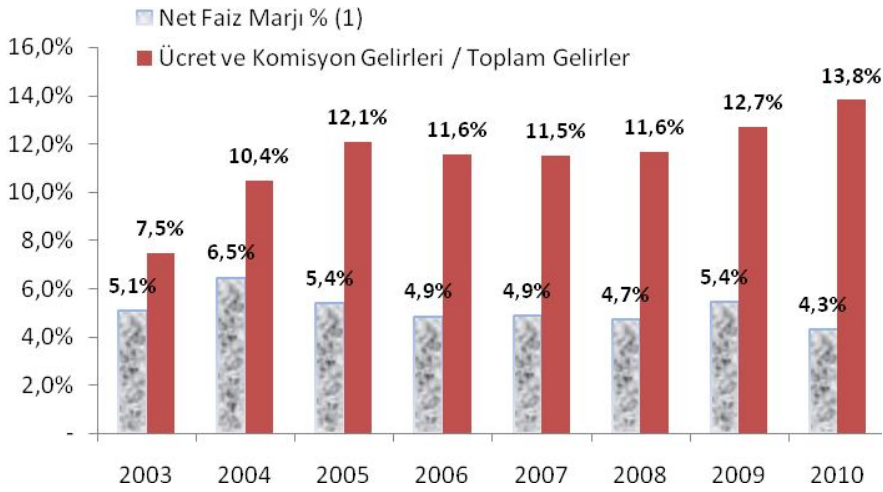
Sektör varlıklarının net faiz geliri yaratma derecesini gösteren “net faiz marjı”nın*, önceki yılın aynı dönemleri ile karşılaştırıldığında, giderek artan oranlarda düşme eğilimi gösterdiği görülmektedir.

* Net Faiz Marjı = Net Faiz Geliri (Gideri) / Ortalama Toplam Aktifler

Gelir kalemlerinin, toplam gelir içindeki dağılımı incelendiğinde, 2010 yıl sonu itibarıyla, toplam gelirlerin %46,8'inin kredilerden alınan faizlerden; %25,8'inin ise menkul değerlerden alınan faizlerden oluştuğu görülmektedir. Kredilerden alınan ücret ve komisyonlar ile bankacılık hizmet gelirleri toplamı ise, toplam gelirlerin %14,1'ini oluşturmaktadır.¹²¹

Grafik 3.18'de, yıllar itibarıyla daralan net faiz marjına paralel biçimde, ücret ve komisyon gelirlerinin toplam gelirler içerisindeki payında meydana gelen artış görülmektedir.

Grafik 3.18.- Net Faiz Marjı ile Ücret ve Komisyon Gelirlerinin Toplam Gelirlere Oranının Karşılaştırılması (%)

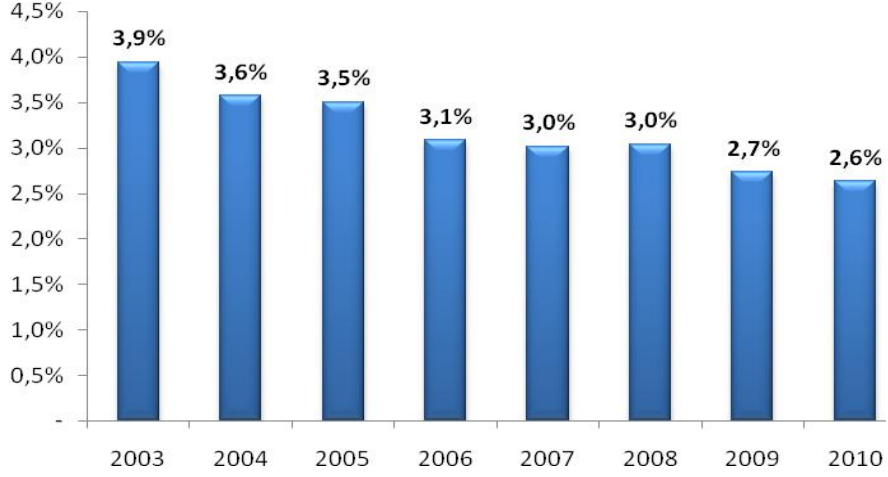


Gider kalemlerinin dağılımı incelendiğinde ise, söz konusu dönemde, toplam giderlerin %42,7'sinin mevduata ödenen faizlerden oluştuğu görülmektedir.

Bankaların operasyonel faaliyetlerin rasyonalizasyonu yönündeki politikaları faiz dışı giderlerin görece azalmasını sağlamıştır. Ölçek ekonomisi sonucu artan verimlilik ile işletme giderlerinin ortalama aktiflere oranında gözlenen düşüş, Grafik 3.19'da net olarak görülmektedir.

¹⁸ A.e., s.81

Grafik 3.19.- İşletme Giderlerinin Ortalama Aktiflere Oranı (%)

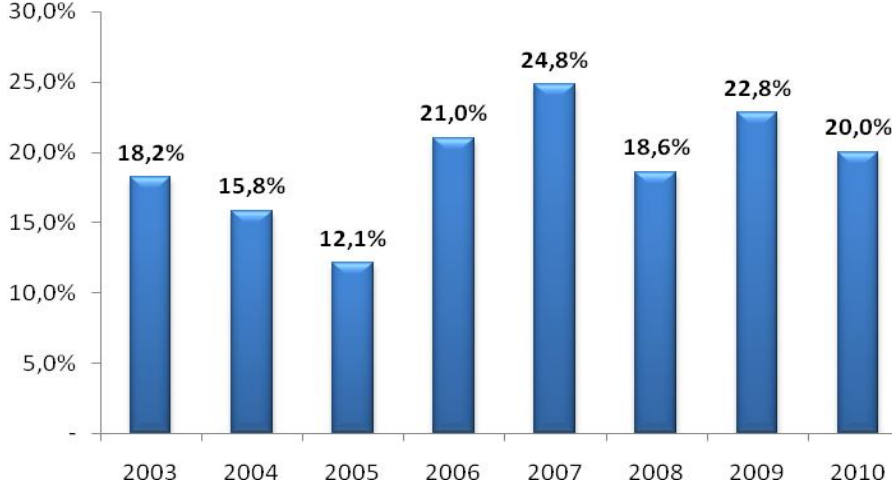


Faiz oranlarında meydana gelen düşüş sebebiyle, bankacılık sektöründe varlıkların gelir yaratma oranı, önceki yıl sonundaki değerin 2,5 puan gerisinde yer almaktadır. Söz konusu dönemde sektörün ortalama aktif büyüklüğü %22 oranında artarken, toplam gelirlerin %4,7 oranında azalması, toplam gelirler/ortalama aktifler rasyosunun düşmesine sebep olmuştur.¹⁹

Bankacılık sektöründe kârlılığın ölçülmesinde yaygın olarak özsermaye getirisi (ROE) kullanılmaktadır.

¹⁹ A.e.

Grafik 3.20.- Özsermaye Getirisi-ROE (%)



3.2.5.4. Bankacılık Sektörü Genel Görünüm

Bankacılık sektöründe 2010 yılı boyunca ve 2011 yılının ilk çeyreğinde kredi büyümesi %30'ların üzerinde gerçekleşmiştir. Bu durum kredi genişlemesi ile cari açık arasında yakın ilişki kuran Merkez Bankası'nı birtakım tedbirler almaya yöneltmiştir. Bu kapsamda taşıt, konut ve genel ihtiyaç kredileri başta olmak üzere, toplam kredi büyümesini %25 seviyelerinde tutmak amacıyla, Merkez Bankası özellikle mevduat munzam karşılıklarını artırarak kredi genişlemesini frenlemeyi hedeflemiştir. Bu doğrultuda alınan kararlar sonucunda mevduat munzam karşılıkları, Türk Lirası vadesiz ve 1 aya kadar vadeli mevduatlarda 2010 yılı sonundaki %6 seviyelerinden kademeli olarak artırılarak 21 Nisan 2011 tarihinde %16 seviyelerine kadar yükseltilmiş ve 14 Ekim 2010'dan itibaren zorunlu karşılıklara yapılan faiz ödemelerine son verilmiştir.

Tablo 3.8 ve Tablo 3.9'da mevduat munzam karşılıkların 2002 yılından bu yana gelişimi görülmektedir.

Tablo 3.8.- Mevduat Munzam Karşılıkların Gelişimi – TL (%)

TÜRK LİRASI									
Yürürlük Tarihi	10 Mayıs 2002	16 Aralık 2005	2 Ekim 2009	1 Ekim 2010	12 Kasım 2010	7 Ocak 2011	4 Şubat 2011	1 Nisan 2011	29 Nisan 2011
Vadesiz, ihbarlı mevduatlar ve özel cari hesaplar	6.0%	6.0%	5.0%	5.5%	6.0%	8.0%	12.0%	15.0%	16.0%
1 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (1 ay dâhil)	6.0%	6.0%	5.0%	5.5%	6.0%	8.0%	10.0%	15.0%	16.0%
3 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (3 ay dâhil)	6.0%	6.0%	5.0%	5.5%	6.0%	7.0%	9.0%	13.0%	13.0%
6 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (6 ay dâhil)	6.0%	6.0%	5.0%	5.5%	6.0%	7.0%	7.0%	9.0%	9.0%
1 yıla kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları	6.0%	6.0%	5.0%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
1 yıl ve daha uzun vadeli mevduatlar/katılma hesapları ile birikimli mevduatlar/katılma hesapları	6.0%	6.0%	5.0%	5.5%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Tablo 3.9.- Mevduat Munzam Karşılıkların Gelişimi – YP (%)

YABANCI PARA						
Yürürlük Tarihi	10 Mayıs 2002	28 Kasım 2008	30 Nisan 2010	6 Ağustos 2010	1 Ekim 2010	29 Nisan 2011
Vadesiz, ihbarlı DTH, yabancı para özel cari hesaplar ile 1 aya kadar vadeli, 3 aya kadar vadeli, 6 aya kadar vadeli, 1 yıla kadar vadeli DTH, yabancı para katılma hesapları	11.0%	9.0%	9.5%	10.0%	11.0%	12.0%
1 yıl ve daha uzun vadeli ve birikimli DTH, yabancı para katılma hesapları	11.0%	9.0%	9.5%	10.0%	11.0%	11.0%
1 yıla kadar vadeli diğer yükümlülükler	11.0%	9.0%	9.5%	10.0%	11.0%	12.0%
1-3 yıl arası vadeli diğer yükümlülükler	11.0%	9.0%	9.5%	10.0%	11.0%	11.5%
3 yıldan uzun vadeli diğer yükümlülükler	11.0%	9.0%	9.5%	10.0%	11.0%	11.0%

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Merkez Bankası 2011 Para ve Kur Politikası Raporu'nda vurgulandığı üzere Banka'nın sözkonusu uygulamalardaki asıl hedefi, finansal istikrarın korunmasında bankacılık sektörünün yükümlülüklerinin vadesini uzatmak ve hızlı kredi genişlemesinin cari açığı

artırma yönünde yaptığı etkinin önünü kesmektir. Bu kapsamda BDDK tarafından da bazı tedbirler alınmıştır. Alınan önemli tedbirlerden bazıları;

- 1) Yurt içinde gerçek kişilere dövize endeksli kredi verilmesinin sınırlandırılması,
- 2) Bazı tüketici kredilerine uygulanan Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu oranının artırılması,
- 3) Bankaların yurt dışı tahvil ihraçlarında uzun vadeyi teşvik amacıyla bir çalışma başlatılması,
- 4) BDDK tarafından, yüzde 8 olan sermaye yeterlilik oranı sınırının, yüzde 12 olarak uygulanması,
- 5) Bankaların yurt içine Türk Lirası cinsi tahvil ihracına izin verilmesi,
- 6) Kredi/değer oranının, konut kredileri ile konut teminatı altında kullanılan tüketici kredilerinde en fazla yüzde 75, ticari gayrimenkul kredilerinde ise en fazla yüzde 50 olarak belirlenmesi,
- 7) Kredi kartlarında asgari ödeme oranlarının artırılması ve aylık nakdi faiz oranı ile gecikme faiz oranı limitlerinin düşürülmesi,

olarak sayılabilir.

Alınan önlemlerin neticesinde bankaların özellikle 2011 ve 2012 yıllarında fonlama maliyetlerinin artması sonucu net faiz marjlarının daralması ile net kar büyümelerinde geçmiş iki yılın performansını yakalamaları zor olarak görünmektedir. Artan mevduat faiz oranları, düşen kredi faiz oranları ile birlikte geçtiğimiz dönemlerden kalan yüksek faizli devlet tahvillerinin itfası, bankaları net karlarını aynı seviyelerde tutabilmeleri için kredi hacmini mümkün olduğunca yüksek tutmaya yöneltmektedir. Bununla birlikte daralan faiz marjı ortamında işletme giderlerinin en fazla enflasyon seviyelerinde

tutulması ve net ücret, komisyon ve hizmet gelirlerinin toplam faaliyet gelirleri içerisinde payının artması beklenmektedir.

4. DEĞERLEME ESASLARI ve BANKA DEĞERLEME UYGULAMALARI

4.1. DEĞERLEME ESASLARI

4.1.1. Analizde Kullanılan Veri Seti

Analize konu bankaların piyasa değerlerinin hesaplanmasında, ilgili bankaların 2006-2010 yılları arasındaki döneme ilişkin mali tabloları esas alınarak, 2011-2020 aralığındaki 10 yıllık dönem için projeksiyon yapılmıştır. Değerleme çalışmasında bankaların geçmiş mali performansı dikkate alınarak sektör ortalaması ile uyumlu bir biçimde ileriye dönük tahminler yapılmıştır.

Bankacılık sektörünün geleceğine yönelik beklentiler ise, milli gelir, gösterge faiz oranı gibi makroekonomik veriler ile genel rekabet düzeyi gibi parametreler ışığında şekillendirilmiştir. Bu şekilde elde edilen varsayımlar, değerlemeye baz teşkil edecek mali verileri oluşturmuştur.

Çalışmanın ilk aşamasında, 2006 yılından bu yana bankaların mali tabloları, ilgili bankanın değerini etkileyecek ana parametrelerle çalışmayı kolaylaştırmak amacıyla, alt hesaplar ana hesaplarda toplanmak suretiyle, belli başlı kalemler altında toplanmıştır.

4.1.1.1. Bilanço Verileri

Değerlemeye esas alınan bankaların bilanço kalemlerinin detayları aşağıdaki gibidir:

a. Aktif kalemler:

- Nakit Değerler: Merkez Bankası, Bankalar ve Para Piyasalarından Alacaklar hesaplarının toplanmasıyla elde edilmiştir.

- Finansal Varlıklar: Gerçeğe Uygun Değer Farkı Kar/Zarara Yansıtılan Finansal Varlıklar (Net), Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar (Net) ve Vadeye Kadar Elde Tutulacak Yatırımlar (Net) hesaplarının toplamından oluşmaktadır.
- Diğer Aktif Kalemler: Riskten Korunma Amaçlı Türev Finansal Varlıklar, Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net), Vergi Varlığı, Satış Amaçlı Elde Tutulan ve Durdurulan Faaliyetlere İlişkin Duran Varlıklar (Net), Diğer Aktifler hesaplarının toplamından elde edilmiştir.

b. Pasif kalemler:

- Muhtelif Borçlar: Alım Satım Amaçlı Türev Finansal Borçlar, Muhtelif Borçlar, Diğer Yabancı Kaynaklar, Kiralama İşlemlerinden Borçlar, Riskten Korunma Amaçlı Türev Finansal Borçlar, Karşılıklar, Vergi Borcu ve Sermaye Benzeri Krediler hesaplarının toplamından elde edilmiştir.
- Düzeltilmeler: Menkul Değerler Değerleme Farkları, Riskten Korunma Fonları, Kur Farkları ve Kar Dağıtımını hesaplarının toplamı alınmıştır.

4.1.1.2. Gelir Tablosu Verileri

İlgili bankaların analize hazır hale getirilmesi için, diğer faaliyet gelirleri hesabı aşağıdaki alt hesapları kapsayacak şekilde düzenlenmiştir.

- Diğer Faaliyet Gelirleri: Net Ticari Kar/Zarar ve Diğer Faaliyet Gelirleri hesaplarının toplamı alınmıştır.

4.1.2. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar

4.1.2.1. Bilanço Varsayımları

Çalışmaya konu bankaların, projeksiyon dönemine ait bilanço kalemleri aşağıdaki varsayımlar doğrultusunda elde edilmiştir.

- Mevduat: Değerlenen bankanın mevduat hacmi, pazar payı beklentileri ile uyumlu olacak şekilde saptanan büyüme oranlarıyla hesaplanmıştır. 2011-2012 yılları için pazar payının sabit kalacağı varsayımından hareketle sektörün toplam mevduat büyümesi ile aynı oranlar kullanılmış; daha sonra artan rekabet ile birlikte azalan pazar payı beklentisi ışığında sektörün 2020 yılı hedef büyüme oranına doğru lineer azalma öngörülmüştür.
- Krediler: Brüt krediler, kredi/mevduat oranı ile tahmin edilmiş olup, ilk yıla ilişkin Merkez Bankası politikalarının etkisini belirli bir gecikmeyle göstermesi sonucu kredilerde güçlü büyüme beklentileri ile paralel olarak 2011'de kredi/mevduat oranında 1000 baz puan artış öngörülmüştür. Daha sonra ise; 2020 yılına kadar lineer olarak kredi/mevduat oranında toplamda 1000 baz puanlık artış tahmin edilmiştir.
- Takipteki Krediler ve Özel Karşılıklar: Takipteki krediler, nakdi kredilerin belirli bir oranı olarak hesaplanmıştır. Ayrılan karşılıklar ise son 5 yıla ait ortalama takipteki kredilerin oranı olarak hesaplanmıştır. 2020 yılına ilişkin hedef oran %3,5 olarak belirlenmiş ve projeksiyon dönemi boyunca rasyonun bu orana lineer olarak yaklaşması öngörülmüştür.
- Maddi Duran Varlıklar (Net): İleriye dönük net maddi duran varlıkların büyüme oranı ortalama 20 yıllık ekonomik ömür ile uyumlu olacak şekilde %5 olarak belirlenmiştir.
- İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar: İştirakler ve bağlı ortaklıklar oranı projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur.
- Diğer Aktif Kalemler: Diğer aktifler, toplam brüt kredilerin oranı olarak hesaplanmış olup oran olarak son 5 yılın ortalaması kullanılmıştır.

- Nakit Değerler: Nakit değerler, bilançoyu dengeleyici kalem olarak kullanılmış, toplam borç ve özkaynaklardan diğer tüm aktif kalemlerin çıkarılması ile elde edilmiştir.
- Finansal Varlıklar: Bankaların esas faaliyet alanının kredi plasmanı olması sebebiyle, finansal varlıklar GSYİH deflatörü oranında büyütülmüştür.
- Para Piyasalarına Borçlar, Alınan Krediler ve Muhtelif Borçlar: Para piyasalarına borçlar ve alınan krediler, toplam brüt kredilerin oranı olarak hesaplanmıştır. Muhtelif borçlar ise toplam fonlama hacminin (mevduat, para piyasalarına borçlar ve alınan krediler) oranı olarak hesaplanmıştır. Tüm oranlar için son 5 yılın ortalaması kullanılmıştır.
- Özkaynaklar: Sene sonu özkaynaklar, hedef sermaye yeterlilik rasyosu ile hesaplanmıştır. Risk ağırlıklı varlıklar, piyasa riski ve operasyonel risk ise toplam aktiflerin belli bir oranı olarak hesaplanmıştır. Söz konusu oran için son 5 yılın ortalaması kullanılmıştır.

Dönem başı özkaynakların dönem karıyla artırılması sonucu oluşan dönem sonu özkaynakların hedef özkaynaktan fazla olması durumunda aradaki fark artık temettü olarak hissedarlara tahakkuk etmekte; eksi fark sermaye ihtiyacı olarak ortaya çıkmaktadır. Hesaplanan temettüler ise özkaynak maliyeti ile bugüne indirgenerek bankanın özkaynak değeri bulunmaktadır.

4.1.2.2. Gelir Tablosu Varsayımları

- a. Faiz gelirleri: Faiz gelirleri, ortalama faiz getirili aktiflere uygulanan faiz gelir oranıyla tahmin edilmiştir. Ortalama faiz getirili aktifler; toplam nakit değerler ve finansal varlıklar ile brüt kredilerin toplamından elde edilen toplam faiz getirili aktiflerin bir önceki yıl ile ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

Faiz gelirlerinin hesaplanmasında kullanılan faiz gelir oranı, ortalama faiz giderli pasifler üzerine uygulanan faiz gider oranının üzerine konulan belirli bir spread ile hesaplanmıştır. Tahmin edilen spreadin, projeksiyon dönemi boyunca artması beklenen rekabet ile farklı bankaların geçmiş spread oranları gözönüne alınarak detaylı projeksiyon döneminin sonu olan 2020 yılına kadar 0 ile 50 baz puan arası daralması öngörülmüştür.

- b. Faiz giderleri: Faiz giderleri, ortalama faiz giderli pasiflere uygulanan faiz gider oranıyla tahmin edilmiştir. Burada hesaplanan toplam faiz giderli pasifler ise; mevduatlar, para piyasalarına borçlar ve alınan krediler hesaplarının toplamından elde edilmiştir. Ortalama faiz giderli pasifler de yine, bir önceki yıl verisi ile cari yıl değerinin ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

Faiz giderlerinin hesaplanmasında kullanılan faiz gider oranı, Merkez Bankası gösterge faiz oranına uygulanan belirli bir spread ile hesaplanmıştır. 2011 ve 2012 yıllarına ilişkin artan enflasyon beklentileri ile paralel olarak sene sonu gösterge faiz oranının sırasıyla %8,5 ile %7,5 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmiş ve ortalama faiz oranı hesabında bir önceki senenin oranı dikkate alınarak 2011 ve 2012 yılları için gösterge faiz oranı %7,2 ve %8,0 olarak saptanmıştır. Orta ve uzun vadede kontrol altında tutulacak olan enflasyon beklentilerine paralel olarak gösterge faiz oranının yıllar itibarıyla düşeceği öngörülmüştür ve 2020 yılına dair hedef oran %3 olarak belirlenmiştir.

- c. Net ücret ve komisyon gelirleri: Net ücret ve komisyon gelirleri, nakdi kredilerin belirli bir oranı olarak hesaplanan ortalama gayri nakdi krediler ile ortalama nakdi kredilerin üzerine uygulanan bir net ücret ve komisyon gelir oranıyla hesaplanmıştır. Net ücret ve komisyon gelir marjı, net ücret ve komisyon gelirlerinin ortalama gayri nakdi krediler ve ortalama brüt krediler toplamına oranlanmasıyla elde edilmiştir. Burada, gayri nakdi kredilerin kredilere oranı ile komisyon oranlarının son 5 yıllık performans ile uyumlu olarak seyretmesi öngörülmüştür.

- d. Diğer faaliyet gelirleri: Net ticari kar/zarar ve diğer faaliyet gelirleri gibi gelir kalemlerini kapsayan diğer faaliyet gelirleri, net faiz gelirlerinin bir oranı olarak hesaplanmıştır. Sözkonusu oran için son 5 yılın ortalaması kullanılmıştır.
- e. Diğer faaliyet giderleri: Personel, satış-pazarlama ve genel yönetim giderlerinden oluşan diğer faaliyet giderleri tahmin edilirken gelir/gider oranı kullanılmıştır. Gelir gider oranının hesaplanmasında; Diğer Faaliyet Giderleri/Toplam Faaliyet Geliri oranı kullanılmıştır. Toplam Faaliyet Geliri ise, net faiz geliri, net ücret ve komisyon gelirleri, temettü gelirleri, net ticari kar/zarar ve diğer faaliyet gelirlerinin toplamından oluşmaktadır. Gelir/gider oranının artan ölçek ekonomisi ile kademeli olarak %35'e yaklaşması öngörülmüştür.
- f. Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığı: Kredi ve diğer alacaklar karşılığı, nakdi kredilerin belirli bir oranı olarak hesaplanan takipteki kredilere uygulanan karşılık ayırma oranı ile hesaplanmıştır. Takipteki krediler oranı; takipteki kredilerin brüt kredilere oranlamasıyla elde edilmiştir.
- g. Bağlı Ortaklıklar ve İştiraklerden Kar/Zarar: Net kar projeksiyonlarının sadece esas bankacılık faaliyetlerini içermesi amacıyla "0" (sıfır) olarak kabul edilmiştir. Bağlı ortaklıklar ve iştiraklerden gelecek olan değer ise; 2010 yılı bilançosundan elde edilen ve makul değer ile kaydedilmiş olan defter değerleri olarak, değerlendirme çalışması sonucunda hesaplanan özkaynak değerine ilave edilmiştir.
- h. Vergi Karşılığı: Vergi oranı olarak değerlendirme çalışması sırasında yürürlükte olan Kurumlar Vergisi oranı olan %20 kabul edilmiştir.

4.1.2.3. Sektörel Varsayımlar

Değerlemeye tabi tutulan bankanın pazar payı gelişimini kontrol etmek amacıyla sektöre ilişkin toplam kredi, mevduat ve aktif büyüklükleri dikkate alınmıştır. Sözkonusu

büyükükler, reel büyüme ve GSYİH deflatörü varsayımları altında öngörülen milli gelirin oranı olarak hesaplanmıştır.

2011-2013 dönemine ilişkin reel ve nominal GSYİH tahminleri Devlet Planlama Teşkilatı tarafından hazırlanmış olan Orta Vadeli Program'dan alınmış, 2020 yılına ilişkin reel büyüme tahmini için ise 88. OECD Ekonomik Görünüm raporu baz alınmıştır.

Tahminlenen döneme ilişkin en son yıl olan 2020'ye dair aktiflerin ve kredilerin GSYİH'ye oranları ise Economist Intelligence Unit veri tabanından elde edilen ülkelerin 2009 yılı kişi başı GSYİH verileri (bağımsız değişken) ile sırasıyla aktiflerin ve kredilerin GSYİH'ye oranlarının (bağımlı değişkenler) oluşturduğu regresyon denklemlerinden elde edilmiştir. Elde edilen denklemde bağımsız değişken olarak, Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Göstergeler raporundan temin edilen, Türkiye'nin 2009 yılı kişi başı milli geliri olan 8.578 USD yerine konulduğunda, Bankacılık Aktifleri/GSYİH ve Krediler/GSYİH oranları sırasıyla %131 ve %68 olarak elde edilmektedir.

$$(8.578 \times 0,00005) + 0,856 = 131 \%$$

$$(8.578 \times 0,00003) + 0,458 = 68 \%$$

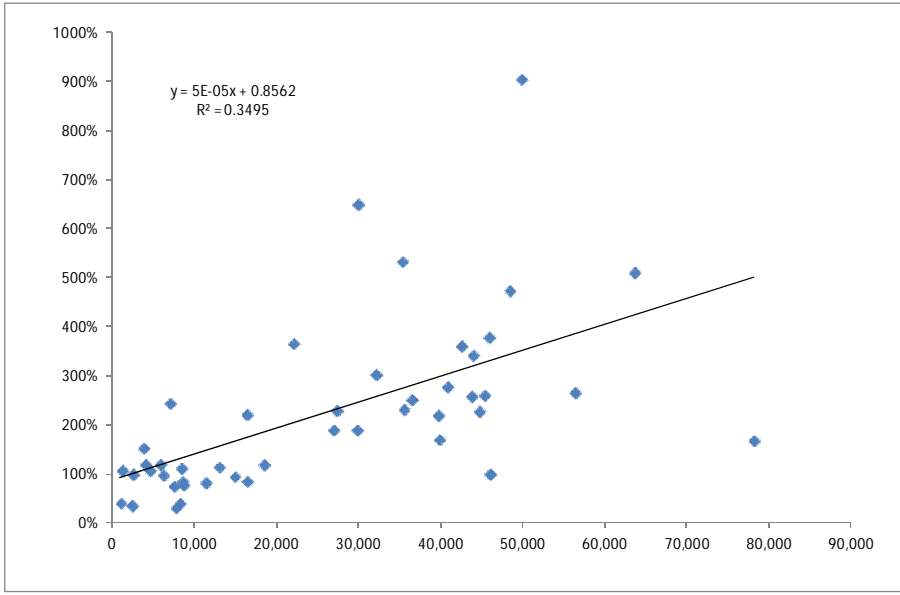
Bu sonuçlara göre 2020 yılı için hedef Bankacılık Aktifleri/GSYİH ve Krediler/GSYİH oranları %130 ve %70 olarak saptanmıştır ve aktifler için 2011-2020, krediler içinse 2013-2020 dönemine dair lineer büyüme öngörülmüştür.

2011 ve 2012 yıllarına ilişkin kredi ve mevduat büyüme oranları mali analistlerce öngörülen oranlarla uyumlu olacak şekilde krediler için %25, %20; mevduat içinse %15 ve %10 olarak tahmin edilmiştir.

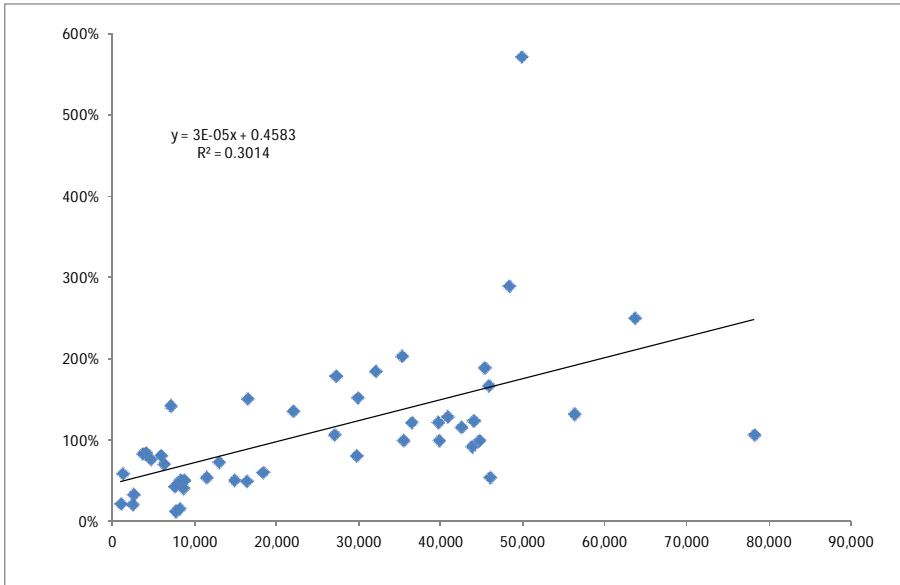
Ayrıca Mevduat/GSYİH oranı tahminleri için ise örnekleme bulunan ülkelerin kredi/mevduat oranlarının basit ortalaması olan %107, 2020 yılına ilişkin hedef kredi/mevduat oranı olarak belirlenmiş ve 2013-2020 yıllarına ilişkin mevduat hacmi lineer büyüme ile bu hedefe göre hesaplanmıştır.

Söz konusu regresyon denklemlerine baz teşkil eden veriler ile sırasıyla Kişi Başı Milli Gelir - Bankacılık Aktifleri/GSYİH ve Kişi Başı Milli Gelir - Krediler/GSYİH regresyon denklemleri Grafik 4.1 ve 4.2’de görülmektedir.

Grafik 4.1.- Ülkelere Göre Kişi Başı Milli Gelir (Bağımsız Değişken) ile Aktifler/GSYİH Regresyon Denklemi



Grafik 4.2.- Ülkelere Göre Kişi Başı Milli Gelir (Bağımsız Değişken) ile Krediler /GSYİH Regresyon Denklemi



Tablo 4.1 - Ülkelere Göre Milli Gelir, Kredi, Mevduat ve Aktif Büyüklükleri

Ülkeler	USD		USD milyar		USD milyar		%		%	
	Kişi başı milli gelir	GSYİH	Aktifler	Krediler	Mevduat	Aktifler/GSYİH	Krediler/GSYİH	Mevduat/GSYİH	Kredi/Mevduat	
Almanya-Germany	40,832	3,339	9,374	4,324	4,400	281%	130%	132%	98%	
Avusturya- Austria	45,686	382	1,454	644	450	381%	169%	118%	143%	
Belçika-Belgium	43,794	472	1,620	589	763	343%	125%	162%	77%	
Danimarka-Denmark	56,263	310	829	412	281	267%	133%	91%	146%	
Finlandiya-Finland	44,581	239	544	238	158	228%	100%	66%	151%	
Fransa-France	42,413	2,656	9,667	3,107	2,915	364%	117%	110%	107%	
Hollanda-Netherlands	48,209	797	3,795	2,308	1,706	476%	290%	214%	135%	
İngiltere-UK	35,257	2,179	11,630	4,461	3,548	534%	205%	163%	126%	
İrlanda-Ireland	49,863	222	2,018	1,272	518	908%	572%	233%	245%	
İspanya-Spain	32,030	1,468	4,476	2,720	2,248	305%	185%	153%	121%	
İsveç-Sweden	43,668	406	1,061	378	318	261%	93%	78%	119%	
İtalya-Italy	35,435	2,118	4,931	2,138	1,436	233%	101%	68%	149%	
Portekiz-Portugal	21,970	233	862	321	269	369%	138%	115%	119%	
Yunanistan-Greece	29,635	331	637	269	356	192%	81%	108%	75%	
Çek Cumh.-Czech Rep.	18,256	190	230	114	147	121%	60%	77%	78%	
İsviçre-Switzerland	63,536	492	2,528	1,231	1,328	514%	250%	270%	93%	
Noneç-Norway	78,178	379	640	410	270	169%	108%	71%	152%	
Slovakya - Slovakia	16,282	88	76	44	55	86%	50%	62%	80%	
ABD-USA	45,934	14,119	14,113	7,647	9,181	100%	54%	65%	83%	
İsrail-Israel	26,874	195	373	211	272	191%	108%	139%	77%	
Japonya-Japan	39,740	5,069	8,689	5,069	6,723	171%	100%	133%	75%	
Kanada-Canada	39,658	1,336	2,948	1,641	1,891	221%	123%	142%	87%	
Avustralya-Australia	45,285	994	2,610	1,895	1,049	262%	191%	105%	181%	
Hong Kong-Hong Kong	29,803	211	1,371	322	823	651%	153%	391%	39%	
Singapur-Singapore	36,379	182	461	224	251	253%	123%	138%	89%	
Tayvan-Taiwan Province of China	16,372	379	845	577	715	223%	152%	189%	81%	
Yeni Zelanda-New Zealand	27,259	118	272	212	130	231%	180%	110%	163%	
Bulgaristan-Bulgaria	6,223	47	47	33	22	99%	71%	46%	154%	
Macaistan - Hungary	12,914	130	150	96	72	116%	74%	56%	133%	
Polonya - Poland	11,302	431	358	233	225	83%	54%	52%	104%	
Romanya-Romania	7,523	162	125	70	61	77%	44%	38%	115%	
TÜRKİYE-TURKEY	8,578	633	554	261	342	88%	41%	54%	76%	
Arjantin-Argentina	7,725	310	105	42	48	34%	14%	15%	88%	
Brezilya-Brazil	8,220	1,574	1,768	811	612	112%	52%	39%	132%	
Çin-China	3,735	4,985	7,772	4,192	5,866	156%	84%	118%	71%	
Endonezya-Indonesia	2,329	539	202	114	158	38%	21%	29%	72%	
Güney Afrika-South Africa	5,824	287	346	235	204	121%	82%	71%	115%	
Hindistan-India	1,032	1,237	1,330	732	1,037	108%	59%	84%	71%	
İran-Iran	4,399	326	357	252	235	110%	77%	72%	107%	
Malezya-Malaysia	6,950	193	473	277	338	245%	144%	175%	82%	
Meksika-Mexico	8,134	875	370	151	189	42%	17%	22%	80%	
Mısır-Egypt	2,450	188	191	64	131	102%	34%	70%	49%	
Pakistan-Pakistan	989	162	70	36	49	43%	22%	30%	74%	
Rusya-Russia	8,681	1,232	973	634	428	79%	51%	35%	148%	
S. Arabistan-S.Arabia	14,745	376	365	197	251	97%	52%	67%	78%	
Tayland-Thailand	3,941	264	317	227	239	120%	86%	91%	95%	
Ortalama	25,628	1,149	2,259	1,118	1,146	222%	112%	106%	107%	

Kaynak: Economist Intelligence Unit, Hazine Müsteşarlığı, BDDK

Sektörel büyüklükler ile kredi/mevduat oranları değerlemeye esas alınan dönem ve tahminlenen dönem için Tablo 4.2 ve Tablo 4.3'de görülmektedir.

Tablo 4.2 - Bankacılık Sektörü Toplam Kredi, Mevduat ve Aktif Büyüklükleri

Milyon TL	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Nominal GSYİH	559.033	648.932	758.391	843.178	950.534	952.559	1.105.101
Büyüme %	22,9%	16,1%	16,9%	11,2%	12,7%	0,2%	16,0%
Real GSYİH büyüme %	9,4%	8,4%	6,9%	4,7%	0,7%	(4,8%)	8,9%
GSYİH deflatörü %	12,4%	7,1%	9,3%	6,2%	12,0%	5,3%	6,5%
Aktifler	306.439	406.909	499.731	581.606	732.536	834.014	1.006.671
Büyüme %	22,7%	32,8%	22,8%	16,4%	26,0%	13,9%	20,7%
Aktifler/GSYİH %	54,8%	62,7%	65,9%	69,0%	77,1%	87,6%	91,1%
Krediler	99.342	156.410	218.987	285.616	367.445	392.621	525.851
Büyüme %	50,0%	57,4%	40,0%	30,4%	28,6%	6,9%	33,9%
Krediler/GSYİH %	17,8%	24,1%	28,9%	33,9%	38,7%	41,2%	47,6%
Mevduat	191.065	251.490	307.647	356.865	454.599	514.620	617.037
Büyüme %	23,0%	31,6%	22,3%	16,0%	27,4%	13,2%	19,9%
Mevduat/GSYİH %	34,2%	38,8%	40,6%	42,3%	47,8%	54,0%	55,8%
Kredi / Mevduat	52,0%	62,2%	71,2%	80,0%	80,8%	76,3%	85,2%

Tablo 4.3.- Tahminlenen Dönem İçin Bankacılık Sektörü Toplam Kredi, Mevduat ve Aktif Büyüklükleri

Milyon TL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nominal GSYİH	1.215.000	1.343.000	1.485.000	1.634.533	1.791.054	1.953.738	2.121.585	2.293.432	2.467.952	2.643.670
Büyüme %	9,9%	10,5%	10,6%	10,1%	9,6%	9,1%	8,6%	8,1%	7,6%	7,1%
Real GSYİH büyüme %	4,5%	5,0%	5,5%	5,1%	4,8%	4,4%	4,1%	3,7%	3,4%	3,0%
GSYİH deflatörü %	5,2%	5,3%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%
Aktifler	1.154.053	1.327.884	1.526.063	1.743.325	1.979.949	2.235.804	2.510.428	2.803.001	3.112.317	3.436.771
Büyüme %	14,6%	15,1%	14,9%	14,2%	13,6%	12,9%	12,3%	11,7%	11,0%	10,4%
Aktifler/GSYİH %	95,0%	98,9%	102,8%	106,7%	110,5%	114,4%	118,3%	122,2%	126,1%	130,0%
Krediler	657.314	788.777	893.092	1.006.044	1.127.608	1.257.547	1.395.466	1.540.799	1.692.807	1.850.569
Büyüme %	25,0%	20,0%	13,2%	12,6%	12,1%	11,5%	11,0%	10,4%	9,9%	9,3%
Krediler/GSYİH %	54,1%	58,7%	60,1%	61,5%	63,0%	64,4%	65,8%	67,2%	68,6%	70,0%
Mevduat	709.592	780.552	877.044	980.493	1.090.719	1.207.343	1.329.847	1.457.566	1.589.691	1.725.269
Büyüme %	15,0%	10,0%	12,4%	11,8%	11,2%	10,7%	10,1%	9,6%	9,1%	8,5%
Mevduat/GSYİH %	58,4%	58,1%	59,1%	60,0%	60,9%	61,8%	62,7%	63,6%	64,4%	65,3%
Kredi / Mevduat	92,6%	101,1%	101,8%	102,6%	103,4%	104,2%	104,9%	105,7%	106,5%	107,3%

4.1.2.4. Değerlemeye İlişkin Temel Varsayımlar

4.1.2.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması

Bankaların özsermaye değerine ulaşmak için hissedarlara tahakkuk eden temettülerin bugüne indirgenmesinde iskonto oranı olarak özsermaye maliyeti (cost of equity) kullanılmaktadır. Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında ise, Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (Capital Asset Pricing Model – CAPM) esas alınmıştır. CAPM yöntemine göre, bir finansal varlığın piyasa riski o varlığın betasıyla ölçülür. Beta, finansal varlığın piyasanın hareketlerine karşı olan duyarlılığını yani, sistematik riski belirten bir ölçüttür. CAPM yöntemine göre temelde finansal varlığın riskini belirleyen faktör, sistematik risktir. Bu nedenle bir varlığın riski, risksiz getiri oranı üzerine beta katsayısıyla etki eden Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (Equity Market Risk Premium – EMRP) ile ölçülür. EMRP ise, hisse senedine yatırım yapma isteğinde olan yatırımcıların risksiz getiri oranı üzerine ek olarak katlanmaya hazır oldukları risk primidir. Sonuç itibarıyla, değerlemeye baz teşkil edecek temettülerin risk dağılımının bir ölçüsü olan ve bu temettülerin bugünkü değere indirgenmesinde kullanılacak olan iskonto oranı olarak özsermaye maliyeti (cost of equity_CoE) esas alınacak olup, aşağıdaki denklemlerle hesaplanacaktır:

$$CoE = \text{Risksiz getiri oranı} + (\text{Beta} * \text{EMRP})$$

$$k = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Denklem 4.1.

Eşitlikte;

k = Özsermaye Maliyeti

r_f = Risksiz Getiri Oranı

r_m = Piyasanın Getiri Oranı

β = Hisse Senedinin Beta Katsayısı

$(r_m - r_f)$ = Hisse Senedi Piyasası Risk Primini

ifade etmektedir.

Özsermaye maliyetinin (k) hesaplanması için, risksiz getiri oranı (r_f) olarak 15 Ocak 2020 vadeli Türk Lirası cinsinden devlet tahvilinin 15 Nisan 2011 tarihi itibarıyla iç verim

oranı olan %9,2 kullanılmıştır. Literatürde risksiz getiri oranı için kullanımı yaygın olan finansal varlıklar genellikle, vadeleri 10 yıl veya 30 yıllık devlet tahvilleridir. Ancak teoride risksiz olarak kabul edilen bu tahvillerin bile enflasyon ve faiz oranlarındaki sürekli değişimler nedeniyle, “yeniden yatırım riski” (reinvestment risk) taşıdığı bilinmektedir. Esas itibarıyla “risksiz getiri oranı” ile ifade edilen, bu tür tahvillerin arkasında devlet garantisi bulunmasından dolayı sözkonusu tahvillerin “temerrüt” (default) riskinin bulunmamasıdır. Türkiye, kamu borçlanma programı uyarınca uzun seneler boyunca 3 yıl ve daha düşük vadeli tahvillerle piyasadan kendisine kaynak yaratabilmiştir. 2009 yılında ise, oldukça düşük seyreden enflasyon ve faiz ortamı ile reform niteliğindeki kanunların hayata geçirilmesiyle ülke risk priminin makul seviyelere inmesi sayesinde 10 yıla kadar iç borçlanma tahvili çıkarabilmiştir.

Beta değerinin belirlenmesinde, İMKB’de işlem gören bankaların son 2 yıla ilişkin (17.04.2009-08.04.2011) haftalık verimlerinin İMKB Ulusal 100 Endeksi’nin verimleri ile regresyonu hesaplanmıştır. Analize konu bankaların sözkonusu döneme ilişkin haftalık verimleri Tablo 4.4’te görülmektedir. Ancak uzun vadede tüm hisse senetlerinin betasının piyasa betası olan 1’e ulaşacağı varsayımı altında (Bloomberg tarafından da yaygın olarak kullanılan) düzeltilmiş beta değerleri hesaplanmıştır. Düzeltilmiş beta hesaplamaları için aşağıdaki denklik kullanılmıştır:

$$\text{Düzeltilmiş Beta} = (0.67 \times \text{Düzeltilmemiş Hisse Sen. Betası}) + (0.33 \times 1.00 \text{ (Piyasa Betası)})$$

Denklem 4.2

Haftalık verimler kullanılarak hesaplanan beta değerleri ve Denklem 4.2’den yararlanılarak hesaplanan düzeltilmiş beta değerleri Tablo 4.5’te görülmektedir.

Tablo 4.4.- Analize Konu Bankaların Haftalık Verimleri (17.04.2009-08.04.2011)

Akbank	Alternatif	Deniz bank	Finans	Garanti	Halk	İşbank	Şeker	TEB	Tekstil	Vakıf bank	YKB	ISE100
(2%)	2%	(3%)	(3%)	2%	11%	1%	14%	1%	12%	4%	1%	1%
12%	3%	4%	3%	7%	12%	7%	(3%)	11%	2%	4%	9%	7%
(1%)	8%	(4%)	(2%)	2%	-	5%	-	14%	9%	19%	10%	4%
-	1%	5%	9%	2%	3%	1%	(1%)	1%	11%	(4%)	(4%)	2%
9%	4%	(3%)	(4%)	11%	5%	10%	13%	5%	18%	4%	3%	5%
(4%)	-	(1%)	-	(1%)	(2%)	(1%)	2%	3%	2%	(1%)	(0%)	(0%)
(5%)	2%	21%	1%	(1%)	(8%)	(6%)	(2%)	(6%)	4%	(5%)	(4%)	(1%)
1%	(1%)	1%	2%	2%	4%	0%	1%	1%	(4%)	-	(3%)	0%
3%	4%	(1%)	(2%)	4%	6%	(1%)	1%	4%	(1%)	6%	4%	3%
12%	12%	(8%)	-	2%	3%	2%	(2%)	5%	4%	6%	3%	3%
(3%)	-	(2%)	(1%)	(2%)	3%	1%	3%	-	-	3%	2%	0%
4%	(1%)	(2%)	(2%)	1%	3%	(3%)	(1%)	(3%)	(5%)	(0%)	-	(0%)
-	-	1%	1%	6%	-	3%	4%	5%	1%	6%	6%	3%
1%	11%	1%	2%	11%	6%	7%	-	5%	2%	8%	11%	4%
14%	3%	4%	21%	7%	13%	5%	11%	19%	4%	16%	12%	8%
5%	6%	3%	6%	4%	(2%)	5%	19%	10%	9%	(3%)	1%	5%
(6%)	(1%)	(4%)	1%	(3%)	12%	6%	(3%)	1%	(3%)	5%	(3%)	(1%)
9%	-	3%	-	12%	7%	10%	16%	12%	1%	10%	9%	6%
(2%)	(1%)	(3%)	12%	(3%)	(11%)	(2%)	2%	2%	2%	(5%)	(1%)	1%
(5%)	(7%)	(3%)	(9%)	1%	(11%)	(8%)	(6%)	(7%)	(6%)	(4%)	(7%)	(5%)
1%	3%	(3%)	9%	3%	3%	4%	2%	2%	1%	4%	6%	3%
-	5%	(3%)	8%	-	1%	(2%)	2%	2%	(1%)	-	-	1%
1%	(1%)	-	(5%)	2%	1%	3%	0%	1%	1%	4%	1%	1%
-	(2%)	(1%)	(3%)	(4%)	(3%)	(2%)	1%	(3%)	(2%)	(1%)	(3%)	(2%)
10%	5%	4%	4%	15%	11%	14%	10%	15%	6%	12%	7%	7%
(7%)	8%	-	(5%)	(3%)	(4%)	(2%)	(1%)	1%	16%	(1%)	(3%)	(1%)
3%	2%	2%	1%	3%	12%	2%	10%	7%	11%	4%	7%	3%
(9%)	(4%)	(4%)	(11%)	(12%)	(10%)	(10%)	(15%)	0%	(12%)	(7%)	(11%)	(8%)
(1%)	(9%)	(3%)	(3%)	2%	2%	(2%)	(5%)	(4%)	(2%)	(7%)	(3%)	(0%)
6%	3%	3%	4%	2%	4%	2%	4%	5%	(2%)	5%	1%	3%
(6%)	(9%)	(7%)	(11%)	(8%)	(3%)	(11%)	(9%)	(5%)	(12%)	(13%)	(5%)	(7%)
2%	(1%)	1%	(3%)	(3%)	(1%)	(1%)	(1%)	-	4%	(1%)	1%	0%
11%	12%	3%	7%	16%	10%	13%	10%	16%	12%	26%	10%	10%
(2%)	(2%)	-	(2%)	(3%)	(2%)	(2%)	-	5%	(3%)	(3%)	(1%)	(1%)
1%	1%	-	-	2%	4%	5%	(4%)	10%	1%	2%	(1%)	2%
6%	5%	2%	(1%)	3%	6%	2%	4%	(4%)	2%	1%	3%	3%
(1%)	(1%)	(1%)	2%	3%	10%	1%	3%	7%	2%	7%	4%	2%
1%	1%	2%	4%	3%	4%	3%	8%	(1%)	4%	2%	5%	4%
(4%)	(1%)	(1%)	(2%)	(5%)	(9%)	(2%)	(4%)	(3%)	(2%)	(6%)	(1%)	(1%)
(3%)	1%	12%	(2%)	1%	1%	(4%)	(3%)	(4%)	(2%)	(6%)	1%	(0%)
(1%)	4%	(1%)	2%	1%	(2%)	4%	(2%)	2%	(2%)	2%	(2%)	5%
(4%)	(2%)	(10%)	(10%)	(4%)	(7%)	(6%)	(7%)	(9%)	(1%)	(9%)	(6%)	(6%)
(2%)	(4%)	40%	5%	(2%)	3%	(2%)	(5%)	3%	(3%)	(3%)	(5%)	(1%)
4%	3%	28%	11%	8%	6%	7%	5%	11%	4%	6%	7%	4%
(9%)	(5%)	6%	(12%)	(6%)	(4%)	(7%)	(8%)	(5%)	(6%)	(5%)	(5%)	(7%)
8%	5%	4%	6%	12%	4%	3%	5%	1%	3%	7%	3%	6%
4%	(6%)	-	(5%)	(3%)	(5%)	(2%)	(3%)	(3%)	(4%)	(5%)	(1%)	(1%)
4%	1%	(1%)	-	5%	3%	1%	-	(2%)	(1%)	1%	4%	2%
11%	4%	1%	2%	10%	8%	9%	10%	1%	1%	9%	11%	6%
4%	3%	(2%)	(2%)	2%	(2%)	3%	1%	1%	2%	5%	3%	3%
-	-	4%	3%	3%	3%	3%	-	(1%)	0%	1%	0%	2%
(5%)	2%	(8%)	(2%)	(6%)	1%	3%	2%	(5%)	(3%)	(3%)	2%	(2%)
(3%)	1%	(6%)	(1%)	(1%)	2%	(1%)	(2%)	0%	1%	(2%)	4%	0%
3%	4%	(2%)	(1%)	-	(2%)	1%	1%	1%	8%	(1%)	(1%)	1%
(7%)	(7%)	(15%)	(15%)	(12%)	(12%)	(12%)	(7%)	(11%)	(14%)	(15%)	(13%)	(11%)
9%	2%	5%	7%	9%	7%	5%	0%	1%	2%	6%	10%	6%
(1%)	(2%)	(2%)	(7%)	(5%)	(5%)	(1%)	(4%)	(5%)	6%	(4%)	1%	(3%)
5%	(3%)	(2%)	4%	4%	-	2%	(4%)	1%	(1%)	-	(0%)	2%
(1%)	(1%)	(1%)	(1%)	(5%)	2%	(1%)	(1%)	3%	(4%)	(1%)	(1%)	(1%)
3%	6%	20%	3%	5%	2%	2%	(10%)	(4%)	(4%)	2%	1%	1%
(4%)	(3%)	(3%)	(4%)	(4%)	3%	5%	3%	4%	2%	8%	4%	3%
1%	1%	1%	1%	1%	3%	(2%)	2%	(8%)	(1%)	1%	2%	(2%)
3%	3%	-	-	1%	-	(0%)	-	1%	(4%)	3%	(1%)	(0%)
2%	(2%)	(1%)	(1%)	1%	5%	6%	1%	2%	-	(1%)	(4%)	1%
2%	3%	(1%)	2%	3%	2%	4%	(1%)	1%	1%	-	3%	3%
(2%)	-	-	-	3%	(3%)	2%	3%	9%	1%	5%	1%	1%
(6%)	(1%)	-	7%	(2%)	(1%)	(2%)	(1%)	9%	2%	(3%)	(1%)	(0%)
1%	(5%)	(3%)	(2%)	(7%)	1%	(3%)	(2%)	(3%)	(4%)	(3%)	(5%)	(2%)
1%	(1%)	(3%)	1%	1%	1%	3%	(3%)	(2%)	(1%)	3%	4%	0%
2%	3%	2%	1%	4%	3%	3%	(1%)	1%	2%	4%	2%	1%
-	(1%)	(1%)	(1%)	1%	(1%)	-	(1%)	(3%)	-	(2%)	(2%)	(1%)
1%	4%	1%	16%	11%	2%	4%	7%	2%	2%	3%	6%	5%
1%	(1%)	5%	3%	(1%)	4%	(1%)	-	1%	-	(2%)	(2%)	1%
4%	1%	(2%)	(3%)	(4%)	(2%)	4%	-	1%	3%	6%	1%	1%
3%	(2%)	-	1%	6%	5%	3%	1%	4%	1%	7%	9%	4%
9%	3%	1%	-	2%	12%	9%	4%	7%	3%	10%	5%	4%
(7%)	-	(2%)	20%	5%	(1%)	(3%)	6%	3%	2%	(5%)	1%	1%
4%	3%	(1%)	(4%)	(4%)	(3%)	(3%)	(2%)	(8%)	(3%)	(3%)	(4%)	(3%)
(6%)	(3%)	(2%)	(2%)	(4%)	(1%)	(4%)	(5%)	2%	6%	2%	3%	3%
0%	(1%)	(2%)	(2%)	1%	(1%)	(4%)	(5%)	(3%)	(7%)	(0%)	(2%)	(2%)
(5%)	(2%)	(7%)	0%	(6%)	(5%)	(6%)	(4%)	(1%)	(4%)	(5%)	(11%)	(6%)
2%	(1%)	4%	(1%)	2%	(4%)	0%	(2%)	(0%)	-	1%	5%	1%
(2%)	1%	(1%)	(1%)	(5%)	(9%)	(7%)	2%	(1%)	(3%)	(6%)	(10%)	(3%)
(4%)	(1%)	(2%)	(1%)	(8%)	(1%)	(5%)	2%	(2%)	(2%)	(5%)	(5%)	(2%)
7%	2%	5%	0%	6%	2%	6%	(1%)	-	3%	6%	7%	4%
0%	1%	(2%)	(0%)	(2%)	0%	(2%)	(2%)	(1%)	(2%)	(2%)	(2%)	(0%)
(1%)	4%	9%	2%	5%	6%	3%	2%	4%	5%	7%	7%	4%
(1%)	(1%)	(2%)	(1%)	(2%)	(5%)	(5%)	(2%)	(6%)	(2%)	(0%)	(2%)	(1%)
(5%)	(1%)	(2%)	(3%)	(5%)	(4%)	(8%)	(5%)	(8%)	(4%)	(6%)	(7%)	(3%)
(7%)	(8%)	(3%)	(3%)	(7%)	(1%)	(5%)	(5%)	(9%)	(8%)	(2%)	(2%)	(4%)
6%	3%	(1%)	1%	7%	9%	11%	4%	5%	4%	5%	6%	3%
(1%)	(8%)	(3%)	4%	(3%)	(6%)	(4%)	(2%)	3%	-	(1%)	(0%)	(1%)
3%	3%	(0%)	(2%)	6%	3%	3%	2%	(3%)	(1%)	3%	1%	2%
(5%)	(7%)	(5%)	(5%)	(7%)	(10%)	(6%)	(7%)	(10%)	(10%)	(6%)	(10%)	(7%)
(7%)	-	(5%)	(2%)	(1%)	(3%)	(4%)	3%	(4%)	(1%)	(4%)	(3%)	(0%)
10%	4%	2%	(0%)	6%	10%	3%	8%	5%	9%	4%	4%	4%
(3%)	(2%)	1%	(1%)	(1%)	(1%)	0%	(4%)	(1%)	(3%)	1%	2%	0%
(1%)	(6%)	9%	3%	(1%)	(2%)	(1%)	7%	7%	(3%)	(2%)	(3%)	1%
3%	5%	(2%)	(1%)	(2%)	1%	(0%)	7%	17%	3%	2%	1%	2%
8%	-	1%	1%	7%	5%	5%	(2%)	-	1%	3%	4%	4%

Tablo 4.5.- Beta Hesaplamaları

	Hesaplanan Beta	Düzeltilmiş Beta	R ²
Akbank	1.19	1.13	0.677
Alternatif Bank	0.78	0.85	0.436
Denizbank	0.58	0.72	0.091
Finansbank	0.98	0.98	0.388
Garanti	1.45	1.30	0.825
Halkbank	1.17	1.11	0.501
İş Bankası	1.20	1.13	0.757
Şekerbank	1.08	1.05	0.518
TEB	1.24	1.16	0.514
Tekstilbank	0.91	0.94	0.384
Vakıfbank	1.41	1.28	0.674
Yapı Kredi Bankası	1.24	1.16	0.735

Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (EMRP) değerinin hesaplanması için ise, literatürde ve finans çevrelerinde mutabık kalınmış bir yöntem bulunmamakla birlikte, Amerika Birleşik Devletleri'nde 1920'li yıllara kadar dayanan veri setlerinin kullanılmasıyla %4-7 aralığında bir değere ulaşılmıştır. Ancak bu değer, kullanılan varsayımlara oldukça duyarlı olup; kullanılan ortalamanın aritmetik ya da geometrik oluşuna, seçilen dönem aralığına, seçilen risksiz getiri oranı türüne ve hisse senedi piyasasını temsil eden endeks seçimi gibi öznel kriterlere göre değişiklik göstermektedir.

Bazı analistler sermaye piyasası risk primlerinin, piyasadaki oynaklığın (volatilite) ölçüsü olarak görülen sermaye riskindeki farklılıkları yansıtması gerektiğini düşünmektedir. Sermaye riskinin alışlagelmiş ölçüsü hisse senedi fiyatlarının standart sapmasıdır ve yüksek standart sapmalar daha fazla riskle ilişkilendirilir. Bir piyasanın diğerine göre standart sapması, göreceli olarak risk ölçümünü verir. Örneğin X ülkesinin ABD (US)'e göre göreceli standart sapması aşağıdaki gibi hesaplanır:¹²²

$$\text{Göreceli Standart Sapma}_{X \text{ Ülkesi}} = \frac{\text{Standart Sapma}_{X \text{ Ülkesi}}}{\text{Standart Sapma}_{US}} \quad \text{Denklem 4.3}$$

¹²² Aswath Damodaran, "Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications-The 2011 Edition", **Stern School of Business**, February 2011, s.51

Sermaye risk primi ve sermaye piyasası standart sapmaları arasında doğrusal ilişki olduğu varsayılırsa; X ülkesinin sermaye risk primi tarihsel verilerle hesaplanan US risk primi varsayımıyla aşağıdaki gibi elde edilir;¹²³

$$\text{Sermaye Risk Primi}_{X \text{ Ülkesi}} = \text{Risk Primi}_{US} * \text{Göreceli Standart Sapma}_{X \text{ Ülkesi}}$$

Denklem 4.4

Tablo 4.6'da US'in risk priminin %5 olduğu varsayımı altında bazı gelişmekte olan ülkeler için volatilité değerleri ve sözkonusu ülkelere ilişkin ülke risk primleri yer almaktadır.

Tablo 4.6.- Bazı Gelişmekte Olan Ükelere İlişkin Sermaye Piyasası Volatilité Değerleri ve Risk Primleri (Haftalık verimler: Şubat 2009-Şubat 2011)

Ülke	Endeksin Standart Sapması	Göreceli Volatilité	Toplam Sermaye Risk Primi	Ülke Risk Primi
Brezilya	20,76%	1,21	6,03%	1,03%
Rusya	30,31%	1,76	8,80%	3,80%
Hindistan	22,58%	1,31	6,56%	1,56%
Çin	26,18%	1,52	7,60%	2,60%
İsrail	14,65%	0,85	4,25%	-0,75%
Meksika	19,21%	1,12	5,58%	0,58%
Türkiye	25,44%	1,48	7,39%	2,39%
US	17,22%		5,00%	

Kaynak: Aswath Damodaran, "Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications-The 2011 Edition", **Stern School of Business**, February 2011, s.51-52

Hesaplama da US'in risk priminin %5 olduğu varsayılmış olup, S&P 500 Endeksi'nin Şubat 2009-Şubat 2011 dönemini kapsayan haftalık verimler kullanılarak hesaplanan standart sapması %17,22'dir. Türkiye için aynı dönemde yapılan hesaplama ya göre İMKB Endeksi'nin standart sapması ise %25,44'tür. Bu verilere göre, Türkiye'nin toplam risk primi aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır;

¹²³ A.e.

$$\text{Sermaye Risk Primi}_{TR} = 5\% * \frac{25,44\%}{17,22\%} = 7,39\%$$

Türkiye için ülke risk primi ise aşağıdaki gibi elde edilir;

$$\text{Ülke Risk Primi}_{TR} = 7,39\% - 5,00\% = 2,39\%$$

Çalışmada, iskonto oranının (k) hesaplanmasında risksiz faiz oranının, ülke riskini (country risk) zaten içerdiği varsayılmış olup, Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (EMRP) değerinin saptanmasında çiftsayım (double counting) olmaması için Sermaye piyasası risk priminden ülke riski çıkarılmıştır. Bu durumda, EMRP oranı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır;

$$\text{Hisse Senedi Piyasası Risk Primi}_{TR} = 7,39\% - 2,39\% = 5,00\%$$

4.1.2.4.2. Devam Eden Değer (Terminal Value)

Tahminlenen dönem sonunda değerlemeye tabi tutulan firmanın sonsuza kadar faaliyet göstereceği varsayılmaktadır. Bu nedenle detaylı projeksiyon döneminin sonundaki yıla ilişkin nakit akımı, belli bir büyüme oranı varsayımı altında büyütülerek seri formülü ile bugüne indirgenmiştir. Hiçbir firmanın içinde bulunduğu ekonomiden daha büyük olamayacağı varsayımı ile devam eden değer büyüme oranı olarak, Türkiye'nin sürdürülebilir büyüme oranı kabul edilen %5 oranı kullanılmıştır.

4.2. BANKA DEĞERLEME UYGULAMALARI

4.2.1. AKBANK T.A.Ş.

Akbank, 1948 yılında, Adana'da yerel bir banka olarak kurulmuştur. Kuruluş amacı bölgedeki pamuk üreticilerine finansman sağlamak olan Banka, 14 Temmuz 1950'de, Sirkeci'de ilk İstanbul şubesini açmıştır. 1954 yılında genel müdürlüğünün İstanbul'a taşınmasının ardından şube sayısını hızla artıran Akbank, 1963 yılında tüm bankacılık işlemlerinde otomasyona geçmiştir.

1990 yılında halka açılan Akbank, 1998 yılında ikincil halka arz ile American Depository Receipt (ADR) olarak da uluslararası piyasalarda işlem görmeye başlamıştır.

1996 yılında Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (AKYatırım), 1998 yılında Ak Yatırım Ortaklığı A.Ş., 2000 yılında Ak Portföy Yönetimi A.Ş. (AKPortföy) ve Özel Bankacılık Bölümü, 2003 yılında da Ak Emeklilik A.Ş. kurulmuştur. Akbank 2005 yılında Ak Finansal Kiralama A.Ş.'yi (AKLease) bünyesine katmıştır. Şubat 2006'da ise Ak Emeklilik, Ak Sigorta A.Ş. tarafından satın alınmıştır.

Citigroup'un Akbank'ın %20'sine stratejik ortak olma işlemi, 9 Ocak 2007'de tamamlanmıştır.

Halka açıklık oranı %30 olan Akbank, yurtdışındaki faaliyetlerini Hollanda (Akbank N.V.), Almanya (Akbank AG) ve Dubai'de (Akbank Dubai Limited) bulunan iştirakleri ve Malta'da bulunan bir şubesiyle sürdürmektedir.¹²⁴

¹²⁴Akbank, (Çevrimiçi), <http://www.akbank.com/tarihce.aspx>, 30/05/2011

4.2.1.1. Mali Tablolar- Akbank T.A.Ş.

Akbank T.A.Ş.'nin değerlemesinde esas alınan özet bilanço ve gelir tabloları aşağıdaki gibidir.

Tablo 4.7.- Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları
(2006-2010)

Milyon TL	2006	2007	2008	2009	2010
AKTİF KALEMLER					
Nakit Değerler	6.720,2	4.095,8	11.787,4	7.699,9	7.879,8
Finansal Varlıklar	20.366,6	25.074,4	27.066,1	45.322,5	49.879,3
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	27.086,8	29.170,2	38.853,5	53.022,4	57.759,1
Brüt Krediler	28.336,9	37.016,0	44.374,1	39.718,2	52.895,5
Takipteki Krediler	593,6	1.007,5	1.138,7	1.784,5	1.279,5
Özel Karşılıklar	(593,6)	(1.007,5)	(1.138,7)	(1.784,5)	(1.279,5)
Net Krediler	28.336,9	37.016,0	44.374,1	39.718,2	52.895,5
Maddi Duran Varlıklar (Net)	694,2	699,5	799,8	791,8	888,2
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	902,0	769,1	923,5	921,7	896,0
Diğer Aktif Kalemler	228,3	550,1	704,1	855,4	743,7
AKTİF TOPLAMI	57.248,3	68.205,0	85.655,0	95.309,5	113.182,6
PASİF KALEMLER					
Mevduat	34.201,5	41.044,3	52.181,9	55.851,4	67.166,9
Para Piyasalarına Borçlar	4.920,7	4.414,6	8.105,0	13.431,1	11.210,7
Alınan Krediler	9.209,5	8.854,5	11.298,8	8.152,3	10.375,3
Muhtelif Borçlar	1.875,6	3.290,6	2.860,9	3.683,8	6.864,5
Toplam Borçlar	50.207,2	57.603,9	74.446,6	81.118,6	95.617,5
Özkaynaklar	7.041,1	10.601,0	11.208,4	14.190,8	17.565,1
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	57.248,3	68.205,0	85.655,0	95.309,5	113.182,6

Tablo 4.8.- Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları
(2006-2010)

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2006	2007	2008	2009	2010
Faiz Gelirleri	6.662,0	8.481,6	9.700,4	9.155,2	8.635,7
Faiz Giderleri	(4.082,6)	(5.239,9)	(6.212,5)	(4.561,8)	(4.358,9)
Net Faiz Geliri	2.579,4	3.241,7	3.487,8	4.593,4	4.276,8
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	767,6	946,4	1.091,9	1.279,8	1.309,1
Diğer Faaliyet Gelirleri	521,6	656,8	785,7	680,3	896,4
Faaliyet Gelirleri Toplamı	3.868,6	4.844,9	5.365,4	6.553,5	6.482,3
Diğer Faaliyet Giderleri	(1.577,3)	(1.696,3)	(2.187,3)	(2.184,0)	(2.416,8)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(430,9)	(719,6)	(1.148,1)	(1.116,9)	(518,8)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	76,1	32,1	29,9	43,1	27,3
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	1.936,6	2.461,1	2.060,0	3.295,6	3.574,0
Vergi Karşılığı	(336,4)	(466,8)	(355,4)	(569,7)	(717,5)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	1.600,2	1.994,3	1.704,6	2.726,0	2.856,5

4.2.1.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu

Tablo 4.9.- Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin
Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Faiz Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	55.424	66.186	83.228	92.741	110.655
Aktiflerin yüzdesi %	97%	97%	97%	97%	98%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	50.253	60.805	74.707	87.984	101.698
Faiz gelir oranı %	13,3%	13,9%	13,0%	10,4%	8,5%
Faiz Gideri					
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	48.332	54.313	71.586	77.435	88.753
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	46.227	51.322	62.950	74.510	83.094
Faiz gider oranı %	8,8%	10,2%	9,9%	6,1%	5,2%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	15,6%	17,3%	16,0%	9,2%	5,8%
Faiz gider oranına olan spread	(6,8%)	(7,0%)	(6,1%)	(3,1%)	(0,6%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	5,5%	10,5%	(7,3%)	(42,4%)	(36,8%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	4,4%	3,7%	3,1%	4,3%	3,2%

Tablo 4.10.- Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Faiz Geliri										
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	129.237	141.915	155.346	169.756	185.187	201.677	219.261	237.973	257.844	278.900
Aktiflerin yüzdesi %	97%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	119.946	135.576	148.630	162.551	177.472	193.432	210.469	228.617	247.908	268.372
Faiz gelir oranı %	9,7%	10,5%	9,9%	9,3%	8,8%	8,2%	7,6%	7,1%	6,5%	5,9%
Faiz Gideri										
Toplam Faiz Giderili Pasifler (IBLs)	108.035	119.263	131.435	144.606	158.827	174.152	190.631	208.316	227.254	247.491
Ortalama Faiz Giderili Pasifler	98.394	113.649	125.349	138.020	151.716	166.489	182.392	199.474	217.785	237.373
Faiz gider oranı %	6,5%	7,2%	6,6%	6,1%	5,5%	5,0%	4,4%	3,8%	3,3%	2,7%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	7,2%	8,0%	7,4%	6,8%	6,1%	5,5%	4,9%	4,3%	3,6%	3,0%
Faiz gider oranına olan spread	(0,7%)	(0,8%)	(0,7%)	(0,7%)	(0,6%)	(0,5%)	(0,5%)	(0,4%)	(0,4%)	(0,3%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	23,0%	11,7%	(7,8%)	(8,5%)	(9,3%)	(10,2%)	(11,4%)	(12,8%)	(14,7%)	(17,2%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%

Tablo 4.11.- Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Net Ücret & Komisyon Geliri					
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	3.919	5.185	6.702	7.756	10.365
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	3.734	4.552	5.944	7.229	9.060
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	13,8%	14,0%	15,1%	19,5%	19,6%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	10,5%	32,3%	29,3%	15,7%	33,6%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	2,7%	2,5%	2,3%	2,6%	2,4%

Tablo 4.12.- Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Ücret & Komisyon Geliri										
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	11.252	12.532	13.932	15.460	17.125	18.935	20.898	23.022	25.316	27.787
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	10.808	11.892	13.232	14.696	16.293	18.030	19.916	21.960	24.169	26.551
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	8,6%	11,4%	11,2%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%	10,0%	9,8%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

Tablo 4.13.- Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Gelirler					
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	20,2%	20,3%	22,5%	14,8%	21,0%

Tablo 4.14.- Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Gelirler										
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%

Tablo 4.15.- Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	40,8%	35,0%	40,8%	33,3%	37,3%

Tablo 4.16.- Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	37,4%	37,2%	36,9%	36,6%	36,4%	36,1%	35,8%	35,5%	35,3%	35,0%

Tablo 4.17.- Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	2,1%	2,7%	2,6%	4,5%	2,4%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	90,6%	89,9%	107,0%	76,4%	33,9%

Tablo 4.18.- Akbank T.A.Ş.'nin Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	79,6%	79,6%	79,6%	79,6%	79,6%	79,6%	79,6%	79,6%	79,6%	79,6%

Tablo 4.19.- Akbank T.A.Ş.'nin Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	5,1%	5,3%	4,7%	5,2%	4,2%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	2,4%	3,1%	2,8%	4,2%	2,8%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	2,9%	3,2%	2,2%	3,0%	2,7%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	23,9%	22,6%	15,6%	21,5%	18,0%

Tablo 4.20.- Akbank T.A.Ş.'nin Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	4,4%	4,4%	4,3%	4,2%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,6%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	2,1%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	2,5%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	16,6%	17,2%	17,5%	17,9%	18,3%	18,8%	19,4%	20,0%	20,9%	21,8%

Tablo 4.21.- Akbank T.A.Ş.'ye ait Proforma Gelir Tabloları

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Faiz Gelirleri	11.634,0	14.176,4	14.704,2	15.165,7	15.558,0	15.867,5	16.079,4	16.178,0	16.146,6	15.967,6
Faiz Giderleri	(6.349,9)	(8.194,8)	(8.332,3)	(8.397,1)	(8.375,7)	(8.253,4)	(8.014,3)	(7.641,1)	(7.115,7)	(6.418,5)
Net Faiz Geliri	5.284,1	5.981,6	6.371,9	6.768,5	7.182,3	7.614,1	8.065,1	8.536,8	9.030,8	9.549,0
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	1.787,7	2.107,9	2.345,5	2.605,1	2.888,1	3.196,1	3.530,4	3.892,6	4.284,2	4.706,6
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.043,9	1.181,7	1.258,8	1.337,2	1.418,9	1.504,2	1.593,3	1.686,5	1.784,1	1.886,5
Faaliyet Gelirleri Toplamı	8.115,7	9.271,3	9.976,2	10.710,8	11.489,3	12.314,3	13.188,9	14.116,0	15.099,2	16.142,1
Diğer Faaliyet Giderleri	(3.037,9)	(3.445,4)	(3.680,3)	(3.922,4)	(4.176,5)	(4.443,1)	(4.723,0)	(5.016,9)	(5.325,5)	(5.649,7)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(1.288,6)	(1.652,8)	(1.849,1)	(2.064,9)	(2.301,6)	(2.560,7)	(2.843,7)	(3.152,2)	(3.487,6)	(3.851,6)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	3.789,2	4.173,2	4.446,8	4.723,5	5.011,2	5.310,5	5.622,1	5.946,9	6.286,1	6.640,8
Vergi Karşılığı	(757,8)	(834,6)	(889,4)	(944,7)	(1.002,2)	(1.062,1)	(1.124,4)	(1.189,4)	(1.257,2)	(1.328,2)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	3.031,4	3.338,6	3.557,4	3.778,8	4.009,0	4.248,4	4.497,7	4.757,6	5.028,8	5.312,6

4.2.1.3. Bilanço Projeksiyonu

Tablo 4.22- Akbank T.A.Ş.'ye Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler

	2006	2007	2008	2009	2010
Mevduat Büyümesi	8,7%	20,0%	27,1%	7,0%	20,3%

Tablo 4.23- Akbank T.A.Ş.'ye Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Tahmini Veriler

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mevduat Büyümesi	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%

Tablo 4.24- Akbank T.A.Ş. Kredi/Mevduat Oranları (2006-2010)

	2006	2007	2008	2009	2010
Kredi / mevduat oranı	82,9%	90,2%	85,0%	71,1%	78,8%

Tablo 4.25- Akbank T.A.Ş. Kredi/Mevduat Oranları (2011-2020)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kredi / mevduat oranı	88,8%	89,9%	91,0%	92,1%	93,2%	94,3%	95,4%	96,5%	97,6%	98,8%

Tablo 4.26- Akbank T.A.Ş. Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
MDV büyüme oranı	4,7%	0,8%	14,3%	(1,0%)	12,2%
MDV / Toplam Aktifler	1,2%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%

Tablo 4.27- Akbank T.A.Ş. Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
MDV büyüme oranı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
MDV / Toplam Aktifler	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%

Tablo 4.28- Akbank T.A.Ş.'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	0,8%	1,5%	1,6%	2,2%	1,4%
Toplam Aktif Büyümesi	9,3%	19,1%	25,6%	11,3%	18,8%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	3,9%	6,1%	4,0%	4,8%	7,7%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	17,4%	11,9%	18,3%	33,8%	21,2%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	32,5%	23,9%	25,5%	20,5%	19,6%

Tablo 4.29- Akbank T.A.Ş.'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Toplam Aktif Büyümesi	17,3%	9,6%	9,4%	9,2%	9,0%	8,9%	8,7%	8,5%	8,3%	8,1%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	24,4%	24,4%	24,4%	24,4%	24,4%	24,4%	24,4%	24,4%	24,4%	24,4%

Tablo 4.30- Akbank T.A.Ş.'nin Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	34.945	56.160	62.927	63.634	83.035
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	61,0%	82,3%	73,5%	66,8%	73,4%
Özkaynak / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	20,1%	18,9%	17,8%	22,3%	21,2%
Sene başı özkaynak	6.353	7.041	10.601	11.208	14.191
Sene sonu özkaynak	7.041	10.601	11.208	14.191	17.565

Tablo 4.31- Akbank T.A.Ş.'nin Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	94.782	103.857	113.616	124.089	135.305	147.293	160.080	173.690	188.146	203.468
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%
Özkaynak / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	20,1%	19,2%	18,3%	17,4%	16,5%	15,6%	14,7%	13,8%	12,9%	12,0%
Hedef özkaynak	19.012	19.902	20.755	21.557	22.294	22.951	23.510	23.953	24.262	24.416
Sene başı özkaynak	17.565	19.012	19.902	20.755	21.557	22.294	22.951	23.510	23.953	24.262
Vergi sonrası kar	3.031	3.339	3.557	3.779	4.009	4.248	4.498	4.758	5.029	5.313
Sermaye ihtiyacı / (dağıtılan temettü)	(1.585)	(2.448)	(2.705)	(2.977)	(3.272)	(3.592)	(3.939)	(4.314)	(4.720)	(5.159)

Tablo 4.32 - Akbank T.A.Ş.'nin Tahminlenen Döneme İlişkin Profoma Bilançoları

Milyon TL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AKTİF KALEMLER										
Nakit Değerler	8.205,0	10.317,1	12.564,4	14.949,3	17.465,4	20.104,1	22.854,5	25.703,5	28.635,8	31.633,5
Finansal Varlıklar	52.478,1	55.244,5	57.896,2	60.609,1	63.379,8	66.204,7	69.079,9	72.001,0	74.963,3	77.961,8
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	60.683,1	65.561,6	70.460,6	75.558,4	80.845,2	86.308,8	91.934,3	97.704,5	103.599,1	109.595,3
Brüt Krediler	68.554,1	76.353,5	84.885,2	94.198,0	104.342,1	115.367,9	127.326,3	140.268,4	154.244,5	169.304,3
Takipteki Krediler	1.959,9	2.194,8	2.453,4	2.737,3	3.048,5	3.388,7	3.759,9	4.164,1	4.603,2	5.079,1
Özel Karşılıklar	(1.288,6)	(1.652,8)	(1.849,1)	(2.064,9)	(2.301,6)	(2.560,7)	(2.843,7)	(3.152,2)	(3.487,6)	(3.851,6)
Net Krediler	69.225,3	76.895,6	85.489,5	94.870,5	105.088,9	116.195,8	128.242,5	141.280,3	155.360,1	170.531,8
Maddi Duran Varlıklar (Net)	932,6	979,2	1.028,2	1.079,6	1.133,5	1.190,2	1.249,7	1.312,2	1.377,8	1.446,7
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	896,0	896,0	896,0	896,0	896,0	896,0	896,0	896,0	896,0	896,0
Diğer Aktif Kalemler	1.019,8	1.135,8	1.262,8	1.401,3	1.552,2	1.716,2	1.894,1	2.086,6	2.294,6	2.518,6
AKTİF TOPLAMI	132.756,9	145.468,3	159.137,0	173.805,8	189.515,9	206.307,1	224.216,7	243.279,7	263.527,6	284.988,5
PASİF KALEMLER										
Mevduat	77.241,9	84.966,1	93.306,5	102.293,9	111.958,8	122.331,0	133.439,1	145.310,4	157.970,6	171.443,3
Para Piyasalarına Borçlar	14.062,6	15.662,6	17.412,7	19.323,1	21.403,9	23.665,7	26.118,7	28.773,6	31.640,5	34.729,8
Alınan Krediler	16.730,4	18.633,8	20.715,9	22.988,7	25.464,3	28.155,1	31.073,6	34.232,0	37.642,9	41.318,2
Muhtelif Borçlar	5.710,2	6.303,6	6.947,0	7.643,1	8.394,8	9.204,7	10.075,8	11.010,5	12.011,4	13.081,1
Toplam Borçlar	113.745,1	125.566,1	138.382,1	152.248,7	167.221,8	183.356,6	200.707,2	219.326,5	239.265,5	260.572,3
Özkaynaklar	19.011,7	19.902,2	20.755,0	21.557,1	22.294,1	22.950,5	23.509,6	23.953,2	24.262,1	24.416,2
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	132.756,9	145.468,3	159.137,0	173.805,8	189.515,9	206.307,1	224.216,7	243.279,7	263.527,6	284.988,5

Tablo 4.33 - Akbank T.A.Ş.'ye Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bilanço Yapısı																
Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	57,1%	60,0%	59,7%	60,2%	60,9%	58,6%	59,3%	58,2%	58,4%	58,6%	58,9%	59,1%	59,3%	59,5%	59,7%	59,9%
Alınan Krediler / Toplam Aktifler	13,9%	13,9%	16,1%	13,0%	13,2%	8,6%	9,2%	12,6%	12,8%	13,0%	13,2%	13,4%	13,6%	13,9%	14,1%	14,3%
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	37,1%	42,2%	49,5%	54,3%	51,8%	41,7%	46,7%	51,6%	52,5%	53,3%	54,2%	55,1%	55,9%	56,8%	57,7%	58,5%
Aktif Kalitesi																
Toplam Krediler / Toplam Mevduat	65,0%	70,3%	82,9%	90,2%	85,0%	71,1%	78,8%	88,8%	89,9%	91,0%	92,1%	93,2%	94,3%	95,4%	96,5%	97,6%
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler	1,6%	1,6%	2,1%	2,7%	2,6%	4,5%	2,4%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	-1,2%	-1,1%	-1,5%	-0,4%	-1,5%	1,3%	0,0%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Duran Aktifler (Maddi Duran Varlıklar + Bağlı Ortaklık & İştirakler) / Toplam Aktifler	2,2%	2,8%	2,2%	2,0%	1,8%	1,6%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%
Likidite																
Likit Aktifler / Toplam Aktifler	49,4%	43,9%	47,3%	42,8%	45,4%	55,6%	51,0%	45,7%	45,1%	44,3%	43,5%	42,7%	41,8%	41,0%	40,2%	39,3%
Likit Aktifler / Mevduat	86,5%	73,1%	79,2%	71,1%	74,5%	94,9%	86,0%	78,6%	77,2%	75,5%	73,9%	72,2%	70,6%	68,9%	67,2%	65,6%
Gelir-Gider Yapısı																
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	8,4%	6,9%	5,1%	5,3%	4,7%	5,2%	4,2%	4,4%	4,4%	4,3%	4,2%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%
Faiz Geliri / Faiz Gideri	2,4x	2,0x	1,6x	1,6x	1,6x	2,0x	2,0x	1,8x	1,7x	1,8x	1,8x	1,9x	1,9x	2,0x	2,1x	2,3x
Net Faiz Geliri / Toplam Gelirler	73,6%	70,0%	66,7%	66,9%	65,0%	70,1%	66,0%	65,1%	64,5%	63,9%	63,2%	62,5%	61,8%	61,2%	60,5%	59,8%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri / Toplam Gelirler	18,4%	20,7%	24,5%	22,5%	23,9%	20,0%	27,6%	26,0%	25,3%	26,1%	27,0%	27,8%	28,7%	29,5%	30,3%	31,2%
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	35,8%	40,8%	35,0%	40,8%	33,3%	37,3%	37,4%	37,2%	36,9%	36,6%	36,4%	36,1%	35,8%	35,5%	35,3%	35,0%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	94,3%	124,0%	90,6%	89,9%	107,0%	76,4%	33,9%	79,6%	79,6%	79,6%	79,6%	79,6%	79,6%	79,6%	79,6%	79,6%
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	19,1%	18,3%	20,2%	20,3%	22,5%	14,8%	21,0%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%
Sermaye Yeterliliği																
Özkaynaklar / Toplam Aktifler	17,8%	12,1%	12,3%	15,5%	13,1%	14,9%	15,5%	14,3%	13,7%	13,0%	12,4%	11,8%	11,1%	10,5%	9,8%	9,2%
(Özkaynaklar-Duran Aktifler) / Toplam Aktifler	14,6%	9,1%	9,7%	13,0%	11,1%	13,0%	13,9%	12,9%	12,4%	11,8%	11,2%	10,7%	10,1%	9,5%	8,9%	8,3%
Sermaye Yeterlilik Oranı	22,8%	20,1%	18,9%	17,8%	22,3%	21,2%	20,1%	19,2%	18,3%	17,4%	16,5%	15,6%	14,7%	13,8%	12,9%	12,0%
Karlılık																
Ortalama Özsermaye Getirisi	16,4%	22,9%	23,9%	22,6%	15,6%	21,5%	18,0%	16,6%	17,2%	17,5%	17,9%	18,3%	18,8%	19,4%	20,0%	20,9%
Ortalama Aktif Getirisi	2,9%	3,3%	2,9%	3,2%	2,2%	3,0%	2,7%	2,5%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%
Büyüme																
Brüt Krediler		28,2%	30,6%	19,9%	(10,5%)	33,2%	29,6%	11,4%	11,2%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%	10,0%	9,8%
Mevduat		8,7%	20,0%	27,1%	7,0%	20,3%	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%
Aktifler		9,3%	19,1%	25,6%	11,3%	18,8%	17,3%	9,6%	9,4%	9,2%	9,0%	8,9%	8,7%	8,5%	8,3%	8,1%
Özkaynaklar		10,8%	50,6%	5,7%	26,6%	23,8%	8,2%	4,7%	4,3%	3,9%	3,4%	2,9%	2,4%	1,9%	1,3%	0,6%
Pazar Payı																
Brüt Krediler		14,1%	12,9%	13,0%	12,1%	10,1%	10,1%	10,4%	9,7%	9,5%	9,4%	9,3%	9,2%	9,1%	9,1%	9,1%
Mevduat		12,5%	11,1%	11,5%	11,5%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,6%	10,4%	10,3%	10,1%	10,0%	10,0%	9,9%
Aktifler		12,9%	11,5%	11,7%	11,7%	11,4%	11,2%	11,5%	11,0%	10,4%	10,0%	9,6%	9,2%	8,9%	8,7%	8,5%

4.2.1.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar - Akbank T.A.Ş.

4.2.1.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması

Akbank T.A.Ş.'nin değerlemesinde kullanılan iskonto oranı, Bölüm 4.1.2.4.1.'de ayrıntılı olarak anlatılan esaslara dayanılarak hesaplanmış olup, Denklem 4.1.'de değerlendirme esaslarında Akbank'a ilişkin değerler yerine konulmuştur. Beta değeri olarak Tablo 4.5.'te hesaplanan düzeltilmiş beta değerleri kullanılmıştır. Tabloya göre Akbank'ın düzeltilmiş betası 1.13'tür. Risksiz getiri oranı Bölüm 4.1.2.4.1.'de ifade edildiği gibi %9,2 olarak alınmıştır. Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (EMRP) değeri olarak ise, yine aynı bölümde hesaplanan %5.0 değeri alınmıştır.

Sonuç itibarıyla kullanılan parametreler CAPM denkleminde yerine konulduğunda, Akbank T.A.Ş.'nin Türk Lirası bazlı sermaye maliyeti %14,8 olarak hesaplanmıştır;

$$k = \%9,2 + (1,13 \times \%5,0)$$
$$k = \%14,8$$

4.2.1.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması

Tahminlenen dönem sonunda değerlemeye tabi tutulan firmanın sonsuza kadar faaliyet göstereceği varsayılmaktadır. Bu nedenle detaylı projeksiyon döneminin sonundaki yıla ilişkin nakit akımı, belli bir büyüme oranı varsayımı altında büyütülerek seri formülü ile bugüne indirgenir.

Akbank T.A.Ş.'nin değerlemesinde, devam eden değer (TV) Denklem 2.20'de ifade edildiği gibi hesaplanmış olup, TV büyüme oranı olarak; hiçbir firmanın içinde bulunduğu ekonomiden daha büyük olamayacağı varsayımı ile Türkiye'nin sürdürülebilir büyüme oranı kabul edilen %5 oranı kullanılmıştır.

4.2.1.5. Akbank T.A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında, uygulanan Temettü İskonto Modeli'ne göre, Akbank T.A.Ş. için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **30.346 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 4.34 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Akbank T.A.Ş.'nin Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Temettü ödemeleri	1.585	2.448	2.705	2.977	3.272	3.592	3.939	4.314	4.720	5.159
İskonto faktörü	0,871	0,759	0,661	0,576	0,502	0,437	0,381	0,332	0,289	0,252
Bugüne indirgenmiş temettüler	1.380	1.858	1.788	1.714	1.641	1.569	1.499	1.430	1.363	1.298

İskonto oranı - Özsermaye maliyeti	
Risksiz getiri oranı	9,2%
Beta	1,13
EMRP	5,0%
CoE	14,8%
Devam Eden Değer büyüme oranı %	5,0%

Milyon TL

Bugüne indirgenmiş temettülerin toplam değeri	15.541
Devam Eden Değer	13.909
Özsermaye Değeri	29.450
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	896
TOPLAM BANKA DEĞERİ	30.346

4.2.1.6. Akbank T.A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

4.2.1.6.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı (P/B)

II. Bölümde de belirtildiği gibi banka değerlemede firma değeri çarpanlarından çok özsermaye çarpanları kullanılmaktadır. Bunların içinde yaygın kullanım alanı bulan çarpanlar ise, Fiyat/Kazanç (P/E) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (P/B) çarpanlarıdır.

Denklem 2.11'de yer alan parametreler (risk_CoE, büyüme oranı_g ve karlılık_RoE) içerisinde, ileriye dönük piyasa beklentilerini yansıtması amacıyla, 2011 yılı sonu P/B değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2011 yılı sonu özsermaye karlılığı değeri (RoE), P/B değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirilirse; elde edilen regresyon denklemi, karlılığın P/B çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermektedir.¹²⁵

Tablo 4.35 - 2011 Beklenen Değerler İtibariyle Özsermaye Karlılığı (RoE), P/B Değerleri Arasındaki İlişki

	PB - 2011(T)	ROE - 2011(T)
Akbank	1,7x	15,4%
Garanti Bankası	1,8x	17,4%
Halk Bankası	1,9x	23,0%
İş Bankası	1,3x	15,1%
Şekerbank	0,9x	10,0%
TEB	1,2x	9,7%
Vakıflar Bankası	1,1x	13,2%
Yapı Kredi	1,7x	18,5%

Tablo değerleri, 2011 yılı beklenen Özsermaye Karlılığı (RoE) bağımsız değişken; 2011 yılı beklenen P/B bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denklemi ile ilişkilendirildiğinde, ortaya çıkan denklem ve denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

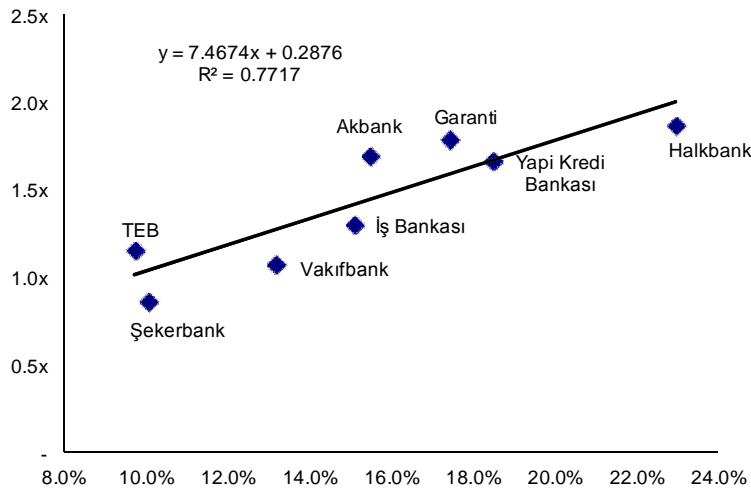
¹²⁵ Çarpan analizinde kullanılan veriler, 25 Nisan 2011 tarihi itibariyle uluslararası bir veri sağlayıcısı olan Thomson Reuters veri tabanından sağlanmıştır.

$$P/B = 7,467 \cdot RoE + 0,288 \quad (R^2 = 0,772)$$

Denklem 4.5

Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise aşağıdaki şekilde oluşmaktadır:

Grafik 4.3.- 2011 Beklenen Değerler İtibariyle Özsermaye Karlılığı (RoE), P/B Değerleri Arasındaki Regresyon Denklemi



Eşitlikte, Akbank'ın Temettü İskonto Modeli'nde elde edilen 2011 yılı sonu RoE değeri yerine konulursa bulunacak değer, Akbank'ın tahmin edilen karlılık seviyesinde hakettiği P/B çarpanı değeri olacaktır. Temettü iskonto modelinde hesaplanan RoE değeri olan %16,6 değeri, regresyon denkleminde yerine konulursa elde edilen değer, 2011 yılı için bankanın beklenen P/B çarpanı olmaktadır. Çarpan 1.5x olarak hesaplanmaktadır. Çarpan değeri, Akbank'ın modelde hesaplanan 2011 yıl sonu defter değeri (19.012m TL) ile çarpıldığında Banka değeri **29.000m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/B = 7,467 \times \%16,6 + 0,288$$

$$P/B = 1,5$$

4.2.1.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E)

Fiyat/Kazanç (P/E) oranı, hisse başına piyasa fiyatının hisse başına kazanç (HBK) oranıdır. Denklem 2.2 ve 2.3'te ifade edildiği üzere, bir bankanın P/E çarpanının değerini etkileyen ana faktörler; risk (CoE_k) ve büyüme oranı (g)'dir. Bu parametreler içerisinde ileriye dönük piyasa beklentilerini yansıtması amacıyla 2010 yılı sonu P/E değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2010-2012 yılları arası Hisse Başına Kar_HBK (EPS) değerleri Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (Compounded Annual Growth Rate-CAGR) değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirilmiştir. Sonuçta, elde edilen regresyon denklemi, net kar büyüme oranının P/E çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermektedir.

Tablo 4.36 - 2011 Beklenen Değerler İtibarıyla Bazı Bankaların P/E Oranları ve HBK Tahminleri¹²⁶

	PE - 2011(T)	HBK - 2011(T)-2013(T)
Akbank	11,5x	10,6%
Garanti Bankası	10,7x	11,3%
Halk Bankası	8,7x	7,6%
İş Bankası	8,9x	7,8%
Şekerbank	8,6x	11,9%
TEB	14,6x	15,3%
Vakıflar Bankası	8,3x	9,8%
Yapı Kredi	9,6x	14,4%

Kaynak: Thomson Reuters Veri Tabanı (25/04/2011)

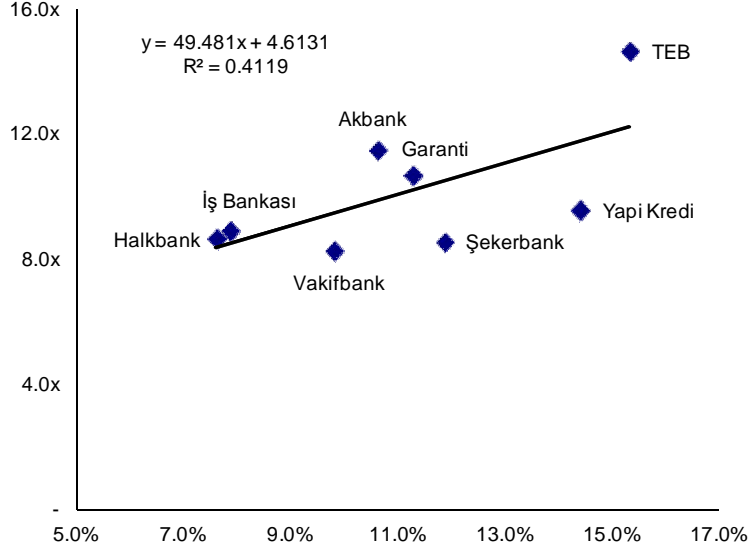
Tablo değerleri; 2011-2013 yılları arası beklenen HBK bağımsız değişken, 2011 yılı beklenen P/E bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denkleminde yerine konulduğunda, ortaya çıkan denklem ve denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$P/E = 49,481 * HBK \text{ CAGR (11-13)} + 4,6131 (R^2 = 0,412) \quad \text{Denklem 4.6}$$

Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise aşağıdaki şekilde oluşmaktadır:

¹²⁶ Vakıflarbank, Halk Bankası ve Şekerbank için 2013 verilerinin bulunmaması nedeniyle 2010-2012 yılları arası CAGR tahminleri kullanılmıştır.

Grafik 4.4.- 2011 Beklenen Değerler İtibariyle HBK ve P/E Değerleri Arasındaki Regresyon Denklemi



Eşitlikte, Akbank için hesaplanan Temettü İskonto Modeli'nde bulunan 2011-2013 yılları arası HBK CAGR değeri yerine konulursa elde edilecek değer, Akbank'ın tahmin edilen büyüme oranı seviyesinde hakettiği P/E çarpanı olacaktır. Modelde hesaplanan HBK CAGR (2011-13) değeri olan %8,3 denklemde yerine konulduğunda, 2011 beklenen P/E çarpanı 8,7x olmaktadır. Bu değer ise, Akbank'ın modelden hesaplanan 2011 yılı sonu net kar değeri (3.031m TL) ile çarpıldığında banka değeri **26.478m TL** olarak hesaplanmaktadır.

4.2.1.7. Akbank T.A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Artık Gelir Modeli'ne göre, Akbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **28.252 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye değerinin elde edilmesi için öncelikle tahminlenen dönem boyunca artık gelirler hesaplanmıştır. Burada sadece esas bankacılık faaliyetlerinden kaynaklanan verileri elde etmek amacıyla, yatırılan sermaye (Net Aktif Değeri) olarak bağlı ortaklıklar

ve iştiraklerden arındırılmış başlangıç özsermayesi alınmış olup, özsermaye verimi de bağılı ortaklıklar ve iştiraklerden arındırılmış başlangıç özsermaye değerleri ile bağılı ortaklıklar ve iştiraklerden elde edilecek gelir hariç tahmin edilen net kar üzerinden hesaplanmıştır. Elde edilen artık gelir değerleri Akbank'ın belirlenen iskonto oranı (k=%14.8) ile bugünkü değere indirgenmiştir.

İndirgenmiş artık gelirler toplamına, 2010 yılı sonu itibarıyla değer hesaplaması yapıldığı için net aktif değeri de eklenmiş ve devam eden değer de eklenmesiyle Bankanın özsermaye değeri elde edilmiştir.

Tablo 4.37 - Artık Gelir Modeli'ne göre Akbank T.A.Ş.'nin Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
RoE (Başlangıç Özsermayesi)	18,2%	18,4%	18,7%	19,0%	19,4%	19,9%	20,4%	21,0%	21,8%	22,7%
CoE (Özsermaye Maliyeti)	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Net Aktif Değeri	16.669	18.116	19.006	19.859	20.661	21.398	22.054	22.614	23.057	23.366
Artık Gelirler (Residual Income_RI)	565	658	745	840	952	1.082	1.234	1.411	1.617	1.855
İskonto faktörü	0,871	0,759	0,661	0,576	0,502	0,437	0,381	0,332	0,289	0,252
İndirgenmiş Artık Gelirler	492	499	492	484	477	473	470	468	467	467

Milyon TL

İndirgenmiş Artık Gelirler Toplamı	4.789
Net Aktif Değeri (2010 Yılı Sonu)	17.565
Devam Eden Değer	5.002
Özsermaye değeri	27.356
İştirakler & Bağılı ortaklıklar	896
TOPLAM BANKA DEĞERİ	28.252

4.2.1.8. Akbank T.A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre, Akbank T.A.Ş. için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **29.450 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Banka değeri ise iştirak ve bağlı ortaklıkların, özsermaye değerine eklenmesiyle **30.346 milyon TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.38 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre Akbank T.A.Ş.'nin Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Kar	3.031	3.339	3.557	3.779	4.009	4.248	4.498	4.758	5.029	5.313
(+/-) Faiz Geliri Sağlayan Nakit ve Finansal Varlıklarda Değişim	(2.924)	(4.878)	(4.899)	(5.098)	(5.287)	(5.464)	(5.626)	(5.770)	(5.895)	(5.996)
(+/-) Net Kredilerdeki Değişim	(16.330)	(7.670)	(8.594)	(9.381)	(10.218)	(11.107)	(12.047)	(13.038)	(14.080)	(15.172)
(+/-) İştirak ve Bağlı Ortaklıklardaki Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Diğer Aktif Kalemlerdeki Değişim	(276)	(116)	(127)	(139)	(151)	(164)	(178)	(193)	(208)	(224)
(-) Sabit Sermaye Yatırımı	(44)	(47)	(49)	(51)	(54)	(57)	(60)	(62)	(66)	(69)
(+/-) Mevduattaki Değişim	10.075	7.724	8.340	8.987	9.665	10.372	11.108	11.871	12.660	13.473
(+/-) Para Piyasalarına Borçlardaki Değişim	2.852	1.600	1.750	1.910	2.081	2.262	2.453	2.655	2.867	3.089
(+/-) Alınan Kredilerdeki Değişim	6.355	1.903	2.082	2.273	2.476	2.691	2.918	3.158	3.411	3.675
(+/-) Muhtelif Borçlardaki Değişim	(1.154)	593	643	696	752	810	871	935	1.001	1.070
FCFE	1.585	2.448	2.705	2.977	3.272	3.592	3.939	4.314	4.720	5.159
İskonto faktörü	0,871	0,759	0,661	0,576	0,502	0,437	0,381	0,332	0,289	0,252
İndirgenmiş FCFE	1.380	1.858	1.788	1.714	1.641	1.569	1.499	1.430	1.363	1.298

Milyon TL

İndirgenmiş Nakit Akımları (FCFE) Toplamı	15.541
Devam Eden Değer	13.909
Özsermaye değeri	29.450
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	896
TOPLAM BANKA DEĞERİ	30.346

4.2.2. ALTERNATİFBANK A.Ş.

Alternatifbank A.Ş., 6 Kasım 1991 tarihinde İstanbul'da kurulmuş ve bankacılık faaliyetlerine Şubat 1992'de başlamıştır. Banka'nın hisse senetleri 3 Temmuz 1995 tarihinden itibaren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmeye başlamıştır. Banka, halen özel sermayeli bir mevduat bankası statüsünde 56 şubesi ile hizmet vermektedir.

31 Mart 2011 tarihi itibarıyla Banka'nın hisselerinin %77,714'üne Anadolu Endüstri Holding A.Ş. sahip olup Anadolu Grubu bünyesinde yer almaktadır. Ayrıca, diğer hissedarlar içerisinde yer alan diğer Anadolu Grubu firmaları Banka'nın hisselerinin %18,12'sine sahiptir.¹²⁷ Bankanın halka açıklık oranı ise %4'tür.

¹²⁷ Alternatifbank A.Ş. Faaliyet Raporu, 31/01/2011, s.5-6, (Çevrimiçi)
http://www.abank.com.tr/UserFiles/File/raporlar/faliyetraporu/Abank_Faaliyet%20Raporu_31122010.pdf, 13/06/2011

4.2.2.1. Mali Tablolar- Alternatifbank A.Ş.

Alternatifbank A.Ş.'nin değerlemesinde esas alınan özet bilanço ve gelir tabloları aşağıdaki gibidir.

Tablo 4.39 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010)

Milyon TL	2006	2007	2008	2009	2010
AKTİF KALEMLER					
Nakit Değerler	451,3	472,2	961,6	269,9	279,4
Finansal Varlıklar	114,7	124,6	309,3	517,0	571,7
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	566,0	596,9	1.271,0	787,0	851,2
Brüt Krediler	1.335,7	1.849,5	2.308,5	2.653,9	3.155,6
Takipteki Krediler	38,1	65,9	128,9	192,7	150,0
Özel Karşılıklar	(29,8)	(51,7)	(66,8)	(120,5)	(60,0)
Net Krediler	1.344,0	1.863,6	2.370,6	2.726,1	3.245,7
Maddi Duran Varlıklar (Net)	4,1	16,2	20,6	16,8	19,0
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	25,0	25,1	24,5	25,0	25,2
Diğer Aktif Kalemler	33,0	95,2	58,3	74,0	117,7
AKTİF TOPLAMI	1.972,1	2.597,0	3.745,0	3.628,8	4.258,7
PASİF KALEMLER					
Mevduat	1.128,0	1.704,0	2.653,6	2.548,4	2.441,6
Para Piyasalarına Borçlar	9,3	9,1	11,0	88,3	293,7
Alınan Krediler	555,4	346,6	533,1	397,2	642,6
Muhtelif Borçlar	97,0	292,8	172,1	160,1	418,4
Toplam Borçlar	1.789,7	2.352,5	3.369,7	3.194,1	3.796,3
Özkaynaklar	182,3	244,4	375,3	434,7	462,4
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	1.972,1	2.597,0	3.745,0	3.628,8	4.258,7

Tablo 4.40 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010)

Gelir Tablosu	2006	2007	2008	2009	2010
Faiz Gelirleri	242,7	324,9	449,0	472,2	337,2
Faiz Giderleri	(133,8)	(170,8)	(252,0)	(232,3)	(169,6)
Net Faiz Geliri	108,9	154,1	197,0	239,8	167,6
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	17,7	17,8	20,1	27,2	25,3
Diğer Faaliyet Gelirleri	8,3	8,5	40,6	29,0	98,9
Faaliyet Gelirleri Toplamı	135,0	180,4	257,7	296,1	291,8
Diğer Faaliyet Giderleri	(65,8)	(70,9)	(123,3)	(107,1)	(200,7)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(27,9)	(42,2)	(68,8)	(112,0)	(56,5)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	1,7	2,1	1,4	-	-
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	42,9	69,4	67,0	76,9	34,6
Vergi Karşılığı	(13,3)	(6,1)	(14,0)	(15,4)	(6,9)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	29,7	63,3	53,0	61,5	27,7

4.2.2.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu

Tablo 4.41.- Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Faiz Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	1.902	2.446	3.579	3.441	4.007
Aktiflerin yüzdesi %	96%	94%	96%	95%	94%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	1.579	2.174	3.013	3.510	3.724
Faiz gelir oranı %	15,4%	14,9%	14,9%	13,5%	9,1%
Faiz Gideri					
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	1.693	2.060	3.198	3.034	3.378
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	1.469	1.876	2.629	3.116	3.206
Faiz gider oranı %	9,1%	9,1%	9,6%	7,5%	5,3%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	15,6%	17,3%	16,0%	9,2%	5,8%
Faiz gider oranına olan spread	(6,5%)	(8,1%)	(6,4%)	(1,8%)	(0,5%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	5,5%	10,5%	(7,3%)	(42,4%)	(36,8%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	6,3%	5,8%	5,3%	6,0%	3,8%

Tablo 4.42 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Faiz Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	4.194	4.622	5.091	5.597	6.143	6.730	7.361	8.037	8.760	9.532
Aktiflerin yüzdesi %	95%	95%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	4.100	4.408	4.857	5.344	5.870	6.437	7.046	7.699	8.399	9.146
Faiz gelir oranı %	10,3%	11,0%	10,5%	9,9%	9,3%	8,8%	8,2%	7,6%	7,1%	6,5%
Faiz Gideri										
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	3.626	3.997	4.400	4.835	5.304	5.808	6.350	6.930	7.551	8.213
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	3.502	3.812	4.199	4.617	5.069	5.556	6.079	6.640	7.241	7.882
Faiz gider oranı %	6,5%	7,3%	6,7%	6,1%	5,6%	5,0%	4,4%	3,9%	3,3%	2,7%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	7,2%	8,0%	7,4%	6,8%	6,1%	5,5%	4,9%	4,3%	3,6%	3,0%
Faiz gider oranına olan spread	(0,7%)	(0,7%)	(0,7%)	(0,6%)	(0,6%)	(0,5%)	(0,4%)	(0,4%)	(0,3%)	(0,3%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	23,0%	11,7%	(7,8%)	(8,5%)	(9,3%)	(10,2%)	(11,4%)	(12,8%)	(14,7%)	(17,2%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%

Tablo 4.43 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	944	1.096	1.244	1.573	1.923
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	795	1.020	1.170	1.409	1.748
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	70,7%	59,3%	53,9%	59,3%	60,9%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	46,2%	16,1%	13,5%	26,4%	22,2%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	0,9%	0,7%	0,6%	0,7%	0,5%

Tablo 4.44 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	1.869	2.077	2.304	2.551	2.819	3.111	3.426	3.766	4.133	4.528
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	1.896	1.973	2.190	2.427	2.685	2.965	3.268	3.596	3.950	4.330
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	(2,8%)	11,1%	10,9%	10,7%	10,5%	10,3%	10,1%	9,9%	9,7%	9,5%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%

Tablo 4.45 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Diğer Gelirler	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	7,6%	5,5%	20,6%	12,1%	59,0%

Tablo 4.46 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Düğer Gelirler	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Düğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	21,0%	21,1%	21,1%	21,2%	21,3%	21,4%	21,5%	21,6%	21,6%	21,7%

Tablo 4.47 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Gelir / Gider Rasyosu (Düğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	48,8%	39,3%	47,8%	36,2%	68,8%

Tablo 4.48 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gelir / Gider Rasyosu (Düğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	48,2%	46,7%	45,2%	43,8%	42,3%	40,9%	39,4%	37,9%	36,5%	35,0%

Tablo 4.49 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemesinde Kredi ve Düğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	2,8%	3,6%	5,6%	7,3%	4,8%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	69,0%	81,3%	70,6%	69,6%	33,0%

Tablo 4.50 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerlemesinde Kredi ve Düğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	4,8%	4,7%	4,5%	4,4%	4,2%	4,1%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%

Tablo 4.51 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	6,9%	7,1%	6,5%	6,8%	4,5%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	2,7%	3,2%	3,2%	4,9%	2,1%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	1,7%	2,8%	1,7%	1,7%	0,7%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	17,7%	29,7%	17,1%	15,2%	6,2%

Tablo 4.52 - Alternatifbank A.Ş.'nin Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	4,7%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	3,1%	3,1%	3,0%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	0,8%	1,0%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	7,5%	9,2%	10,0%	10,8%	11,6%	12,4%	13,2%	13,9%	14,7%	15,4%

Tablo 4.53 - Alternatifbank A.Ş.'ye ait Proforma Gelir Tabloları

Gelir Tablosu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Faiz Gelirleri	421,2	486,5	508,4	529,0	547,8	564,1	577,4	587,3	592,9	593,7
Faiz Giderleri	(227,9)	(277,1)	(281,4)	(283,3)	(282,2)	(277,7)	(269,3)	(256,5)	(238,6)	(214,9)
Net Faiz Geliri	193,3	209,3	226,9	245,8	265,6	286,4	308,1	330,8	354,3	378,8
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	34,9	36,3	40,3	44,7	49,4	54,6	60,2	66,2	72,7	79,7
Diğer Faaliyet Gelirleri	40,6	44,1	48,0	52,2	56,6	61,2	66,1	71,3	76,7	82,2
Faaliyet Gelirleri Toplamı	268,8	289,7	315,2	342,6	371,6	402,2	434,4	468,2	503,7	540,7
Diğer Faaliyet Giderleri	(129,5)	(135,3)	(142,6)	(150,0)	(157,3)	(164,3)	(171,1)	(177,6)	(183,7)	(189,3)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(96,3)	(99,2)	(106,8)	(114,6)	(122,6)	(130,8)	(139,2)	(147,6)	(156,1)	(164,4)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	43,0	55,2	65,9	78,0	91,7	107,0	124,1	143,0	164,0	187,0
Vergi Karşılığı	(8,6)	(11,0)	(13,2)	(15,6)	(18,3)	(21,4)	(24,8)	(28,6)	(32,8)	(37,4)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	34,4	44,2	52,7	62,4	73,4	85,6	99,3	114,4	131,2	149,6

Tablo 4.54 - Alternatifbank A.Ş.'ye Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bilanço Yapısı															
Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	57,2%	65,6%	70,9%	70,2%	57,3%	63,9%	63,8%	63,7%	63,5%	63,4%	63,3%	63,1%	63,0%	62,9%	62,7%
Alınan Krediler / Toplam Aktifler	28,2%	13,3%	14,2%	10,9%	15,1%	16,6%	16,8%	16,9%	17,0%	17,1%	17,3%	17,4%	17,5%	17,7%	17,8%
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	67,7%	71,2%	61,6%	73,1%	74,1%	70,0%	70,5%	71,1%	71,7%	72,2%	72,8%	73,3%	73,9%	74,4%	75,0%
Aktif Kalitesi															
Toplam Krediler / Toplam Mevduat	118,4%	108,5%	87,0%	104,1%	129,2%	109,5%	110,6%	111,7%	112,8%	113,9%	115,0%	116,1%	117,2%	118,4%	119,5%
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler	2,8%	3,6%	5,6%	7,3%	4,8%	4,8%	4,7%	4,5%	4,4%	4,2%	4,1%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	0,6%	0,8%	2,7%	2,7%	2,9%	1,7%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%
Duran Aktifler (Maddi Duran Varlıklar + Bağıli Ortaklık & İştirakler) / Toplam Aktifler	1,5%	1,6%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
Likidite															
Likit Aktifler / Toplam Aktifler	28,7%	23,0%	33,9%	21,7%	20,0%	25,5%	24,9%	24,4%	24,0%	23,5%	23,0%	22,5%	22,0%	21,5%	21,0%
Likit Aktifler / Mevduat	50,2%	35,0%	47,9%	30,9%	34,9%	39,9%	39,1%	38,4%	37,7%	37,0%	36,3%	35,6%	34,9%	34,2%	33,5%
Gelir-Gider Yapısı															
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	6,9%	7,1%	6,5%	6,8%	4,5%	4,7%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%
Faiz Geliri / Faiz Gideri	1,8x	1,9x	1,8x	2,0x	2,0x	1,8x	1,8x	1,8x	1,9x	1,9x	2,0x	2,1x	2,3x	2,5x	2,8x
Net Faiz Geliri / Toplam Gelirler	80,7%	85,4%	76,4%	81,0%	57,4%	71,9%	72,2%	72,0%	71,7%	71,5%	71,2%	70,9%	70,6%	70,3%	70,0%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri / Toplam Gelirler	13,1%	9,8%	7,8%	9,2%	8,7%	13,0%	12,5%	12,8%	13,0%	13,3%	13,6%	13,8%	14,1%	14,4%	14,7%
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	48,8%	39,3%	47,8%	36,2%	68,8%	48,2%	46,7%	45,2%	43,8%	42,3%	40,9%	39,4%	37,9%	36,5%	35,0%
Ayrılan Karşılıklar / Takipteki Krediler	69,0%	81,3%	70,6%	69,6%	33,0%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%	64,7%
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	7,6%	5,5%	20,6%	12,1%	59,0%	21,0%	21,1%	21,1%	21,2%	21,3%	21,4%	21,5%	21,6%	21,6%	21,7%
Sermaye Yeterliliği															
Özkaynaklar / Toplam Aktifler	9,2%	9,4%	10,0%	12,0%	10,9%	10,4%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,2%	10,2%	10,2%
(Özkaynaklar-Duran Aktifler) / Toplam Aktifler	7,8%	7,8%	8,8%	10,8%	9,8%	9,3%	9,4%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Sermaye Yeterlilik Oranı	12,5%	11,3%	13,6%	12,6%	11,0%	12,2%	12,2%	12,2%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,0%	12,0%	12,0%
Karlılık															
Ortalama Özsermaye Getirisi	17,7%	29,7%	17,1%	15,2%	6,2%	7,5%	9,2%	10,0%	10,8%	11,6%	12,4%	13,2%	13,9%	14,7%	15,4%
Ortalama Aktif Getirisi	1,7%	2,8%	1,7%	1,7%	0,7%	0,8%	1,0%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%
Büyüme															
Brüt Krediler	55,5%	38,5%	24,8%	15,0%	18,9%	(2,6%)	11,1%	10,9%	10,7%	10,5%	10,3%	10,1%	9,9%	9,7%	9,5%
Mevduat	58,4%	51,1%	55,7%	(4,0%)	(4,2%)	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%
Aktifler	34,1%	31,7%	44,2%	(3,1%)	17,4%	3,2%	10,2%	10,0%	9,9%	9,7%	9,5%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%
Özkaynaklar	19,4%	34,1%	53,5%	15,8%	6,4%	(1,5%)	10,0%	9,8%	9,7%	9,5%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%
Pazar Payı															
Brüt Krediler	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Mevduat	0,4%	0,5%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Aktifler	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

4.2.2.3. Bilanço Projeksiyonu

Tablo 4.55 - Alternatifbank A.Ş.'ye Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler

	2006	2007	2008	2009	2010
Mevduat Büyümesi	58,4%	51,1%	55,7%	(4,0%)	(4,2%)

Tablo 4.56 - Alternatifbank A.Ş.'ye Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mevduat Büyümesi	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%

Tablo 4.57 - Alternatifbank A.Ş. Kredi/Mevduat Oranları (2006-2010)

	2006	2007	2008	2009	2010
Kredi / mevduat oranı	118,4%	108,5%	87,0%	104,1%	129,2%

Tablo 4.58 - Alternatifbank A.Ş. Kredi/Mevduat Oranları (2011-2020)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kredi / mevduat oranı	109,5%	110,6%	111,7%	112,8%	113,9%	115,0%	116,1%	117,2%	118,4%	119,5%

Tablo 4.59 - Alternatifbank A.Ş. Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
MDV büyüme oranı	52,2%	297,2%	27,4%	(18,7%)	13,1%
MDV / Toplam Aktifler	0,2%	0,6%	0,6%	0,5%	0,4%

Tablo 4.60 - Alternatifbank A.Ş. Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
MDV büyüme oranı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
MDV / Toplam Aktifler	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

Tablo 4.61 - Alternatifbank A.Ş.'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları
(Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	2,5%	5,1%	2,5%	2,8%	3,7%
Toplam Akif Büyümesi	34,1%	31,7%	44,2%	(3,1%)	17,4%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	5,7%	14,2%	5,4%	5,3%	12,4%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	0,7%	0,5%	0,5%	3,3%	9,3%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	41,6%	18,7%	23,1%	15,0%	20,4%

Tablo 4.62 - Alternatifbank A.Ş.'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları
(Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Toplam Akif Büyümesi	3,2%	10,2%	10,0%	9,9%	9,7%	9,5%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%

Tablo 4.63 - Alternatifbank A.Ş.'nin Özsermayeye İlişkin Oranları
(Geçmiş Performans)

Özsermaye	2006	2007	2008	2009	2010
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	1.458	2.170	2.749	3.442	4.213
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	73,9%	83,6%	73,4%	94,9%	98,9%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	12,5%	11,3%	13,6%	12,6%	11,0%
Sene başı Özsermaye	153	182	244	375	435
Sene sonu Özsermaye	182	244	375	435	462

Tablo 4.64 - Alternatifbank A.Ş.'nin Özsermayeye İlişkin Oranları
(Projeksiyon Dönemi)

Özsermaye	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	3.731	4.113	4.526	4.972	5.453	5.970	6.526	7.121	7.757	8.436
(Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk)/aktifler	84,9%	84,9%	84,9%	84,9%	84,9%	84,9%	84,9%	84,9%	84,9%	84,9%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	12,2%	12,2%	12,2%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,0%	12,0%	12,0%
Hedef Özsermaye	455	501	550	603	661	722	788	858	933	1.012
Sene başı Özsermaye	462	455	501	550	603	661	722	788	858	933
Vergi sonrası kar	34	44	53	62	73	86	99	114	131	150
Sermaye ihtiyacı / (dağıtılan temettü)	(41)	1	(3)	(9)	(16)	(24)	(34)	(44)	(56)	(70)

Tablo 4.65 - Alternatifbank A.Ş.'nin Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları

Milyon TL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AKTİF KALEMLER										
Nakit Değerler	518,9	573,9	639,1	708,0	780,6	856,7	936,2	1.018,9	1.104,4	1.192,6
Finansal Varlıklar	601,5	633,2	663,6	694,7	726,5	758,8	791,8	825,3	859,2	893,6
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	1.120,4	1.207,1	1.302,7	1.402,7	1.507,0	1.615,5	1.728,0	1.844,1	1.963,7	2.086,2
Brüt Krediler	3.073,6	3.415,3	3.788,3	4.194,5	4.636,0	5.114,9	5.633,2	6.193,1	6.796,5	7.445,4
Takipteki Krediler	147,6	159,1	170,9	183,2	195,8	208,6	221,6	234,7	247,7	260,6
Özel Karşılıklar	(96,3)	(99,2)	(106,8)	(114,6)	(122,6)	(130,8)	(139,2)	(147,6)	(156,1)	(164,4)
Net Krediler	3.124,9	3.475,2	3.852,4	4.263,1	4.709,2	5.192,7	5.715,7	6.280,2	6.888,1	7.541,5
Maddi Duran Varlıklar (Net)	19,9	20,9	21,9	23,0	24,2	25,4	26,7	28,0	29,4	30,9
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Diğer Aktif Kalemler	102,4	113,8	126,3	139,8	154,5	170,5	187,7	206,4	226,5	248,1
AKTİF TOPLAMI	4.392,9	4.842,2	5.328,5	5.853,8	6.420,1	7.029,3	7.683,3	8.383,9	9.132,9	9.932,0
PASİF KALEMLER										
Mevduat	2.807,9	3.088,7	3.391,8	3.718,5	4.069,9	4.446,9	4.850,7	5.282,3	5.742,5	6.232,2
Para Piyasalarına Borçlar	87,9	97,7	108,4	120,0	132,6	146,3	161,2	177,2	194,4	213,0
Alınan Krediler	730,0	811,1	899,7	996,2	1.101,0	1.214,7	1.337,9	1.470,8	1.614,1	1.768,2
Muhtelif Borçlar	311,8	343,7	378,3	415,7	456,0	499,4	546,0	595,9	649,3	706,2
Toplam Borçlar	3.937,5	4.341,2	4.778,2	5.250,4	5.759,5	6.307,4	6.895,7	7.526,1	8.200,3	8.919,7
Özkaynaklar	455,4	501,0	550,3	603,4	660,6	721,9	787,6	857,8	932,6	1.012,3
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	4.392,9	4.842,2	5.328,5	5.853,8	6.420,1	7.029,3	7.683,3	8.383,9	9.132,9	9.932,0

4.2.2.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar - Alternatifbank A.Ş.

4.2.2.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması

Alternatifbank A.Ş.'nin değerlemesinde kullanılan iskonto oranı, Bölüm 4.1.2.4.1.'de ayrıntılı olarak anlatılan esaslara dayanılarak hesaplanmış olup, Denklem 4.1.'de değerlendirme esaslarında Alternatifbank'a ilişkin değerler yerine konulmuştur. Beta değeri olarak Tablo 4.5.'te hesaplanan düzeltilmiş beta değerleri kullanılmıştır. Tabloya göre Alternatifbank'ın düzeltilmiş betası 0,85'tir. Risksiz getiri oranı Bölüm 4.1.2.4.1.'de ifade edildiği gibi %9,2 olarak alınmıştır. Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (EMRP) değeri olarak ise, yine aynı bölümde hesaplanan %5,0 değeri alınmıştır.

Kullanılan parametreler CAPM denkleminde yerine konulduğunda, Alternatifbank'ın Türk Lirası bazlı sermaye maliyeti %13,4 olarak hesaplanmıştır;

$$k = \%9,2 + (0,85 \times \%5,0)$$

$$k = \%13,4$$

4.2.2.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması

Alternatifbank'ın değerlemesinde, devam eden değer (TV) Denklem 2.20'de ifade edildiği gibi hesaplanmış olup, TV büyüme oranı olarak %5 oranı kullanılmıştır.

4.2.2.5. Alternatifbank A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında, uygulanan Temettü İskonto Modeli'ne göre, Alternatifbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle 379 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 4.66 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Alternatifbank A.Ş.'nin Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Temettü ödemeleri	41	(1)	3	9	16	24	34	44	56	70
İskonto faktörü	0,882	0,777	0,685	0,604	0,533	0,470	0,414	0,365	0,322	0,284
Bugüne indirgenmiş temettüler	36	(1)	2	6	9	11	14	16	18	20

İskonto oranı - Özsermaye maliyeti	
Risksiz getiri oranı	9,2%
Beta	0,85
EMRP	5,0%
CoE	13,4%
Devam eden değer büyüme oranı %	5,0%

Milyon TL	
Bugüne indirgenmiş temettülerin toplam değeri	131
Devam Eden Değerin bugünkü değeri	248
Özsermaye değeri	379
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	25
TOPLAM BANKA DEĞERİ	405

4.2.2.6. Alternatifbank A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

4.2.2.6.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı (P/B)

İkinci bölümden hatırlanacağı üzere, Denklem 2.11'de yer alan parametreler (risk_CoE, büyüme oranı_g ve karlılık_RoE) içerisinde, ileriye dönük piyasa beklentilerini yansıtmayı amacıyla, 2011 yıl sonu P/B değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2011 yılı sonu özsermaye karlılığı değeri (RoE), P/B değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirildiğinde; elde edilen regresyon denklemi, karlılığın P/B çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermekteydi.

Tablo 4.35'te yer alan değerlerden, 2011 yılı beklenen Özsermaye Karlılığı (RoE) bağımsız değişken; 2011 yılı beklenen P/B bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denklemi ile ilişkilendirildiğinde, Denklem 4.5 (**$P/B = 7,467 \cdot RoE + 0,288$**) elde edilmekte ve denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri de 0,772 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.3'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, Alternatifbank'ın Temettü İskonto Modeli'nde elde edilen 2011 yılı sonu RoE değeri yerine konulursa bulunacak değer, Alternatifbank'ın tahmin edilen karlılık seviyesinde hakettiği P/B çarpanı değeri olacaktır. Temettü iskonto modelinde hesaplanan RoE değeri olan %7,5 değeri, regresyon denkleminde yerine konulursa elde edilen değer, 2011 yılı için bankanın beklenen P/B çarpanı olmaktadır. Çarpan 0.8x olarak hesaplanmaktadır. Çarpan değeri, Alternatifbank'ın modelde hesaplanan 2011 yıl sonu defter değeri (455m TL) ile çarpıldığında banka değeri **386m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/B = 7,467 \times \%7,5 + 0,288$$

$$P/B = 0,8$$

4.2.2.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E)

İkinci Bölümde Denklem 2.2 ve 2.3'te ifade edildiği üzere, bir bankanın P/E çarpanının değerini etkileyen ana faktörler; risk (CoE_k) ve büyüme oranı (g) idi. Bu parametreler içerisinde ileriye dönük piyasa beklentilerini yansıtması amacıyla 2010 yılı sonu P/E değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2010-2012 yılları arası Hisse Başına Kar_HBK (EPS) değerleri Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (Compounded Annual Growth Rate-CAGR) değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirilmiştir. Sonuçta, elde edilen regresyon denklemi, net kar büyüme oranının P/E çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermektedir.

Tablo 4.36'da yer alan değerler; 2011-2013 yılları arası beklenen HBK bağımsız değişken, 2011 yılı beklenen P/E bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denkleminde yerine konulduğunda, Denklem 4.6 (**P/E = 49,481*HBK CAGR (11-13) + 4,6131**) elde edilmekte olup, denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri'de 0,412 olarak hesaplanmıştır.

Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.4'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, Alternatifbank için hesaplanan Temettü İskonto Modeli'nde bulunan 2011-2013 yılları arası HBK CAGR değeri yerine konulursa elde edilecek değer, Alternatifbank'ın tahmin edilen büyüme oranı seviyesinde hakettiği P/E çarpanı olacaktır. Modelde hesaplanan HBK CAGR (2011-13) değeri olan %23,8 denklemde yerine konulduğunda, 2011 beklenen P/E çarpanı 16,4x olmaktadır. Bu değer ise, Alternatifbank'ın modelden hesaplanan 2011 yılı sonu net kar değeri (34m TL) ile çarpıldığında banka değeri **563m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/E = 49,481 \times \%23,8 + 4,6131$$

$$P/E = 16,4$$

4.2.2.7. Alternatifbank A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Artık Gelir Modeli'ne göre, Alternatifbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **536 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye değerinin elde edilmesi için öncelikle tahminlenen dönem boyunca artık gelirler hesaplanmıştır. Elde edilen artık gelir değerleri Alternatifbank'ın belirlenen iskonto oranı ($k=13,4\%$) ile bugünkü değere indirgenmiştir.

İndirgenmiş artık gelirler toplamına, 2010 yılı sonu itibariyle değer hesaplaması yapıldığı için net aktif değeri de eklenmiş ve devam eden değer de eklenmesiyle Bankanın özsermaye değeri elde edilmiştir.

Tablo 4.67 - Artık Gelir Modeli'ne göre Alternatifbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
RoE (Başlangıç Özsermayesi)	7,9%	10,3%	11,1%	11,9%	12,7%	13,5%	14,3%	15,0%	15,8%	16,5%
CoE (Özsermaye Maliyeti)	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%
Net Aktif Değeri	437	430	476	525	578	635	697	762	833	907
Artık Gelirler (Residual Income_RI)	(24)	(14)	(11)	(8)	(4)	0	6	12	19	28
İskonto faktörü	0,882	0,777	0,685	0,604	0,533	0,470	0,414	0,365	0,322	0,284
İndirgenmiş Artık Gelirler	(21)	(11)	(8)	(5)	(2)	0	2	4	6	8

milyon TL

İndirgenmiş Artık Gelirler Toplamı	(25)
Net Aktif Değeri (2010 Yılı Sonu)	462
Devam Eden Değer	99
TOPLAM BANKA DEĞERİ	536

4.2.2.8. Alternatifbank A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre, Alternatifbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **405 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 4.68 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre Alternatifbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Kar	34	44	53	62	73	86	99	114	131	150
(+/-) Faiz Geliri Sağlayan Nakit ve Finansal Varlıklarda Değişim	(269)	(87)	(96)	(100)	(104)	(108)	(112)	(116)	(120)	(123)
(+/-) Net Kredilerdeki Değişim	121	(350)	(377)	(411)	(446)	(484)	(523)	(564)	(608)	(653)
(+/-) İştirak ve Bağlı Ortaklıklardaki Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Diğer Aktif Kalemlerdeki Değişim	15	(11)	(12)	(14)	(15)	(16)	(17)	(19)	(20)	(22)
(-) Sabit Sermaye Yatırımı	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
(+/-) Mevduattaki Değişim	366	281	303	327	351	377	404	432	460	490
(+/-) Para Piyasalarına Borçlardaki Değişim	(206)	10	11	12	13	14	15	16	17	19
(+/-) Alınan Kredilerdeki Değişim	87	81	89	96	105	114	123	133	143	154
(+/-) Muhtelif Borçlardaki Değişim	(107)	32	35	37	40	43	47	50	53	57
FCFE	41	(1)	3	9	16	24	34	44	56	70
İskonto faktörü	0,882	0,777	0,685	0,604	0,533	0,470	0,414	0,365	0,322	0,284
İndirgenmiş FCFE	36	(1)	2	6	9	11	14	16	18	20

Milyon TL

İndirgenmiş FCFE'lerin Toplamı	131
Devam Eden Değer	248
Özsermaye Değeri	379
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	25
TOPLAM BANKA DEĞERİ	405

4.2.3. DENİZBANK A.Ş.

Denizbank 1938 yılında, gelişmekte olan Türk denizcilik sektörüne finansman sağlamak üzere bir devlet bankası olarak kurulmuştur. 1997 yılının başında bir bankacılık lisansı olarak Zorlu Holding tarafından Özelleştirme İdaresi'nden satın alınmıştır. Ekim 2006'da Avrupa'nın önde gelen finans gruplarından biri olan Dexia tarafından Zorlu Grubu'ndan satın alınan Denizbank, faaliyetlerini halen Dexia çatısı altında sürdürmektedir.

Denizbank Finansal Hizmetler Grubu'nda (Grup) Denizbank'ın yanı sıra sekiz yerli ve iki uluslararası finansal iştirak, dört yerli finansal olmayan iştirak, Bahreyn'de bir şube ve Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde EuroDeniz International Banking Unit Ltd. (2009 Şubat ayına dek EuroDeniz Off-Shore Bank Ltd.) adı altında faaliyet gösteren bir kıyı bankacılığı iştiraki bulunmaktadır. DenizYatırım, EkspresYatırım, DenizYatırım Ortaklığı, DenizPortföy, DenizTürev, DenizLeasing, DenizFactoring, DenizEmeklilik, Intertech, DenizKültür, Bantaş ve Pupa, Grubun yerli; Eurodeniz, DenizBank AG ve CJSC Dexia Bank ise uluslararası iştirakleridir.

Grubun odaklandığı başlıca segmentler perakende müşteriler, küçük ve orta ölçekli işletmeler, ihracatçılar, kamu ve proje finansmanı ve kurumsal müşterilerdir. Grup aynı zamanda gemi inşaat finansmanı, turizm, tarım kredileri, yurtdışı inşaat projeleri, sağlık hizmetleri ve eğitim gibi niş pazarlarda da faaliyet göstermektedir.

Grubun, yurtdışında ve Bahreyn'deki toplam 477 adet Denizbank şubesinin yanısıra, DenizBank AG ve CJSC Dexia Bank'ın toplam 12 adet şubesi bulunmaktadır.¹²⁸

¹²⁸ Denizbank Finansal Hizmetler Grubu, 2010 Yılı 3. Çeyrek Ara Dönem Faaliyet Raporu, s.5, (Çevrimiçi) <http://kap.gov.tr/yay/Download/Bildirim/Ek/44980.pdf>, 15/06/2011

4.2.3.1. Mali Tablolar- Denizbank A.Ş.

Denizbank A.Ş.'nin (Denizbank) değerlemesinde esas alınan özet bilanço ve gelir tabloları aşağıdaki gibidir.

Tablo 4.69 - Denizbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010)

Bilanço	2006	2007	2008	2009	2010
AKTİF KALEMLER					
Nakit Değerler	3.043,0	1.277,1	2.658,0	2.709,3	3.222,3
Finansal Varlıklar	1.141,7	2.417,8	2.721,5	3.091,1	4.571,0
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	4.184,7	3.695,0	5.379,5	5.800,4	7.793,3
Brüt Krediler	6.819,0	10.358,5	12.633,7	13.878,0	18.203,4
Takipteki Krediler	164,3	247,7	408,0	880,2	922,4
Özel Karşılıklar	(158,3)	(201,2)	(282,5)	(587,5)	(667,0)
Net Krediler	6.825,0	10.405,0	12.759,2	14.170,7	18.458,7
Maddi Duran Varlıklar (Net)	124,7	154,2	188,1	231,5	279,8
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	199,3	355,7	405,8	409,2	450,1
Diğer Aktif Kalemler	146,5	302,4	492,0	593,1	678,3
AKTİF TOPLAMI	11.480,2	14.912,3	19.224,6	21.204,8	27.660,2
PASİF KALEMLER					
Mevduat	7.219,9	9.217,4	9.999,2	11.636,5	15.793,4
Para Piyasalarına Borçlar	196,3	767,7	629,6	299,6	26,3
Alınan Krediler	2.145,4	2.232,1	4.573,1	4.483,4	5.836,3
Muhtelif Borçlar	672,6	1.240,0	1.988,5	2.155,0	2.863,2
Toplam Borçlar	10.234,3	13.457,1	17.190,4	18.574,4	24.519,3
Özkaynaklar	1.245,9	1.455,2	2.034,1	2.630,3	3.140,8
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	11.480,2	14.912,3	19.224,6	21.204,8	27.660,2

Tablo 4.70 - Denizbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010)

Gelir Tablosu	2006	2007	2008	2009	2010
Faiz Gelirleri	1.279,7	1.725,4	2.362,7	2.553,3	2.464,5
Faiz Giderleri	(653,9)	(979,9)	(1.267,2)	(906,3)	(878,4)
Net Faiz Geliri	625,8	745,5	1.095,4	1.647,0	1.586,1
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	93,0	101,9	195,2	258,8	283,2
Diğer Faaliyet Gelirleri	93,2	104,0	(54,3)	113,8	143,6
Faaliyet Gelirleri Toplamı	811,9	951,4	1.236,3	2.019,6	2.012,9
Diğer Faaliyet Giderleri	(456,8)	(573,0)	(687,9)	(816,3)	(959,6)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(91,0)	(115,9)	(263,7)	(540,6)	(470,3)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	50,0	7,9	43,1	2,6	0,2
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	314,1	270,3	327,8	665,2	583,2
Vergi Karşılığı	(37,7)	(59,0)	(49,7)	(133,5)	(125,6)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	276,4	211,3	278,1	531,8	457,5

4.2.3.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu

Tablo 4.71 - Denizbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Faiz Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	11.004	14.053	18.013	19.678	25.997
Aktiflerin yüzdesi %	96%	94%	94%	93%	94%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	9.674	12.529	16.033	18.846	22.838
Faiz gelir oranı %	13,2%	13,8%	14,7%	13,5%	10,8%
Faiz Gideri					
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	9.562	12.217	15.202	16.419	21.656
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	8.699	10.889	13.710	15.811	19.038
Faiz gider oranı %	7,5%	9,0%	9,2%	5,7%	4,6%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	15,6%	17,3%	16,0%	9,2%	5,8%
Faiz gider oranına olan spread	(8,1%)	(8,3%)	(6,7%)	(3,5%)	(1,2%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	5,5%	10,5%	(7,3%)	(42,4%)	(36,8%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	5,7%	4,8%	5,5%	7,8%	6,2%

Tablo 4.72 - Denizbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Faiz Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	30.668	33.808	37.247	40.961	44.963	49.266	53.884	58.829	64.113	69.748
Aktiflerin yüzdesi %	94%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	28.332	32.238	35.527	39.104	42.962	47.114	51.575	56.356	61.471	66.930
Faiz gelir oranı %	11,9%	12,4%	11,8%	11,2%	10,6%	10,0%	9,4%	8,8%	8,2%	7,6%
Faiz Gideri										
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	25.950	28.621	31.514	34.641	38.014	41.645	45.546	49.728	54.201	58.977
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	23.803	27.285	30.067	33.077	36.327	39.829	43.595	47.637	51.965	56.589
Faiz gider oranı %	5,7%	6,3%	5,8%	5,4%	4,9%	4,4%	3,9%	3,4%	2,9%	2,4%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortala	7,2%	8,0%	7,4%	6,8%	6,1%	5,5%	4,9%	4,3%	3,6%	3,0%
Faiz gider oranına olan spread	(1,5%)	(1,7%)	(1,5%)	(1,4%)	(1,3%)	(1,1%)	(1,0%)	(0,9%)	(0,8%)	(0,6%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	23,0%	11,7%	(7,8%)	(8,5%)	(9,3%)	(10,2%)	(11,4%)	(12,8%)	(14,7%)	(17,2%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oran	6,2%	6,1%	6,0%	5,8%	5,7%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%

Tablo 4.73 - Denizbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	4.076	4.672	4.726	5.042	7.474
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	3.615	4.374	4.699	4.884	6.258
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	59,8%	45,1%	37,4%	36,3%	41,1%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	29,2%	14,6%	1,1%	6,7%	48,2%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	1,0%	0,8%	1,2%	1,4%	1,3%

Tablo 4.74 - Denizbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	9.995	11.092	12.288	13.589	15.001	16.532	18.186	19.971	21.892	23.956
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	8.735	10.544	11.690	12.939	14.295	15.767	17.359	19.078	20.931	22.924
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	33,7%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%

Tablo 4.75 - Denizbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Diğer Gelirler	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	14,9%	14,0%	-5,0%	6,9%	9,1%

Tablo 4.76 - Denizbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Diğer Gelirler	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net										
Faiz Geliri	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%

Tablo 4.77 - Denizbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	56,3%	60,2%	55,6%	40,4%	47,7%

Tablo 4.78 - Denizbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	52,0%	50,2%	48,3%	46,4%	44,5%	42,6%	40,7%	38,8%	36,9%	35,0%

Tablo 4.79 - Denizbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	2,4%	2,4%	3,2%	6,3%	5,1%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	61,5%	56,3%	80,4%	83,9%	52,2%

Tablo 4.80 - Denizbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	66,9%	66,9%	66,9%	66,9%	66,9%	66,9%	66,9%	66,9%	66,9%	66,9%

Tablo 4.81 - Denizbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	6,5%	6,0%	6,8%	8,7%	6,9%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	2,8%	2,3%	2,5%	4,4%	4,2%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	2,7%	1,6%	1,6%	2,6%	1,9%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	24,1%	15,6%	15,9%	22,8%	15,9%

Tablo 4.82 - Denizbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	7,1%	7,0%	6,9%	6,7%	6,5%	6,3%	6,1%	5,9%	5,7%	5,5%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	2,9%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	1,6%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	14,2%	17,0%	17,7%	18,4%	19,0%	19,5%	20,1%	20,5%	20,9%	21,3%

Tablo 4.83 - Denizbank'a ait Proforma Gelir Tabloları

Gelir Tablosu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Faiz Gelirleri	3.358,5	4.000,3	4.193,0	4.377,9	4.549,2	4.703,1	4.835,5	4.941,9	5.017,6	5.057,2
Faiz Giderleri	(1.351,2)	(1.730,5)	(1.758,0)	(1.770,1)	(1.764,0)	(1.736,7)	(1.684,9)	(1.605,1)	(1.493,4)	(1.345,9)
Net Faiz Geliri	2.007,3	2.269,8	2.435,0	2.607,8	2.785,2	2.966,4	3.150,6	3.336,9	3.524,2	3.711,3
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	332,3	393,0	435,7	482,2	532,8	587,6	647,0	711,0	780,1	854,4
Diğer Faaliyet Gelirleri	160,0	180,9	194,1	207,8	222,0	236,4	251,1	265,9	280,9	295,8
Faaliyet Gelirleri Toplamı	2.499,6	2.843,6	3.064,7	3.297,8	3.539,9	3.790,4	4.048,6	4.313,9	4.585,1	4.861,4
Diğer Faaliyet Giderleri	(1.301,0)	(1.426,2)	(1.479,0)	(1.529,0)	(1.574,2)	(1.613,8)	(1.647,1)	(1.673,3)	(1.691,6)	(1.701,5)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(604,0)	(620,2)	(679,9)	(744,1)	(812,7)	(886,0)	(964,1)	(1.047,1)	(1.135,1)	(1.228,1)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	594,6	797,3	905,8	1.024,7	1.153,0	1.290,6	1.437,4	1.593,5	1.758,4	1.931,8
Vergi Karşılığı	(118,9)	(159,5)	(181,2)	(204,9)	(230,6)	(258,1)	(287,5)	(318,7)	(351,7)	(386,4)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	475,7	637,8	724,6	819,8	922,4	1.032,4	1.149,9	1.274,8	1.406,7	1.545,4

Tablo 4.84 - Denizbank'a Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bilanço Yapısı															
Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	62,9%	61,8%	52,0%	54,9%	57,1%	55,9%	55,8%	55,8%	55,7%	55,6%	55,5%	55,4%	55,3%	55,2%	55,1%
Alınan Krediler / Toplam Aktifler	18,7%	15,0%	23,8%	21,1%	21,1%	21,5%	21,7%	21,8%	22,0%	22,1%	22,3%	22,4%	22,6%	22,7%	22,9%
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	59,4%	69,5%	65,7%	65,4%	65,8%	70,1%	70,6%	71,1%	71,6%	72,1%	72,6%	73,0%	73,5%	74,0%	74,5%
Aktif Kalitesi															
Toplam Krediler / Toplam Mevduat	94,4%	112,4%	126,3%	119,3%	115,3%	125,3%	126,4%	127,5%	128,6%	129,7%	130,8%	131,9%	133,0%	134,1%	135,3%
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler	2,4%	2,4%	3,2%	6,3%	5,1%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	0,1%	0,4%	1,0%	2,1%	1,4%	1,2%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%
Duran Aktifler (Maddi Duran Varlıklar + Bağlı Ortaklık & İştirakler) / Toplam Aktifler	2,8%	3,4%	3,1%	3,0%	2,6%	2,3%	2,1%	2,0%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%
Likidite															
Likit Aktifler / Toplam Aktifler	36,5%	24,8%	28,0%	27,4%	28,2%	24,4%	23,9%	23,6%	23,2%	22,8%	22,4%	22,0%	21,6%	21,2%	20,8%
Likit Aktifler / Mevduat	58,0%	40,1%	53,8%	49,8%	49,3%	43,6%	42,8%	42,3%	41,7%	41,1%	40,5%	39,8%	39,1%	38,5%	37,8%
Gelir-Gider Yapısı															
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	6,5%	6,0%	6,8%	8,7%	6,9%	7,1%	7,0%	6,9%	6,7%	6,5%	6,3%	6,1%	5,9%	5,7%	5,5%
Faiz Geliri / Faiz Gideri	2,0x	1,8x	1,9x	2,8x	2,8x	2,5x	2,3x	2,4x	2,5x	2,6x	2,7x	2,9x	3,1x	3,4x	3,8x
Net Faiz Geliri / Toplam Gelirler	77,1%	78,4%	88,6%	81,5%	78,8%	80,3%	79,8%	79,5%	79,1%	78,7%	78,3%	77,8%	77,4%	76,9%	76,3%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri / Toplam Gelirler	11,4%	10,7%	15,8%	12,8%	14,1%	13,3%	13,8%	14,2%	14,6%	15,1%	15,5%	16,0%	16,5%	17,0%	17,6%
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	56,3%	60,2%	55,6%	40,4%	47,7%	52,0%	50,2%	48,3%	46,4%	44,5%	42,6%	40,7%	38,8%	36,9%	35,0%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	61,5%	56,3%	80,4%	83,9%	52,2%	66,9%	66,9%	66,9%	66,9%	66,9%	66,9%	66,9%	66,9%	66,9%	66,9%
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	14,9%	14,0%	-5,0%	6,9%	9,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Sermaye Yeterliliği															
Özkaynaklar / Toplam Aktifler	10,9%	9,8%	10,6%	12,4%	11,4%	11,0%	10,9%	10,9%	10,8%	10,7%	10,6%	10,5%	10,4%	10,4%	10,3%
(Özkaynaklar-Duran Aktifler) / Toplam Aktifler	8,0%	6,3%	7,5%	9,4%	8,7%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%	9,0%
Sermaye Yeterlilik Oranı	13,9%	10,9%	12,4%	14,2%	12,8%	12,8%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	12,3%	12,2%	12,1%	12,0%
Karlılık															
Ortalama Özsermaye Getirisi	24,1%	15,6%	15,9%	22,8%	15,9%	14,2%	17,0%	17,7%	18,4%	19,0%	19,5%	20,1%	20,5%	20,9%	21,3%
Ortalama Aktif Getirisi	2,7%	1,6%	1,6%	2,6%	1,9%	1,6%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%
Büyüme															
Brüt Krediler	50,0%	51,9%	22,0%	9,8%	31,2%	25,0%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%
Mevduat	37,9%	27,7%	8,5%	16,4%	35,7%	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%
Aktifler	22,7%	29,9%	28,9%	10,3%	30,4%	17,4%	10,2%	10,0%	9,8%	9,6%	9,5%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%
Özkaynaklar	18,9%	16,8%	39,8%	29,3%	19,4%	13,9%	9,4%	9,2%	9,0%	8,8%	8,6%	8,4%	8,2%	8,1%	7,9%
Pazar Payı															
Brüt Krediler	3,1%	3,6%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%
Mevduat	2,3%	2,6%	2,2%	2,3%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%
Aktifler	2,3%	2,6%	2,6%	2,5%	2,7%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%

4.2.3.3. Bilanço Projeksiyonu

Tablo 4.85 - Denizbank'a Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler

	2006	2007	2008	2009	2010
Mevduat Büyümesi	37,9%	27,7%	8,5%	16,4%	35,7%

Tablo 4.86 - Denizbank'a Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mevduat Büyümesi	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%

Tablo 4.87 - Denizbank Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Kredi / mevduat oranı	94,4%	112,4%	126,3%	119,3%	115,3%

Tablo 4.88 - Denizbank Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kredi / mevduat oranı	125,3%	126,4%	127,5%	128,6%	129,7%	130,8%	131,9%	133,0%	134,1%	135,3%

Tablo 4.89 - Denizbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
MDV büyüme oranı	(0,1%)	23,7%	22,0%	23,0%	20,9%
MDV / Toplam Aktifler	1,1%	1,0%	1,0%	1,1%	1,0%

Tablo 4.90 - Denizbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
MDV büyüme oranı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
MDV / Toplam Aktifler	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%

Tablo 4.91 - Denizbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	2,1%	2,9%	3,9%	4,3%	3,7%
Toplam Aktif Büyümesi	22,7%	29,9%	28,9%	10,3%	30,4%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	7,0%	10,1%	13,1%	13,1%	13,2%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	2,9%	7,4%	5,0%	2,2%	0,1%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	31,5%	21,5%	36,2%	32,3%	32,1%

Tablo 4.92 - Denizbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Toplam Aktif Büyümesi	17,4%	10,2%	10,0%	9,8%	9,6%	9,5%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%

Tablo 4.93 - Denizbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

Özsermaye	2006	2007	2008	2009	2010
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	8.951	13.328	16.368	18.584	24.483
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	78,0%	89,4%	85,1%	87,6%	88,5%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	13,9%	10,9%	12,4%	14,2%	12,8%
Sene başı Özsermaye	1.048	1.246	1.455	2.034	2.630
Sene sonu Özsermaye	1.246	1.455	2.034	2.630	3.141

Tablo 4.94 - Denizbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

Özsermaye	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	27.831	30.668	33.737	37.050	40.621	44.461	48.582	52.995	57.710	62.739
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	85,7%	85,7%	85,7%	85,7%	85,7%	85,7%	85,7%	85,7%	85,7%	85,7%
Özkaynak / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	12,8%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	12,3%	12,2%	12,1%	12,0%
Hedef Özsermaye	3.576	3.912	4.271	4.656	5.066	5.503	5.967	6.459	6.980	7.529
Sene başı Özsermaye	3.141	3.576	3.912	4.271	4.656	5.066	5.503	5.967	6.459	6.980
Vergi sonrası kar	476	638	725	820	922	1.032	1.150	1.275	1.407	1.545
Sermaye ihtiyacı / (dağıtılan temettü)	(40)	(302)	(365)	(435)	(512)	(595)	(686)	(783)	(886)	(996)

Tablo 4.95 - Denizbank'ın Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları

Bilanço	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AKTİF KALEMLER										
Nakit Değerler	3.108,8	3.497,8	3.972,2	4.476,1	5.009,1	5.570,6	6.159,5	6.774,7	7.414,4	8.076,7
Finansal Varlıklar	4.809,2	5.062,7	5.305,7	5.554,3	5.808,2	6.067,1	6.330,6	6.598,3	6.869,8	7.144,5
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	7.917,9	8.560,5	9.277,9	10.030,4	10.817,3	11.637,7	12.490,1	13.373,0	14.284,2	15.221,2
Brüt Krediler	22.750,1	25.247,1	27.969,2	30.930,5	34.145,3	37.628,3	41.393,7	45.455,9	49.829,0	54.526,6
Takipteki Krediler	884,5	970,7	1.063,3	1.162,6	1.268,7	1.381,9	1.502,3	1.630,1	1.765,5	1.908,4
Özel Karşılıklar	(604,0)	(620,2)	(679,9)	(744,1)	(812,7)	(886,0)	(964,1)	(1.047,1)	(1.135,1)	(1.228,1)
Net Krediler	23.030,6	25.597,7	28.352,5	31.348,9	34.601,3	38.124,1	41.931,9	46.038,9	50.459,3	55.206,9
Maddi Duran Varlıklar (Net)	293,8	308,4	323,9	340,1	357,1	374,9	393,7	413,3	434,0	455,7
İştirakler ve Bağılı Ortaklıklar	450,1	450,1	450,1	450,1	450,1	450,1	450,1	450,1	450,1	450,1
Diğer Aktif Kalemler	771,7	856,4	948,8	1.049,2	1.158,3	1.276,5	1.404,2	1.542,0	1.690,3	1.849,7
AKTİF TOPLAMI	32.464,1	35.773,1	39.353,1	43.218,7	47.384,1	51.863,2	56.669,9	61.817,3	67.318,0	73.183,6
PASİF KALEMLER										
Mevduat	18.162,4	19.978,7	21.939,8	24.053,1	26.325,6	28.764,5	31.376,5	34.167,8	37.144,7	40.312,6
Para Piyasalarına Borçlar	799,8	887,5	983,2	1.087,3	1.200,3	1.322,8	1.455,1	1.598,0	1.751,7	1.916,8
Alınan Krediler	6.987,7	7.754,7	8.590,8	9.500,3	10.487,8	11.557,6	12.714,1	13.961,8	15.305,0	16.747,9
Muhtelif Borçlar	2.938,1	3.240,5	3.568,1	3.922,1	4.304,0	4.715,1	5.156,8	5.630,3	6.136,8	6.677,6
Toplam Borçlar	28.888,0	31.861,4	35.081,8	38.562,8	42.317,8	46.360,0	50.702,5	55.357,9	60.338,2	65.654,9
Özkaynaklar	3.576,1	3.911,7	4.271,3	4.655,9	5.066,3	5.503,2	5.967,4	6.459,4	6.979,7	7.528,7
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	32.464,1	35.773,1	39.353,1	43.218,7	47.384,1	51.863,2	56.669,9	61.817,3	67.318,0	73.183,6

4.2.3.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar - Denizbank A.Ş.

4.2.3.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması

Denizbank'ın değerlemesinde kullanılan iskonto oranı, Bölüm 4.1.2.4.1.'de ayrıntılı olarak anlatılan esaslara dayanılarak hesaplanmış olup, Denklem 4.1.'de değerlendirme esaslarında Denizbank'a ilişkin değerler yerine konulmuştur. Beta değeri olarak Tablo 4.5.'te hesaplanan düzeltilmiş beta değerleri kullanılmıştır. Tabloya göre Denizbank'ın düzeltilmiş betası 0,72'dir. Risksiz getiri oranı Bölüm 4.1.2.4.1.'de ifade edildiği gibi %9,2 olarak alınmıştır. Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (EMRP) değeri olarak ise, yine aynı bölümde hesaplanan %5,0 değeri alınmıştır.

Kullanılan parametreler CAPM denkleminde yerine konulduğunda, Denizbank'ın Türk Lirası bazlı sermaye maliyeti %12,8 olarak hesaplanmıştır;

$$k = \%9,2 + (0,72 \times \%5,0)$$

$$k = \%12,8$$

4.2.3.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması

Denizbank'ın değerlemesinde, devam eden değer (TV) Denklem 2.20'de ifade edildiği gibi hesaplanmış olup, TV büyüme oranı olarak %5 oranı kullanılmıştır.

4.2.3.5. Denizbank A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında, uygulanan Temettü İskonto Modeli'ne göre, Denizbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **6.617 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Hesaplanan özsermaye değerine İştirakler ve bağlı ortaklıkların da eklenmesiyle banka değeri **7.067 m TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.96 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Denizbank A.Ş.'nin Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Temettü ödemeleri	40	302	365	435	512	595	686	783	886	996
İskonto faktörü	0,887	0,786	0,697	0,618	0,548	0,486	0,431	0,383	0,339	0,301
Buğüne indirgenmiş temettü	36	238	255	269	281	290	296	299	301	300

İskonto oranı - Özsermaye maliyeti	
Risksiz getiri oranı	9,2%
Beta	0,72
EMRP	5,0%
CoE	12,8%
Devam Eden Değer büyüme oranı %	5,0%

Milyon TL	
İndirgenmiş FCFE'lerin Toplamı	2.563
Devam Eden Değer	4.054
Özsermaye Değeri	6.617
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	450
TOPLAM BANKA DEĞERİ	7.067

4.2.3.6. Denizbank A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

4.2.3.6.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı (P/B)

İkinci bölümden hatırlanacağı üzere, Denklem 2.11'de yer alan parametreler (risk_CoE, büyüme oranı_g ve karlılık_RoE) içerisinde, ileriye dönük piyasa beklentilerini yansıtması amacıyla, 2011 yıl sonu P/B değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2011 yılı sonu özsermaye karlılığı değeri (RoE), P/B değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirildiğinde; elde edilen regresyon denklemi, karlılığın P/B çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermekteydi.

Tablo 4.35'te yer alan değerlerden, 2011 yılı beklenen Özsermaye Karlılığı (RoE) bağımsız değişken; 2011 yılı beklenen P/B bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denklemi ile ilişkilendirildiğinde, Denklem 4.5 (**P/B = 7,467*RoE + 0,288**) elde edilmekte ve denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri de 0,772 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.3'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, Denizbank'ın Temettü İskonto Modeli'nde elde edilen 2011 yılı sonu RoE değeri yerine konulursa bulunacak değer, Banka'nın tahmin edilen karlılık seviyesinde hakettiği P/B çarpanı değeri olacaktır. Temettü iskonto modelinde hesaplanan RoE değeri olan %14,2 değeri, regresyon denkleminde yerine konulursa elde edilen değer, 2011 yılı için bankanın beklenen P/B çarpanı olmaktadır. Çarpan 1.3x olarak hesaplanmaktadır. Çarpan değeri, Denizbank'ın modelde hesaplanan 2011 yıl sonu defter değeri (3.576m TL) ile çarpıldığında banka değeri **4.811m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/B = 7,467 \times \%14,2 + 0,288$$

$$P/B = 1,3$$

4.2.3.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E)

P/E çarpanının hesaplanması için, çarpanın değerini etkileyen ana faktörler olan risk (CoE_k) ve büyüme oranı (g) (Denklem 2.2 ve 2.3) parametreleri içerisinde 2010 yılı sonu P/E değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2010-2012 yılları arası Hisse Başına Kar_(EPS) değerleri Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (Compounded Annual Growth Rate-CAGR) değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirilmiştir. Elde edilen regresyon denklemi, net kar büyüme oranının P/E çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermektedir.

Tablo 4.36'da yer alan değerler; 2011-2013 yılları arası beklenen HBK bağımsız değişken, 2011 yılı beklenen P/E bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denkleminde yerine konulduğunda, Denklem 4.6 (**P/E = 49,481*HBK CAGR (11-13) + 4,6131**) elde edilmekte olup, denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri'de 0,412 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.4'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, Denizbank için hesaplanan Temettü İskonto Modeli'nde bulunan 2011-2013 yılları arası HBK CAGR değeri yerine konulursa elde edilecek değer, Banka'nın tahmin edilen büyüme oranı seviyesinde hakettiği P/E çarpanı olacaktır. Modelde hesaplanan HBK CAGR (2011-13) değeri olan %23,4 denklemde yerine konulduğunda, 2011 beklenen P/E çarpanı 16,2x olmaktadır. Bu değer ise, Denizbank'ın modelden hesaplanan 2011 yılı sonu net kar değeri (476m TL) ile çarpıldığında banka değeri **7.707m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/E = 49,481 \times \%23,4 + 4,6131$$

$$P/E = 16,2$$

4.2.3.7. Denizbank A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Artık Gelir Modeli'ne göre, Denizbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **8.039 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye değerinin elde edilmesi için öncelikle tahminlenen dönem boyunca artık gelirler hesaplanmıştır. Elde edilen artık gelir değerleri Denizbank'ın belirlenen iskonto oranı ($k=12,8\%$) ile bugünkü değere indirgenmiştir.

İndirgenmiş artık gelirler toplamına, 2010 yılı sonu itibariyle değer hesaplaması yapıldığı için net aktif değeri de eklenmiş ve devam eden değer de eklenmesiyle Bankanın özsermaye değeri elde edilmiştir.

Tablo 4.97 - Artık Gelir Modeli'ne göre Denizbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
RoE (Başlangıç Özsermayesi)	17,7%	20,4%	20,9%	21,5%	21,9%	22,4%	22,8%	23,1%	23,4%	23,7%
CoE (Özsermaye Maliyeti)	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
Net Aktif Değeri	2.691	3.126	3.462	3.821	4.206	4.616	5.053	5.517	6.009	6.530
Artık Gelirler (Residual Income_RI)	132	239	283	332	386	443	505	571	640	712
İskonto faktörü	0,887	0,786	0,697	0,618	0,548	0,486	0,431	0,383	0,339	0,301
İndirgenmiş Artık Gelirler	117	188	197	205	211	216	218	218	217	214

milyon TL	
İndirgenmiş Artık Gelirler Toplamı	2.002
Net Aktif Değeri (2010 Yıl Sonu)	3.141
Devam Eden Değer	2.897
TOPLAM BANKA DEĞERİ	8.039

4.2.3.8. Denizbank A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre, Denizbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **6.617milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

İştirakler ve bağlı ortaklıkların özsermaye değerine eklenmesiyle ise Banka değeri **7.067 m TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.98 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre Denizbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Kar	476	638	725	820	922	1.032	1.150	1.275	1.407	1.545
(+/-) Faiz Geliri Sağlayan Nakit ve Finansal Varlıklarda Değişim	(125)	(643)	(717)	(753)	(787)	(820)	(852)	(883)	(911)	(937)
(+/-) Net Kredilerdeki Değişim	(4.572)	(2.567)	(2.755)	(2.996)	(3.252)	(3.523)	(3.808)	(4.107)	(4.420)	(4.748)
(+/-) İştirak ve Bağlı Ortaklıklardaki Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Diğer Aktif Kalemlerdeki Değişim	(93)	(85)	(92)	(100)	(109)	(118)	(128)	(138)	(148)	(159)
(-) Sabit Sermaye Yatırımı	(14)	(15)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)
(+/-) Mevduattaki Değişim	2.369	1.816	1.961	2.113	2.273	2.439	2.612	2.791	2.977	3.168
(+/-) Para Piyasalarına Borçlardaki Değişim	773	88	96	104	113	122	132	143	154	165
(+/-) Alınan Kredilerdeki Değişim	1.151	767	836	910	987	1.070	1.157	1.248	1.343	1.443
(+/-) Muhtelif Borçlardaki Değişim	75	302	328	354	382	411	442	473	507	541
FCFE	40	302	365	435	512	595	686	783	886	996
İskonto faktörü	0,887	0,786	0,697	0,618	0,548	0,486	0,431	0,383	0,339	0,301
İndirgenmiş FCFE	36	238	255	269	281	290	296	299	301	300

Milyon TL

İndirgenmiş FCFE'lerin Toplamı	2.563
Devam Eden Değer	4.054
Özsermaye Değeri	6.617
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	450
TOPLAM BANKA DEĞERİ	7.067

4.2.4. FİNANSBANK A.Ş.

Finansbank Anonim Şirketi (Finansbank) 23 Eylül 1987 yılında İstanbul'da kurulmuştur. Banka'nın hisse senetlerinin ilk halka arzı 3 Şubat 1990 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda yapılmıştır. Banka'nın hisseleri 1998 yılından itibaren Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda da Global Depository Receipts olarak işlem görmektedir.

2006 yılında, %46 hissesini National Bank of Greece (NBG)'ye devreden Finansbank'ın anlaşma sonucunda Türkiye'de bulunan Finans Leasing, Finans Yatırım, Finans Portföy Yönetimi, IBTech iştiraklerinin yanısıra yurt dışında faaliyet gösteren Finansbank Malta, Finansbank'ın mülkiyetinde kalırken; Hollanda, İsviçre, Rusya ve Romanya'daki bankacılık faaliyetleri dahil olmak üzere diğer tüm yurt dışı faaliyetleri Fiba Holding yönetimine geçmiştir.

Finansbank, 2010 yıl sonu itibari ile 503 şubesi ile faaliyet göstermektedir.¹²⁹

¹²⁹ Finansbank A.Ş., 31/12/2009 Tarihli Faaliyet Raporu, s.45 (Çevrimiçi)
<http://www.finansbank.com.tr/yatirimci-iliskileri/media/179/rapor.aspx>, 04/06/2011

4.2.4.1. Mali Tablolar- Finansbank A.Ş.

Finansbank'ın değerlemesinde esas alınan özet bilanço ve gelir tabloları aşağıdaki gibidir.

Tablo 4.99 - Finansbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010)

	2006	2007	2008	2009	2010
AKTİF KALEMLER					
Nakit Değerler	3.785,8	1.893,7	1.960,1	2.949,4	2.585,9
Finansal Varlıklar	2.328,3	3.127,4	7.517,4	7.629,7	8.873,6
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	6.114,0	5.021,1	9.477,5	10.579,1	11.459,5
Brüt Krediler	11.042,4	14.174,4	15.624,2	17.440,5	24.626,8
Takipteki Krediler	257,7	399,4	660,3	1.454,7	1.757,8
Özel Karşılıklar	(257,7)	(399,4)	(660,3)	(1.348,8)	(1.525,4)
Net Krediler	11.042,4	14.174,4	15.624,2	17.546,4	24.859,1
Maddi Duran Varlıklar (Net)	195,3	250,1	366,6	373,5	362,2
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	319,6	400,5	361,2	243,6	385,6
Diğer Aktif Kalemler	224,1	1.036,2	743,5	574,2	1.020,7
AKTİF TOPLAMI	17.895,5	20.882,3	26.573,0	29.316,8	38.087,2
PASİF KALEMLER					
Mevduat	11.462,5	12.957,8	15.939,1	20.267,6	24.430,7
Para Piyasalarına Borçlar	51,9	34,9	342,2	19,1	1.124,0
Alınan Krediler	2.926,5	2.856,2	4.247,9	2.049,4	3.490,9
Muhtelif Borçlar	1.300,0	2.407,4	3.204,0	3.354,5	3.833,1
Toplam Borçlar	15.740,8	18.256,4	23.733,2	25.690,6	32.878,7
Özkaynaklar	2.154,7	2.625,8	2.839,8	3.626,3	5.208,5
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	17.895,5	20.882,3	26.573,0	29.316,8	38.087,2

Tablo 4.100 - Finansbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları
(2006-2010)

Gelir Tablosu	2006	2007	2008	2009	2010
Faiz Gelirleri	2.058,6	2.765,1	3.709,2	3.871,8	3.792,6
Faiz Giderleri	(1.093,8)	(1.388,7)	(2.001,9)	(1.635,4)	(1.538,1)
Net Faiz Geliri	964,8	1.376,4	1.707,4	2.236,4	2.254,4
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	383,6	500,5	575,3	577,4	593,6
Diğer Faaliyet Gelirleri	605,2	(78,1)	(181,8)	(269,8)	(118,4)
Faaliyet Gelirleri Toplamı	1.953,7	1.798,8	2.101,0	2.544,0	2.729,7
Diğer Faaliyet Giderleri	(753,2)	(888,7)	(1.106,2)	(1.162,5)	(1.375,9)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(321,6)	(273,6)	(514,2)	(797,3)	(260,5)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	-	1,2	21,5	6,4	40,4
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	878,8	637,7	502,1	590,7	1.133,7
Vergi Karşılığı	(137,9)	(85,0)	(139,4)	59,4	(219,1)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	741,0	552,7	362,6	650,1	914,7

4.2.4.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu

Tablo 4.101 - Finansbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin
Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Faiz Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	17.156	19.195	25.102	28.020	36.086
Aktiflerin yüzdesi %	96%	92%	94%	96%	95%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	13.800	18.176	22.149	26.561	32.053
Faiz gelir oranı %	14,9%	15,2%	16,7%	14,6%	11,8%
Faiz Gideri					
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	14.441	15.849	20.529	22.336	29.046
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	12.162	15.145	18.189	21.433	25.691
Faiz gider oranı %	9,0%	9,2%	11,0%	7,6%	6,0%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	15,6%	17,3%	16,0%	9,2%	5,8%
Faiz gider oranına olan spread	(6,6%)	(8,1%)	(5,0%)	(1,6%)	0,2%
Gösterge faiz oranındaki değişim	5,5%	10,5%	(7,3%)	(42,4%)	(36,8%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	5,9%	6,0%	5,7%	6,9%	5,8%

Tablo 4.102 - Finansbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Faiz Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	42.770	46.981	51.673	56.733	62.178	68.025	74.292	80.993	88.144	95.760
Aktiflerin yüzdesi %	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	39.428	44.875	49.327	54.203	59.456	65.102	71.159	77.642	84.569	91.952
Faiz gelir oranı %	13,2%	14,0%	13,3%	12,6%	11,9%	11,2%	10,5%	9,8%	9,1%	8,4%
Faiz Gideri										
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	34.779	38.330	42.174	46.325	50.799	55.611	60.777	66.310	72.224	78.532
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	31.912	36.555	40.252	44.249	48.562	53.205	58.194	63.543	69.267	75.378
Faiz gider oranı %	7,4%	8,2%	7,6%	6,9%	6,3%	5,7%	5,0%	4,4%	3,7%	3,1%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	7,2%	8,0%	7,4%	6,8%	6,1%	5,5%	4,9%	4,3%	3,6%	3,0%
Faiz gider oranına olan spread	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Gösterge faiz oranındaki değişim	23,0%	11,7%	(7,8%)	(8,5%)	(9,3%)	(10,2%)	(11,4%)	(12,8%)	(14,7%)	(17,2%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,4%	5,3%

Tablo 4.103 - Finansbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	5.306	5.138	5.476	5.191	6.036
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	4.988	5.222	5.307	5.333	5.613
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	48,1%	36,2%	35,0%	29,8%	24,5%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	13,6%	(3,2%)	6,6%	(5,2%)	16,3%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	2,7%	2,8%	2,8%	2,6%	2,2%

Tablo 4.104 - Finansbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	10.810	12.010	13.320	14.746	16.296	17.978	19.798	21.763	23.881	26.158
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	8.423	11.410	12.665	14.033	15.521	17.137	18.888	20.780	22.822	25.019
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	34,7%	34,7%	34,7%	34,7%	34,7%	34,7%	34,7%	34,7%	34,7%	34,7%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	79,1%	11,1%	10,9%	10,7%	10,5%	10,3%	10,1%	9,9%	9,7%	9,5%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%

Tablo 4.105 - Finansbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Diğer Gelirler	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	62,7%	-5,7%	-10,6%	-12,1%	-5,2%

Tablo 4.106 - Finansbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Diğer Gelirler	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%

Tablo 4.107 - Finansbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	38,6%	49,4%	52,7%	45,7%	50,4%

Tablo 4.108 - Finansbank'ın Değerlemesinde Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	47,3%	46,0%	44,6%	43,2%	41,9%	40,5%	39,1%	37,7%	36,4%	35,0%

Tablo 4.109 - Finansbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	2,3%	2,8%	4,2%	8,3%	7,1%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	137,6%	83,3%	97,0%	75,4%	16,2%

Tablo 4.110 - Finansbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	5,0%	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	4,0%	3,8%	3,7%	3,5%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%

Tablo 4.111 - Finansbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluştura Diğer Oranlar (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	7,0%	7,6%	7,7%	8,4%	7,0%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	2,8%	3,2%	4,4%	8,2%	7,3%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	4,9%	2,9%	1,5%	2,3%	2,7%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	41,7%	23,1%	13,3%	20,1%	20,7%

Tablo 4.112 - Finansbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	7,2%	7,3%	7,1%	7,0%	6,8%	6,6%	6,4%	6,3%	6,1%	5,9%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	4,9%	4,0%	3,9%	3,7%	3,6%	3,5%	3,3%	3,2%	3,1%	2,9%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	1,4%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%	2,6%	2,7%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	11,0%	16,4%	17,3%	18,3%	19,3%	20,2%	21,2%	22,2%	23,1%	24,1%

Tablo 4.113 - Finansbank'a Ait Proforma Gelir Tabloları

Gelir Tablosu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Faiz Gelirleri	5.208,7	6.291,2	6.570,7	6.841,6	7.089,3	7.307,8	7.490,7	7.630,9	7.720,9	7.752,7
Faiz Giderleri	(2.350,5)	(3.008,3)	(3.053,8)	(3.072,6)	(3.059,8)	(3.010,3)	(2.918,4)	(2.778,1)	(2.583,0)	(2.326,3)
Net Faiz Geliri	2.858,2	3.282,8	3.516,9	3.769,1	4.029,5	4.297,5	4.572,3	4.852,7	5.137,9	5.426,4
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	958,6	1.168,9	1.297,5	1.437,7	1.590,2	1.755,7	1.935,1	2.128,9	2.338,1	2.563,2
Diğer Faaliyet Gelirleri	166,3	191,0	204,6	219,3	234,4	250,0	266,0	282,3	298,9	315,7
Faaliyet Gelirleri Toplamı	3.983,0	4.642,8	5.019,0	5.426,0	5.854,1	6.303,3	6.773,3	7.264,0	7.774,9	8.305,4
Diğer Faaliyet Giderleri	(1.885,7)	(2.134,3)	(2.238,5)	(2.345,6)	(2.450,4)	(2.551,9)	(2.649,3)	(2.741,6)	(2.827,8)	(2.906,9)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(1.353,7)	(1.314,8)	(1.410,6)	(1.508,9)	(1.609,1)	(1.710,6)	(1.812,5)	(1.914,0)	(2.014,1)	(2.111,6)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	743,7	1.193,6	1.369,9	1.571,5	1.794,6	2.040,8	2.311,5	2.608,3	2.933,0	3.286,9
Vergi Karşılığı	(148,7)	(238,7)	(274,0)	(314,3)	(358,9)	(408,2)	(462,3)	(521,7)	(586,6)	(657,4)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	595,0	954,9	1.096,0	1.257,2	1.435,7	1.632,6	1.849,2	2.086,7	2.346,4	2.629,5

Tablo 4.114 - Finansbank'a Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bilanço Yapısı															
Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	64,1%	62,1%	60,0%	69,1%	64,1%	62,3%	62,3%	62,3%	62,2%	62,2%	62,2%	62,1%	62,1%	62,1%	62,0%
Alınan Krediler / Toplam Aktifler	16,4%	13,7%	16,0%	7,0%	9,2%	13,8%	13,9%	14,0%	14,2%	14,3%	14,4%	14,6%	14,7%	14,8%	15,0%
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	61,7%	67,9%	58,8%	59,5%	64,7%	69,1%	69,7%	70,4%	71,0%	71,7%	72,3%	73,0%	73,6%	74,3%	75,0%
Aktif Kalitesi															
Toplam Krediler / Toplam Mevduat	96,3%	109,4%	98,0%	86,1%	100,8%	110,8%	111,9%	113,0%	114,1%	115,2%	116,4%	117,5%	118,6%	119,7%	120,8%
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler	2,3%	2,8%	4,2%	8,3%	7,1%	5,0%	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	4,0%	3,8%	3,7%	3,5%
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	-	-	-	0,6%	0,9%	0,6%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%
Duran Aktifler (Maddi Duran Varlıklar + Bağlı Ortaklık & İştirakler) / Toplam Aktifler	2,9%	3,1%	2,7%	2,1%	2,0%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%
Likidite															
Likit Aktifler / Toplam Aktifler	34,2%	24,0%	35,7%	36,1%	30,1%	25,8%	25,0%	24,4%	23,9%	23,3%	22,7%	22,1%	21,5%	20,9%	20,3%
Likit Aktifler / Mevduat	53,3%	38,7%	59,5%	52,2%	46,9%	41,4%	40,1%	39,2%	38,3%	37,4%	36,5%	35,6%	34,7%	33,7%	32,8%
Gelir-Gider Yapısı															
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	7,0%	7,6%	7,7%	8,4%	7,0%	7,2%	7,3%	7,1%	7,0%	6,8%	6,6%	6,4%	6,3%	6,1%	5,9%
Faiz Geliri / Faiz Gideri	1,9x	2,0x	1,9x	2,4x	2,5x	2,2x	2,1x	2,2x	2,2x	2,3x	2,4x	2,6x	2,7x	3,0x	3,3x
Net Faiz Geliri / Toplam Gelirler	49,4%	76,5%	81,3%	87,9%	82,6%	71,8%	70,7%	70,1%	69,5%	68,8%	68,2%	67,5%	66,8%	66,1%	65,3%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri / Toplam Gelirler	19,6%	27,8%	27,4%	22,7%	21,7%	24,1%	25,2%	25,9%	26,5%	27,2%	27,9%	28,6%	29,3%	30,1%	30,9%
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	38,6%	49,4%	52,7%	45,7%	50,4%	47,3%	46,0%	44,6%	43,2%	41,9%	40,5%	39,1%	37,7%	36,4%	35,0%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	137,6%	83,3%	97,0%	75,4%	16,2%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	62,7%	(5,7%)	(10,6%)	(12,1%)	(5,2%)	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Sermaye Yeterliliği															
Özkaynaklar / Toplam Aktifler	12,0%	12,6%	10,7%	12,4%	13,7%	12,3%	12,2%	12,1%	12,0%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,4%	11,2%
(Özkaynaklar-Duran Aktifler) / Toplam Aktifler	9,2%	9,5%	7,9%	10,3%	11,7%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,5%	10,5%	10,4%	10,3%	10,3%
Sermaye Yeterlilik Oranı	14,6%	12,1%	11,1%	13,3%	14,8%	13,2%	13,0%	12,9%	12,8%	12,7%	12,5%	12,4%	12,3%	12,1%	12,0%
Karlılık															
Ortalama Özsermaye Getirisi	41,7%	23,1%	13,3%	20,1%	20,7%	11,0%	16,4%	17,3%	18,3%	19,3%	20,2%	21,2%	22,2%	23,1%	24,1%
Ortalama Aktif Getirisi	4,9%	2,9%	1,5%	2,3%	2,7%	1,4%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%	2,6%	2,7%
Büyüme															
Brüt Krediler	45,0%	28,4%	10,2%	11,6%	41,2%	26,4%	11,1%	10,9%	10,7%	10,5%	10,3%	10,1%	9,9%	9,7%	9,5%
Mevduat	87,4%	13,0%	23,0%	27,2%	20,5%	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%
Aktifler	45,3%	16,7%	27,3%	10,3%	29,9%	18,3%	10,1%	9,9%	9,7%	9,5%	9,3%	9,1%	9,0%	8,8%	8,6%
Özkaynaklar	54,2%	21,9%	8,1%	27,7%	43,6%	6,8%	9,0%	8,8%	8,6%	8,4%	8,2%	8,0%	7,8%	7,6%	7,4%
Pazar Payı															
Brüt Krediler	5,0%	5,0%	4,3%	4,4%	4,7%	4,7%	4,4%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Mevduat	3,7%	3,6%	3,5%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Aktifler	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%	3,8%	3,9%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%	3,0%	2,9%

4.2.4.3. Bilanço Projeksiyonu

Tablo 4.115 - Finansbank'a Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler

	2006	2007	2008	2009	2010
Mevduat Büyümesi	87,4%	13,0%	23,0%	27,2%	20,5%

Tablo 4.116 - Finansbank'a Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mevduat Büyümesi	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%

Tablo 4.117 - Finansbank Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Kredi / mevduat oranı	96,3%	109,4%	98,0%	86,1%	100,8%

Tablo 4.118 - Finansbank Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kredi / mevduat oranı	110,8%	111,9%	113,0%	114,1%	115,2%	116,4%	117,5%	118,6%	119,7%	120,8%

Tablo 4.119 - Finansbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
MDV büyüme oranı	(8,5%)	28,1%	46,6%	1,9%	(3,0%)
MDV / Toplam Aktifler	1,1%	1,2%	1,4%	1,3%	1,0%

Tablo 4.120 - Finansbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
MDV büyüme oranı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
MDV / Toplam Aktifler	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%

Tablo 4.121 - Finansbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	2,0%	7,3%	4,8%	3,3%	4,1%
Toplam Aktif Büyümesi	45,3%	16,7%	27,3%	10,3%	29,9%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	9,0%	15,2%	15,6%	15,0%	13,2%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	0,5%	0,2%	2,2%	0,1%	4,6%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	26,5%	20,2%	27,2%	11,8%	14,2%

Tablo 4.122 - Finansbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Toplam Aktif Büyümesi	18,3%	10,1%	9,9%	9,7%	9,5%	9,3%	9,1%	9,0%	8,8%	8,6%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%

Tablo 4.123 - Finansbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Özsermaye					
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	14.768	21.762	25.525	27.196	35.229
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	82,5%	104,2%	96,1%	92,8%	92,5%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	14,6%	12,1%	11,1%	13,3%	14,8%
Sene başı Özsermaye	1.397	2.155	2.626	2.840	3.626
Sene sonu Özsermaye	2.155	2.626	2.840	3.626	5.208

Tablo 4.124 - Finansbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Özsermaye										
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	27.831	30.668	33.737	37.050	40.621	44.461	48.582	52.995	57.710	62.739
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	85,7%	85,7%	85,7%	85,7%	85,7%	85,7%	85,7%	85,7%	85,7%	85,7%
Özkaynak / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	12,8%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	12,3%	12,2%	12,1%	12,0%
Hedef Özsermaye	3.576	3.912	4.271	4.656	5.066	5.503	5.967	6.459	6.980	7.529
Sene başı Özsermaye	3.141	3.576	3.912	4.271	4.656	5.066	5.503	5.967	6.459	6.980
Vergi sonrası kar	476	638	725	820	922	1.032	1.150	1.275	1.407	1.545
Sermaye ihtiyacı / (dağıtılan temettü)	(40)	(302)	(365)	(435)	(512)	(595)	(686)	(783)	(886)	(996)

Tablo 4.125 - Finansbank'ın Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları

AKTİF KALEMLER	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nakit Değerler	2.303,4	2.565,9	3.014,4	3.483,4	3.970,7	4.473,1	4.987,4	5.509,5	6.034,9	6.558,5
Finansal Varlıklar	9.336,0	9.828,1	10.299,9	10.782,5	11.275,4	11.778,0	12.289,5	12.809,1	13.336,1	13.869,6
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	11.639,4	12.394,0	13.314,3	14.265,9	15.246,1	16.251,1	17.276,8	18.318,6	19.371,0	20.428,1
Brüt Krediler	31.130,4	34.586,8	38.359,0	42.467,2	46.932,0	51.774,3	57.014,9	62.674,5	68.773,4	75.331,7
Takipteki Krediler	1.547,6	1.662,9	1.781,5	1.902,9	2.026,2	2.150,7	2.275,1	2.398,5	2.519,5	2.636,6
Özel Karşılıklar	(1.353,7)	(1.314,8)	(1.410,6)	(1.508,9)	(1.609,1)	(1.710,6)	(1.812,5)	(1.914,0)	(2.014,1)	(2.111,6)
Net Krediler	31.324,3	34.934,9	38.729,9	42.861,2	47.349,2	52.214,4	57.477,6	63.159,0	69.278,8	75.856,7
Maddi Duran Varlıklar (Net)	380,4	399,4	419,3	440,3	462,3	485,4	509,7	535,2	562,0	590,1
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	385,6	385,6	385,6	385,6	385,6	385,6	385,6	385,6	385,6	385,6
Diğer Aktif Kalemler	1.340,8	1.489,7	1.652,2	1.829,1	2.021,4	2.230,0	2.455,7	2.699,5	2.962,1	3.244,6
AKTİF TOPLAMI	45.070,4	49.603,6	54.501,3	59.782,1	65.464,6	71.566,5	78.105,4	85.097,9	92.559,6	100.505,1
PASİF KALEMLER										
Mevduat	28.095,3	30.904,8	33.938,4	37.207,4	40.722,9	44.495,6	48.535,9	52.853,9	57.458,8	62.359,2
Para Piyasalarına Borçlar	471,9	524,3	581,5	643,8	711,5	784,9	864,4	950,2	1.042,6	1.142,1
Alınan Krediler	6.211,5	6.901,2	7.653,8	8.473,6	9.364,5	10.330,7	11.376,3	12.505,6	13.722,5	15.031,1
Muhtelif Borçlar	4.730,9	5.214,0	5.736,9	6.301,5	6.910,1	7.564,7	8.267,4	9.020,0	9.824,5	10.682,7
Toplam Borçlar	39.509,6	43.544,4	47.910,7	52.626,3	57.708,9	63.175,9	69.044,0	75.329,7	82.048,5	89.215,0
Özkaynaklar	5.560,8	6.059,2	6.590,6	7.155,8	7.755,6	8.390,7	9.061,4	9.768,2	10.511,1	11.290,1
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	45.070,4	49.603,6	54.501,3	59.782,1	65.464,6	71.566,5	78.105,4	85.097,9	92.559,6	100.505,1

4.2.4.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar - Finansbank A.Ş.

4.2.4.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması

Finansbank'ın değerlemesinde kullanılan iskonto oranı, Bölüm 4.1.2.4.1.'de ayrıntılı olarak anlatılan esaslara dayanılarak hesaplanmış olup, Denklem 4.1.'de değerlendirme esaslarında Finansbank'a ilişkin değerler yerine konulmuştur. Beta değeri olarak Tablo 4.5.'te hesaplanan düzeltilmiş beta değerleri kullanılmıştır. Tabloya göre Finansbank'ın düzeltilmiş betası 0,98'dir. Risksiz getiri oranı Bölüm 4.1.2.4.1.'de ifade edildiği gibi %9,2 olarak alınmıştır. Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (EMRP) değeri olarak ise, yine aynı bölümde hesaplanan %5,0 değeri alınmıştır.

Kullanılan parametreler CAPM denkleminde yerine konulduğunda, Finansbank'ın Türk Lirası bazlı sermaye maliyeti %14,1 olarak hesaplanmıştır;

$$k = \%9,2 + (0,98 \times \%5,0)$$

$$k = \%14,1$$

4.2.4.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması

Finansbank'ın değerlemesinde, devam eden değer (TV) Denklem 2.20'de ifade edildiği gibi hesaplanmış olup, TV büyüme oranı olarak %5 oranı kullanılmıştır.

4.2.4.5. Finansbank A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli (DDM)'e Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında, uygulanan Temettü İskonto Modeli'ne göre, Finansbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibarıyla **9.908 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Hesaplanan özsermaye değerine İştirakler ve bağlı ortaklıkların da eklenmesiyle banka değeri **10.293 m TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.126 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Finansbank A.Ş.'nin Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Temettü ödemeleri	243	456	565	692	836	998	1.178	1.380	1.603	1.851
İskonto faktörü	0,877	0,768	0,674	0,590	0,518	0,454	0,398	0,349	0,306	0,268
Bugüne indirgenmiş temettüler	213	351	380	409	433	453	469	481	490	496

İskonto oranı - Özsermaye maliyeti	
Risksiz getiri oranı	9,2%
Beta	0,98
EMRP	5,0%
CoE	14,1%
Devam Eden Değer büyüme oranı %	5,0%

Milyon TL	
Bugüne indirgenmiş temettülerin toplam değeri	4.173
Devam Eden Değer	5.734
Özsermaye Değeri	9.908
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	386
TOPLAM BANKA DEĞERİ	10.293

4.2.4.6. Finansbank A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

4.2.4.6.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı (P/B)

İkinci bölümden hatırlanacağı üzere, Denklem 2.11'de yer alan parametreler (risk_CoE, büyüme oranı_g ve karlılık_RoE) içerisinde, ileriye dönük piyasa beklentilerini yansıtması amacıyla, 2011 yıl sonu P/B değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2011 yılı sonu özsermaye karlılığı değeri (RoE), P/B değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirildiğinde; elde edilen regresyon denklemi, karlılığın P/B çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermekteydi.

Tablo 4.35'te yer alan değerlerden, 2011 yılı beklenen Özsermaye Karlılığı (RoE) bağımsız değişken; 2011 yılı beklenen P/B bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denklemi ile ilişkilendirildiğinde, Denklem 4.5 (**$P/B = 7,467 \cdot RoE + 0,288$**) elde edilmekte ve denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri de 0,772 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.3'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, Finansbank'ın Temettü İskonto Modeli'nde elde edilen 2011 yılı sonu RoE değeri yerine konulursa bulunacak değer, Banka'nın tahmin edilen karlılık seviyesinde hakettiği P/B çarpanı değeri olacaktır. Temettü iskonto modelinde hesaplanan RoE değeri olan %11 değeri, regresyon denkleminde yerine konulursa elde edilen değer, 2011 yılı için bankanın beklenen P/B çarpanı olmaktadır. Çarpan 1.1x olarak hesaplanmaktadır. Çarpan değeri, Finansbank'ın modelde hesaplanan 2011 yıl sonu defter değeri (5.561m TL) ile çarpıldığında banka değeri **6.188m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/B = 7,467 \times \%11 + 0,288$$

$$P/B = 1,1$$

4.2.4.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E)

P/E çarpanının hesaplanması için, çarpanın değerini etkileyen ana faktörler olan risk (CoE_k) ve büyüme oranı (g) (Denklem 2.2 ve 2.3) parametreleri içerisinde 2010 yılı sonu P/E değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2010-2012 yılları arası Hisse Başına Kar_(EPS) değerleri Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (Compounded Annual Growth Rate-CAGR) değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirilmiştir. Elde edilen regresyon denklemi, net kar büyüme oranının P/E çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermektedir.

Tablo 4.36'da yer alan değerler; 2011-2013 yılları arası beklenen HBK bağımsız değişken, 2011 yılı beklenen P/E bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denkleminde yerine konulduğunda, Denklem 4.6 (**P/E = 49,481*HBK CAGR (11-13) + 4,6131**) elde edilmekte olup, denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri'de 0,412 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.4'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, Finansbank için hesaplanan Temettü İskonto Modeli'nde bulunan 2011-2013 yılları arası HBK CAGR değeri yerine konulursa elde edilecek değer, Banka'nın tahmin edilen büyüme oranı seviyesinde hakettiği P/E çarpanı olacaktır. Modelde hesaplanan HBK CAGR (2011-13) değeri olan %35,7 denklemde yerine konulduğunda, 2011 beklenen P/E çarpanı 22,3x olmaktadır. Bu değer ise, Finansbank'ın modelden hesaplanan 2011 yılı sonu net kar değeri (595m TL) ile çarpıldığında banka değeri **13.261m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/E = 49,481 \times \%35,7 + 4,6131$$

$$P/E = 22,3$$

4.2.4.7. Finansbank A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Artık Gelir Modeli'ne göre, Finansbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibarıyla **11.211 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye değerinin elde edilmesi için öncelikle tahminlenen dönem boyunca artık gelirler hesaplanmıştır. Elde edilen artık gelir değerleri Finansbank'ın belirlenen iskonto oranı ($k=14,1$) ile bugünkü değere indirgenmiştir.

İndirgenmiş artık gelirler toplamına, 2010 yılı sonu itibarıyla değer hesaplaması yapıldığı için net aktif değeri de eklenmiş ve devam eden değer de eklenmesiyle Bankanın özsermaye değeri elde edilmiştir.

Tablo 4.127 - Artık Gelir Modeli'ne göre Finansbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
RoE (Başlangıç Özsermayesi)	12,3%	18,5%	19,3%	20,3%	21,2%	22,2%	23,1%	24,1%	25,0%	26,0%
CoE (Özsermaye Maliyeti)	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%
Net Aktif Değeri	4.823	5.175	5.674	6.205	6.770	7.370	8.005	8.676	9.383	10.126
Artık Gelirler (Residual Income_RI)	(84)	226	297	384	483	595	722	865	1.025	1.204
İskonto faktörü	0,877	0,768	0,674	0,590	0,518	0,454	0,398	0,349	0,306	0,268
İndirgenmiş Artık Gelirler	(74)	174	200	227	250	270	287	302	313	323

milyon TL	
İndirgenmiş Artık Gelirler Toplamı	2.272
Net Aktif Değeri (2010 Yıl Sonu)	5.208
Devam Eden Değer	3.731
TOPLAM BANKA DEĞERİ	11.211

4.2.4.8. Finansbank A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre, Finansbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **9.908 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

İştirakler ve bağlı ortaklıkların özsermaye değerine eklenmesiyle ise Banka değeri **10.293 m TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.128 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre Finansbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Kar	595	955	1.096	1.257	1.436	1.633	1.849	2.087	2.346	2.629
(+/-) Faiz Geliri Sağlayan Nakit ve Finansal Varlıklarda Değişim	(180)	(755)	(920)	(952)	(980)	(1.005)	(1.026)	(1.042)	(1.052)	(1.057)
(+/-) Net Kredilerdeki Değişim	(6.465)	(3.611)	(3.795)	(4.131)	(4.488)	(4.865)	(5.263)	(5.681)	(6.120)	(6.578)
(+/-) İştirak ve Bağlı Ortaklıklardaki Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Diğer Aktif Kalemlerdeki Değişim	(320)	(149)	(162)	(177)	(192)	(209)	(226)	(244)	(263)	(282)
(-) Sabit Sermaye Yatırımı	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(27)	(28)
(+/-) Mevduattaki Değişim	3.665	2.810	3.034	3.269	3.515	3.773	4.040	4.318	4.605	4.900
(+/-) Para Piyasalarına Borçlardaki Değişim	(652)	52	57	62	68	73	79	86	92	99
(+/-) Alınan Kredilerdeki Değişim	2.721	690	753	820	891	966	1.046	1.129	1.217	1.309
(+/-) Muhtelif Borçlardaki Değişim	898	483	523	565	609	655	703	753	805	858
FCFE	243	456	565	692	836	998	1.178	1.380	1.603	1.851
İskonto faktörü	0,877	0,768	0,674	0,590	0,518	0,454	0,398	0,349	0,306	0,268
İndirgenmiş FCFE	213	351	380	409	433	453	469	481	490	496

Milyon TL

İndirgenmiş FCFE'lerin Toplamı	4.173
Devam Eden Değer	5.734
Özsermaye Değeri	9.908
İştirakler & Bağlı Ortaklıklar	386
TOPLAM BANKA DEĞERİ	10.293

4.2.5. TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.

63 yıllık bir geçmişe sahip olan Garanti Bankası, 78 milyar ABD Doları'na ulaşan aktif büyüklüğü ile Türkiye'nin en büyük özel bankalarından biri konumundadır. Yüzde 48'i halka açık olan Banka'nın yönetimini 22 Aralık 2005'ten itibaren Doğu Holding ve GE Capital, eşit ortaklık ilkesiyle paylaşmaktayken 1 Kasım 2010 tarihinde BBVA ile imzalanan hisse alım sözleşmesi uyarınca GE Capital ve Doğu Holding'ten alınan paylar sonucunda ortak yönetim hakkı GE Capital'den BBVA'ye geçmiştir. Söz konusu işlemin kapanışı 1 Mart 2011'de gerçekleştirilmiş olup son durum itibarıyla Garanti Bankası'nın ortaklık yapısı; Doğu Holding %25, BBVA %25, GE Capital %2 ve halka açık kısım %48 şeklindedir. Hisse alım sözleşmesi uyarınca BBVA beş sene içerisinde çeşitli mekanizmalar doğrultusunda Garanti Bankası'nın kontrolünü Doğu Holding'ten devralacaktır.

Bankanın 2010 yılsonu itibarıyla yurtiçinde 853 şubesi, Kıbrıs'ta 4, Lüksemburg ve Malta'da birer olmak üzere yurtdışında 6 şubesi, Moskova, Londra, Düsseldorf ve Şangay'da birer temsilciği, 3000'in üzerinde de ATM'si bulunmaktadır.

Kurumsal, ticari, KOBİ, özel, bireysel ve Yatırım bankacılığı dahil olmak üzere, tüm işkollarında faaliyet gösteren Garanti Bankası; ödeme sistemleri, bireysel emeklilik, finansal kiralama, faktoring, menkul değerler ve portföy yönetimi alanlarının da aralarında bulunduğu 9 iştiraki ile, entegre bir finansal hizmetler grubu niteliğini taşımaktadır. Bu iştirakleri arasında Moskova merkezli faaliyet gösteren Garanti Bank Moscow (GBM), Amsterdam merkezli faaliyet gösteren Garanti Bank International (GBI) ve Romanya'da 65 şubeye ulaşan Garanti Bank SA da yer almaktadır.¹³⁰

¹³⁰Garanti Bankası, (Çevrimiçi),
http://www.dogusgrubu.com.tr/tr/icerik/117/17/web_bankacilik_ve_finans/garanti_bankasi/,
09/03/2011

4.2.5.1. Mali Tablolar-Türkiye Garanti Bankası A.Ş.

T.Garanti Bankası A.Ş.'nin değerlemede esas alınan özet bilanço ve gelir tabloları aşağıdaki gibidir.

Tablo 4.129 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları
(2006-2010)

Milyon TL	2006	2007	2008	2009	2010
AKTİF KALEMLER					
Nakit Değerler	6,173.3	10,360.9	10,373.2	16,200.5	15,831.2
Finansal Varlıklar	14,396.4	17,191.9	25,629.2	36,356.0	39,210.1
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	20,569.7	27,552.7	36,002.3	52,556.5	55,041.3
Brüt Krediler	27,165.1	36,910.9	49,457.3	49,308.1	64,475.8
Takipteki Krediler	636.6	846.5	1,239.7	2,237.1	1,939.1
Özel Karşılıklar	(451.2)	(539.5)	(789.6)	(1,812.5)	(1,587.5)
Net Krediler	27,350.5	37,217.9	49,907.4	49,732.7	64,827.3
Maddi Duran Varlıklar (Net)	885.4	939.8	1,084.7	1,142.6	1,201.3
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	604.2	588.7	839.8	1,033.0	1,684.6
Diğer Aktif Kalemler	877.1	1,279.3	1,106.6	997.3	1,208.9
AKTİF TOPLAMI	50,286.9	67,578.5	88,940.9	105,462.1	123,963.4
PASİF KALEMLER					
Mevduat	30,139.0	39,098.1	52,715.3	62,808.0	72,658.4
Para Piyasalarına Borçlar	4,813.9	8,176.9	10,702.9	10,534.7	11,254.1
Alınan Krediler	7,890.4	8,558.6	10,843.4	13,007.5	16,633.3
Muhtelif Borçlar	2,773.3	4,861.7	5,210.1	5,796.1	6,943.1
Toplam Borçlar	45,616.6	60,695.4	79,471.8	92,146.4	107,489.0
Özkaynaklar	4,670.3	6,883.1	9,469.1	13,315.7	16,474.4
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	50,286.9	67,578.5	88,940.9	105,462.1	123,963.4

Tablo 4.130 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010)

<i>Milyon TL</i>	2006	2007	2008	2009	2010
Faiz Gelirleri	5,158.6	7,216.6	9,378.4	10,441.4	9,499.9
Faiz Giderleri	(3,196.4)	(4,412.5)	(6,200.4)	(5,361.4)	(4,745.1)
Net Faiz Geliri	1,962.1	2,804.1	3,178.0	5,080.0	4,754.7
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	954.1	1,197.7	1,441.1	1,642.5	1,810.2
Diğer Faaliyet Gelirleri	156.5	882.0	529.5	1,160.0	1,007.2
Faaliyet Gelirleri Toplamı	3,072.7	4,883.8	5,148.6	7,882.4	7,572.2
Diğer Faaliyet Giderleri	(1,465.1)	(1,823.4)	(2,522.6)	(2,570.0)	(3,040.8)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(325.3)	(337.6)	(566.4)	(1,612.8)	(584.3)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	46.9	49.4	102.5	78.9	5.3
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	1,329.4	2,772.1	2,162.0	3,778.5	3,952.4
Vergi Karşılığı	(265.7)	(456.5)	(411.5)	(816.3)	(807.1)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	1,063.7	2,315.6	1,750.5	2,962.2	3,145.2

4.2.5.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu

Tablo 4.131- T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Faiz Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	47.735	64.464	85.460	101.865	119.517
Aktiflerin yüzdesi %	95%	95%	96%	97%	96%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	39.191	56.099	74.962	93.662	110.691
Faiz gelir oranı %	13,2%	12,9%	12,5%	11,1%	8,6%
Faiz Gideri					
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	42.843	55.834	74.262	86.350	100.546
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	36.945	49.338	65.048	80.306	93.448
Faiz gider oranı %	8,7%	8,9%	9,5%	6,7%	5,1%
MB gösterge faiz oranı	15,6%	17,3%	16,0%	9,2%	5,8%
Faiz gider oranına olan spread	(7,0%)	(8,3%)	(6,5%)	(2,5%)	(0,7%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	5,5%	10,5%	(7,3%)	(42,4%)	(36,8%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	4,5%	3,9%	3,0%	4,5%	3,5%

Tablo 4.132 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Faiz Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	139.733	153.965	169.275	185.770	203.505	222.534	242.908	264.677	287.886	312.577
Aktiflerin yüzdesi %	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	129.625	146.849	161.620	177.523	194.638	213.019	232.721	253.792	276.281	300.231
Faiz gelir oranı %	9,8%	10,4%	9,8%	9,2%	8,6%	8,0%	7,4%	6,8%	6,2%	5,6%
Faiz Gideri										
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	120.959	133.518	147.133	161.862	177.765	194.901	213.325	233.095	254.265	276.884
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	110.753	127.239	140.325	154.497	169.814	186.333	204.113	223.210	243.680	265.574
Faiz gider oranı %	6,2%	7,0%	6,4%	5,9%	5,3%	4,8%	4,3%	3,7%	3,2%	2,6%
MB gösterge faiz oranı	7,2%	8,0%	7,4%	6,8%	6,1%	5,5%	4,9%	4,3%	3,6%	3,0%
Faiz gider oranına olan spread	(0,9%)	(1,0%)	(0,9%)	(0,9%)	(0,8%)	(0,7%)	(0,6%)	(0,5%)	(0,5%)	(0,4%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	23,0%	11,7%	(7,8%)	(8,5%)	(9,3%)	(10,2%)	(11,4%)	(12,8%)	(14,7%)	(17,2%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%

Tablo 4.133 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	9.526	12.356	14.266	14.683	19.343
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	8.832	10.941	13.311	14.475	17.013
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	35,1%	33,5%	28,8%	29,8%	30,0%
Gayri Nakdi Krediler'deki Artış	17,1%	29,7%	15,5%	2,9%	31,7%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	3,1%	2,8%	2,6%	2,6%	2,4%

Tablo 4.134 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Ücret Ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	25.933	28.848	32.032	35.504	39.281	43.383	47.826	52.630	57.812	63.391
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	22.638	27.391	30.440	33.768	37.393	41.332	45.604	50.228	55.221	60.601
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%
Gayri Nakdi Krediler'deki Artış	34,1%	11,2%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%	10,0%	9,8%	9,6%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%

Tablo 4.135 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Diğer Gelirler	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç)					
/ Net Faiz Geliri	8,0%	31,5%	16,7%	22,8%	21,2%

Tablo 4.136 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Diğer Gelirler	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç)										
/ Net Faiz Geliri	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%

Tablo 4.137 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	47,7%	37,3%	49,0%	32,6%	40,2%

Tablo 4.138 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini için Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	41,4%	40,6%	39,9%	39,2%	38,5%	37,8%	37,1%	36,4%	35,7%	35,0%

Tablo 4.139 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	2,3%	2,3%	2,5%	4,5%	3,0%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	48,1%	45,5%	54,3%	92,8%	28,0%

Tablo 4.140 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini için Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	2,9%	3,0%	3,1%	3,1%	3,2%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,5%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki K	53,7%	53,7%	53,7%	53,7%	53,7%	53,7%	53,7%	53,7%	53,7%	53,7%

Tablo 4.141 - T.Garanti Bankası A.Ş.'ye ait Profoma Gelir Tabloları

Milyon TL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Faiz Gelirleri	12.640,4	15.314,6	15.883,9	16.380,2	16.789,9	17.095,6	17.278,4	17.318,0	17.192,5	16.878,9
Faiz Giderleri	(6.918,7)	(8.881,0)	(9.029,3)	(9.098,7)	(9.074,7)	(8.941,4)	(8.681,6)	(8.276,7)	(7.707,0)	(6.951,2)
Net Faiz Geliri	5.721,7	6.433,6	6.854,7	7.281,5	7.715,2	8.154,2	8.596,8	9.041,2	9.485,5	9.927,6
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	2.587,9	3.083,4	3.426,9	3.801,8	4.210,1	4.654,0	5.135,3	5.656,3	6.219,0	6.825,3
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.145,5	1.288,1	1.372,4	1.457,8	1.544,7	1.632,5	1.721,2	1.810,1	1.899,1	1.987,6
Faaliyet Gelirleri Toplamı	9.455,1	10.805,0	11.653,9	12.541,1	13.469,9	14.440,7	15.453,3	16.507,7	17.603,6	18.740,5
Diğer Faaliyet Giderleri	(3.910,1)	(4.392,1)	(4.654,9)	(4.920,7)	(5.190,0)	(5.462,1)	(5.736,0)	(6.010,8)	(6.285,5)	(6.559,2)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(1.172,4)	(1.391,2)	(1.578,5)	(1.787,2)	(2.019,0)	(2.275,8)	(2.559,7)	(2.872,9)	(3.217,5)	(3.595,7)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	4.372,6	5.021,8	5.420,5	5.833,2	6.261,0	6.702,8	7.157,6	7.624,0	8.100,6	8.585,7
Vergi Karşılığı	(874,5)	(1.004,4)	(1.084,1)	(1.166,6)	(1.252,2)	(1.340,6)	(1.431,5)	(1.524,8)	(1.620,1)	(1.717,1)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	3.498,1	4.017,4	4.336,4	4.666,6	5.008,8	5.362,2	5.726,1	6.099,2	6.480,4	6.868,5

Tablo 4.142 - T.Garanti Bankası A.Ş. Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	5,0%	5,0%	4,2%	5,4%	4,3%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	2,1%	1,7%	1,8%	3,7%	2,8%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	2,5%	3,9%	2,2%	3,0%	2,7%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	24,8%	40,1%	21,4%	26,0%	21,1%

Tablo 4.143 - T.Garanti Bankası A.Ş. Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	4,4%	4,4%	4,2%	4,1%	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	21,3%	23,6%	23,8%	24,0%	24,1%	24,3%	24,5%	24,7%	24,8%	25,0%

Tablo 4.144 - T.Garanti Bankası A.Ş.'Ye Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Bilanço Yapısı															
Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	59.9%	57.9%	59.3%	59.6%	58.6%	57.2%	57.2%	57.2%	57.2%	57.2%	57.1%	57.1%	57.1%	57.1%	57.1%
Alınan Krediler / Toplam Aktifler	15.7%	12.7%	12.2%	12.3%	13.4%	14.3%	14.4%	14.6%	14.7%	14.9%	15.1%	15.2%	15.4%	15.5%	15.7%
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	54.0%	54.6%	55.6%	46.8%	52.0%	56.5%	57.1%	57.7%	58.4%	59.0%	59.6%	60.2%	60.8%	61.5%	62.1%
Aktif Kalitesi															
Toplam Krediler / Toplam Mevduat	90.1%	94.4%	93.8%	78.5%	88.7%	98.7%	99.8%	101.0%	102.1%	103.2%	104.3%	105.4%	106.5%	107.6%	108.7%
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler	2.3%	2.3%	2.5%	4.5%	3.0%	2.9%	3.0%	3.1%	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%	3.5%
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
Duran Aktifler (Maddi Duran Varlıklar + Bağı Ortaklık & İştirakler) / Toplam Aktifler	3.0%	2.3%	2.2%	2.1%	2.3%	2.0%	1.9%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%
Likidite															
Likit Aktifler / Toplam Aktifler	40.9%	40.8%	40.5%	49.8%	44.4%	39.2%	38.7%	38.2%	37.6%	37.1%	36.5%	35.9%	35.3%	34.7%	34.1%
Likit Aktifler / Mevduat	68.2%	70.5%	68.3%	83.7%	75.8%	68.5%	67.7%	66.7%	65.8%	64.8%	63.9%	62.9%	61.9%	60.8%	59.8%
Gelir-Gider Yapısı															
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	5.0%	5.0%	4.2%	5.4%	4.3%	4.4%	4.4%	4.2%	4.1%	4.0%	3.8%	3.7%	3.6%	3.4%	3.3%
Faiz Geliri / Faiz Gideri	1.6x	1.6x	1.5x	1.9x	2.0x	1.8x	1.7x	1.8x	1.8x	1.9x	1.9x	2.0x	2.1x	2.2x	2.4x
Net Faiz Geliri / Toplam Gelirler	63.9%	57.4%	61.7%	64.4%	62.8%	60.5%	59.5%	58.8%	58.1%	57.3%	56.5%	55.6%	54.8%	53.9%	53.0%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri / Toplam Gelirler	31.1%	24.5%	28.0%	20.8%	23.9%	27.4%	28.5%	29.4%	30.3%	31.3%	32.2%	33.2%	34.3%	35.3%	36.4%
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	47.7%	37.3%	49.0%	32.6%	40.2%	41.4%	40.6%	39.9%	39.2%	38.5%	37.8%	37.1%	36.4%	35.7%	35.0%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	48.1%	45.5%	54.3%	92.8%	28.0%	53.7%	53.7%	53.7%	53.7%	53.7%	53.7%	53.7%	53.7%	53.7%	53.7%
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	8.0%	31.5%	16.7%	22.8%	21.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Sermaye Yeterliliği															
Özkaynaklar / Toplam Aktifler	9.3%	10.2%	10.6%	12.6%	13.3%	11.2%	11.0%	10.7%	10.4%	10.1%	9.8%	9.5%	9.2%	8.9%	8.7%
(Özkaynaklar-Duran Aktifler) / Toplam Aktifler	6.3%	7.9%	8.5%	10.6%	11.0%	9.2%	9.1%	8.9%	8.8%	8.6%	8.4%	8.2%	8.0%	7.8%	7.5%
Sermaye Yeterlilik Oranı	14.7%	14.6%	15.2%	20.6%	19.2%	16.9%	16.4%	16.0%	15.6%	15.2%	14.7%	14.3%	13.9%	13.4%	13.0%
Karlılık															
Ortalama Özsermaye Getirisi	24.8%	40.1%	21.4%	26.0%	21.1%	21.3%	23.6%	23.8%	24.0%	24.1%	24.3%	24.5%	24.7%	24.8%	25.0%
Ortalama Aktif Getirisi	2.5%	3.9%	2.2%	3.0%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.2%
Büyüme															
Brüt Krediler	62.7%	35.9%	34.0%	(0.3%)	30.8%	28.0%	11.2%	11.0%	10.8%	10.6%	10.4%	10.2%	10.0%	9.8%	9.6%
Mevduat	27.8%	29.7%	34.8%	19.1%	15.7%	15.0%	10.0%	9.8%	9.6%	9.4%	9.3%	9.1%	8.9%	8.7%	8.5%
Aktifler	37.9%	34.4%	31.6%	18.6%	17.5%	17.8%	10.0%	9.8%	9.7%	9.5%	9.3%	9.1%	8.9%	8.7%	8.6%
Özkaynaklar	19.8%	47.4%	37.6%	40.6%	23.7%	(0.3%)	7.2%	7.0%	6.7%	6.4%	6.2%	5.9%	5.6%	5.4%	5.1%
Pazar Payı															
Brüt Krediler	12.4%	12.9%	13.5%	12.6%	12.3%	12.6%	11.6%	11.4%	11.2%	11.1%	11.0%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
Mevduat	9.8%	11.0%	11.6%	12.2%	11.8%	11.8%	11.5%	11.3%	11.1%	11.1%	11.0%	10.9%	10.8%	10.7%	10.7%
Aktifler	10.1%	11.6%	12.1%	12.6%	12.3%	12.7%	12.1%	11.6%	11.1%	10.7%	10.4%	10.1%	9.8%	9.6%	9.5%

4.2.5.3. Bilanço Projeksiyonu

Tablo 4.145 - T.Garanti Bankası A.Ş.’Ye Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler

	2006	2007	2008	2009	2010
Mevduat Büyümesi	27,8%	29,7%	34,8%	19,1%	15,7%

Tablo 4.146 - T.Garanti Bankası A.Ş.’Ye Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Tahmini Veriler

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mevduat Büyümesi	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%

Tablo 4.147 - T.Garanti Bankası A.Ş. Kredi/Mevduat Oranları (2006-2010)

	2006	2007	2008	2009	2010
Kredi / mevduat oranı	90,1%	94,4%	93,8%	78,5%	88,7%

Tablo 4.148 - T.Garanti Bankası A.Ş. Kredi/Mevduat Oranları (2011-2020)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kredi / mevduat oranı	98,7%	99,8%	101,0%	102,1%	103,2%	104,3%	105,4%	106,5%	107,6%	108,7%

Tablo 4.149- T.Garanti Bankası A.Ş. Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
MDV büyüme oranı	(37,1%)	6,1%	15,4%	5,3%	5,1%
MDV / Toplam Aktifler	1,8%	1,4%	1,2%	1,1%	1,0%

Tablo 4.150 - T.Garanti Bankası A.Ş. Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
MDV büyüme oranı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
MDV / Toplam Aktifler	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%

Tablo 4.151 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları
(Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	3,2%	3,5%	2,2%	2,0%	1,9%
Toplam Akif Büyümesi	37,9%	34,4%	31,6%	18,6%	17,5%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	6,5%	8,7%	7,0%	6,7%	6,9%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	17,7%	22,2%	21,6%	21,4%	17,5%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	29,0%	23,2%	21,9%	26,4%	25,8%

Tablo 4.152 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları
(Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Toplam Akif Büyümesi	17,8%	10,0%	9,8%	9,7%	9,5%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,6%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%

Tablo 4.153 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Özkaynaklara İlişkin Oranları
(Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	31.769	47.027	62.265	64.501	85.810
(Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk) / aktifler	63,2%	69,6%	70,0%	61,2%	69,2%
Sermaye Yeterlilik Rasyosu(Özkaynak / Risk ağırlıklı varlıklar)	14,7%	14,6%	15,2%	20,6%	19,2%
Hedef özkaynak					16.474
Sene başı özkaynak	3.900	4.670	6.883	9.469	13.316
Sene sonu özkaynak	4.670	6.883	9.469	13.316	16.474

Tablo 4.154 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Özkaynaklara İlişkin Oranları
(Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	97.312	107.070	117.608	128.967	141.186	154.303	168.354	183.374	199.397	216.453
(Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk) / aktifler	66,6%	66,6%	66,6%	66,6%	66,6%	66,6%	66,6%	66,6%	66,6%	66,6%
Sermaye Yeterlilik Rasyosu(Özkaynak / Risk ağırlıklı varlıklar)	16,9%	16,4%	16,0%	15,6%	15,2%	14,7%	14,3%	13,9%	13,4%	13,0%
Hedef özkaynak	16.424	17.609	18.836	20.100	21.396	22.719	24.062	25.419	26.781	28.139
Sene başı özkaynak	16.474	16.424	17.609	18.836	20.100	21.396	22.719	24.062	25.419	26.781
Vergi sonrası kar	3.498	4.017	4.336	4.667	5.009	5.362	5.726	6.099	6.480	6.869
Sermaye ihtiyacı / (dağıtılan temettü)	(3.549)	(2.832)	(3.110)	(3.403)	(3.713)	(4.039)	(4.383)	(4.742)	(5.118)	(5.510)

**Tablo 4.155 - T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma
Bilançoları**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AKTİF KALEMLER										
Nakit Değerler	15.977,1	18.763,1	21.858,4	25.175,7	28.715,3	32.475,8	36.453,7	40.643,5	45.037,4	49.625,1
Finansal Varlıklar	41.253,0	43.427,6	45.512,1	47.644,7	49.822,7	52.043,4	54.303,6	56.599,8	58.928,5	61.285,7
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	57.230,1	62.190,7	67.370,6	72.820,4	78.538,1	84.519,2	90.757,2	97.243,3	103.965,9	110.910,8
Brüt Krediler	82.502,8	91.774,4	101.904,5	112.949,6	124.967,0	138.014,7	152.150,8	167.433,4	183.919,8	201.666,2
Takipteki Krediler	2.423,6	2.753,3	3.120,9	3.529,8	3.983,4	4.485,5	5.040,1	5.650,9	6.322,3	7.058,3
Özel Karşılıklar	(1.172,4)	(1.391,2)	(1.578,5)	(1.787,2)	(2.019,0)	(2.275,8)	(2.559,7)	(2.872,9)	(3.217,5)	(3.595,7)
Net Krediler	83.754,1	93.136,5	103.446,9	114.692,2	126.931,5	140.224,5	154.631,1	170.211,4	187.024,6	205.128,9
Maddi Duran Varlıklar (Net)	1.261,4	1.324,4	1.390,7	1.460,2	1.533,2	1.609,9	1.690,4	1.774,9	1.863,6	1.956,8
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	1.684,6	1.684,6	1.684,6	1.684,6	1.684,6	1.684,6	1.684,6	1.684,6	1.684,6	1.684,6
Diğer Aktif Kalemler	2.117,0	2.354,9	2.614,8	2.898,2	3.206,6	3.541,4	3.904,1	4.296,3	4.719,3	5.174,7
AKTİF TOPLAMI	146.047,2	160.691,2	176.507,6	193.555,7	211.894,0	231.579,6	252.667,5	275.210,5	299.258,1	324.855,8
PASİF KALEMLER										
Mevduat	83.557,2	91.912,9	100.935,1	110.657,4	121.112,5	132.332,7	144.349,0	157.190,9	170.886,2	185.460,4
Para Piyasalarına Borçlar	16.555,8	18.416,3	20.449,1	22.665,5	25.077,0	27.695,3	30.532,0	33.598,7	36.907,0	40.468,2
Alınan Krediler	20.846,2	23.188,8	25.748,4	28.539,2	31.575,7	34.872,5	38.444,3	42.305,8	46.471,4	50.955,4
Muhtelif Borçlar	8.664,1	9.563,7	10.538,9	11.594,0	12.733,1	13.960,5	15.280,2	16.696,3	18.212,6	19.832,8
Toplam Borçlar	129.623,3	143.081,7	157.671,6	173.456,1	190.498,3	208.861,0	228.605,5	249.791,7	272.477,3	296.716,8
Özkaynaklar	16.424,0	17.609,5	18.836,0	20.099,7	21.395,7	22.718,6	24.062,0	25.418,8	26.780,8	28.139,9
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	146.047,2	160.691,2	176.507,6	193.555,7	211.894,0	231.579,6	252.667,5	275.210,5	299.258,1	324.855,8

4.2.5.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar

4.2.5.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması

İskonto oranı, Bölüm 4.1.2.4.1.'de ayrıntılı olarak anlatılan esaslara dayanılarak hesaplanmış olup, Denklem 4.1.'de Garanti Bankası'na ilişkin değerler yerine konulmuştur. Beta değeri olarak Tablo 4.5.'te hesaplanan düzeltilmiş beta değerleri kullanılmıştır. Tabloya göre Garanti Bankası'nın düzeltilmiş betası 1.30'dur. Risksiz getiri oranı Bölüm 4.1.2.4.1.'de ifade edildiği gibi %9,2 olarak alınmıştır. Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (EMRP) değeri olarak ise, yine aynı bölümde detaylarıyla hesaplanan %5.0 değeri alınmıştır.

Sonuç itibarıyla kullanılan parametreler CAPM denkleminde yerine konulduğunda, Garanti Bankası'nın Türk Lirası bazlı sermaye maliyeti **%15.7** olarak hesaplanmıştır;

$$k = \%9,2 + (1,30 \times \%5,0)$$

$$k = \%15,7$$

4.2.5.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması

Garanti Bankası'nın değerlemesinde, devam eden değer (TV) Denklem 2.20'de ifade edildiği gibi hesaplanmış olup, TV büyüme oranı olarak; hiçbir firmanın içinde bulunduğu ekonomiden daha büyük olamayacağı varsayımı ile Türkiye'nin sürdürülebilir büyüme oranı kabul edilen %5 oranı kullanılmıştır.

4.2.5.5. T.Garanti Bankası'nın Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Temettü İskonto Modeli'ne göre, T. Garanti Bankası A.Ş. için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **32.675 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 4.156 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Garanti Bankası'nın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Temettü ödemeleri	3.549	2.832	3.110	3.403	3.713	4.039	4.383	4.742	5.118	5.510
İskonto faktörü	0,865	0,748	0,646	0,559	0,483	0,418	0,361	0,312	0,270	0,234
Bugüne indirgenmiş temettüler	3.068	2.117	2.010	1.902	1.794	1.688	1.583	1.481	1.382	1.287

İskonto oranı - Özsermaye maliyeti	
Risksiz getiri oranı	9,2%
Beta	1,30
EMRP	5,0%
CoE	15,7%
Devam eden değer büyüme oranı %	5,0%

Milyon TL	
Bugüne indirgenmiş temettülerin toplam değeri	18.312
Devam Eden Değer	12.678
Özsermaye Değeri	30.990
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	1.685
TOPLAM BANKA DEĞERİ	32.675

4.2.5.6. T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

4.2.5.6.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı (P/B)

İkinci bölümden hatırlanacağı üzere, Denklem 2.11'de yer alan parametreler (risk_CoE, büyüme oranı_g ve karlılık_RoE) içerisinde, ileriye dönük piyasa beklentilerini yansıtması amacıyla, 2011 yıl sonu P/B değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2011 yılı sonu özsermaye karlılığı değeri (RoE), P/B değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirildiğinde; elde edilen regresyon denklemi, karlılığın P/B çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermekteydi.

Tablo 4.35'te yer alan değerlerden, 2011 yılı beklenen Özsermaye Karlılığı (RoE) bağımsız değişken; 2011 yılı beklenen P/B bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denklemi ile ilişkilendirildiğinde, Denklem 4.5 (**$P/B = 7,467 \cdot RoE + 0,288$**) elde edilmekte ve denklemin açıklama gücünü ölçen R^2 değeri de 0,772 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.3'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, Garanti Bankası'nın Temettü İskonto Modeli'nde elde edilen 2011 yılı sonu RoE değeri yerine konulursa bulunacak değer, Garanti Bankası'nın tahmin edilen karlılık seviyesinde hakettiği P/B çarpanı değeri olacaktır. Temettü iskonto modelinde hesaplanan RoE değeri olan %21,3 değeri, regresyon denkleminde yerine konulursa elde edilen değer, 2011 yılı için bankanın beklenen P/B çarpanı olmaktadır. Çarpan 1.9x olarak hesaplanmaktadır. Çarpan değeri, Garanti Bankası'nın modelde hesaplanan 2011 yıl sonu defter değeri (16.424m TL) ile çarpıldığında Banka değeri **30.805m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/B = 7,467 \times \%21,3 + 0,288$$

$$P/B = 1,9$$

4.2.5.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E)

P/E çarpanının hesaplanması için, çarpanın değerini etkileyen ana faktörler olan risk (CoE_k) ve büyüme oranı (g) (Denklem 2.2 ve 2.3) parametreleri içerisinde 2010 yılı sonu P/E değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2010-2012 yılları arası Hisse Başına Kar_(EPS) değerleri Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (Compounded Annual Growth Rate-CAGR) değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirilmiştir. Elde edilen regresyon denklemi, net kar büyüme oranının P/E çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermektedir.

Tablo 4.36'da yer alan değerler; 2011-2013 yılları arası beklenen HBK bağımsız değişken, 2011 yılı beklenen P/E bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denkleminde yerine konulduğunda, Denklem 4.6 (**P/E = 49,481*HBK CAGR (11-13) + 4,6131**) elde edilmekte olup, denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri'de 0,412 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.4'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, Garanti Bankası için hesaplanan Temettü İskonto Modeli'nde bulunan 2011-2013 yılları arası HBK CAGR değeri yerine konulursa elde edilecek değer, Garanti Bankası'nın tahmin edilen büyüme oranı seviyesinde hakettiği P/E çarpanı olacaktır. Modelde hesaplanan HBK CAGR (2011-13) değeri olan %11.3 denklemde yerine konulduğunda, 2011 beklenen P/E çarpanı 10.2x olmaktadır. Bu değer ise, Garanti Bankası'nın modelden hesaplanan 2011 yılı sonu net kar değeri (3.498m TL) ile çarpıldığında banka değeri **35.764m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/E = 49,481 \times \%11,3 + 4,6131$$

$$P/E = 10,2$$

4.2.5.7. T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne göre, T. Garanti Bankası için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **32.936 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye değerinin elde edilmesi için öncelikle tahminlenen dönem boyunca artık gelirler hesaplanmıştır. Elde edilen artık gelir değerleri Garanti Bankası'nın belirlenen iskonto oranı ($k=15,7\%$) ile bugünkü değerleri elde edilmiştir.

İndirgenmiş artık gelirler toplamına, 2010 yılı sonu itibariyle değer hesaplaması yapıldığı için bağlı ortaklıklar ve iştirakleri de içeren net aktif değeri eklenmiş ve devam eden değer de eklenmesiyle Bankanın özsermaye değeri elde edilmiştir.

Tablo 4.157 - Artık Gelir Modeli'ne göre T.Garanti Bankası'nın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
RoE (Başlangıç Özsermayesi)	23,7%	27,3%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,3%	27,3%	27,4%
CoE (Özsermaye Maliyeti)	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%
Net Aktif Değeri	14.790	14.739	15.925	17.151	18.415	19.711	21.034	22.377	23.734	25.096
Artık Gelirler (Residual Income_RI)	1.182	1.710	1.843	1.981	2.126	2.276	2.433	2.596	2.764	2.939
İskonto faktörü	0,865	0,748	0,646	0,559	0,483	0,418	0,361	0,312	0,270	0,234
İndirgenmiş Artık Gelirler	1.022	1.278	1.191	1.107	1.027	951	879	811	747	686

milyon TL

İndirgenmiş Artık Gelirler Toplamı	9.700
Net Aktif Değeri (2010 Yıl Sonu)	16.474
Devam Eden Değer	6.762
TOPLAM BANKA DEĞERİ	32.936

4.2.5.8. T.Garanti Bankası A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre, T. Garanti Bankası için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **32.675 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 4.158 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre T.Garanti Bankası'nın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Kar	3.498	4.017	4.336	4.667	5.009	5.362	5.726	6.099	6.480	6.869
(+/-) Faiz Geliri Sağlayan Nakit ve Finansal Varlıklarda Değişim	(2.189)	(4.961)	(5.180)	(5.450)	(5.718)	(5.981)	(6.238)	(6.486)	(6.723)	(6.945)
(+/-) Net Kredilerdeki Değişim	(18.927)	(9.382)	(10.310)	(11.245)	(12.239)	(13.293)	(14.407)	(15.580)	(16.813)	(18.104)
(+/-) İştirak ve Bağlı Ortaklıklardaki Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Diğer Aktif Kalemlerdeki Değişim	(908)	(238)	(260)	(283)	(308)	(335)	(363)	(392)	(423)	(455)
(-) Sabit Sermaye Yatırımı	(60)	(63)	(66)	(70)	(73)	(77)	(80)	(85)	(89)	(93)
(+/-) Mevduattaki Değişim	10.899	8.356	9.022	9.722	10.455	11.220	12.016	12.842	13.695	14.574
(+/-) Para Piyasalarına Borçlardaki Değişim	5.302	1.861	2.033	2.216	2.412	2.618	2.837	3.067	3.308	3.561
(+/-) Alınan Kredilerdeki Değişim	4.213	2.343	2.560	2.791	3.036	3.297	3.572	3.861	4.166	4.484
(+/-) Muhtelif Borçlardaki Değişim	1.721	900	975	1.055	1.139	1.227	1.320	1.416	1.516	1.620
FCFE	3.549	2.832	3.110	3.403	3.713	4.039	4.383	4.742	5.118	5.510
İskonto faktörü	0,865	0,748	0,646	0,559	0,483	0,418	0,361	0,312	0,270	0,234
İndirgenmiş FCFE	3.068	2.117	2.010	1.902	1.794	1.688	1.583	1.481	1.382	1.287

Milyon TL

İndirgenmiş Nakit Akımları (FCFE) Toplamı	18.312
Devam Eden Değer	12.678
Özsermaye değeri	30.990
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	1.685
TOPLAM BANKA DEĞERİ	32.675

4.2.6. TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.

1933 yılında çıkartılan Türkiye Halk Bankası A.Ş. ve Halk Sandıkları Kanunu ile kurulan Halkbank, kredi hizmetlerini 1938-1950 yılları arasında finansman sağladığı Halk Sandıkları kanalı ile yürütmüştür. 1940 yılında küçük ve orta ölçekli işletmelere ilk KOBİ kredilerini vermeye başlayan Halkbank, 1964'te küçük sanayi çarşısı ve sitelerinin kurulması amacıyla yönelik ilk fonu oluşturmuştur. Aynı yıl sermayesini artırarak aktif bir çalışma temposuna giren Banka, mevduat ve kredi hacmini yükseltmeye başlamıştır. 1975 yılında hizmete giren sanayi yatırım ve işletme kredileri ile Halkbank, büyük sanayi kesimine de kredi kullandırmaya başlamıştır.

1992 yılında Türkiye Öğretmenler Bankası T.A.Ş. (Töbank), 1993 yılında Sümerbank, 1998 yılında Etibank, 2001'de Emlak Bankası'nın bazı şubeleri Banka ile birleştirilmiş, 2004 yılında ise Halkbank-Pamukbank entegrasyonu gerçekleştirilmiştir.

2007 yılında Halkbank'ın hisselerinin %24,98'i halka arz edilmiştir. Banka'nın %24,98 hissesi 1,8 milyar ABD doları bedelle satılmıştır. Hisselerin halka arzında, yurt içi ve dışında toplanan toplam 17,4 milyar TL (12,9 milyar ABD doları) talep halka arz büyüklüğünün 8 katı olmuştur. Halkbank halka arzla Avrupa'nın önde gelen yatırım şirketi East Capital tarafından her yıl verilen "En İyi Halka Arz" ödülüne layık görülmüştür. Ayrıca, Halkbank ile HSBC arasında 2007 yılında imzalanan anlaşma çerçevesinde Halkbank kredi kartları Advantage özelliği kazanmıştır.¹³¹

¹³¹ T.Halk Bankası A.Ş., Faaliyet Raporu, 31 Mart 2010 , s.20, (Çevrimiçi)
http://www.halkbank.com.tr/images/misc/yatirimciliskileri/mali_tablo/faaliyet_raporlari/2010/1.ceyrek.konsolide/2010_1_ceyrek_konsolide.pdf, 15/06/2011

4.2.6.1. Mali Tablolar- T. Halkbankası A.Ş.

Halkbank'ın değerlemesinde esas alınan özet bilanço ve gelir tabloları aşağıdaki gibidir.

Tablo 4.159 - Halkbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010)

Bilanço	2006	2007	2008	2009	2010
AKTİF KALEMLER					
Nakit Değerler	3.629,7	4.682,8	5.128,6	4.551,7	5.759,0
Finansal Varlıklar	18.139,2	15.944,6	18.333,5	21.372,7	20.206,6
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	21.768,9	20.627,4	23.462,2	25.924,5	25.965,6
Brüt Krediler	11.630,5	18.107,2	25.622,8	32.148,6	44.003,3
Takipteki Krediler	1.085,0	1.032,7	1.251,4	1.667,9	1.757,8
Özel Karşılıklar	(1.069,8)	(1.018,9)	(1.037,8)	(1.358,4)	(1.464,5)
Net Krediler	11.645,6	18.121,1	25.836,3	32.458,1	44.296,5
Maddi Duran Varlıklar (Net)	660,8	641,5	891,6	1.139,0	945,4
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	134,7	346,8	324,7	320,9	739,6
Diğer Aktif Kalemler	214,7	497,6	581,1	807,7	995,4
AKTİF TOPLAMI	34.424,7	40.234,5	51.095,9	60.650,1	72.942,4
PASİF KALEMLER					
Mevduat	27.188,0	30.840,9	40.271,1	43.949,7	54.782,0
Para Piyasalarına Borçlar	671,5	1.702,8	2.390,4	5.761,7	3.155,1
Alınan Krediler	873,1	937,0	1.521,8	2.031,5	3.824,4
Muhtelif Borçlar	1.912,2	2.370,6	2.623,7	3.147,6	3.736,2
Toplam Borçlar	30.644,8	35.851,4	46.807,1	54.890,5	65.497,7
Özkaynaklar	3.779,8	4.383,1	4.288,8	5.759,5	7.444,7
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	34.424,7	40.234,5	51.095,9	60.650,1	72.942,4

Tablo 4.160 - Halkbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları
(2006-2010)

Gelir Tablosu	2006	2007	2008	2009	2010
Faiz Gelirleri	4.592,3	5.708,2	6.792,9	6.816,7	6.350,6
Faiz Giderleri	(3.194,7)	(3.955,9)	(4.666,7)	(3.708,0)	(3.159,6)
Net Faiz Geliri	1.397,5	1.752,3	2.126,2	3.108,7	3.191,0
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	203,7	296,2	370,3	460,6	525,9
Diğer Faaliyet Gelirleri	426,9	409,6	169,6	276,9	690,2
Faaliyet Gelirleri Toplamı	2.028,1	2.458,1	2.666,1	3.846,2	4.407,1
Diğer Faaliyet Giderleri	(723,2)	(847,7)	(1.002,2)	(1.193,7)	(1.495,3)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(201,8)	(222,9)	(436,3)	(646,1)	(458,4)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	14,1	19,1	38,8	10,8	55,9
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	1.117,3	1.406,6	1.266,4	2.017,2	2.509,3
Vergi Karşılığı	(253,8)	(275,5)	(248,1)	(386,1)	(498,9)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	863,5	1.131,0	1.018,3	1.631,1	2.010,4

4.2.6.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu

Tablo 4.161 - Halkbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin
Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Faiz Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	33.399	38.735	49.085	58.073	69.969
Aktiflerin yüzdesi %	97%	96%	96%	96%	96%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	28.753	36.067	43.910	53.579	64.021
Faiz gelir oranı %	16,0%	15,8%	15,5%	12,7%	9,9%
Faiz Gideri					
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	28.733	33.481	44.183	51.743	61.761
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	25.066	31.107	38.832	47.963	56.752
Faiz gider oranı %	12,7%	12,7%	12,0%	7,7%	5,6%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	15,6%	17,3%	16,0%	9,2%	5,8%
Faiz gider oranına olan spread	(2,9%)	(4,5%)	(4,0%)	(1,5%)	(0,3%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	5,5%	10,5%	(7,3%)	(42,4%)	(36,8%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	3,2%	3,1%	3,5%	5,0%	4,4%

Tablo 4.162 - Halkbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Faiz Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	80.647	89.094	98.009	107.626	117.980	129.104	141.031	153.793	167.421	181.941
Aktiflerin yüzdesi %	93%	94%	94%	94%	94%	95%	95%	95%	95%	95%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	75.308	84.870	93.551	102.817	112.803	123.542	135.067	147.412	160.607	174.681
Faiz gelir oranı %	11,2%	11,9%	11,2%	10,5%	9,8%	9,1%	8,3%	7,6%	6,9%	6,2%
Faiz Gideri										
Toplam Faiz Giderili Pasifler (IBLs)	72.472	79.847	87.826	96.439	105.720	115.699	126.406	137.871	150.121	163.183
Ortalama Faiz Giderili Pasifler	67.117	76.159	83.836	92.132	101.080	110.709	121.052	132.138	143.996	156.652
Faiz gider oranı %	6,8%	7,7%	7,1%	6,5%	5,9%	5,3%	4,7%	4,1%	3,5%	2,9%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	7,2%	8,0%	7,4%	6,8%	6,1%	5,5%	4,9%	4,3%	3,6%	3,0%
Faiz gider oranına olan spread	(0,3%)	(0,3%)	(0,3%)	(0,3%)	(0,3%)	(0,2%)	(0,2%)	(0,2%)	(0,2%)	(0,1%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	23,0%	11,7%	(7,8%)	(8,5%)	(9,3%)	(10,2%)	(11,4%)	(12,8%)	(14,7%)	(17,2%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	4,4%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%

Tablo 4.163 - Halkbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	3.093	3.765	6.739	9.315	13.201
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	2.606	3.429	5.252	8.027	11.258
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	26,6%	20,8%	26,3%	29,0%	30,0%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	46,0%	21,7%	79,0%	38,2%	41,7%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	1,8%	1,6%	1,4%	1,2%	1,1%

Tablo 4.164 - Halkbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	15.098	16.812	18.686	20.732	22.960	25.382	28.007	30.848	33.916	37.220
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	14.149	15.955	17.749	19.709	21.846	24.171	26.694	29.428	32.382	35.568
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	14,4%	11,4%	11,2%	10,9%	10,7%	10,5%	10,3%	10,1%	9,9%	9,7%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%

Tablo 4.165 - Halkbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Diğer Gelirler	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	30,5%	23,4%	8,0%	8,9%	21,6%

Tablo 4.166 - Halkbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Diğer Gelirler	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%

Tablo 4.167 - Halkbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	35,7%	34,5%	37,6%	31,0%	33,9%

Tablo 4.168 - Halkbank'ın Değerlemesinde Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	34,5%	34,6%	34,6%	34,7%	34,7%	34,8%	34,8%	34,9%	34,9%	35,0%

Tablo 4.169 - Halkbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	9,3%	5,7%	4,9%	5,2%	4,0%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	17,6%	21,1%	38,2%	44,3%	26,8%

Tablo 4.170 - Halkbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	5,8%	5,6%	5,3%	5,0%	4,8%	4,5%	4,3%	4,0%	3,8%	3,5%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%

Tablo 4.171 - Halkbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	4,9%	4,9%	4,8%	5,8%	5,0%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	12,0%	6,9%	4,7%	4,7%	3,8%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	2,8%	3,0%	2,2%	2,9%	3,0%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	24,8%	27,7%	23,5%	32,5%	30,5%

Tablo 4.172 - Halkbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	5,1%	5,0%	4,9%	4,7%	4,5%	4,3%	4,2%	4,0%	3,8%	3,6%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	1,5%	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	2,8%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	27,2%	25,1%	25,0%	24,8%	24,7%	24,5%	24,4%	24,2%	24,0%	23,9%

Tablo 4.173 - Halkbank'a Ait Proforma Gelir Tabloları

Gelir Tablosu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Faiz Gelirleri	8.435,6	10.094,3	10.463,6	10.771,0	11.017,4	11.190,3	11.276,7	11.262,2	11.131,6	10.868,7
Faiz Giderleri	(4.596,9)	(5.828,3)	(5.914,5)	(5.949,0)	(5.922,4)	(5.824,7)	(5.645,1)	(5.372,1)	(4.993,3)	(4.495,6)
Net Faiz Geliri	3.838,6	4.266,1	4.549,0	4.822,0	5.095,0	5.365,6	5.631,6	5.890,1	6.138,4	6.373,1
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	913,0	1.075,3	1.196,2	1.328,4	1.472,4	1.629,1	1.799,1	1.983,3	2.182,5	2.397,2
Diğer Faaliyet Gelirleri	709,7	788,7	841,0	891,5	942,0	992,0	1.041,2	1.089,0	1.134,9	1.178,3
Faaliyet Gelirleri Toplamı	5.461,3	6.130,1	6.586,3	7.041,9	7.509,3	7.986,7	8.471,9	8.962,5	9.455,7	9.948,6
Diğer Faaliyet Giderleri	(1.886,3)	(2.120,4)	(2.281,6)	(2.443,0)	(2.609,0)	(2.779,0)	(2.952,1)	(3.127,7)	(3.304,7)	(3.482,0)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(749,9)	(1.011,3)	(1.074,0)	(1.136,0)	(1.196,4)	(1.254,3)	(1.308,5)	(1.357,9)	(1.401,2)	(1.436,9)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	2.825,1	2.998,4	3.230,7	3.462,9	3.703,9	3.953,4	4.211,2	4.476,8	4.749,8	5.029,6
Vergi Karşılığı	(565,0)	(599,7)	(646,1)	(692,6)	(740,8)	(790,7)	(842,2)	(895,4)	(950,0)	(1.005,9)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	2.260,1	2.398,7	2.584,6	2.770,3	2.963,1	3.162,7	3.369,0	3.581,5	3.799,8	4.023,7

Tablo 4.174 - Halkbank'a Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bilanço Yapısı															
Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	79,0%	76,7%	78,8%	72,5%	75,1%	73,0%	73,1%	73,1%	73,1%	73,1%	73,1%	73,2%	73,2%	73,2%	73,2%
Alınan Krediler / Toplam Aktifler	2,5%	2,3%	3,0%	3,3%	5,2%	4,4%	4,5%	4,5%	4,6%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	33,8%	45,0%	50,1%	53,0%	60,3%	66,0%	66,8%	67,6%	68,5%	69,3%	70,1%	71,0%	71,8%	72,6%	73,5%
Aktif Kalitesi															
Toplam Krediler / Toplam Mevduat	42,8%	58,7%	63,6%	73,1%	80,3%	90,3%	91,4%	92,5%	93,7%	94,8%	95,9%	97,0%	98,1%	99,2%	100,3%
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler	9,3%	5,7%	4,9%	5,2%	4,0%	5,8%	5,6%	5,3%	5,0%	4,8%	4,5%	4,3%	4,0%	3,8%	3,5%
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	0,1%	0,1%	0,8%	1,0%	0,7%	4,5%	4,0%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%	3,0%	2,8%	2,7%	2,5%
Duran Aktifler (Maddi Duran Varlıklar + Bağlı Ortaklık & İştirakler) / Toplam Aktifler	2,3%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%
Likidite															
Likit Aktifler / Toplam Aktifler	63,2%	51,3%	45,9%	42,7%	35,6%	27,5%	27,1%	26,5%	25,8%	25,2%	24,5%	23,8%	23,2%	22,5%	21,8%
Likit Aktifler / Mevduat	80,1%	66,9%	58,3%	59,0%	47,4%	37,7%	37,1%	36,2%	35,3%	34,4%	33,5%	32,6%	31,7%	30,7%	29,8%
Gelir-Gider Yapısı															
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	4,9%	4,9%	4,8%	5,8%	5,0%	5,1%	5,0%	4,9%	4,7%	4,5%	4,3%	4,2%	4,0%	3,8%	3,6%
Faiz Geliri / Faiz Gideri	1,4x	1,4x	1,5x	1,8x	2,0x	1,8x	1,7x	1,8x	1,8x	1,9x	1,9x	2,0x	2,1x	2,2x	2,4x
Net Faiz Geliri / Toplam Gelirler	68,9%	71,3%	79,8%	80,8%	72,4%	70,3%	69,6%	69,1%	68,5%	67,8%	67,2%	66,5%	65,7%	64,9%	64,1%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri / Toplam Gelirler	10,0%	12,1%	13,9%	12,0%	11,9%	16,7%	17,5%	18,2%	18,9%	19,6%	20,4%	21,2%	22,1%	23,1%	24,1%
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	35,7%	34,5%	37,6%	31,0%	33,9%	34,5%	34,6%	34,7%	34,7%	34,7%	34,8%	34,8%	34,9%	34,9%	35,0%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	17,6%	21,1%	38,2%	44,3%	26,8%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	30,5%	23,4%	8,0%	8,9%	21,6%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%
Sermaye Yeterliliği															
Özkaynaklar / Toplam Aktifler	11,0%	10,9%	8,4%	9,5%	10,2%	10,6%	10,5%	10,3%	10,1%	10,0%	9,8%	9,6%	9,5%	9,3%	9,1%
(Özkaynaklar-Duran Aktifler) / Toplam Aktifler	8,7%	8,4%	6,0%	7,1%	7,9%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	8,1%	8,0%	7,9%
Sermaye Yeterlilik Oranı	32,2%	20,5%	14,4%	16,2%	16,0%	19,9%	19,5%	19,2%	18,9%	18,6%	18,3%	18,0%	17,6%	17,3%	17,0%
Karlılık															
Ortalama Özsermaye Getirisi	24,8%	27,7%	23,5%	32,5%	30,5%	27,2%	25,1%	25,0%	24,8%	24,7%	24,5%	24,4%	24,2%	24,0%	23,9%
Ortalama Aktif Getirisi	2,8%	3,0%	2,2%	2,9%	3,0%	2,8%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%
Büyüme															
Brüt Krediler	87,6%	55,7%	41,5%	25,5%	36,9%	29,3%	11,4%	11,2%	10,9%	10,7%	10,5%	10,3%	10,1%	9,9%	9,7%
Mevduat	30,1%	13,4%	30,6%	9,1%	24,6%	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%
Aktifler	27,2%	16,9%	27,0%	18,7%	20,3%	18,3%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,2%	9,0%	8,9%	8,7%	8,5%
Özkaynaklar	18,2%	16,0%	(2,2%)	34,3%	29,3%	23,4%	8,2%	8,0%	7,8%	7,6%	7,4%	7,1%	6,9%	6,7%	6,5%
Pazar Payı															
Brüt Krediler	5,3%	6,3%	7,0%	8,2%	8,4%	8,7%	8,0%	7,9%	7,8%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,6%	7,6%
Mevduat	8,8%	8,6%	8,9%	8,5%	8,9%	8,9%	8,9%	8,7%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%
Aktifler	6,9%	6,9%	7,0%	7,3%	7,2%	7,5%	7,1%	6,8%	6,5%	6,3%	6,1%	5,9%	5,8%	5,7%	5,6%

4.2.6.3. Bilanço Projeksiyonu

Tablo 4.175 - Halkbank'a Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler

	2006	2007	2008	2009	2010
Mevduat Büyümesi	30,1%	13,4%	30,6%	9,1%	24,6%

Tablo 4.176 - Halkbank'a Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mevduat Büyümesi	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%

Tablo 4.177 - Halkbank Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Kredi / mevduat oranı	42,8%	58,7%	63,6%	73,1%	80,3%

Tablo 4.178 - Halkbank Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kredi / mevduat oranı	90,3%	91,4%	92,5%	93,7%	94,8%	95,9%	97,0%	98,1%	99,2%	100,3%

Tablo 4.179 - Halkbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
MDV büyüme oranı	(7,2%)	(2,9%)	39,0%	27,7%	(17,0%)
MDV / Toplam Aktifler	1,9%	1,6%	1,7%	1,9%	1,3%

Tablo 4.180 - Halkbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
MDV büyüme oranı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
MDV / Toplam Aktifler	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%

Tablo 4.181 - Halkbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	1,8%	2,7%	2,3%	2,5%	2,3%
Toplam Aktif Büyümesi	27,2%	16,9%	27,0%	18,7%	20,3%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	6,7%	7,1%	5,9%	6,1%	6,0%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	5,8%	9,4%	9,3%	17,9%	7,2%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	7,5%	5,2%	5,9%	6,3%	8,7%

Tablo 4.182 - Halkbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Toplam Aktif Büyümesi	18,3%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,2%	9,0%	8,9%	8,7%	8,5%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%

Tablo 4.183 - Halkbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Özsermaye					
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	11.726	21.360	29.844	35.600	46.436
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	34,1%	53,1%	58,4%	58,7%	63,7%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	32,2%	20,5%	14,4%	16,2%	16,0%
Sene başı Özsermaye	3.196	3.780	4.383	4.289	5.760
Sene sonu Özsermaye	3.780	4.383	4.289	5.760	7.445

Tablo 4.184 - Halkbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Özsermaye										
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	46.224	50.832	55.804	61.161	66.920	73.098	79.712	86.778	94.310	102.324
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	53,6%	53,6%	53,6%	53,6%	53,6%	53,6%	53,6%	53,6%	53,6%	53,6%
Özkaynak / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	19,9%	19,5%	19,2%	18,9%	18,6%	18,3%	18,0%	17,6%	17,3%	17,0%
Hedef Özsermaye	9.183	9.937	10.731	11.566	12.442	13.358	14.313	15.305	16.333	17.395
Vergi sonrası kar	2.260	2.399	2.585	2.770	2.963	3.163	3.369	3.581	3.800	4.024
Sermaye ihtiyacı / (dağıtılan temettü)	(521)	(1.645)	(1.790)	(1.935)	(2.087)	(2.247)	(2.414)	(2.589)	(2.772)	(2.962)

Tablo 4.185 - Halkbank'ın Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları

Bilanço	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AKTİF KALEMLER										
Nakit Değerler	2.483,9	3.349,4	4.125,0	4.932,3	5.766,1	6.620,1	7.486,8	8.357,8	9.223,7	10.073,9
Finansal Varlıklar	21.259,4	22.380,1	23.454,3	24.553,3	25.675,8	26.820,2	27.984,9	29.168,3	30.368,3	31.583,1
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	23.743,3	25.729,5	27.579,3	29.485,6	31.441,9	33.440,2	35.471,7	37.526,1	39.592,0	41.657,0
Brüt Krediler	56.903,7	63.364,0	70.429,5	78.140,4	86.537,9	95.663,6	105.559,4	116.267,3	127.828,7	140.284,4
Takipteki Krediler	3.311,6	3.524,3	3.735,7	3.943,3	4.144,1	4.334,5	4.510,8	4.668,7	4.803,5	4.910,0
Özel Karşılıklar	(749,9)	(1.011,3)	(1.074,0)	(1.136,0)	(1.196,4)	(1.254,3)	(1.308,5)	(1.357,9)	(1.401,2)	(1.436,9)
Net Krediler	59.465,4	65.877,1	73.091,2	80.947,7	89.485,5	98.743,8	108.761,8	119.578,1	131.231,0	143.757,4
Maddi Duran Varlıklar (Net)	992,6	1.042,3	1.094,4	1.149,1	1.206,6	1.266,9	1.330,2	1.396,7	1.466,6	1.539,9
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	739,6	739,6	739,6	739,6	739,6	739,6	739,6	739,6	739,6	739,6
Diğer Aktif Kalemler	1.324,3	1.474,6	1.639,0	1.818,5	2.013,9	2.226,3	2.456,6	2.705,8	2.974,8	3.264,7
AKTİF TOPLAMI	86.265,2	94.863,0	104.143,5	114.140,6	124.887,5	136.416,8	148.759,9	161.946,3	176.004,0	190.958,6
PASİF KALEMLER										
Mevduat	62.999,3	69.299,2	76.101,7	83.431,9	91.314,8	99.774,4	108.834,3	118.516,7	128.842,5	139.830,9
Para Piyasalarına Borçlar	5.644,8	6.285,7	6.986,5	7.751,5	8.584,5	9.489,7	10.471,4	11.533,6	12.680,5	13.916,1
Alınan Krediler	3.827,5	4.262,1	4.737,3	5.256,0	5.820,8	6.434,7	7.100,3	7.820,5	8.598,2	9.436,0
Muhtelif Borçlar	4.610,2	5.079,3	5.586,9	6.134,8	6.725,2	7.360,0	8.041,1	8.770,4	9.549,7	10.380,6
Toplam Borçlar	77.081,8	84.926,3	93.412,5	102.574,2	112.445,3	123.058,8	134.447,1	146.641,3	159.670,9	173.563,6
Özkaynaklar	9.183,4	9.936,7	10.731,1	11.566,4	12.442,2	13.358,0	14.312,7	15.305,0	16.333,2	17.395,0
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	86.265,2	94.863,0	104.143,5	114.140,6	124.887,5	136.416,8	148.759,9	161.946,3	176.004,0	190.958,6

4.2.6.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar – T.Halkbankası A.Ş.

4.2.6.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması

Halkbank'ın değerlemesinde kullanılan iskonto oranı, Bölüm 4.1.2.4.1.'de ayrıntılı olarak anlatılan esaslara dayanılarak hesaplanmış olup, Denklem 4.1.'de değerlendirme esaslarında Halkbank'a ilişkin değerler yerine konulmuştur. Beta değeri olarak Tablo 4.5.'te hesaplanan düzeltilmiş beta değerleri kullanılmıştır. Tabloya göre Halkbank'ın düzeltilmiş betası 1.11'dir. Risksiz getiri oranı Bölüm 4.1.2.4.1.'de ifade edildiği gibi %9,2 olarak alınmıştır. Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (EMRP) değeri olarak ise, yine aynı bölümde hesaplanan %5.0 değeri alınmıştır.

Kullanılan parametreler CAPM denkleminde yerine konulduğunda, Halkbank'ın Türk Lirası bazlı sermaye maliyeti %14,7 olarak hesaplanmıştır;

$$k = \%9,2 + (1,11 \times \%5,0)$$

$$k = \%14,7$$

4.2.6.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması

Halkbank'ın değerlemesinde, devam eden değer (TV) Denklem 2.20'de ifade edildiği gibi hesaplanmış olup, TV büyüme oranı olarak %5 oranı kullanılmıştır.

4.2.6.5. T. Halkbankası A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli (DDM)'e Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında, uygulanan Temettü İskonto Modeli'ne göre, Halkbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibarıyla **17.503 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Hesaplanan özsermaye değerine İştirakler ve bağlı ortaklıkların da eklenmesiyle banka değeri **18.242 m TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.186 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Halkbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Temettü ödemeleri	521	1.645	1.790	1.935	2.087	2.247	2.414	2.589	2.772	2.962
İskonto faktörü	0,872	0,760	0,662	0,577	0,503	0,439	0,383	0,333	0,291	0,253
Bugüne indirgenmiş temettüler	454	1.250	1.186	1.117	1.051	986	924	863	806	751

İskonto oranı - Özsermaye maliyeti	
Risksiz getiri oranı	9,2%
Beta	1,11
EMRP	5,0%
CoE	14,7%
Devam Eden Değer büyüme oranı %	5,0%

Milyon TL	
Bugüne indirgenmiş temettülerin toplam değeri	9.389
Devam Eden Değer	8.114
Özsermaye Değeri	17.503
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	740
TOPLAM BANKA DEĞERİ	18.242

4.2.6.6. T.Halkbankası A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

4.2.6.6.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı (P/B)

İkinci bölümden hatırlanacağı üzere, Denklem 2.11'de yer alan parametreler (risk_CoE, büyüme oranı_g ve karlılık_RoE) içerisinde, ileriye dönük piyasa beklentilerini yansıtması amacıyla, 2011 yıl sonu P/B değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2011 yılı sonu özsermaye karlılığı değeri (RoE), P/B değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirildiğinde; elde edilen regresyon denklemi, karlılığın P/B çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermekteydi.

Tablo 4.35'te yer alan değerlerden, 2011 yılı beklenen Özsermaye Karlılığı (RoE) bağımsız değişken; 2011 yılı beklenen P/B bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denklemi ile ilişkilendirildiğinde, Denklem 4.5 (**$P/B = 7,467 \cdot RoE + 0,288$**) elde edilmekte ve denklemin açıklama gücünü ölçen R^2 değeri de 0,772 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.3'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, Halkbank'ın Temettü İskonto Modeli'nde elde edilen 2011 yılı sonu RoE değeri yerine konulursa bulunacak değer, Halkbank'ın tahmin edilen karlılık seviyesinde hakettiği P/B çarpanı değeri olacaktır. Temettü iskonto modelinde hesaplanan RoE değeri olan %27,2 değeri, regresyon denkleminde yerine konulursa elde edilen değer, 2011 yılı için bankanın beklenen P/B çarpanı olmaktadır. Çarpan 2.3x olarak hesaplanmaktadır. Çarpan değeri, Halkbank'ın modelde hesaplanan 2011 yıl sonu defter değeri (9.183m TL) ile çarpıldığında banka değeri **21.283m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/B = 7,467 \times \%27,2 + 0,288$$

$$P/B = 2,3$$

4.2.6.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E)

P/E çarpanının hesaplanması için, çarpanın değerini etkileyen ana faktörler olan risk (CoE_k) ve büyüme oranı (g) (Denklem 2.2 ve 2.3) parametreleri içerisinde 2010 yılı sonu P/E değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2010-2012 yılları arası Hisse Başına Kar_(EPS) değerleri Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (Compounded Annual Growth Rate-CAGR) değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirilmiştir. Elde edilen regresyon denklemi, net kar büyüme oranının P/E çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermektedir.

Tablo 4.36'da yer alan değerler; 2011-2013 yılları arası beklenen HBK bağımsız değişken, 2011 yılı beklenen P/E bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denkleminde yerine konulduğunda, Denklem 4.6 (**P/E = 49,481*HBK CAGR (11-13) + 4,6131**) elde edilmekte olup, denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri'de 0,412 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.4'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, Halkbank için hesaplanan Temettü İskonto Modeli'nde bulunan 2011-2013 yılları arası HBK CAGR değeri yerine konulursa elde edilecek değer, Halkbank'ın tahmin edilen büyüme oranı seviyesinde hakettiği P/E çarpanı olacaktır. Modelde hesaplanan HBK CAGR (2011-13) değeri olan %6,9 denklemde yerine konulduğunda, 2011 beklenen P/E çarpanı 8,0x olmaktadır. Bu değer ise, Halkbank'ın modelden hesaplanan 2011 yılı sonu net kar değeri (2.260m TL) ile çarpıldığında banka değeri **18.185m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/E = 49,481 \times \%6,9 + 4,6131$$

$$P/E = 8,0$$

4.2.6.7. T.Halkbankası A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Artık Gelir Modeli'ne göre, Halkbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **19.087milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye değerinin elde edilmesi için öncelikle tahminlenen dönem boyunca artık gelirler hesaplanmıştır. Elde edilen artık gelir değerleri Halkbank'ın belirlenen iskonto oranı ($k=14,7\%$) ile bugünkü değere indirgenmiştir.

İndirgenmiş artık gelirler toplamına, 2010 yılı sonu itibariyle değer hesaplaması yapıldığı için net aktif değeri de eklenmiş ve devam eden değer de eklenmesiyle Bankanın özsermaye değeri elde edilmiştir.

Tablo 4.187 - Artık Gelir Modeli'ne göre Halkbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
RoE (Başlangıç Özsermayesi)	33,7%	28,4%	28,1%	27,7%	27,4%	27,0%	26,7%	26,4%	26,1%	25,8%
CoE (Özsermaye Maliyeti)	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%
Net Aktif Değeri	6.705	8.444	9.197	9.991	10.827	11.703	12.618	13.573	14.565	15.594
Artık Gelirler (Residual Income_RI)	1.274	1.156	1.231	1.300	1.370	1.441	1.512	1.584	1.657	1.729
İskonto faktörü	0,872	0,760	0,662	0,577	0,503	0,439	0,383	0,333	0,291	0,253
İndirgenmiş Artık Gelirler	1.110	879	816	751	690	632	579	528	482	438

milyon TL	
İndirgenmiş Artık Gelirler Toplamı	6.904
Net Aktif Değeri (2010 Yıl Sonu)	7.445
Devam Eden Değer	4.738
TOPLAM BANKA DEĞERİ	19.087

4.2.6.8. T.Halkbankası A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre, Halkbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **17.503 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

İştirakler ve bağlı ortaklıkların özsermaye değerine eklenmesiyle ise Banka değeri **18.242 milyon TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.188 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre Halkbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Kar	2.260	2.399	2.585	2.770	2.963	3.163	3.369	3.581	3.800	4.024
(+/-) Faiz Geliri Sağlayan Nakit ve Finansal Varlıklarda Değişim	2.222	(1.986)	(1.850)	(1.906)	(1.956)	(1.998)	(2.031)	(2.054)	(2.066)	(2.065)
(+/-) Net Kredilerdeki Değişim	(15.169)	(6.412)	(7.214)	(7.857)	(8.538)	(9.258)	(10.018)	(10.816)	(11.653)	(12.526)
(+/-) İştirak ve Bağlı Ortaklıklardaki Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Diğer Aktif Kalemlerdeki Değişim	(329)	(150)	(164)	(179)	(195)	(212)	(230)	(249)	(269)	(290)
(-) Sabit Sermaye Yatırımı	(47)	(50)	(52)	(55)	(57)	(60)	(63)	(67)	(70)	(73)
(+/-) Mevduattaki Değişim	8.217	6.300	6.802	7.330	7.883	8.460	9.060	9.682	10.326	10.988
(+/-) Para Piyasalarına Borçlardaki Değişim	2.490	641	701	765	833	905	982	1.062	1.147	1.236
(+/-) Alınan Kredilerdeki Değişim	3	435	475	519	565	614	666	720	778	838
(+/-) Muhtelif Borçlardaki Değişim	874	469	508	548	590	635	681	729	779	831
FCFE	521	1.645	1.790	1.935	2.087	2.247	2.414	2.589	2.772	2.962
İskonto faktörü	0,872	0,760	0,662	0,577	0,503	0,439	0,383	0,333	0,291	0,253
İndirgenmiş FCFE	454	1.250	1.186	1.117	1.051	986	924	863	806	751

Milyon TL

İndirgenmiş FCFE'lerin Toplamı	9.389
Devam Eden Değer	8.114
Özsermaye Değeri	17.503
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	740
TOPLAM BANKA DEĞERİ	18.242

4.2.7. TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.

Cumhuriyet döneminin ilk ulusal bankası olan İş Bankası, Atatürk'ün direktifleriyle İzmir Birinci İktisat Kongresi'nde alınan kararlar doğrultusunda 26 Ağustos 1924 tarihinde kurulmuştur. Kuruluşundan beri halka açık bir şirket olan Banka, bugün Munzam Sandığı aracılığı ile çalışanlarının ve emeklilerin % 39,29'una ortak olduğu ve ülkemizde benzeri olmayan bir ortaklık yapısına sahiptir.

Merkezi Kayıt Kuruluşu verilerine göre, 31 Mart 2011 tarihi itibarıyla İş Bankası'nın ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

- İş Bankası Munzam Sandık Vakfı: % 39,29
- Atatürk Hisseleri (Cumhuriyet Halk Partisi): % 28,09
- Halka açık pay: % 32,62

Mayıs 1998'de T.C. Hazinesi'nin İş Bankası'ndaki % 12.3 oranındaki payı, halka arz işlemi ile yerli ve yabancı yatırımcılara sunulmuş olup, sözkonusu hisseler bugün İMKB'de ve GDR (Global Depo Sertifikası) olarak Londra Borsası'nda işlem görmektedir.

İş Bankası'nın piyasa değeri, 2011 Mart ayı sonu itibarıyla toplam 343 şirketin işlem gördüğü ve 479.595.277 bin TL piyasa değerine sahip İMKB'nin %4,65'ini oluşturmaktadır. İş Bankası 2011 Mart ayı sonundaki 22.312.667 bin TL'lik piyasa değeri ile Türkiye'de halka açık şirketler arasında "dördüncü" sıradadır.

Banka, yurtiçinde 1.143, yurtdışında ise 16'ya ulaşan geniş şube ağı ve 996 adet Netmatik ve 4.267 adet ATM cihazı ile faaliyet göstermektedir.¹³²

¹³² T. İş Bankası,(Çevrimiçi),
http://www.isbank.com.tr/content/TR/Bizi_Taniyin/Tarihimiz/Ortaklik_Yapisi-256-226.aspx, 30/05/2011

4.2.7.1. Mali Tablolar- Türkiye İş Bankası A.Ş.

Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin değerlemesinde esas alınan özet bilanço ve gelir tabloları aşağıdaki gibidir.

Tablo 4.189 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010)

Milyon TL	2006	2007	2008	2009	2010
AKTİF KALEMLER					
Nakit Değerler	12.050,3	14.045,1	18.625,0	17.192,5	11.707,7
Finansal Varlıklar	26.358,1	24.722,1	25.164,2	39.409,1	45.697,3
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	38.408,4	38.767,2	43.789,2	56.601,6	57.405,0
Brüt Krediler	29.818,3	33.979,9	47.610,3	48.334,8	64.231,7
Takipteki Krediler	1.164,2	1.494,0	2.195,5	2.768,2	2.407,5
Özel Karşılıklar	(1.164,2)	(1.494,0)	(2.195,5)	(2.768,2)	(2.407,5)
Net Krediler	29.818,3	33.979,9	47.610,3	48.334,8	64.231,7
Maddi Duran Varlıklar (Net)	1.766,3	1.922,0	1.878,5	1.862,0	1.831,9
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	4.695,0	4.816,7	3.095,5	5.031,0	6.264,0
Diğer Aktif Kalemler	516,7	695,1	1.178,4	1.393,9	2.063,9
AKTİF TOPLAMI	75.204,8	80.180,9	97.551,9	113.223,3	131.796,5
PASİF KALEMLER					
Mevduat	46.399,4	48.533,1	63.539,2	72.177,1	88.260,2
Para Piyasalarına Borçlar	5.364,3	5.802,6	7.006,6	10.983,9	10.158,9
Alınan Krediler	10.530,0	9.962,9	11.033,2	9.743,9	8.042,4
Muhtelif Borçlar	3.501,0	5.278,5	6.523,9	6.825,0	8.321,2
Toplam Borçlar	65.794,6	69.577,1	88.102,9	99.729,8	114.782,7
Özkaynaklar	9.410,2	10.603,8	9.449,0	13.493,5	17.013,8
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	75.204,8	80.180,9	97.551,9	113.223,3	131.796,5

Tablo 4.190 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010)

Gelir Tablosu	2006	2007	2008	2009	2010
Faiz Gelirleri	7.671,5	9.134,0	10.596,1	10.200,4	9.797,8
Faiz Giderleri	(5.084,2)	(6.173,8)	(6.977,8)	(5.332,9)	(5.216,0)
Net Faiz Geliri	2.587,3	2.960,2	3.618,3	4.867,5	4.581,9
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	978,0	1.074,5	1.204,2	1.252,6	1.236,4
Diğer Faaliyet Gelirleri	715,2	1.337,1	1.124,2	1.481,7	1.703,9
Faaliyet Gelirleri Toplamı	4.280,5	5.371,8	5.946,7	7.601,8	7.522,2
Diğer Faaliyet Giderleri	(1.857,9)	(2.154,0)	(2.819,5)	(2.694,7)	(3.203,1)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(909,1)	(1.617,8)	(1.614,0)	(2.286,5)	(1.135,4)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	117,1	503,1	284,8	325,0	369,2
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	1.630,6	2.103,1	1.798,0	2.945,6	3.552,9
Vergi Karşılığı	(521,4)	(401,3)	(288,6)	(573,2)	(570,6)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	1.109,2	1.701,8	1.509,4	2.372,4	2.982,2

4.2.7.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu

Tablo 4.191 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Faiz Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	68.227	72.747	91.400	104.936	121.637
Aktiflerin yüzdesi %	91%	91%	94%	93%	92%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	60.660	70.487	82.073	98.168	113.287
Faiz gelir oranı %	12,6%	13,0%	12,9%	10,4%	8,6%
Faiz Gideri					
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	62.294	64.299	81.579	92.905	106.461
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	56.774	63.296	72.939	87.242	99.683
Faiz gider oranı %	9,0%	9,8%	9,6%	6,1%	5,2%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	15,6%	17,3%	16,0%	9,2%	5,8%
Faiz gider oranına olan spread	(6,7%)	(7,5%)	(6,4%)	(3,1%)	(0,6%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	5,5%	10,5%	(7,3%)	(42,4%)	(36,8%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	3,7%	3,2%	3,3%	4,3%	3,4%

Tablo 4.192 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Değerlemede Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Faiz Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	155.995	173.136	191.204	210.717	231.747	254.367	278.645	304.648	332.439	362.079
Aktiflerin yüzdesi %	93%	94%	94%	95%	95%	95%	95%	95%	96%	96%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	138.816	164.566	182.170	200.960	221.232	243.057	266.506	291.646	318.544	347.259
Faiz gelir oranı %	9,9%	10,6%	10,0%	9,5%	8,9%	8,4%	7,8%	7,2%	6,7%	6,1%
Faiz Gideri										
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	136.586	150.763	166.131	182.757	200.707	220.046	240.841	263.153	287.044	312.570
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	121.524	143.675	158.447	174.444	191.732	210.377	230.444	251.997	275.099	299.807
Faiz gider oranı %	6,4%	7,2%	6,6%	6,1%	5,5%	4,9%	4,4%	3,8%	3,3%	2,7%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	7,2%	8,0%	7,4%	6,8%	6,1%	5,5%	4,9%	4,3%	3,6%	3,0%
Faiz gider oranına olan spread	(0,7%)	(0,8%)	(0,7%)	(0,7%)	(0,6%)	(0,6%)	(0,5%)	(0,4%)	(0,4%)	(0,3%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	23,0%	11,7%	(7,8%)	(8,5%)	(9,3%)	(10,2%)	(11,4%)	(12,8%)	(14,7%)	(17,2%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%

Tablo 4.193 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Değerlemede Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	7.300	7.486	11.712	12.501	15.283
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	7.090	7.393	9.599	12.107	13.892
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	24,5%	22,0%	24,6%	25,9%	23,8%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	6,1%	2,6%	56,4%	6,7%	22,2%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	3,0%	2,7%	2,4%	2,1%	1,8%

Tablo 4.194 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Değerlemede Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	20.293	22.622	25.172	27.957	30.993	34.296	37.881	41.763	45.959	50.483
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	17.788	21.458	23.897	26.564	29.475	32.645	36.088	39.822	43.861	48.221
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	32,8%	11,5%	11,3%	11,1%	10,9%	10,7%	10,5%	10,2%	10,0%	9,8%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%

Tablo 4.195 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Değerlemede Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Diğer Gelirler	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	27,6%	45,2%	31,1%	30,4%	37,2%

Tablo 4.196 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Değerlemede Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Diğer Gelirler	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%

Tablo 4.197 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Değerlemede Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	43,4%	40,1%	47,4%	35,4%	42,6%

Tablo 4.198 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Değerlemede Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	41,8%	41,0%	40,3%	39,5%	38,8%	38,0%	37,3%	36,5%	35,8%	35,0%

Tablo 4.199 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Değerlemede Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	3,9%	4,4%	4,6%	5,7%	3,7%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	82,0%	121,7%	87,5%	92,1%	43,9%

Tablo 4.200 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Değerlemede Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	85,4%	85,4%	85,4%	85,4%	85,4%	85,4%	85,4%	85,4%	85,4%	85,4%

Tablo 4.201 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	4,3%	4,2%	4,4%	5,0%	4,0%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	4,6%	4,7%	5,4%	5,8%	4,3%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	1,6%	2,2%	1,7%	2,3%	2,4%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi_Bağlı Ortaklıklar & İştirakler hariç)	11,6%	17,0%	15,1%	20,7%	19,6%

Tablo 4.202 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	4,2%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	3,6%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi_Bağlı Ortaklıklar & İştirakler hariç)	13,7%	14,2%	14,8%	15,4%	15,9%	16,4%	16,8%	17,3%	17,8%	18,3%

Tablo 4.203 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'na ait Proforma Gelir Tabloları

Gelir Tablosu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Faiz Gelirleri	13.678,2	17.458,3	18.302,2	19.060,8	19.740,4	20.322,1	20.785,1	21.107,0	21.263,7	21.229,2
Faiz Giderleri	(7.822,8)	(10.333,8)	(10.506,0)	(10.586,4)	(10.558,2)	(10.402,8)	(10.100,2)	(9.628,9)	(8.965,7)	(8.086,4)
Net Faiz Geliri	5.855,4	7.124,5	7.796,2	8.474,4	9.182,2	9.919,3	10.684,9	11.478,1	12.297,9	13.142,9
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	2.204,4	2.645,3	2.946,0	3.274,9	3.633,7	4.024,5	4.449,0	4.909,3	5.407,2	5.944,7
Diğer Faaliyet Gelirleri	2.008,5	2.443,8	2.674,3	2.906,9	3.149,7	3.402,5	3.665,1	3.937,2	4.218,4	4.508,2
Faaliyet Gelirleri Toplamı	10.068,3	12.213,6	13.416,5	14.656,1	15.965,6	17.346,2	18.799,0	20.324,7	21.923,6	23.595,9
Diğer Faaliyet Giderleri	(4.207,4)	(5.011,8)	(5.404,2)	(5.793,0)	(6.190,1)	(6.594,6)	(7.005,1)	(7.420,3)	(7.838,6)	(8.258,6)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(2.635,6)	(3.355,2)	(3.644,8)	(3.949,6)	(4.269,2)	(4.602,9)	(4.949,9)	(5.309,1)	(5.679,1)	(6.058,5)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	3.225,2	3.846,6	4.367,5	4.913,5	5.506,2	6.148,7	6.844,0	7.595,3	8.405,8	9.278,8
Vergi Karşılığı	(645,0)	(769,3)	(873,5)	(982,7)	(1.101,2)	(1.229,7)	(1.368,8)	(1.519,1)	(1.681,2)	(1.855,8)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	2.580,2	3.077,3	3.494,0	3.930,8	4.405,0	4.919,0	5.475,2	6.076,2	6.724,6	7.423,1

Tablo 4.204 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'na Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bilanço Yapısı															
Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	61,7%	60,5%	65,1%	63,7%	67,0%	60,6%	60,5%	60,4%	60,3%	60,2%	60,1%	60,0%	59,9%	59,7%	59,6%
Alınan Krediler / Toplam Aktifler	14,0%	12,4%	11,3%	8,6%	6,1%	12,1%	12,2%	12,4%	12,5%	12,6%	12,8%	12,9%	13,1%	13,2%	13,3%
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	39,6%	42,4%	48,8%	42,7%	48,7%	50,2%	50,8%	51,3%	51,9%	52,5%	53,1%	53,6%	54,2%	54,8%	55,3%
Aktif Kalitesi															
Toplam Krediler / Toplam Mevduat	64,3%	70,0%	74,9%	67,0%	72,8%	82,8%	83,9%	85,0%	86,1%	87,2%	88,3%	89,4%	90,6%	91,7%	92,8%
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler	3,9%	4,4%	4,6%	5,7%	3,7%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
Duran Aktifler (Maddi Duran Varlıklar + Bağlı Ortaklık & İştirakler) / Toplam Aktifler	8,6%	8,4%	5,1%	6,1%	6,1%	4,9%	4,5%	4,1%	3,8%	3,5%	3,3%	3,0%	2,8%	2,6%	2,4%
Likidite															
Likit Aktifler / Toplam Aktifler	51,1%	48,3%	44,9%	50,0%	43,6%	43,0%	43,1%	42,9%	42,6%	42,3%	42,0%	41,7%	41,3%	40,9%	40,5%
Likit Aktifler / Mevduat	82,8%	79,9%	68,9%	78,4%	65,0%	70,9%	71,2%	70,9%	70,7%	70,3%	69,9%	69,5%	69,0%	68,5%	67,9%
Gelir-Gider Yapısı															
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	4,3%	4,2%	4,4%	5,0%	4,0%	4,2%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%
Faiz Geliri / Faiz Gideri	1,5x	1,5x	1,5x	1,9x	1,9x	1,7x	1,7x	1,7x	1,8x	1,9x	2,0x	2,1x	2,2x	2,4x	2,6x
Net Faiz Geliri / Toplam Gelirler	60,4%	55,1%	60,8%	64,0%	60,9%	58,2%	58,3%	58,1%	57,8%	57,5%	57,2%	56,8%	56,5%	56,1%	55,7%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri / Toplam Gelirler	22,8%	20,0%	20,3%	16,5%	16,4%	21,9%	21,7%	22,0%	22,3%	22,8%	23,2%	23,7%	24,2%	24,7%	25,2%
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	43,4%	40,1%	47,4%	35,4%	42,6%	41,8%	41,0%	40,3%	39,5%	38,8%	38,0%	37,3%	36,5%	35,8%	35,0%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	82,0%	121,7%	87,5%	92,1%	43,9%	85,4%	85,4%	85,4%	85,4%	85,4%	85,4%	85,4%	85,4%	85,4%	85,4%
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	27,6%	45,2%	31,1%	30,4%	37,2%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%
Sermaye Yeterliliği															
Özkaynaklar / Toplam Aktifler	12,5%	13,2%	9,7%	11,9%	12,9%	12,4%	12,2%	12,1%	12,0%	11,8%	11,7%	11,5%	11,4%	11,3%	11,1%
(Özkaynaklar-Duran Aktifler) / Toplam Aktifler	3,9%	4,8%	4,6%	5,8%	6,8%	7,5%	7,7%	8,0%	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%
Sermaye Yeterlilik Oranı	25,5%	20,1%	13,5%	17,7%	17,6%	18,9%	18,7%	18,5%	18,3%	18,0%	17,8%	17,6%	17,4%	17,2%	17,0%
Karlılık															
Ortalama Özsermaye Getirisi	11,6%	17,0%	15,1%	20,7%	19,6%	13,7%	14,2%	14,8%	15,4%	15,9%	16,4%	16,8%	17,3%	17,8%	18,3%
Ortalama Aktif Getirisi	1,6%	2,2%	1,7%	2,3%	2,4%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Büyüme															
Brüt Krediler	43,7%	14,0%	40,1%	1,5%	32,9%	30,8%	11,5%	11,3%	11,1%	10,9%	10,7%	10,5%	10,2%	10,0%	9,8%
Mevduat	24,1%	4,6%	30,9%	13,6%	22,3%	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%
Aktifler	18,0%	6,6%	21,7%	16,1%	16,4%	27,0%	10,2%	10,0%	9,8%	9,7%	9,5%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%
Özkaynaklar	(2,8%)	12,7%	(10,9%)	42,8%	26,1%	21,6%	9,0%	8,8%	8,6%	8,4%	8,2%	8,0%	7,8%	7,6%	7,4%
Pazar Payı															
Brüt Krediler	13,6%	11,9%	13,0%	12,3%	12,2%	12,8%	11,9%	11,7%	11,5%	11,4%	11,3%	11,2%	11,2%	11,2%	11,3%
Mevduat	15,1%	13,6%	14,0%	14,0%	14,3%	14,3%	14,3%	14,0%	13,7%	13,5%	13,3%	13,2%	13,1%	13,1%	13,1%
Aktifler	15,0%	13,8%	13,3%	13,6%	13,1%	14,5%	13,9%	13,3%	12,8%	12,3%	12,0%	11,6%	11,4%	11,2%	11,0%

4.2.7.3. Bilanço Projeksiyonu

Tablo 4.205 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'na Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler

	2006	2007	2008	2009	2010
Mevduat Büyümesi	24,1%	4,6%	30,9%	13,6%	22,3%

Tablo 4.206 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'na Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Tahmini Veriler

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mevduat Büyümesi	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%

Tablo 4.207 - Türkiye İş Bankası A.Ş. Kredi/Mevduat Oranları (2006-2010)

	2006	2007	2008	2009	2010
Kredi / mevduat oranı	64,3%	70,0%	74,9%	67,0%	72,8%

Tablo 4.208 - Türkiye İş Bankası A.Ş. Kredi/Mevduat Oranları (2011-2020)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kredi / mevduat oranı	82,8%	83,9%	85,0%	86,1%	87,2%	88,3%	89,4%	90,6%	91,7%	92,8%

Tablo 4.209 - Türkiye İş Bankası A.Ş. Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
MDV büyüme oranı	0,2%	8,8%	(2,3%)	(0,9%)	(1,6%)
MDV / Toplam Aktifler	2,3%	2,4%	1,9%	1,6%	1,4%

Tablo 4.210 - Türkiye İş Bankası A.Ş. Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
MDV büyüme oranı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
MDV / Toplam Aktifler	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%

Tablo 4.211 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları
(Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	1,7%	2,0%	2,5%	2,9%	3,2%
Toplam Aktif Büyümesi	18,0%	6,6%	21,7%	16,1%	16,4%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	5,6%	8,2%	8,0%	7,3%	7,8%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	18,0%	17,1%	14,7%	22,7%	15,8%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	35,3%	29,3%	23,2%	20,2%	12,5%

Tablo 4.212- Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları
(Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Toplam Aktif Büyümesi	27,0%	10,2%	10,0%	9,8%	9,7%	9,5%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%

Tablo 4.213 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Özsermayeye İlişkin Oranları
(Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Özsermaye					
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	36.833	52.762	70.046	76.266	96.857
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	49,0%	65,8%	71,8%	67,4%	73,5%
Özkaynak / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	25,5%	20,1%	13,5%	17,7%	17,6%
Sene Başı Özsermaye	9.677	9.410	10.604	9.449	13.494
Sene Sonu Özsermaye	9.410	10.604	9.449	13.494	17.014

Tablo 4.214 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Özsermayeye İlişkin Oranları
(Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Özsermaye										
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	109.615	120.803	132.910	145.985	160.074	175.227	191.490	208.907	227.522	247.374
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	18,9%	18,7%	18,5%	18,3%	18,0%	17,8%	17,6%	17,4%	17,2%	17,0%
Hedef Özsermaye	20.694	22.554	24.537	26.646	28.883	31.252	33.753	36.386	39.154	42.054
Sene Başı Özsermaye	17.014	20.694	22.554	24.537	26.646	28.883	31.252	33.753	36.386	39.154
Vergi sonrası kar	2.580	3.077	3.494	3.931	4.405	4.919	5.475	6.076	6.725	7.423
Sermaye ihtiyacı / (dağıtılan temettü)	1.100	(1.217)	(1.511)	(1.822)	(2.167)	(2.551)	(2.974)	(3.442)	(3.957)	(4.523)

Tablo 4.215 - Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları

Milyon TL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AKTİF KALEMLER										
Nakit Değerler	23.900,9	28.865,2	33.947,5	39.443,4	45.365,0	51.722,7	58.524,9	65.777,6	73.484,4	81.646,3
Finansal Varlıklar	48.078,2	50.612,6	53.042,0	55.527,4	58.065,8	60.653,9	63.288,0	65.964,2	68.678,1	71.425,2
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	71.979,1	79.477,8	86.989,5	94.970,8	103.430,8	112.376,6	121.812,9	131.741,7	142.162,5	153.071,5
Brüt Krediler	84.016,3	93.658,5	104.214,4	115.746,1	128.316,7	141.990,4	156.831,9	172.905,9	190.276,8	209.007,9
Takipteki Krediler	3.761,9	4.091,9	4.439,9	4.805,4	5.187,9	5.586,6	6.000,2	6.427,3	6.866,4	7.315,3
Özel Karşılıklar	(2.635,6)	(3.355,2)	(3.644,8)	(3.949,6)	(4.269,2)	(4.602,9)	(4.949,9)	(5.309,1)	(5.679,1)	(6.058,5)
Net Krediler	85.142,6	94.395,2	105.009,5	116.601,8	129.235,4	142.974,0	157.882,1	174.024,2	191.464,1	210.264,7
Maddi Duran Varlıklar (Net)	1.923,5	2.019,7	2.120,6	2.226,7	2.338,0	2.454,9	2.577,6	2.706,5	2.841,9	2.983,9
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	6.264,0	6.264,0	6.264,0	6.264,0	6.264,0	6.264,0	6.264,0	6.264,0	6.264,0	6.264,0
Diğer Aktif Kalemler	2.075,3	2.313,5	2.574,2	2.859,1	3.169,6	3.507,4	3.874,0	4.271,0	4.700,1	5.162,8
AKTİF TOPLAMI	167.384,6	184.470,2	202.957,9	222.922,5	244.437,8	267.576,9	292.410,6	319.007,5	347.432,6	377.747,0
PASİF KALEMLER										
Mevduat	101.499,2	111.649,1	122.608,7	134.418,5	147.118,7	160.748,2	175.344,7	190.944,1	207.580,1	225.283,8
Para Piyasalarına Borçlar	14.841,2	16.544,5	18.409,1	20.446,1	22.666,7	25.082,1	27.703,8	30.543,2	33.611,8	36.920,5
Alınan Krediler	20.245,9	22.569,4	25.113,1	27.892,0	30.921,2	34.216,2	37.792,7	41.666,1	45.852,1	50.365,8
Muhelif Borçlar	10.104,4	11.153,1	12.290,0	13.520,0	14.847,9	16.278,6	17.816,9	19.467,6	21.234,9	23.123,3
Toplam Borçlar	146.690,6	161.916,1	178.420,9	196.276,6	215.554,4	236.325,1	258.658,1	282.621,0	308.278,9	335.693,4
Özkaynaklar	20.693,9	22.554,1	24.537,0	26.645,9	28.883,5	31.251,8	33.752,6	36.386,5	39.153,7	42.053,6
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	167.384,6	184.470,2	202.957,9	222.922,5	244.437,8	267.576,9	292.410,6	319.007,5	347.432,6	377.747,0

4.2.7.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar – T. İş Bankası A.Ş.

4.2.7.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması

Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin değerlemesinde kullanılan iskonto oranı, Bölüm 4.1.2.4.1.'de ayrıntılı olarak anlatılan esaslara dayanılarak hesaplanmış olup, Denklem 4.1.'de değerlendirme esaslarında Türkiye İş Bankası A.Ş.'ye ilişkin değerler yerine konulmuştur. Beta değeri olarak Tablo 4.5.'te hesaplanan düzeltilmiş beta değerleri kullanılmıştır. Tabloya göre İş Bankası'nın düzeltilmiş betası 1.13'tür. Risksiz getiri oranı Bölüm 4.1.2.4.1.'de ifade edildiği gibi %9,2 olarak alınmıştır. Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (EMRP) değeri olarak ise, yine aynı bölümde hesaplanan %5.0 değeri alınmıştır.

Kullanılan parametreler CAPM denkleminde yerine konulduğunda, İş Bankası'nın Türk Lirası bazlı sermaye maliyeti %14,8 olarak hesaplanmıştır;

$$k = \%9,2 + (1,13 \times \%5,0)$$

$$k = \%14,8$$

4.2.7.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması

Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin değerlemesinde, devam eden değer (TV) Denklem 2.20'de ifade edildiği gibi hesaplanmış olup, TV büyüme oranı olarak %5 oranı kullanılmıştır.

4.2.7.5. Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında, uygulanan Temettü İskonto Modeli'ne göre, Türkiye İş Bankası A.Ş. için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle 27.156 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 4.216 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Temettü ödemeleri	(1.100)	1.217	1.511	1.822	2.167	2.551	2.974	3.442	3.957	4.523
İskonto faktörü	0,871	0,758	0,661	0,575	0,501	0,436	0,380	0,331	0,288	0,251
Bugüne indirgenmiş temettül	(958)	923	998	1.048	1.086	1.113	1.130	1.139	1.141	1.135

İskonto oranı - Özsermaye maliyeti	
Risksiz getiri oranı	9,2%
Beta	1,13
EMRP	5,0%
CoE	14,8%
Devam eden değer büyüme oranı %	5,0%

Milyon TL	
Bugüne indirgenmiş temettülerin toplam değeri	8.756
Devam Eden Değerin bugünkü değeri	12.136
Özsermaye değeri	20.892
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	6.264
TOPLAM BANKA DEĞERİ	27.156

4.2.7.6. Türkiye İş Bankası A.Ş'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

4.2.7.6.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı (P/B)

İkinci bölümden hatırlanacağı üzere, Denklem 2.11'de yer alan parametreler (risk_CoE, büyüme oranı_g ve karlılık_RoE) içerisinde, ileriye dönük piyasa beklentilerini yansıtması amacıyla, 2011 yıl sonu P/B değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2011 yılı sonu özsermaye karlılığı değeri (RoE), P/B değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirildiğinde; elde edilen regresyon denklemi, karlılığın P/B çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermekteydi.

Tablo 4.35'te yer alan değerlerden, 2011 yılı beklenen Özsermaye Karlılığı (RoE) bağımsız değişken; 2011 yılı beklenen P/B bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denklemi ile ilişkilendirildiğinde, Denklem 4.5 (**$P/B = 7,467 \cdot RoE + 0,288$**) elde edilmekte ve denklemin açıklama gücünü ölçen R^2 değeri de 0,772 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.3'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, İş Bankası'nın Temettü İskonto Modeli'nde elde edilen 2011 yılı sonu RoE değeri yerine konulursa bulunacak değer, İş Bankası'nın tahmin edilen karlılık seviyesinde hakettiği P/B çarpanı değeri olacaktır. Temettü iskonto modelinde hesaplanan RoE değeri olan %13,7 değeri, regresyon denkleminde yerine konulursa elde edilen değer, 2011 yılı için bankanın beklenen P/B çarpanı olmaktadır. Çarpan 1.3x olarak hesaplanmaktadır. Çarpan değeri, İş Bankası'nın modelde hesaplanan 2011 yıl sonu defter değeri (20.694m TL) ile çarpıldığında Banka değeri **27.099m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/B = 7,467 \times \%13,7 + 0,288$$

$$P/B = 1,3$$

4.2.7.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E)

P/E çarpanının hesaplanması için, çarpanın değerini etkileyen ana faktörler olan risk (CoE_k) ve büyüme oranı (g) (Denklem 2.2 ve 2.3) parametreleri içerisinde 2010 yılı sonu P/E değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2010-2012 yılları arası Hisse Başına Kar_(EPS) değerleri Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (Compounded Annual Growth Rate-CAGR) değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirilmiştir. Elde edilen regresyon denklemi, net kar büyüme oranının P/E çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermektedir.

Tablo 4.36'da yer alan değerler; 2011-2013 yılları arası beklenen HBK bağımsız değişken, 2011 yılı beklenen P/E bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denkleminde yerine konulduğunda, Denklem 4.6 (**P/E = 49,481*HBK CAGR (11-13) + 4,6131**) elde edilmekte olup, denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri'de 0,412 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.4'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, İş Bankası için hesaplanan Temettü İskonto Modeli'nde bulunan 2011-2013 yılları arası HBK CAGR değeri yerine konulursa elde edilecek değer, İş Bankası'nın tahmin edilen büyüme oranı seviyesinde hakettiği P/E çarpanı olacaktır. Modelde hesaplanan HBK CAGR (2011-13) değeri olan %16.4 denklemde yerine konulduğunda, 2011 beklenen P/E çarpanı 12.7x olmaktadır. Bu değer ise, İş Bankası'nın modelden hesaplanan 2011 yılı sonu net kar değeri (2.580m TL) ile çarpıldığında banka değeri **32.800m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/E = 49,481 \times \%16,4 + 4,6131$$

$$P/E = 12,7$$

4.2.7.7. Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Artık Gelir (RI) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Artık Gelir Modeli'ne göre, İş Bankası için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibarıyla **30.840 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye değerinin elde edilmesi için tahminlenen dönem boyunca hesaplanan artık gelirler, İş Bankası'nın belirlenen iskonto oranı ($k=14.8\%$) ile bugünkü değere indirgenmiştir.

İndirgenmiş artık gelirler toplamına, 2010 yılı sonu itibarıyla net aktif değeri ve devam eden değer de eklenmesiyle Bankanın özsermaye değeri elde edilmiştir. İştirakler ve bağlı ortaklıkların defter değeri toplamının bulunan özsermaye değerine eklenmesiyle ise Banka'nın toplam değerine ulaşılmıştır.

Tablo 4.217 - Artık Gelir Modeli'ne göre T. İş Bankası A.Ş.'nin Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
RoE (Başlangıç Özsermayesi)	24,0%	21,3%	21,4%	21,5%	21,6%	21,7%	21,9%	22,1%	22,3%	22,6%
CoE (Özsermaye Maliyeti)	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Net Aktif Değeri	10.750	14.430	16.290	18.273	20.382	22.619	24.988	27.489	30.122	32.890
Artık Gelirler (Residual Income_RI)	987	938	1.079	1.222	1.384	1.566	1.771	2.002	2.260	2.548
İskonto faktörü	0,871	0,758	0,661	0,575	0,501	0,436	0,380	0,331	0,288	0,251
İndirgenmiş Artık Gelirler	859	712	713	703	693	683	673	662	651	640

Milyon TL	
İndirgenmiş Artık Gelirler Toplamı	6.990
Net Aktif Değeri (2010 Yıl Sonu)	17.014
Devam Eden Değer	6.836
Özsermaye değeri	30.840

4.2.7.8. Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre, T. İş Bankası A.Ş. için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **27.156 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 4.218 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre T. İş Bankası A.Ş.'nin Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Kar	2.580	3.077	3.494	3.931	4.405	4.919	5.475	6.076	6.725	7.423
(+/-) Faiz Geliri Sağlayan Nakit ve Finansal Varlıklarda Değişim	(14.574)	(7.499)	(7.512)	(7.981)	(8.460)	(8.946)	(9.436)	(9.929)	(10.421)	(10.909)
(+/-) Net Kredilerdeki Değişim	(20.911)	(9.253)	(10.614)	(11.592)	(12.634)	(13.739)	(14.908)	(16.142)	(17.440)	(18.801)
(+/-) İştirak ve Bağlı Ortaklıklardaki Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Diğer Aktif Kalemlerdeki Değişim	(11)	(238)	(261)	(285)	(311)	(338)	(367)	(397)	(429)	(463)
(-) Sabit Sermaye Yatırımı	(92)	(96)	(101)	(106)	(111)	(117)	(123)	(129)	(135)	(142)
(+/-) Mevduattaki Değişim	13.239	10.150	10.960	11.810	12.700	13.630	14.597	15.599	16.636	17.704
(+/-) Para Piyasalarına Borçlardaki Değişim	4.682	1.703	1.865	2.037	2.221	2.415	2.622	2.839	3.069	3.309
(+/-) Alınan Kredilerdeki Değişim	12.203	2.324	2.544	2.779	3.029	3.295	3.576	3.873	4.186	4.514
(+/-) Muhtelif Borçlardaki Değişim	1.783	1.049	1.137	1.230	1.328	1.431	1.538	1.651	1.767	1.888
FCFE	(1.100)	1.217	1.511	1.822	2.167	2.551	2.974	3.442	3.957	4.523
İskonto faktörü	0,871	0,758	0,661	0,575	0,501	0,436	0,380	0,331	0,288	0,251
İndirgenmiş FCFE	(958)	923	998	1.048	1.086	1.113	1.130	1.139	1.141	1.135

Milyon TL	
İndirgenmiş Nakit Akımları (FCFE) Toplamı	8.756
Devam Eden Değer	12.136
Özsermaye değeri	20.892
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	6.264
TOPLAM BANKA DEĞERİ	27.156

4.2.8. ŞEKERBANK T.A.Ş.

1953 yılında 14 ortaklı bir Türk bankası olarak Eskişehir'de faaliyetlerine başlayan Pancar Kooperatifleri Bankası Anonim Şirketi, 1956 yılında Şekerbank T.A.Ş. adını alarak merkezini Ankara'ya taşımıştır. Banka 1997 yılında %15 hissesini halka açmış olup bugün hisselerinin %31.96'lık kısmı halka arz edilmiş durumdadır. Banka'nın ana hissedarı Şekerbank T.A.Ş. Personeli Munzam Sosyal Güvenlik ve Yardımlaşma Sandığı Vakfı, sosyal güvenlik sistemi içinde üyelerine emeklilik güvenceleri sağlamaktadır. Şekerbank T.A.Ş.'nin finans, bilişim, turizm alanlarında çeşitli iştirak ve bağlı ortaklıkları bulunmaktadır.

Şekerbank, Türkiye çapında 266 şube, 11 bölge müdürlüğü ve 1 yurtdışı temsilciliği ile faaliyetlerini sürdürmektedir. Şubelerinin yüzde 62'si Anadolu'da bulunan bankanın iştirakleri arasında Şeker Yatırım, Şeker Factoring, Şeker Leasing, Şekerbank Kıbrıs Ltd. ve Şeker Finans yer almaktadır.¹³³

¹³³ Şekerbank T.A.Ş., Faaliyet Raporu, 30/06/2010, s.2, (Çevrimiçi)
<http://www.sekerbank.com.tr/yatirimci/faaliyetraporlari.jsp>, 15/06/2011

4.2.8.1. Mali Tablolar- Şekerbank T.A.Ş.

Şekerbank'ın değerlemesinde esas alınan özet bilanço ve gelir tabloları aşağıdaki gibidir.

Tablo 4.219 - Şekerbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010)

Bilanço	2006	2007	2008	2009	2010
AKTİF KALEMLER					
Nakit Değerler	590,3	633,3	551,8	527,1	780,2
Finansal Varlıklar	1.172,1	1.328,0	2.313,5	3.100,0	3.097,0
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	1.762,4	1.961,3	2.865,4	3.627,1	3.877,1
Brüt Krediler	1.995,2	3.614,4	4.714,4	4.801,9	6.887,3
Takipteki Krediler	245,6	147,3	236,0	402,1	461,7
Özel Karşılıklar	(245,6)	(147,3)	(150,6)	(297,8)	(342,8)
Net Krediler	1.995,2	3.614,4	4.799,8	4.906,2	7.006,2
Maddi Duran Varlıklar (Net)	126,0	176,8	211,9	206,7	232,6
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	59,8	71,4	51,6	64,0	97,2
Diğer Aktif Kalemler	62,9	264,4	112,7	150,7	155,9
AKTİF TOPLAMI	4.006,3	6.088,4	8.041,3	8.954,7	11.369,1
PASİF KALEMLER					
Mevduat	3.046,9	4.155,1	5.931,6	6.640,0	7.698,7
Para Piyasalarına Borçlar	269,6	166,6	59,6	292,9	1.164,1
Alınan Krediler	57,0	456,7	576,2	288,8	544,9
Muhtelif Borçlar	195,9	445,2	498,7	483,6	561,0
Toplam Borçlar	3.569,4	5.223,6	7.066,1	7.705,3	9.968,6
Özkaynaklar	437,0	864,8	975,3	1.249,4	1.400,5
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	4.006,3	6.088,4	8.041,3	8.954,7	11.369,1

Tablo 4.220 - Şekerbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları
(2006-2010)

Gelir Tablosu	2006	2007	2008	2009	2010
Faiz Gelirleri	502,9	914,8	1.321,6	1.259,3	1.079,7
Faiz Giderleri	(268,9)	(475,6)	(695,0)	(544,5)	(517,1)
Net Faiz Geliri	233,9	439,2	626,6	714,8	562,5
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	102,3	90,8	94,0	103,1	110,5
Diğer Faaliyet Gelirleri	146,5	121,5	48,0	37,6	166,7
Faaliyet Gelirleri Toplamı	482,8	651,6	768,6	855,4	839,7
Diğer Faaliyet Giderleri	(259,1)	(322,8)	(427,5)	(425,0)	(490,8)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(151,5)	(181,4)	(168,4)	(233,7)	(146,8)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	3,9	1,5	9,1	1,8	12,0
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	76,0	148,9	181,7	198,6	214,1
Vergi Karşılığı	(24,0)	(26,1)	(37,4)	(46,1)	(43,9)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	52,0	122,9	144,3	152,5	170,2

4.2.8.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu

Tablo 4.221 - Şekerbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin
Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Faiz Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	3.758	5.576	7.580	8.429	10.764
Aktiflerin yüzdesi %	94%	92%	94%	94%	95%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	3.232	4.667	6.578	8.004	9.597
Faiz gelir oranı %	15,6%	19,6%	20,1%	15,7%	11,3%
Faiz Gideri					
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	3.374	4.778	6.567	7.222	9.408
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	2.966	4.076	5.673	6.895	8.315
Faiz gider oranı %	9,1%	11,7%	12,3%	7,9%	6,2%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	15,6%	17,3%	16,0%	9,2%	5,8%
Faiz gider oranına olan spread	(6,5%)	(5,6%)	(3,7%)	(1,3%)	0,4%
Gösterge faiz oranındaki değişim	5,5%	10,5%	(7,3%)	(42,4%)	(36,8%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	6,5%	7,9%	7,8%	7,8%	5,0%

Tablo 4.222 - Şekerbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Faiz Geliri										
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	11.665	12.904	14.212	15.624	17.146	18.783	20.539	22.420	24.430	26.574
Aktiflerin yüzdesi %	93%	94%	94%	94%	94%	94%	95%	95%	95%	95%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	11.214	12.284	13.558	14.918	16.385	17.964	19.661	21.480	23.425	25.502
Faiz gelir oranı %	12,7%	13,5%	12,7%	11,9%	11,1%	10,4%	9,6%	8,8%	8,0%	7,2%
Faiz Gideri										
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	10.185	11.221	12.343	13.553	14.858	16.261	17.766	19.377	21.099	22.936
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	9.796	10.703	11.782	12.948	14.206	15.559	17.013	18.571	20.238	22.017
Faiz gider oranı %	7,7%	8,5%	7,9%	7,2%	6,5%	5,9%	5,2%	4,5%	3,9%	3,2%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	7,2%	8,0%	7,4%	6,8%	6,1%	5,5%	4,9%	4,3%	3,6%	3,0%
Faiz gider oranına olan spread	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Gösterge faiz oranındaki değişim	23,0%	11,7%	(7,8%)	(8,5%)	(9,3%)	(10,2%)	(11,4%)	(12,8%)	(14,7%)	(17,2%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	4,1%	4,0%

Tablo 4.223 - Şekerbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Net Ücret & Komisyon Geliri					
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	2.060	2.335	2.697	2.973	3.893
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	1.909	2.197	2.516	2.835	3.433
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	103,3%	64,6%	57,2%	61,9%	56,5%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	17,2%	13,3%	15,5%	10,3%	30,9%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	2,9%	1,8%	1,4%	1,4%	1,2%

Tablo 4.224 - Şekerbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Ücret & Komisyon Geliri										
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	5.441	6.060	6.736	7.474	8.278	9.152	10.100	11.126	12.233	13.427
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	4.667	5.750	6.398	7.105	7.876	8.715	9.626	10.613	11.680	12.830
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	39,8%	11,4%	11,2%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%	10,0%	9,8%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%

Tablo 4.225 - Şekerbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Gelirler					
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	62,6%	27,7%	7,7%	5,3%	29,6%

Tablo 4.226 - Şekerbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Diğer Gelirler	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%

Tablo 4.227 - Şekerbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	53,7%	49,5%	55,6%	49,7%	58,5%

Tablo 4.228 - Şekerbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	53,4%	51,3%	49,3%	47,3%	45,2%	43,2%	41,1%	39,1%	37,0%	35,0%

Tablo 4.229 - Şekerbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	12,3%	4,1%	5,0%	8,4%	6,7%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	65,6%	92,3%	87,9%	73,3%	34,0%

Tablo 4.230 - Şekerbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	7,3%	6,9%	6,5%	6,0%	5,6%	5,2%	4,8%	4,3%	3,9%	3,5%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%

Tablo 4.231 - Şekerbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	7,2%	9,4%	9,5%	8,9%	5,9%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	9,7%	6,5%	4,0%	4,9%	2,5%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	1,5%	2,4%	2,0%	1,8%	1,7%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	13,2%	18,9%	15,7%	13,7%	12,8%

Tablo 4.232 - Şekerbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	6,0%	6,0%	5,8%	5,7%	5,5%	5,3%	5,1%	4,9%	4,7%	4,5%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	5,0%	5,0%	4,7%	4,4%	4,1%	3,8%	3,5%	3,2%	2,9%	2,6%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	0,9%	1,0%	1,2%	1,4%	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	2,2%	2,4%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	6,8%	7,5%	9,1%	10,7%	12,3%	13,8%	15,3%	16,8%	18,3%	19,7%

Tablo 4.233 - Şekerbank'a Ait Proforma Gelir Tabloları

Gelir Tablosu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Faiz Gelirleri	1.422,2	1.654,5	1.720,4	1.776,8	1.823,9	1.859,8	1.882,3	1.889,1	1.877,7	1.845,5
Faiz Giderleri	(749,5)	(915,0)	(928,5)	(933,9)	(929,8)	(914,5)	(886,3)	(843,4)	(784,0)	(705,8)
Net Faiz Geliri	672,7	739,5	791,9	842,9	894,2	945,3	996,0	1.045,7	1.093,8	1.139,7
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	210,4	246,1	273,8	304,1	337,1	373,0	412,0	454,3	499,9	549,1
Diğer Faaliyet Gelirleri	178,8	196,5	210,4	224,0	237,6	251,2	264,7	277,9	290,7	302,9
Faaliyet Gelirleri Toplamı	1.061,9	1.182,2	1.276,2	1.371,0	1.468,9	1.569,6	1.672,7	1.777,8	1.884,3	1.991,7
Diğer Faaliyet Giderleri	(567,0)	(607,1)	(629,2)	(648,0)	(664,2)	(677,7)	(688,0)	(694,9)	(698,0)	(697,1)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(366,9)	(417,9)	(437,3)	(454,8)	(470,1)	(482,4)	(491,2)	(495,6)	(494,8)	(488,0)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	128,0	157,2	209,7	268,2	334,6	409,5	493,5	587,3	691,5	806,6
Vergi Karşılığı	(25,6)	(31,4)	(41,9)	(53,6)	(66,9)	(81,9)	(98,7)	(117,5)	(138,3)	(161,3)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	102,4	125,8	167,8	214,6	267,7	327,6	394,8	469,9	553,2	645,3

Tablo 4.234 - Şekerbank'a Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bilanço Yapısı															
Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	79,0%	76,7%	78,8%	72,5%	75,1%	73,0%	73,1%	73,1%	73,1%	73,1%	73,1%	73,2%	73,2%	73,2%	73,2%
Alınan Krediler / Toplam Aktifler	2,5%	2,3%	3,0%	3,3%	5,2%	4,4%	4,5%	4,5%	4,6%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	33,8%	45,0%	50,1%	53,0%	60,3%	66,0%	66,8%	67,6%	68,5%	69,3%	70,1%	71,0%	71,8%	72,6%	73,5%
Aktif Kalitesi															
Toplam Krediler / Toplam Mevduat	42,8%	58,7%	63,6%	73,1%	80,3%	90,3%	91,4%	92,5%	93,7%	94,8%	95,9%	97,0%	98,1%	99,2%	100,3%
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler	9,3%	5,7%	4,9%	5,2%	4,0%	5,8%	5,6%	5,3%	5,0%	4,8%	4,5%	4,3%	4,0%	3,8%	3,5%
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	0,1%	0,1%	0,8%	1,0%	0,7%	4,5%	4,0%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%	3,0%	2,8%	2,7%	2,5%
Duran Aktifler (Maddi Duran Varlıklar + Bağlı Ortaklık & İştirakler) / Toplam Aktifler	2,3%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%
Likidite															
Likit Aktifler / Toplam Aktifler	63,2%	51,3%	45,9%	42,7%	35,6%	27,5%	27,1%	26,5%	25,8%	25,2%	24,5%	23,8%	23,2%	22,5%	21,8%
Likit Aktifler / Mevduat	80,1%	66,9%	58,3%	59,0%	47,4%	37,7%	37,1%	36,2%	35,3%	34,4%	33,5%	32,6%	31,7%	30,7%	29,8%
Gelir-Gider Yapısı															
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	4,9%	4,9%	4,8%	5,8%	5,0%	5,1%	5,0%	4,9%	4,7%	4,5%	4,3%	4,2%	4,0%	3,8%	3,6%
Faiz Geliri / Faiz Gideri	1,4x	1,4x	1,5x	1,8x	2,0x	1,8x	1,7x	1,8x	1,8x	1,9x	1,9x	2,0x	2,1x	2,2x	2,4x
Net Faiz Geliri / Toplam Gelirler	68,9%	71,3%	79,8%	80,8%	72,4%	70,3%	69,6%	69,1%	68,5%	67,8%	67,2%	66,5%	65,7%	64,9%	64,1%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri / Toplam Gelirler	10,0%	12,1%	13,9%	12,0%	11,9%	16,7%	17,5%	18,2%	18,9%	19,6%	20,4%	21,2%	22,1%	23,1%	24,1%
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	35,7%	34,5%	37,6%	31,0%	33,9%	34,5%	34,6%	34,6%	34,7%	34,7%	34,8%	34,8%	34,9%	34,9%	35,0%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	17,6%	21,1%	38,2%	44,3%	26,8%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	30,5%	23,4%	8,0%	8,9%	21,6%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%
Sermaye Yeterliliği															
Özkaynaklar / Toplam Aktifler	11,0%	10,9%	8,4%	9,5%	10,2%	10,6%	10,5%	10,3%	10,1%	10,0%	9,8%	9,6%	9,5%	9,3%	9,1%
(Özkaynaklar-Duran Aktifler) / Toplam Aktifler	8,7%	8,4%	6,0%	7,1%	7,9%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	8,1%	8,0%	7,9%
Sermaye Yeterlilik Oranı	32,2%	20,5%	14,4%	16,2%	16,0%	19,9%	19,5%	19,2%	18,9%	18,6%	18,3%	18,0%	17,6%	17,3%	17,0%
Karlılık															
Ortalama Özsermaye Getirisi	24,8%	27,7%	23,5%	32,5%	30,5%	27,2%	25,1%	25,0%	24,8%	24,7%	24,5%	24,4%	24,2%	24,0%	23,9%
Ortalama Aktif Getirisi	2,8%	3,0%	2,2%	2,9%	3,0%	2,8%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%
Büyüme															
Brüt Krediler	87,6%	55,7%	41,5%	25,5%	36,9%	29,3%	11,4%	11,2%	10,9%	10,7%	10,5%	10,3%	10,1%	9,9%	9,7%
Mevduat	30,1%	13,4%	30,6%	9,1%	24,6%	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%
Aktifler	27,2%	16,9%	27,0%	18,7%	20,3%	18,3%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,2%	9,0%	8,9%	8,7%	8,5%
Özkaynaklar	18,2%	16,0%	(2,2%)	34,3%	29,3%	23,4%	8,2%	8,0%	7,8%	7,6%	7,4%	7,1%	6,9%	6,7%	6,5%
Pazar Payı															
Brüt Krediler	5,3%	6,3%	7,0%	8,2%	8,4%	8,7%	8,0%	7,9%	7,8%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,6%	7,6%
Mevduat	8,8%	8,6%	8,9%	8,5%	8,9%	8,9%	8,9%	8,7%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%
Aktifler	6,9%	6,9%	7,0%	7,3%	7,2%	7,5%	7,1%	6,8%	6,5%	6,3%	6,1%	5,9%	5,8%	5,7%	5,6%

4.2.8.3. Bilanço Projeksiyonu

Tablo 4.235 - Şekerbank'a Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler

	2006	2007	2008	2009	2010
Mevduat Büyümesi	23,4%	36,4%	42,8%	11,9%	15,9%

Tablo 4.236 - Şekerbank'a Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mevduat Büyümesi	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%

Tablo 4.237 - Şekerbank Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Kredi / mevduat oranı	65,5%	87,0%	79,5%	72,3%	89,5%

Tablo 4.238 - Şekerbank Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kredi / mevduat oranı	89,5%	90,6%	91,7%	92,8%	93,9%	95,0%	96,1%	97,2%	98,3%	99,5%

Tablo 4.239 - Şekerbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
MDV büyüme oranı	39,2%	40,3%	19,9%	(2,5%)	12,6%
MDV / Toplam Aktifler	3,1%	2,9%	2,6%	2,3%	2,0%

Tablo 4.240 - Şekerbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
MDV büyüme oranı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
MDV / Toplam Aktifler	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%

Tablo 4.241 - Şekerbank Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	3,2%	7,3%	2,4%	3,1%	2,3%
Toplam Akif Büyümesi	27,7%	52,0%	32,1%	11,4%	27,0%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	5,8%	9,3%	7,6%	6,7%	6,0%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	13,5%	4,6%	1,3%	6,1%	16,9%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	2,9%	12,6%	12,2%	6,0%	7,9%

Tablo 4.242 - Şekerbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Toplam Akif Büyümesi	10,0%	10,1%	9,9%	9,7%	9,5%	9,4%	9,2%	9,0%	8,8%	8,6%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%

Tablo 4.243 - Şekerbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Özsermaye					
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	2.508	5.013	6.790	7.732	10.214
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	62,6%	82,3%	84,4%	86,4%	89,8%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	17,4%	17,3%	14,4%	16,2%	13,7%
Sene başı Özsermaye	350	437	865	975	1.249
Sene sonu Özsermaye	437	865	975	1.249	1.400

Tablo 4.244 - Şekerbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Özsermaye										
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	10.144	11.167	12.273	13.467	14.751	16.130	17.609	19.191	20.880	22.679
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	81,1%	81,1%	81,1%	81,1%	81,1%	81,1%	81,1%	81,1%	81,1%	81,1%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	15,8%	15,7%	15,6%	15,5%	15,4%	15,3%	15,3%	15,2%	15,1%	15,0%
Hedef Özsermaye	1.601	1.753	1.916	2.090	2.277	2.476	2.687	2.912	3.150	3.402
Vergi sonrası kar	102	126	168	215	268	328	395	470	553	645
Sermaye ihtiyacı / (dağıtılan temettü)	98	26	(5)	(40)	(81)	(129)	(183)	(245)	(315)	(394)

Tablo 4.245 - Şekerbank'ın Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları

Bilanço	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AKTİF KALEMLER										
Nakit Değerler	485,8	653,0	811,7	980,9	1.160,2	1.349,3	1.547,6	1.754,2	1.968,3	2.188,7
Finansal Varlıklar	3.258,3	3.430,1	3.594,7	3.763,2	3.935,2	4.110,6	4.289,1	4.470,5	4.654,4	4.840,6
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	3.744,1	4.083,1	4.406,4	4.744,0	5.095,4	5.459,9	5.836,7	6.224,6	6.622,6	7.029,3
Brüt Krediler	7.920,4	8.820,6	9.805,3	10.880,0	12.050,6	13.322,8	14.702,5	16.195,5	17.807,7	19.544,8
Takipteki Krediler	577,7	606,1	632,5	655,9	675,7	690,9	700,5	703,4	698,3	684,1
Özel Karşılıklar	(366,9)	(417,9)	(437,3)	(454,8)	(470,1)	(482,4)	(491,2)	(495,6)	(494,8)	(488,0)
Net Krediler	8.131,1	9.008,9	10.000,5	11.081,1	12.256,2	13.531,2	14.911,8	16.403,3	18.011,2	19.740,9
Maddi Duran Varlıklar (Net)	244,3	256,5	269,3	282,8	296,9	311,8	327,4	343,7	360,9	379,0
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	97,2	97,2	97,2	97,2	97,2	97,2	97,2	97,2	97,2	97,2
Diğer Aktif Kalemler	289,2	322,1	358,0	397,3	440,0	486,5	536,9	591,4	650,2	713,7
AKTİF TOPLAMI	12.506,0	13.767,8	15.131,5	16.602,5	18.185,8	19.886,6	21.709,9	23.660,3	25.742,3	27.960,1
PASİF KALEMLER										
Mevduat	8.853,5	9.738,8	10.694,8	11.724,9	12.832,7	14.021,6	15.294,8	16.655,5	18.106,6	19.650,8
Para Piyasalarına Borçlar	671,5	747,8	831,3	922,4	1.021,6	1.129,5	1.246,4	1.373,0	1.509,7	1.656,9
Alınan Krediler	659,6	734,6	816,6	906,1	1.003,6	1.109,6	1.224,5	1.348,8	1.483,1	1.627,7
Muhtelif Borçlar	720,6	793,9	873,3	958,9	1.051,2	1.150,5	1.256,9	1.371,0	1.492,8	1.622,7
Toplam Borçlar	10.905,1	12.015,1	13.215,9	14.512,3	15.909,1	17.411,0	19.022,6	20.748,2	22.592,1	24.558,2
Özkaynaklar	1.600,8	1.752,7	1.915,6	2.090,1	2.276,7	2.475,6	2.687,3	2.912,0	3.150,1	3.401,8
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	12.506,0	13.767,8	15.131,5	16.602,5	18.185,8	19.886,6	21.709,9	23.660,3	25.742,3	27.960,1

4.2.8.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar – Şekerbank T.A.Ş.

4.2.8.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması

Şekerbank'ın değerlemesinde kullanılan iskonto oranı, Bölüm 4.1.2.4.1.'de ayrıntılı olarak anlatılan esaslara dayanılarak hesaplanmış olup, Denklem 4.1.'de değerlendirme esaslarında Şekerbank'a ilişkin değerler yerine konulmuştur. Beta değeri olarak Tablo 4.5.'te hesaplanan düzeltilmiş beta değerleri kullanılmıştır. Tabloya göre Şekerbank'ın düzeltilmiş betası 1.05'tir. Risksiz getiri oranı Bölüm 4.1.2.4.1.'de ifade edildiği gibi %9,2 olarak alınmıştır. Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (EMRP) değeri olarak ise, yine aynı bölümde hesaplanan %5.0 değeri alınmıştır.

Kullanılan parametreler CAPM denkleminde yerine konulduğunda, Şekerbank'ın Türk Lirası bazlı sermaye maliyeti %14,7 olarak hesaplanmıştır;

$$k = \%9,2 + (1,05 \times \%5,0)$$

$$k = \%14,4$$

4.2.8.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması

Şekerbank'ın değerlemesinde, devam eden değer (TV) Denklem 2.20'de ifade edildiği gibi hesaplanmış olup, TV büyüme oranı olarak %5 oranı kullanılmıştır.

4.2.8.5. Şekerbank T.A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli (DDM)'e Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında, uygulanan Temettü İskonto Modeli'ne göre, Şekerbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **1.508 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Hesaplanan özsermaye değerine İştirakler ve bağlı ortaklıkların da eklenmesiyle banka değeri **1.605 m TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.246 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Şekerbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Temettü ödemeleri	(98)	(26)	5	40	81	129	183	245	315	394
İskonto faktörü	0,874	0,764	0,667	0,583	0,510	0,445	0,389	0,340	0,297	0,260
Bugüne indirgenmiş temettüler	(86)	(20)	3	23	41	57	71	83	94	102

İskonto oranı - Özsermaye maliyeti	
Risksiz getiri oranı	9,2%
Beta	1,05
EMRP	5,0%
CoE	14,4%
Devam Eden Değer büyüme oranı %	5,0%

Milyon TL	
Bugüne indirgenmiş temettülerin toplam değeri	370
Devam Eden Değer	1.138
Özsermaye Değeri	1.508
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	97
TOPLAM BANKA DEĞERİ	1.605

4.2.8.6. Şekerbank T.A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

4.2.8.6.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı (P/B)

İkinci bölümden hatırlanacağı üzere, Denklem 2.11'de yer alan parametreler (risk_CoE, büyüme oranı_g ve karlılık_RoE) içerisinde, ileriye dönük piyasa beklentilerini yansıtması amacıyla, 2011 yıl sonu P/B değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2011 yılı sonu özsermaye karlılığı değeri (RoE), P/B değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirildiğinde; elde edilen regresyon denklemi, karlılığın P/B çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermekteydi.

Tablo 4.35'te yer alan değerlerden, 2011 yılı beklenen Özsermaye Karlılığı (RoE) bağımsız değişken; 2011 yılı beklenen P/B bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denklemi ile ilişkilendirildiğinde, Denklem 4.5 (**P/B = 7,467*RoE + 0,288**) elde edilmekte ve denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri de 0,772 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.3'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, Şekerbank'ın Temettü İskonto Modeli'nde elde edilen 2011 yılı sonu RoE değeri yerine konulursa bulunacak değer, Şekerbank'ın tahmin edilen karlılık seviyesinde hakettiği P/B çarpanı değeri olacaktır. Temettü iskonto modelinde hesaplanan RoE değeri olan %6,8 değeri, regresyon denkleminde yerine konulursa elde edilen değer, 2011 yılı için bankanın beklenen P/B çarpanı olmaktadır. Çarpan 0.8x olarak hesaplanmaktadır. Çarpan değeri, Şekerbank'ın modelde hesaplanan 2011 yıl sonu defter değeri (1.601m TL) ile çarpıldığında banka değeri **1.276m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/B = 7,467 \times \%6,8 + 0,288$$

$$P/B = 0,8$$

4.2.8.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E)

P/E çarpanının hesaplanması için, çarpanın değerini etkileyen ana faktörler olan risk (CoE_k) ve büyüme oranı (g) (Denklem 2.2 ve 2.3) parametreleri içerisinde 2010 yılı sonu P/E değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2010-2012 yılları arası Hisse Başına Kar_(EPS) değerleri Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (Compounded Annual Growth Rate-CAGR) değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirilmiştir. Elde edilen regresyon denklemi, net kar büyüme oranının P/E çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermektedir.

Tablo 4.36'da yer alan değerler; 2011-2013 yılları arası beklenen HBK bağımsız değişken, 2011 yılı beklenen P/E bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denkleminde yerine konulduğunda, Denklem 4.6 (**P/E = 49,481*HBK CAGR (11-13) + 4,6131**) elde edilmekte olup, denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri'de 0,412 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.4'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, Şekerbank için hesaplanan Temettü İskonto Modeli'nde bulunan 2011-2013 yılları arası HBK CAGR değeri yerine konulursa elde edilecek değer, Şekerbank'ın tahmin edilen büyüme oranı seviyesinde hakettiği P/E çarpanı olacaktır. Modelde hesaplanan HBK CAGR (2011-13) değeri olan %28 denklemde yerine konulduğunda, 2011 beklenen P/E çarpanı 18,5x olmaktadır. Bu değer ise, Şekerbank'ın modelden hesaplanan 2011 yılı sonu net kar değeri (102m TL) ile çarpıldığında banka değeri **1.891m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/E = 49,481 \times \%28 + 4,6131$$

$$P/E = 18,5$$

4.2.8.7. Şekerbank T.A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Artık Gelir Modeli'ne göre, Şekerbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **1.918 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye değerinin elde edilmesi için öncelikle tahminlenen dönem boyunca artık gelirler hesaplanmıştır. Elde edilen artık gelir değerleri Şekerbank'ın belirlenen iskonto oranı ($k=14,4\%$) ile bugünkü değere indirgenmiştir.

İndirgenmiş artık gelirler toplamına, 2010 yılı sonu itibariyle değer hesaplaması yapıldığı için net aktif değeri de eklenmiş ve devam eden değer de eklenmesiyle Bankanın özsermaye değeri elde edilmiştir.

Tablo 4.247 - Artık Gelir Modeli'ne göre Şekerbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
RoE (Başlangıç Özsermayesi)	7,9%	8,4%	10,1%	11,8%	13,4%	15,0%	16,6%	18,1%	19,7%	21,1%
CoE (Özsermaye Maliyeti)	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%
Net Aktif Değeri	1.303	1.504	1.655	1.818	1.993	2.179	2.378	2.590	2.815	3.053
Artık Gelirler (Residual Income_RI)	(86)	(91)	(71)	(48)	(20)	13	52	96	147	205
İskonto faktörü	0,874	0,764	0,667	0,583	0,510	0,445	0,389	0,340	0,297	0,260
İndirgenmiş Artık Gelirler	(75)	(70)	(47)	(28)	(10)	6	20	33	44	53

milyon TL	
İndirgenmiş Artık Gelirler Toplamı	(75)
Net Aktif Değeri (2010 Yıl Sonu)	1.400
Devam Eden Değer	592
TOPLAM BANKA DEĞERİ	1.918

4.2.6.8. Şekerbank T.A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre, Şekerbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **1.508 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

İştirakler ve bağlı ortaklıkların özsermaye değerine eklenmesiyle ise Banka değeri **1.605 milyon TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.248 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre Şekerbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Kar	102	126	168	215	268	328	395	470	553	645
(+/-) Faiz Geliri Sağlayan Nakit ve Finansal Varlıklarda Değişim	133	(339)	(323)	(338)	(351)	(364)	(377)	(388)	(398)	(407)
(+/-) Net Kredilerdeki Değişim	(1.125)	(878)	(992)	(1.081)	(1.175)	(1.275)	(1.381)	(1.492)	(1.608)	(1.730)
(+/-) İştirak ve Bağlı Ortaklıklardaki Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Diğer Aktif Kalemlerdeki Değişim	(133)	(33)	(36)	(39)	(43)	(46)	(50)	(55)	(59)	(63)
(-) Sabit Sermaye Yatırımı	(12)	(12)	(13)	(13)	(14)	(15)	(16)	(16)	(17)	(18)
(+/-) Mevduattaki Değişim	1.155	885	956	1.030	1.108	1.189	1.273	1.361	1.451	1.544
(+/-) Para Piyasalarına Borçlardaki Değişim	(493)	76	83	91	99	108	117	127	137	147
(+/-) Alınan Kredilerdeki Değişim	115	75	82	90	97	106	115	124	134	145
(+/-) Muhtelif Borçlardaki Değişim	160	73	79	86	92	99	106	114	122	130
FCFE	(98)	(26)	5	40	81	129	183	245	315	394
İskonto faktörü	0,874	0,764	0,667	0,583	0,510	0,445	0,389	0,340	0,297	0,260
İndirgenmiş FCFE	(86)	(20)	3	23	41	57	71	83	94	102

Milyon TL

İndirgenmiş FCFE'lerin Toplamı	370
Devam Eden Değer	1.138
Özsermaye Değeri	1.508
İştirakler & Bağlı Ortaklıklar	97
TOPLAM BANKA DEĞERİ	1.605

4.2.9. TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş. (TEB)

1927 yılında Kocaeli Halk Bankası T.A.Ş. unvanıyla kurulan ve faaliyete geçen TEB, 1982 yılında olakoğlu Grubu tarafından satın alınmış ve unvanı Türk Ekonomi Bankası A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

Banka, 2000 yılında sermayesini yatırımcılara açmış; hisse senetleri İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. 31 Aralık 2010 itibarıyla hisselerinin %15.63' İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal Pazarı'nda işlem gören TEB'in hisse senetlerini temsil eden Depo Sertifikaları aynı zamanda Londra Borsası'na da kotedir.

TEB'in ana ortağı olan TEB Mali Yatırımlar A.Ş.'nin hisselerinin %50'si, 10 Şubat 2005'te BNP Paribas'a devredilmiştir. Bu devir neticesinde BNP Paribas, TEB'de %42.125 oranında dolaylı pay sahibi olmuştur.

Banka'nın dolaylı çoğunluk hissedarları BNP Paribas ve olakoğlu Grubu, 3 Haziran 2010 tarihinde TEB ile Fortis Bank'ın TEB markası altında birleşmesine ilişkin bir Niyet Mektubu imzalamışlardır. Birleşme işlemi, 14 Şubat 2011 tarihinde Fortis Bank A.Ş.'nin tüzel kişiliğinin sona erdirilmesi suretiyle tüm hak, alacak, borç ve yükümlülükleri (aktif ve pasifi) ile kül halinde TEB'e devri yoluyla gerçekleştirilmiştir.¹³⁴

Söz konusu birleşme dolayısıyla, TEB'in değerleme uygulamasında, her iki bankanın mali tabloları biraraya getirilerek kombine bilanço ve gelir tabloları hazırlanmış ve değerleme bu tablolar üzerinden yapılmıştır.

¹³⁴ T.E.B., Faaliyet Raporu, 31/12/2010 , (evrimii), <http://www.tayburntasarim.com/teb/tr/m-1-6.php>, 04/06/2011

4.2.9.1. Mali Tablolar- TEB A.Ş.

TEB'in değerlemesinde esas alınan özet bilanço ve gelir tabloları aşağıdaki gibidir.

Tablo 4.249 - TEB'in Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010)

Bilanço	2006	2007	2008	2009	2010
AKTİF KALEMLER					
Nakit Değerler	2.549,5	3.293,1	5.008,2	3.531,4	4.231,7
Finansal Varlıklar	3.861,6	4.692,7	4.680,9	5.583,3	5.806,0
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	6.411,1	7.985,8	9.689,1	9.114,7	10.037,8
Brüt Krediler	9.764,2	12.323,5	15.550,6	15.534,3	19.750,7
Takipteki Krediler	220,4	363,5	590,8	987,7	754,0
Özel Karşılıklar	(192,6)	(294,5)	(398,6)	(578,6)	(522,0)
Net Krediler	9.792,1	12.392,5	15.742,9	15.943,3	19.982,7
Maddi Duran Varlıklar (Net)	189,6	282,0	354,8	313,3	246,5
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	283,2	297,9	315,7	345,5	164,4
Diğer Aktif Kalemler	249,7	733,9	548,5	620,7	732,4
AKTİF TOPLAMI	16.925,7	21.692,1	26.651,0	26.337,6	31.163,8
PASİF KALEMLER					
Mevduat	10.129,2	12.729,6	14.732,4	15.230,7	18.265,5
Para Piyasalarına Borçlar	1.639,9	973,9	488,8	1.083,0	205,2
Alınan Krediler	2.017,1	3.208,2	5.742,2	4.335,2	6.507,8
Muhtelif Borçlar	1.472,9	2.220,7	2.458,9	2.078,1	2.447,8
Toplam Borçlar	15.259,0	19.132,4	23.422,4	22.727,0	27.426,3
Özsermaye	1.666,7	2.559,7	3.228,6	3.610,6	3.737,6
TOPLAM BORÇLAR & ÖZSERMAYE	16.925,7	21.692,1	26.651,0	26.337,6	31.163,8

Tablo 4.250 - TEB'in Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010)

Gelir Tablosu	2006	2007	2008	2009	2010
Faiz Gelirleri	1.806,3	2.787,3	3.593,1	3.112,8	2.674,6
Faiz Giderleri	(1.058,5)	(1.625,1)	(2.185,6)	(1.581,7)	(1.282,3)
Net Faiz Geliri	747,8	1.162,2	1.407,5	1.531,1	1.392,4
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	212,8	257,6	361,4	409,5	566,8
Diğer Faaliyet Gelirleri	118,3	58,3	182,0	93,9	88,3
Faaliyet Gelirleri Toplamı	1.078,9	1.478,2	1.950,9	2.034,5	2.047,5
Diğer Faaliyet Giderleri	(800,9)	(1.025,6)	(1.341,7)	(1.358,5)	(1.476,3)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(61,7)	(113,9)	(243,1)	(337,0)	(284,1)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	37,5	18,8	25,0	53,5	19,2
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	253,9	357,6	391,2	392,5	306,3
Vergi Karşılığı	(72,8)	(79,0)	(78,8)	(70,9)	16,4
Net Dönem Kâr Ve Zararı	181,1	278,6	312,3	321,6	322,6

4.2.9.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu

Tablo 4.251 - TEB'in Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Faiz Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	16.175	20.309	25.240	24.649	29.788
Aktiflerin yüzdesi %	96%	94%	95%	94%	96%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	13.431	18.242	22.775	24.944	27.219
Faiz gelir oranı %	13,4%	15,3%	15,8%	12,5%	9,8%
Faiz Gideri					
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	13.786	16.912	20.963	20.649	24.978
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	11.775	15.349	18.938	20.806	22.814
Faiz gider oranı %	9,0%	10,6%	11,5%	7,6%	5,6%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	15,6%	17,3%	16,0%	9,2%	5,8%
Faiz gider oranına olan spread	(6,6%)	(6,7%)	(4,4%)	(1,6%)	(0,2%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	5,5%	10,5%	(7,3%)	(42,4%)	(36,8%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	4,5%	4,7%	4,2%	4,9%	4,2%

Tablo 4.252 - TEB'in Değerlemede Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Faiz Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	35.743	39.406	43.343	47.590	52.163	57.076	62.344	67.980	73.997	80.408
Aktiflerin yüzdesi %	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	32.766	37.574	41.374	45.467	49.877	54.620	59.710	65.162	70.989	77.203
Faiz gelir oranı %	11,1%	11,8%	11,1%	10,4%	9,7%	9,0%	8,2%	7,5%	6,8%	6,1%
Faiz Gideri										
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	29.954	33.043	36.388	40.004	43.906	48.107	52.620	57.460	62.638	68.167
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	27.466	31.498	34.715	38.196	41.955	46.006	50.363	55.040	60.049	65.403
Faiz gider oranı %	6,9%	7,7%	7,1%	6,5%	5,9%	5,3%	4,7%	4,1%	3,5%	2,9%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	7,2%	8,0%	7,4%	6,8%	6,1%	5,5%	4,9%	4,3%	3,6%	3,0%
Faiz gider oranına olan spread	(0,2%)	(0,3%)	(0,3%)	(0,2%)	(0,2%)	(0,2%)	(0,2%)	(0,1%)	(0,1%)	(0,1%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	23,0%	11,7%	(7,8%)	(8,5%)	(9,3%)	(10,2%)	(11,4%)	(12,8%)	(14,7%)	(17,2%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%

Tablo 4.253 - TEB'in Değerlemede Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	6.539	6.223	6.406	6.101	6.411
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	5.452	6.381	6.314	6.253	6.256
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	67,0%	50,5%	41,2%	39,3%	32,5%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	49,8%	(4,8%)	2,9%	(4,8%)	5,1%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	1,6%	1,5%	1,8%	1,9%	2,4%

Tablo 4.254 - TEB'in Değerlemede Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	11.434	12.696	14.072	15.570	17.197	18.960	20.868	22.927	25.144	27.527
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	8.923	12.065	13.384	14.821	16.383	18.079	19.914	21.897	24.035	26.336
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	46,1%	46,1%	46,1%	46,1%	46,1%	46,1%	46,1%	46,1%	46,1%	46,1%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	78,3%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%	10,3%	10,1%	9,9%	9,7%	9,5%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%

Tablo 4.255 - TEB'in Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Diğer Gelirler	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	15,8%	5,0%	12,9%	6,1%	6,3%

Tablo 4.256 - TEB'in Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Diğer Gelirler	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%

Tablo 4.257 - TEB'in Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	74,2%	69,4%	68,8%	66,8%	72,1%

Tablo 4.258 - TEB'in Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	70,3%	66,3%	62,4%	58,5%	54,6%	50,7%	46,8%	42,8%	38,9%	35,0%

Tablo 4.259 - TEB'in Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	2,3%	2,9%	3,8%	6,4%	3,8%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	28,6%	39,0%	50,9%	42,7%	32,6%

Tablo 4.260 - TEB'in Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	3,8%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%

Tablo 4.261 - TEB'in Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar
(Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	5,6%	6,4%	6,2%	6,1%	5,1%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	2,4%	2,7%	2,9%	3,7%	3,0%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	1,2%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	11,3%	13,2%	10,8%	9,4%	8,8%

Tablo 4.262 - TEB'in Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar
(Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	5,3%	5,3%	5,1%	4,9%	4,7%	4,5%	4,3%	4,1%	3,9%	3,6%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	0,9%	1,2%	1,3%	1,5%	1,6%	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	7,9%	10,0%	11,6%	13,0%	14,5%	15,8%	17,1%	18,3%	19,4%	20,5%

Tablo 4.263 - TEB'e Ait Proforma Gelir Tabloları

Gelir Tablosu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Faiz Gelirleri	3.643,7	4.441,5	4.595,0	4.724,5	4.826,3	4.894,9	4.924,3	4.908,3	4.839,8	4.711,7
Faiz Giderleri	(1.899,2)	(2.433,5)	(2.472,5)	(2.489,9)	(2.481,7)	(2.443,6)	(2.371,1)	(2.259,0)	(2.102,2)	(1.894,9)
Net Faiz Geliri	1.744,5	2.008,0	2.122,5	2.234,6	2.344,6	2.451,3	2.553,3	2.649,2	2.737,6	2.816,8
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	567,1	695,1	771,1	853,9	944,0	1.041,6	1.147,4	1.261,7	1.384,8	1.517,4
Diğer Faaliyet Gelirleri	161,4	185,8	196,3	206,7	216,9	226,8	236,2	245,1	253,3	260,6
Faaliyet Gelirleri Toplamı	2.473,0	2.888,9	3.090,0	3.295,3	3.505,5	3.719,7	3.936,8	4.155,9	4.375,7	4.594,8
Diğer Faaliyet Giderleri	(1.737,3)	(1.916,3)	(1.928,7)	(1.927,8)	(1.913,4)	(1.884,7)	(1.840,5)	(1.780,1)	(1.702,9)	(1.608,2)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı Bağlı Ortaklıklar Ve İştraklerden	(330,7)	(387,5)	(425,7)	(466,7)	(510,7)	(557,9)	(608,3)	(662,0)	(719,1)	(779,6)
Kâr/Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	404,9	585,0	735,6	900,8	1.081,3	1.277,1	1.488,1	1.713,8	1.953,8	2.207,0
Vergi Karşılığı	(81,0)	(117,0)	(147,1)	(180,2)	(216,3)	(255,4)	(297,6)	(342,8)	(390,8)	(441,4)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	323,9	468,0	588,5	720,7	865,0	1.021,7	1.190,4	1.371,0	1.563,0	1.765,6

Tablo 4.264 - TEB'e Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Bilanço Yapısı														
Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	59,8%	58,7%	55,3%	57,8%	58,6%	55,6%	55,6%	55,5%	55,4%	55,4%	55,3%	55,3%	55,2%	55,1%
Alınan Krediler / Toplam Aktifler	11,9%	14,8%	21,5%	16,5%	20,9%	19,0%	19,1%	19,3%	19,5%	19,6%	19,8%	19,9%	20,1%	20,2%
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	57,7%	56,8%	58,3%	59,0%	63,4%	65,7%	66,2%	66,8%	67,3%	67,9%	68,4%	69,0%	69,5%	70,0%
Aktif Kalitesi														
Toplam Krediler / Toplam Mevduat	96,4%	96,8%	105,6%	102,0%	108,1%	118,1%	119,2%	120,4%	121,5%	122,6%	123,7%	124,8%	125,9%	127,0%
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler	2,3%	2,9%	3,8%	6,4%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	0,3%	0,6%	1,2%	2,6%	1,2%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%
Duran Aktifler (Maddi Duran Varlıklar + Bağlı Ortaklık & İştirakler) / Toplam Aktifler	2,8%	2,7%	2,5%	2,5%	1,3%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%
Likidite														
Likit Aktifler / Toplam Aktifler	37,9%	36,8%	36,4%	34,6%	32,2%	28,9%	28,5%	28,0%	27,5%	27,0%	26,5%	26,0%	25,5%	24,9%
Likit Aktifler / Mevduat	63,3%	62,7%	65,8%	59,8%	55,0%	52,0%	51,3%	50,5%	49,6%	48,8%	47,9%	47,0%	46,1%	45,2%
Gelir-Gider Yapısı														
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	5,6%	6,4%	6,2%	6,1%	5,1%	5,3%	5,3%	5,1%	4,9%	4,7%	4,5%	4,3%	4,1%	3,9%
Faiz Geliri / Faiz Gideri	1,7x	1,7x	1,6x	2,0x	2,1x	1,9x	1,8x	1,9x	1,9x	1,9x	2,0x	2,1x	2,2x	2,3x
Net Faiz Geliri / Toplam Gelirler	69,3%	78,6%	72,1%	75,3%	68,0%	70,5%	69,5%	68,7%	67,8%	66,9%	65,9%	64,9%	63,7%	62,6%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri / Toplam Gelirler	19,7%	17,4%	18,5%	20,1%	27,7%	22,9%	24,1%	25,0%	25,9%	26,9%	28,0%	29,1%	30,4%	31,6%
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	74,2%	69,4%	68,8%	66,8%	72,1%	70,3%	66,3%	62,4%	58,5%	54,6%	50,7%	46,8%	42,8%	38,9%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	28,6%	39,0%	50,9%	42,7%	32,6%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	15,8%	5,0%	12,9%	6,1%	6,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Sermaye Yeterliliği														
Özkaynaklar / Toplam Aktifler	9,8%	11,8%	12,1%	13,7%	12,0%	11,9%	11,7%	11,6%	11,4%	11,3%	11,1%	11,0%	10,8%	10,7%
(Özkaynaklar-Duran Aktifler) / Toplam Aktifler	7,1%	9,1%	9,6%	11,2%	10,7%	10,8%	10,7%	10,6%	10,5%	10,4%	10,3%	10,2%	10,1%	10,0%
Sermaye Yeterlilik Oranı	11,1%	13,2%	14,1%	15,4%	13,9%	13,5%	13,4%	13,2%	13,0%	12,9%	12,7%	12,5%	12,3%	12,2%
Karlılık														
Ortalama Özsermaye Getirisi	11,3%	13,2%	10,8%	9,4%	8,8%	7,9%	10,0%	11,6%	13,0%	14,5%	15,8%	17,1%	18,3%	19,4%
Ortalama Aktif Getirisi	1,2%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	0,9%	1,2%	1,3%	1,5%	1,6%	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%
Büyüme														
Brüt Krediler	53,2%	26,2%	26,2%	(0,1%)	27,1%	25,6%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%	10,3%	10,1%	9,9%	9,7%
Mevduat	49,0%	25,7%	15,7%	3,4%	19,9%	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%
Aktifler	38,3%	28,2%	22,9%	(1,2%)	18,3%	21,2%	10,1%	9,9%	9,8%	9,6%	9,4%	9,2%	9,0%	8,8%
Özkaynaklar	8,6%	53,6%	26,1%	11,8%	3,5%	20,2%	8,7%	8,5%	8,3%	8,1%	7,9%	7,7%	7,5%	7,3%
Pazar Payı														
Brüt Krediler	4,5%	4,3%	4,2%	4,0%	3,8%	3,8%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%
Mevduat	3,3%	3,6%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%
Aktifler	3,4%	3,7%	3,6%	3,2%	3,1%	3,3%	3,1%	3,0%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%	2,5%

4.2.9.3. Bilanço Projeksiyonu

Tablo 4.265 - TEB'e Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler

	2006	2007	2008	2009	2010
Mevduat Büyümesi	49,0%	25,7%	15,7%	3,4%	19,9%

Tablo 4.266 - TEB'e Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mevduat Büyümesi	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%

Tablo 4.267 - TEB Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Kredi / mevduat oranı	96,4%	96,8%	105,6%	102,0%	108,1%

Tablo 4.268 - TEB Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kredi / mevduat oranı	118,1%	119,2%	120,4%	121,5%	122,6%	123,7%	124,8%	125,9%	127,0%	128,1%

**Tablo 4.269 - TEB Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları
(Geçmiş Performans)**

	2006	2007	2008	2009	2010
MDV büyüme oranı	10,0%	48,7%	25,8%	(11,7%)	(21,3%)
MDV / Toplam Aktifler	1,1%	1,3%	1,3%	1,2%	0,8%

**Tablo 4.270 - TEB Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları
(Projeksiyon Dönemi)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
MDV büyüme oranı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
MDV / Toplam Aktifler	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%

Tablo 4.271 - TEB Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	2,6%	6,0%	3,5%	4,0%	3,7%
Toplam Akif Büyümesi	38,3%	28,2%	22,9%	(1,2%)	18,3%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	10,7%	13,1%	11,7%	10,1%	9,8%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	16,8%	7,9%	3,1%	7,0%	1,0%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	20,7%	26,0%	36,9%	27,9%	32,9%

Tablo 4.272 - TEB'in Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Toplam Akif Büyümesi	21,2%	10,1%	9,9%	9,8%	9,6%	9,4%	9,2%	9,0%	8,8%	8,6%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%

Tablo 4.273 - TEB'in Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

Özsermaye	2006	2007	2008	2009	2010
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	15.004	19.390	22.922	23.412	26.894
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	88,6%	89,4%	86,0%	88,9%	86,3%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	11,1%	13,2%	14,1%	15,4%	13,9%
Sene başı Özsermaye	1.535	1.667	2.560	3.229	3.611
Sene sonu Özsermaye	1.667	2.560	3.229	3.611	3.738

Tablo 4.274 - TEB'in Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

Özsermaye	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	33.177	36.535	40.165	44.082	48.299	52.831	57.690	62.889	68.442	74.357
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	87,8%	87,8%	87,8%	87,8%	87,8%	87,8%	87,8%	87,8%	87,8%	87,8%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	13,5%	13,4%	13,2%	13,0%	12,9%	12,7%	12,5%	12,3%	12,2%	12,0%
Hedef Özsermaye	4.493	4.885	5.302	5.743	6.210	6.702	7.219	7.762	8.330	8.923
Vergi sonrası kar	324	468	588	721	865	1.022	1.190	1.371	1.563	1.766
Sermaye ihtiyacı / (dağıtılan temettü)	432	(76)	(172)	(279)	(398)	(530)	(673)	(828)	(995)	(1.173)

Tablo 4.275 - TEB'in Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları

Bilanço	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AKTİF KALEMLER										
Nakit Değerler	4.820,3	5.423,4	6.065,3	6.746,3	7.465,9	8.223,0	9.016,5	9.844,6	10.705,0	11.595,1
Finansal Varlıklar	6.108,5	6.430,6	6.739,2	7.055,0	7.377,5	7.706,3	8.041,0	8.381,0	8.725,9	9.074,9
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	10.928,8	11.854,0	12.804,5	13.801,3	14.843,4	15.929,4	17.057,5	18.225,6	19.430,9	20.670,0
Brüt Krediler	24.813,9	27.552,0	30.538,4	33.789,0	37.319,8	41.146,8	45.286,3	49.754,2	54.566,4	59.738,2
Takipteki Krediler	952,0	1.046,7	1.148,8	1.258,4	1.376,0	1.501,7	1.635,8	1.778,6	1.930,2	2.090,8
Özel Karşılıklar	(330,7)	(387,5)	(425,7)	(466,7)	(510,7)	(557,9)	(608,3)	(662,0)	(719,1)	(779,6)
Net Krediler	25.435,1	28.211,2	31.261,5	34.580,7	38.185,0	42.090,6	46.313,8	50.870,8	55.777,5	61.049,4
Maddi Duran Varlıklar (Net)	258,8	271,8	285,4	299,6	314,6	330,4	346,9	364,2	382,4	401,6
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	164,4	164,4	164,4	164,4	164,4	164,4	164,4	164,4	164,4	164,4
Diğer Aktif Kalemler	979,8	1.087,9	1.205,9	1.334,2	1.473,6	1.624,8	1.788,2	1.964,6	2.154,6	2.358,9
AKTİF TOPLAMI	37.767,0	41.589,3	45.721,8	50.180,3	54.981,0	60.139,5	65.670,9	71.589,8	77.909,9	84.644,2
PASİF KALEMLER										
Mevduat	21.005,3	23.105,8	25.373,9	27.818,0	30.446,3	33.266,9	36.287,6	39.515,9	42.958,8	46.622,6
Para Piyasalarına Borçlar	1.779,2	1.975,6	2.189,7	2.422,8	2.676,0	2.950,4	3.247,2	3.567,6	3.912,6	4.283,5
Alınan Krediler	7.169,9	7.961,1	8.824,1	9.763,3	10.783,5	11.889,3	13.085,4	14.376,4	15.766,9	17.261,3
Muhtelif Borçlar	3.319,4	3.661,6	4.032,3	4.433,1	4.865,4	5.331,0	5.831,2	6.367,5	6.941,3	7.554,0
Toplam Borçlar	33.273,9	36.704,2	40.420,0	44.437,1	48.771,2	53.437,6	58.451,4	63.827,4	69.579,6	75.721,3
Özkaynaklar	4.493,1	4.885,2	5.301,7	5.743,2	6.209,8	6.701,9	7.219,4	7.762,3	8.330,3	8.922,9
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	37.767,0	41.589,3	45.721,8	50.180,3	54.981,0	60.139,5	65.670,9	71.589,8	77.909,9	84.644,2

4.2.9.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar – TEB A.Ş.

4.2.9.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması

TEB'in değerlemesinde kullanılan iskonto oranı, Bölüm 4.1.2.4.1.'de ayrıntılı olarak anlatılan esaslara dayanılarak hesaplanmış olup, Denklem 4.1.'de değerlendirme esaslarında TEB'e ilişkin değerler yerine konulmuştur. Beta değeri olarak Tablo 4.5.'te hesaplanan düzeltilmiş beta değerleri kullanılmıştır. Tabloya göre TEB'in düzeltilmiş betası 1.16'dır. Risksiz getiri oranı Bölüm 4.1.2.4.1.'de ifade edildiği gibi %9,2 olarak alınmıştır. Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (EMRP) değeri olarak ise, yine aynı bölümde hesaplanan %5.0 değeri alınmıştır.

Kullanılan parametreler CAPM denkleminde yerine konulduğunda, TEB'in Türk Lirası bazlı sermaye maliyeti %15 olarak hesaplanmıştır;

$$k = \%9,2 + (1,16 \times \%5,0)$$

$$k = \%15$$

4.2.9.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması

TEB'in değerlemesinde, devam eden değer (TV) Denklem 2.20'de ifade edildiği gibi hesaplanmış olup, TV büyüme oranı olarak %5 oranı kullanılmıştır.

4.2.9.5. TEB A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli (DDM)'e Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında, uygulanan Temettü İskonto Modeli'ne göre, TEB için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **4.543 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Hesaplanan özsermaye değerine İştirakler ve bağlı ortaklıkların da eklenmesiyle banka değeri **4.707 m TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.276 - Temettü İskonto Modeli'ne göre TEB'in Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Temettü ödemeleri	(432)	76	172	279	398	530	673	828	995	1.173
İskonto faktörü	0,870	0,757	0,658	0,572	0,498	0,433	0,377	0,328	0,285	0,248
Bugüne indirgenmiş temettüler	(375)	57	113	160	198	229	253	271	284	291

İskonto oranı - Özsermaye maliyeti	
Risksiz getiri oranı	9,2%
Beta	1,16
EMRP	5,0%
CoE	15,0%
Devam Eden Değer büyüme oranı %	5,0%

Milyon TL	
Bugüne indirgenmiş temettülerin toplam değeri	1.482
Devam Eden Değer	3.061
Özsermaye Değeri	4.543
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	164
TOPLAM BANKA DEĞERİ	4.707

4.2.9.6. TEB A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

4.2.9.6.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı (P/B)

İkinci bölümden hatırlanacağı üzere, Denklem 2.11'de yer alan parametreler (risk_CoE, büyüme oranı_g ve karlılık_RoE) içerisinde, ileriye dönük piyasa beklentilerini yansıtması amacıyla, 2011 yıl sonu P/B değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2011 yılı sonu özsermaye karlılığı değeri (RoE), P/B değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirildiğinde; elde edilen regresyon denklemi, karlılığın P/B çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermekteydi.

Tablo 4.35'te yer alan değerlerden, 2011 yılı beklenen Özsermaye Karlılığı (RoE) bağımsız değişken; 2011 yılı beklenen P/B bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denklemi ile ilişkilendirildiğinde, Denklem 4.5 (**$P/B = 7,467 \cdot RoE + 0,288$**) elde edilmekte ve denklemin açıklama gücünü ölçen R^2 değeri de 0,772 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.3'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, TEB'in Temettü İskonto Modeli'nde elde edilen 2011 yılı sonu RoE değeri yerine konulursa bulunacak değer, TEB'in tahmin edilen karlılık seviyesinde hakettiği P/B çarpanı değeri olacaktır. Temettü iskonto modelinde hesaplanan RoE değeri olan %7,9 değeri, regresyon denkleminde yerine konulursa elde edilen değer, 2011 yılı için bankanın beklenen P/B çarpanı olmaktadır. Çarpan 0.9x olarak hesaplanmaktadır. Çarpan değeri, TEB'in modelde hesaplanan 2011 yıl sonu defter değeri (4.493m TL) ile çarpıldığında banka değeri **3.933m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/B = 7,467 \times \%7,9 + 0,288$$

$$P/B = 0,9$$

4.2.9.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E)

P/E çarpanının hesaplanması için, çarpanın değerini etkileyen ana faktörler olan risk (CoE_k) ve büyüme oranı (g) (Denklem 2.2 ve 2.3) parametreleri içerisinde 2010 yılı sonu P/E değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2010-2012 yılları arası Hisse Başına Kar_(EPS) değerleri Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (Compounded Annual Growth Rate-CAGR) değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirilmiştir. Elde edilen regresyon denklemi, net kar büyüme oranının P/E çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermektedir.

Tablo 4.36'da yer alan değerler; 2011-2013 yılları arası beklenen HBK bağımsız değişken, 2011 yılı beklenen P/E bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denkleminde yerine konulduğunda, Denklem 4.6 (**$P/E = 49,481 \cdot HBK \text{ CAGR (11-13)} + 4,6131$**) elde edilmekte olup, denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri'de 0,412 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.4'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, TEB için hesaplanan Temettü İskonto Modeli'nde bulunan 2011-2013 yılları arası HBK CAGR değeri yerine konulursa elde edilecek değer, TEB'in tahmin edilen büyüme oranı seviyesinde hakettiği P/E çarpanı olacaktır. Modelde hesaplanan HBK CAGR (2011-13) değeri olan %34,8 denklemde yerine konulduğunda, 2011 beklenen P/E çarpanı 21,8x olmaktadır. Bu değer ise, TEB'in modelden hesaplanan 2011 yılı sonu net kar değeri (324m TL) ile çarpıldığında banka değeri **7.070m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/E = 49,481 \times \%34,8 + 4,6131$$

$$P/E = 21,8$$

4.2.9.7. TEB A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Artık Gelir Modeli'ne göre, TEB için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **5.234 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye değerinin elde edilmesi için öncelikle tahminlenen dönem boyunca artık gelirler hesaplanmıştır. Elde edilen artık gelir değerleri TEB'in belirlenen iskonto oranı (k=%15) ile bugünkü değere indirgenmiştir.

İndirgenmiş artık gelirler toplamına, 2010 yılı sonu itibariyle değer hesaplaması yapıldığı için net aktif değeri de eklenmiş ve devam eden değer de eklenmesiyle Bankanın özsermaye değeri elde edilmiştir.

Tablo 4.277 - Artık Gelir Modeli'ne göre TEB'in Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
RoE (Başlangıç Özsermayesi)	9,1%	10,8%	12,5%	14,0%	15,5%	16,9%	18,2%	19,4%	20,6%	21,6%
CoE (Özsermaye Maliyeti)	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Net Aktif Değeri	3.573	4.329	4.721	5.137	5.579	6.045	6.537	7.055	7.598	8.166
Artık Gelirler (Residual Income_RI)	(211)	(180)	(118)	(48)	30	117	212	315	426	543
İskonto faktörü	0,870	0,757	0,658	0,572	0,498	0,433	0,377	0,328	0,285	0,248
İndirgenmiş Artık Gelirler	(184)	(136)	(78)	(28)	15	51	80	103	121	135

milyon TL

İndirgenmiş Artık Gelirler Toplamı	79
Net Aktif Değeri (2010 Yıl Sonu)	3.738
Devam Eden Değer	1.417
TOPLAM BANKA DEĞERİ	5.234

4.2.9.8. TEB A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre, TEB için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **4.563 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

İştirakler ve bağlı ortaklıkların özsermaye değerine eklenmesiyle ise Banka değeri **4.707 milyon TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.278 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre TEB'in Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Kar	324	468	588	721	865	1.022	1.190	1.371	1.563	1.766
(+/-) Faiz Geliri Sağlayan Nakit ve Finansal Varlıklarda Değişim	(891)	(925)	(951)	(997)	(1.042)	(1.086)	(1.128)	(1.168)	(1.205)	(1.239)
(+/-) Net Kredilerdeki Değişim	(5.452)	(2.776)	(3.050)	(3.319)	(3.604)	(3.906)	(4.223)	(4.557)	(4.907)	(5.272)
(+/-) İştirak ve Bağlı Ortaklıklardaki Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Diğer Aktif Kalemlerdeki Değişim	(247)	(108)	(118)	(128)	(139)	(151)	(163)	(176)	(190)	(204)
(-) Sabit Sermaye Yatırımı	(12)	(13)	(14)	(14)	(15)	(16)	(17)	(17)	(18)	(19)
(+/-) Mevduattaki Değişim	2.740	2.101	2.268	2.444	2.628	2.821	3.021	3.228	3.443	3.664
(+/-) Para Piyasalarına Borçlardaki Değişim	1.574	196	214	233	253	274	297	320	345	371
(+/-) Alınan Kredilerdeki Değişim	662	791	863	939	1.020	1.106	1.196	1.291	1.390	1.494
(+/-) Muhtelif Borçlardaki Değişim	872	342	371	401	432	466	500	536	574	613
FCFE	(432)	76	172	279	398	530	673	828	995	1.173
İskonto faktörü	0,870	0,757	0,658	0,572	0,498	0,433	0,377	0,328	0,285	0,248
İndirgenmiş FCFE	(375)	57	113	160	198	229	253	271	284	291

Milyon TL

İndirgenmiş FCFE'lerin Toplamı	1.482
Devam Eden Değer	3.061
Özsermaye Değeri	4.543
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	164
TOPLAM BANKA DEĞERİ	4.707

4.2.10. TEKSTİL BANKASI A.Ş.

Tekstil Bankası A.Ş. (Tekstilbank), 1986 yılında Akın Sirketler Grubu tarafından kurulmuştur. 1992 yılında, Türkiye'nin 96 seckin tekstil kuruluşunun bir araya gelmesiyle kurulan GSD Dış Ticaret A.Ş., Tekstil Bankası'nın %30 hissesini alarak ikinci büyük ortağı olmuştur. GSD Holding A.S., zaman içerisinde Tekstil Bankası A.S.'deki ortaklık payını yükseltmiş ve 2007 yılı itibarıyla %75.5'lik pay ile en büyük ortak konumuna yükselmıştır. Banka'nın diğer hisseleri halka açık olarak İMKB'de işlem görmektedir.

Tekstil Bankası, faaliyetlerini İstanbul'daki Genel Müdürlüğü ve yurt dışındaki 44 subesi aracılığı ile sürdürmektedir. Bankacılık dışı sermaye piyasası ve yatırım hizmetleri ise, Banka'nın %99.9 oranında istiraki olduğu Tekstil Menkul Değerler A.S. tarafından verilmektedir.

Tekstil Bankası'nın Almanya'da bir dış temsilciliği ve çok sayıda yurt dışı muhabir banka ilişkisi ile müşterilerin dış işlemlere yönelik taleplerini ve ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Tekstil Bankasının KKTC'de kurulu The Euro Textile International Banking Unit Ltd. isimli bağlı ortaklığı bulunmakla birlikte bu şirketin kapatılması ile ilgili faaliyetlerini sürdürmektedir.¹³⁵

¹³⁵ Tekstil Bankası A.Ş., 2011 Yılı I.Dönem Konsolide Faaliyet Raporu, s.7-8 (Çevrimiçi), http://www.tekstilbank.com.tr/portal/hakkimizda/_pdf/faaliyet_sonuclari/konsolide_0311.pdf, 05/06/2011

4.2.10.1. Mali Tablolar- Tekstilbank

Tekstilbank'ın değerlemedesinde esas alınan özet bilanço ve gelir tabloları aşağıdaki gibidir.

Tablo 4.279 - Tekstilbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010)

Bilanço	2006	2007	2008	2009	2010
AKTİF KALEMLER					
Nakit Değerler	640,0	372,5	764,2	200,6	250,7
Finansal Varlıklar	335,3	297,3	393,5	229,0	320,2
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	975,3	669,8	1.157,7	429,7	570,9
Brüt Krediler	1.688,0	2.071,3	1.576,0	1.534,2	1.835,8
Takipteki Krediler	14,4	28,9	53,4	98,4	94,0
Özel Karşılıklar	(9,2)	(17,3)	(23,2)	(56,5)	(58,7)
Net Krediler	1.693,2	2.083,0	1.606,1	1.576,1	1.871,0
Maddi Duran Varlıklar (Net)	68,5	76,4	76,5	71,1	77,0
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	5,0	10,9	10,8	10,3	13,4
Diğer Aktif Kalemler	43,2	62,4	101,9	46,0	40,9
AKTİF TOPLAMI	2.785,2	2.902,4	2.953,1	2.133,1	2.573,2
PASİF KALEMLER					
Mevduat	1.225,4	1.514,4	1.434,5	1.450,1	1.790,6
Para Piyasalarına Borçlar	276,3	181,9	206,6	5,7	143,2
Alınan Krediler	885,7	712,8	778,4	146,4	67,3
Muhtelif Borçlar	65,6	112,9	83,7	62,9	76,0
Toplam Borçlar	2.453,1	2.522,0	2.503,3	1.665,0	2.077,1
Özkaynaklar	332,1	380,5	449,8	468,1	496,0
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	2.785,2	2.902,4	2.953,1	2.133,1	2.573,2

Tablo 4.280 - Tekstilbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları
(2006-2010)

Gelir Tablosu	2006	2007	2008	2009	2010
Faiz Gelirleri	253,9	372,8	422,6	249,6	186,2
Faiz Giderleri	(161,1)	(225,5)	(262,1)	(121,6)	(89,5)
Net Faiz Geliri	92,8	147,3	160,5	128,0	96,7
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	22,1	27,1	25,7	18,6	18,1
Diğer Faaliyet Gelirleri	14,9	(1,9)	(2,6)	26,1	20,6
Faaliyet Gelirleri Toplamı	129,8	172,4	183,7	172,8	135,3
Diğer Faaliyet Giderleri	(84,3)	(110,7)	(127,1)	(101,4)	(94,1)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(22,2)	(9,8)	(43,3)	(55,2)	(22,4)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	-	0,8	1,6	-	0,5
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	23,3	52,8	14,8	16,2	19,3
Vergi Karşılığı	(8,2)	(10,4)	(2,2)	(3,1)	(5,1)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	15,1	42,5	12,6	13,1	14,2

4.2.10.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu

Tablo 4.281 - Tekstilbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin
Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Faiz Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	2.663	2.741	2.734	1.964	2.407
Aktiflerin yüzdesi %	96%	94%	93%	92%	94%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	2.148	2.702	2.737	2.349	2.185
Faiz gelir oranı %	11,8%	13,8%	15,4%	10,6%	8,5%
Faiz Gideri					
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	2.387	2.409	2.420	1.602	2.001
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	2.036	2.398	2.414	2.011	1.802
Faiz gider oranı %	7,9%	9,4%	10,9%	6,0%	5,0%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	15,6%	17,3%	16,0%	9,2%	5,8%
Faiz gider oranına olan spread	(7,7%)	(7,8%)	(5,1%)	(3,2%)	(0,9%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	5,5%	10,5%	(7,3%)	(42,4%)	(36,8%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	3,9%	4,4%	4,6%	4,6%	3,6%

Tablo 4.282 - Tekstilbank'ın Değerlemede Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Faiz Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	3.396	3.703	4.043	4.407	4.795	5.209	5.648	6.115	6.608	7.129
Aktiflerin yüzdesi %	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	2.901	3.549	3.873	4.225	4.601	5.002	5.429	5.882	6.361	6.869
Faiz gelir oranı %	9,7%	10,4%	9,8%	9,3%	8,8%	8,2%	7,7%	7,2%	6,6%	6,1%
Faiz Gideri										
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	2.886	3.175	3.487	3.823	4.184	4.571	4.986	5.430	5.903	6.407
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	2.444	3.031	3.331	3.655	4.003	4.378	4.779	5.208	5.667	6.155
Faiz gider oranı %	6,1%	6,8%	6,3%	5,8%	5,2%	4,7%	4,2%	3,6%	3,1%	2,6%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	7,2%	8,0%	7,4%	6,8%	6,1%	5,5%	4,9%	4,3%	3,6%	3,0%
Faiz gider oranına olan spread	(1,0%)	(1,2%)	(1,1%)	(1,0%)	(0,9%)	(0,8%)	(0,7%)	(0,6%)	(0,5%)	(0,4%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	23,0%	11,7%	(7,8%)	(8,5%)	(9,3%)	(10,2%)	(11,4%)	(12,8%)	(14,7%)	(17,2%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%

Tablo 4.283 - Tekstilbank'ın Değerlemede Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	1.436	1.369	1.003	753	888
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	1.357	1.403	1.186	878	820
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	85,1%	66,1%	63,6%	49,1%	48,4%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	12,5%	(4,7%)	(26,8%)	(24,9%)	18,0%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	0,8%	0,8%	0,9%	0,8%	0,7%

Tablo 4.284 - Tekstilbank'ın Değerlemede Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	1.318	1.450	1.593	1.746	1.911	2.088	2.278	2.480	2.696	2.926
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	1.103	1.384	1.521	1.669	1.828	1.999	2.183	2.379	2.588	2.811
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	62,4%	62,4%	62,4%	62,4%	62,4%	62,4%	62,4%	62,4%	62,4%	62,4%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	48,4%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

Tablo 4.285 - Tekstilbank'ın Değerlemede Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Diğer Gelirler	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	16,1%	-1,3%	-1,6%	20,4%	21,3%

Tablo 4.286 - Tekstilbank'ın Değerlemede Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Diğer Gelirler	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%

Tablo 4.287 - Tekstilbank'ın Değerlemede Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	65,0%	64,2%	69,2%	58,7%	69,5%

Tablo 4.288 - Tekstilbank'ın Değerlemede Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	70,3%	66,3%	62,4%	58,5%	54,6%	50,7%	46,8%	42,8%	38,9%	35,0%

Tablo 4.289 - Tekstilbank'ın Değerlemede Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	0,9%	1,4%	3,4%	6,4%	5,1%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	137,8%	45,1%	105,4%	72,8%	23,3%

Tablo 4.290 - Tekstilbank'ın Değerlemede Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	3,4%	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	76,9%	76,9%	76,9%	76,9%	76,9%	76,9%	76,9%	76,9%	76,9%	76,9%

Tablo 4.291 - Tekstilbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	4,3%	5,4%	5,9%	5,4%	4,4%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	1,5%	0,5%	2,4%	3,6%	1,3%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	0,6%	1,5%	0,4%	0,5%	0,6%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	6,1%	11,9%	3,0%	2,8%	3,0%

Tablo 4.292 - Tekstilbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	4,5%	4,6%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	3,2%	2,6%	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	-0,1%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	-0,8%	2,8%	3,5%	4,3%	5,2%	6,1%	7,0%	8,1%	9,2%	10,4%

Tablo 4.293 - Tekstilbank'a Ait Proforma Gelir Tabloları

Gelir Tablosu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Faiz Gelirleri	280,4	368,5	381,4	393,6	404,1	412,6	418,8	422,4	422,9	420,0
Faiz Giderleri	(149,4)	(207,0)	(209,7)	(210,6)	(209,3)	(205,6)	(198,9)	(189,0)	(175,4)	(157,6)
Net Faiz Geliri	131,1	161,5	171,7	183,0	194,7	207,1	219,9	233,4	247,5	262,3
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	24,3	28,5	31,3	34,4	37,6	41,2	44,9	49,0	53,3	57,9
Diğer Faaliyet Gelirleri	14,4	17,7	18,9	20,1	21,4	22,7	24,1	25,6	27,2	28,8
Faaliyet Gelirleri Toplamı	169,8	207,8	221,9	237,4	253,8	270,9	289,0	308,0	328,0	349,0
Diğer Faaliyet Giderleri	(110,9)	(128,7)	(130,0)	(131,1)	(131,6)	(131,3)	(130,4)	(128,6)	(125,8)	(122,2)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(64,0)	(58,6)	(64,5)	(70,9)	(77,9)	(85,3)	(93,3)	(101,9)	(111,2)	(121,0)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	(5,1)	20,5	27,4	35,4	44,4	54,3	65,3	77,5	91,0	105,9
Vergi Karşılığı	1,0	(4,1)	(5,5)	(7,1)	(8,9)	(10,9)	(13,1)	(15,5)	(18,2)	(21,2)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	(4,1)	16,4	21,9	28,3	35,5	43,4	52,3	62,0	72,8	84,7

Tablo 4.294 - Tekstilbank'a Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bilanço Yapısı															
Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	44,0%	52,2%	48,6%	68,0%	69,6%	57,7%	58,0%	58,4%	58,8%	59,2%	59,6%	60,0%	60,4%	60,8%	61,2%
Alınan Krediler / Toplam Aktifler	31,8%	24,6%	26,4%	6,9%	2,6%	17,7%	17,8%	17,9%	18,0%	18,1%	18,3%	18,4%	18,5%	18,6%	18,7%
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	60,6%	71,4%	53,4%	71,9%	71,3%	59,1%	59,5%	59,9%	60,3%	60,7%	61,1%	61,5%	61,9%	62,3%	62,7%
Aktif Kalitesi															
Toplam Krediler / Toplam Mevduat	137,7%	136,8%	109,9%	105,8%	102,5%	102,5%	102,5%	102,5%	102,5%	102,5%	102,5%	102,5%	102,5%	102,5%	102,5%
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler	0,9%	1,4%	3,4%	6,4%	5,1%	3,4%	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	0,3%	0,6%	1,9%	2,7%	1,9%	0,4%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Duran Aktifler (Maddi Duran Varlıklar + Bağıli Ortaklık & İştirakler) / Toplam Aktifler	2,6%	3,0%	3,0%	3,8%	3,5%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%
Likidite															
Likit Aktifler / Toplam Aktifler	35,0%	23,1%	39,2%	20,1%	22,2%	36,0%	35,4%	35,1%	34,7%	34,4%	34,1%	33,8%	33,4%	33,1%	32,7%
Likit Aktifler / Mevduat	79,6%	44,2%	80,7%	29,6%	31,9%	62,4%	60,9%	60,0%	59,1%	58,1%	57,2%	56,3%	55,3%	54,4%	53,5%
Gelir-Gider Yapısı															
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	4,3%	5,4%	5,9%	5,4%	4,4%	4,5%	4,6%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%
Faiz Geliri / Faiz Gideri	1,6x	1,7x	1,6x	2,1x	2,1x	1,9x	1,8x	1,8x	1,9x	1,9x	2,0x	2,1x	2,2x	2,4x	2,7x
Net Faiz Geliri / Toplam Gelirler	71,5%	85,4%	87,4%	74,1%	71,5%	77,2%	77,7%	77,4%	77,1%	76,7%	76,4%	76,1%	75,8%	75,5%	75,2%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri / Toplam Gelirler	17,0%	15,7%	14,0%	10,8%	13,3%	14,3%	13,7%	14,1%	14,5%	14,8%	15,2%	15,5%	15,9%	16,2%	16,6%
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	65,0%	64,2%	69,2%	58,7%	69,5%	65,3%	61,9%	58,6%	55,2%	51,8%	48,5%	45,1%	41,7%	38,4%	35,0%
Ayrılan Karşılıklar / Takipteki Krediler	137,8%	45,1%	105,4%	72,8%	23,3%	76,9%	76,9%	76,9%	76,9%	76,9%	76,9%	76,9%	76,9%	76,9%	76,9%
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	16,1%	(1,3%)	(1,6%)	20,4%	21,3%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Sermaye Yeterliliği															
Özkaynaklar / Toplam Aktifler	11,9%	13,1%	15,2%	21,9%	19,3%	16,2%	15,6%	15,0%	14,5%	13,9%	13,3%	12,8%	12,2%	11,6%	11,1%
(Özkaynaklar-Duran Aktifler) / Toplam Aktifler	9,3%	10,1%	12,3%	18,1%	15,8%	13,5%	13,1%	12,6%	12,2%	11,7%	11,2%	10,7%	10,2%	9,7%	9,2%
Sermaye Yeterlilik Oranı	14,8%	13,6%	18,6%	21,0%	19,7%	17,5%	16,9%	16,3%	15,7%	15,1%	14,5%	13,8%	13,2%	12,6%	12,0%
Karlılık															
Ortalama Özsermaye Getirisi	6,1%	11,9%	3,0%	2,8%	3,0%	(0,8%)	2,8%	3,5%	4,3%	5,2%	6,1%	7,0%	8,1%	9,2%	10,4%
Ortalama Aktif Getirisi	0,6%	1,5%	0,4%	0,5%	0,6%	(0,1%)	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%
Büyüme															
Brüt Krediler	41,2%	22,7%	(23,9%)	(2,7%)	19,7%	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%
Mevduat	15,4%	23,6%	(5,3%)	1,1%	23,5%	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%
Aktifler	42,2%	4,2%	1,7%	(27,8%)	20,6%	38,8%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%	8,4%	8,2%	8,0%	7,8%
Özkaynaklar	100,3%	14,6%	18,2%	4,1%	6,0%	16,5%	5,4%	5,1%	4,8%	4,5%	4,1%	3,8%	3,4%	3,0%	2,6%
Pazar Payı															
Brüt Krediler	0,8%	0,7%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Mevduat	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Aktifler	0,6%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

4.2.10.3. Bilanço Projeksiyonu

Tablo 4.295 - Tekstilbank'a Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler

	2006	2007	2008	2009	2010
Mevduat Büyümesi	15,4%	23,6%	(5,3%)	1,1%	23,5%

Tablo 4.296 - Tekstilbank'a Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mevduat Büyümesi	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%

Tablo 4.297 - Tekstilbank Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Kredi / mevduat oranı	137,7%	136,8%	109,9%	105,8%	102,5%

Tablo 4.298 - Tekstilbank Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kredi / mevduat oranı	102,5%	102,5%	102,5%	102,5%	102,5%	102,5%	102,5%	102,5%	102,5%	102,5%

Tablo 4.299 - Tekstilbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
MDV büyüme oranı	(3,2%)	11,5%	0,2%	(7,2%)	8,4%
MDV / Toplam Aktifler	2,5%	2,6%	2,6%	3,3%	3,0%

Tablo 4.300 - Tekstilbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
MDV büyüme oranı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
MDV / Toplam Aktifler	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%

Tablo 4.301 - Tekstilbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	2,6%	3,0%	6,5%	3,0%	2,2%
Toplam Aktif Büyümesi	42,2%	4,2%	1,7%	(27,8%)	20,6%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	2,7%	4,7%	3,5%	3,9%	3,8%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	16,4%	8,8%	13,1%	0,4%	7,8%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	52,5%	34,4%	49,4%	9,5%	3,7%

Tablo 4.302 - Tekstilbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Toplam Aktif Büyümesi	38,8%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%	8,4%	8,2%	8,0%	7,8%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%

Tablo 4.303 - Tekstilbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Özsermaye					
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	2.246	2.788	2.422	2.232	2.522
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	80,6%	96,1%	82,0%	104,7%	98,0%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	14,8%	13,6%	18,6%	21,0%	19,7%
Sene başı Özsermaye	166	332	380	450	468
Sene sonu Özsermaye	332	380	450	468	496

Tablo 4.304 - Tekstilbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Özsermaye										
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	3.296	3.601	3.928	4.278	4.651	5.049	5.472	5.920	6.394	6.896
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	92,3%	92,3%	92,3%	92,3%	92,3%	92,3%	92,3%	92,3%	92,3%	92,3%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	17,5%	16,9%	16,3%	15,7%	15,1%	14,5%	13,8%	13,2%	12,6%	12,0%
Hedef Özsermaye	578	609	640	671	701	730	757	783	807	827
Vergi sonrası kar	(4)	16	22	28	35	43	52	62	73	85
Sermaye ihtiyacı / (dağıtılan temettü)	86	15	9	2	(5)	(15)	(25)	(36)	(49)	(64)

Tablo 4.305 - Tekstilbank'ın Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları

Bilanço	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AKTİF KALEMLER										
Nakit Değerler	947,9	1.025,7	1.121,0	1.221,8	1.328,2	1.440,3	1.557,8	1.680,8	1.809,2	1.942,7
Finansal Varlıklar	336,9	354,7	371,7	389,1	406,9	425,0	443,5	462,3	481,3	500,5
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	1.284,9	1.380,3	1.492,7	1.610,9	1.735,1	1.865,3	2.001,3	2.143,1	2.290,5	2.443,2
Brüt Krediler	2.111,2	2.322,3	2.550,2	2.795,9	3.060,0	3.343,5	3.647,1	3.971,6	4.317,6	4.685,9
Takipteki Krediler	72,5	79,9	87,9	96,6	106,0	116,0	126,8	138,4	150,8	164,0
Özel Karşılıklar	(64,0)	(58,6)	(64,5)	(70,9)	(77,9)	(85,3)	(93,3)	(101,9)	(111,2)	(121,0)
Net Krediler	2.119,7	2.343,6	2.573,7	2.821,6	3.088,1	3.374,2	3.680,6	4.008,1	4.357,3	4.728,9
Maddi Duran Varlıklar (Net)	80,9	84,9	89,1	93,6	98,3	103,2	108,4	113,8	119,5	125,4
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4
Diğer Aktif Kalemler	72,9	80,2	88,0	96,5	105,6	115,4	125,9	137,1	149,0	161,7
AKTİF TOPLAMI	3.571,6	3.902,4	4.256,9	4.636,0	5.040,6	5.471,5	5.929,6	6.415,4	6.929,6	7.472,7
PASİF KALEMLER										
Mevduat	2.059,2	2.265,1	2.487,5	2.727,1	2.984,7	3.261,3	3.557,4	3.873,9	4.211,4	4.570,6
Para Piyasalarına Borçlar	196,1	215,7	236,8	259,6	284,2	310,5	338,7	368,8	401,0	435,1
Alınan Krediler	631,2	694,3	762,4	835,9	914,9	999,6	1.090,4	1.187,4	1.290,8	1.400,9
Muhtelif Borçlar	107,5	118,2	129,8	142,3	155,8	170,2	185,7	202,2	219,8	238,5
Toplam Borçlar	2.993,9	3.293,3	3.616,6	3.964,9	4.339,6	4.741,6	5.172,1	5.632,3	6.123,0	6.645,2
Özkaynaklar	577,7	609,1	640,3	671,0	701,0	729,9	757,4	783,1	806,6	827,5
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	3.571,6	3.902,4	4.256,9	4.636,0	5.040,6	5.471,5	5.929,6	6.415,4	6.929,6	7.472,7

4.2.10.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar – Tekstilbank A.Ş.

4.2.10.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması

Tekstilbank'ın değerlemesinde kullanılan iskonto oranı, Bölüm 4.1.2.4.1.'de ayrıntılı olarak anlatılan esaslara dayanılarak hesaplanmış olup, Denklem 4.1.'de değerlendirme esaslarında Tekstilbank'a ilişkin değerler yerine konulmuştur. Beta değeri olarak Tablo 4.5.'te hesaplanan düzeltilmiş beta değerleri kullanılmıştır. Tabloya göre Tekstilbank'ın düzeltilmiş betası 0,94'tür. Risksiz getiri oranı Bölüm 4.1.2.4.1.'de ifade edildiği gibi %9,2 olarak alınmıştır. Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (EMRP) değeri olarak ise, yine aynı bölümde hesaplanan %5,0 değeri alınmıştır.

Kullanılan parametreler CAPM denklemine yerine konulduğunda, Tekstilbank'ın Türk Lirası bazlı sermaye maliyeti %13,8 olarak hesaplanmıştır;

$$k = \%9,2 + (0,94 \times \%5,0)$$

$$k = \%13,8$$

4.2.10.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması

Tekstilbank'ın değerlemesinde, devam eden değer (TV) Denklem 2.20'de ifade edildiği gibi hesaplanmış olup, TV büyüme oranı olarak %5 oranı kullanılmıştır.

4.2.10.5. Tekstilbank A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli (DDM)'e Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında, uygulanan Temettü İskonto Modeli'ne göre, Tekstilbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **178 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Hesaplanan özsermaye değerine İştirakler ve bağlı ortaklıkların da eklenmesiyle banka değeri **191 m TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.306 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Tekstilbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Temettü ödemeleri	(86)	(15)	(9)	(2)	5	15	25	36	49	64
İskonto faktörü	0,878	0,772	0,678	0,595	0,523	0,459	0,403	0,354	0,311	0,273
Bugüne indirgenmiş temettüler	(75)	(12)	(6)	(1)	3	7	10	13	15	17

İskonto oranı - Özsermaye maliyeti	
Risksiz getiri oranı	9,2%
Beta	0,94
EMRP	5,0%
CoE	13,8%
Devam Eden Değer büyüme oranı %	5,0%

Milyon TL	
Bugüne indirgenmiş temettülerin toplam değeri	(29)
Devam Eden Değer	207
Özsermaye Değeri	178
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	13
TOPLAM BANKA DEĞERİ	191

4.2.10.6. Tekstilbank A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

4.2.10.6.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı (P/B)

İkinci bölümden hatırlanacağı üzere, Denklem 2.11'de yer alan parametreler (risk_CoE, büyüme oranı_g ve karlılık_RoE) içerisinde, ileriye dönük piyasa beklentilerini yansıtması amacıyla, 2011 yıl sonu P/B değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2011 yılı sonu özsermaye karlılığı değeri (RoE), P/B değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirildiğinde; elde edilen regresyon denklemi, karlılığın P/B çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermekteydi.

Tablo 4.35'te yer alan değerlerden, 2011 yılı beklenen Özsermaye Karlılığı (RoE) bağımsız değişken; 2011 yılı beklenen P/B bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denklemi ile ilişkilendirildiğinde, Denklem 4.5 (**$P/B = 7,467 \cdot RoE + 0,288$**) elde edilmekte ve denklemin açıklama gücünü ölçen R^2 değeri de 0,772 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.3'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, Tekstilbank'ın Temettü İskonto Modeli'nde elde edilen 2011 yılı sonu RoE değeri yerine konulursa bulunacak değer, Tekstilbank'ın tahmin edilen karlılık seviyesinde hakettiği P/B çarpanı değeri olacaktır. Temettü iskonto modelinde hesaplanan RoE değeri olan (%0,8) değeri, regresyon denkleminde yerine konulursa elde edilen değer, 2011 yılı için bankanın beklenen P/B çarpanı olmaktadır. Çarpan 0.2x olarak hesaplanmaktadır. Çarpan değeri, Tekstilbank'ın modelde hesaplanan 2011 yıl sonu defter değeri (578m TL) ile çarpıldığında banka değeri **134m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/B = 7,467 \times (\%0,8) + 0,288$$

$$P/B = 0,2$$

4.2.10.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E)

P/E çarpanının hesaplanması için, çarpanın değerini etkileyen ana faktörler, risk (CoE_k) ve büyüme oranı (g) (Denklemler 2.2 ve 2.3) parametrelerdir. Değerlemeler kapsamında, sözkonusu parametreler içerisinde 2010 yılı sonu P/E değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2010-2012 yılları arası Hisse Başına Kar_(EPS) değerleri Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (Compounded Annual Growth Rate-CAGR) değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirilmiştir. Elde edilen regresyon denklemi, net kar büyüme oranının P/E çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermektedir.

Ancak, bir bankanın P/E Çarpanı modeline göre değerlemesinin yapılabilmesi için EPS değerlerinin negatif olmaması gerekmektedir. Tekstilbank'ın 2011 yıl sonu net kar tahmininde negatif beklenti kaydedilmesi nedeniyle Banka'nın EPS değeri, dolayısıyla da P/E çarpanı hesaplanamamaktadır. Bu nedenle banka, P/E çarpanına göre değerlemeye tabi tutulamamıştır.

4.2.10.7. Tekstilbank A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Artık Gelir Modeli'ne göre, Tekstilbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **125 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye değerinin elde edilmesi için öncelikle tahminlenen dönem boyunca artık gelirler hesaplanmıştır. Elde edilen artık gelir değerleri Tekstilbank'ın belirlenen iskonto oranı ($k=13,8\%$) ile bugünkü değere indirgenmiştir.

İndirgenmiş artık gelirler toplamına, 2010 yılı sonu itibariyle değer hesaplaması yapıldığı için net aktif değeri de eklenmiş ve devam eden değer de eklenmesiyle Bankanın özsermaye değeri elde edilmiştir.

Tablo 4.307 - Artık Gelir Modeli'ne göre Tekstilbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
RoE (Başlangıç Özsermayesi)	-0,8%	2,9%	3,7%	4,5%	5,4%	6,3%	7,3%	8,3%	9,5%	10,7%
CoE (Özsermaye Maliyeti)	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Net Aktif Değeri	483	564	596	627	658	688	717	744	770	793
Artık Gelirler (Residual Income_RI)	(71)	(62)	(61)	(58)	(56)	(52)	(47)	(41)	(34)	(25)
İskonto faktörü	0,878	0,772	0,678	0,595	0,523	0,459	0,403	0,354	0,311	0,273
İndirgenmiş Artık Gelirler	(62)	(48)	(41)	(35)	(29)	(24)	(19)	(15)	(11)	(7)

milyon TL

İndirgenmiş Artık Gelirler Toplamı	(289)
Net Aktif Değeri (2010 Yıl Sonu)	496
Devam Eden Değer	(82)
TOPLAM BANKA DEĞERİ	125

4.2.10.8. Tekstilbank A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre, Tekstilbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **178 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

İştirakler ve bağlı ortaklıkların özsermaye değerine eklenmesiyle ise Banka değeri **191 milyon TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.308 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre Tekstilbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Kar	(4)	16	22	28	35	43	52	62	73	85
(+/-) Faiz Geliri Sağlayan Nakit ve Finansal Varlıklarda Değişim	(714)	(95)	(112)	(118)	(124)	(130)	(136)	(142)	(147)	(153)
(+/-) Net Kredilerdeki Değişim	(249)	(224)	(230)	(248)	(267)	(286)	(306)	(327)	(349)	(372)
(+/-) İştirak ve Bağlı Ortaklıklardaki Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Diğer Aktif Kalemlerdeki Değişim	(32)	(7)	(8)	(8)	(9)	(10)	(10)	(11)	(12)	(13)
(-) Sabit Sermaye Yatırımı	(4)	(4)	(4)	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)	(6)	(6)
(+/-) Mevduattaki Değişim	269	206	222	240	258	277	296	316	338	359
(+/-) Para Piyasalarına Borçlardaki Değişim	53	20	21	23	25	26	28	30	32	34
(+/-) Alınan Kredilerdeki Değişim	564	63	68	73	79	85	91	97	103	110
(+/-) Muhtelif Borçlardaki Değişim	31	11	12	13	13	14	15	17	18	19
FCFE	(86)	(15)	(9)	(2)	5	15	25	36	49	64
İskonto faktörü	0,878	0,772	0,678	0,595	0,523	0,459	0,403	0,354	0,311	0,273
İndirgenmiş FCFE	(75)	(12)	(6)	(1)	3	7	10	13	15	17

Milyon TL	
İndirgenmiş FCFE'lerin Toplamı	(29)
Devam Eden Değer	207
Özsermaye Değeri	178
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	13
TOPLAM BANKA DEĞERİ	191

4.2.11. T. VAKIFLAR BANKASI T.A.O.

11 Ocak 1954 tarihinde, özel bir kanunla kurulan Vakıfbank, 50 milyon TL sermayeyle, 13 Nisan 1954'te faaliyete geçmiştir. Vakıf kaynaklarını ekonomik kalkınmanın gereksinimleri doğrultusunda en iyi biçimde değerlendirmek amacıyla kurulan Vakıfbank, temel bankacılık ürün ve hizmetlerine ek olarak Yatırım Bankacılığı ve sermaye piyasası faaliyetlerinde de bulunan Vakıfbank, iç ve dış ticaretin finansmanında öncü bir rol üstlenmiştir.

Vakıfbank, 2009 yılsonu itibarıyla bireysel ve kurumsal müşterilerine ülke çapına yayılan üçü kurumsal hizmet merkezi olmak üzere 441 yurtiçi şube ve 102 bağlı şubenin yanı sıra ileri teknolojiyle desteklenen alternatif dağıtım kanalları aracılığıyla hizmet sunmaktadır. Vakıfbank'ın yurt dışı şubeleri, ABD New York'ta ve Bahreyn'de bulunmaktadır. Ayrıca, Avusturya'da Vakıfbank International AG (Viyana Şubesi ve Almanya'da Frankfurt ve Köln Şubeleri), KKTC'de World Vakıf UBB. Ltd. ve Kıbrıs Vakıflar Bank. Ltd. olmak üzere yurtdışında üç bankada da iştiraki bulunmaktadır.¹³⁶

¹³⁶ T. Vakıflar Bankası T.A.O., (Çevrimiçi), <http://www.vakifbank.com.tr/tarihimiz.aspx>, 05/06/2011

4.2.10.1. Mali Tablolar- Vakıfbank

Vakıfbank'ın değerlemesinde esas alınan özet bilanço ve gelir tabloları aşağıdaki gibidir.

Tablo 4.309 - Vakıfbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010)

Bilanço	2006	2007	2008	2009	2010
AKTİF KALEMLER					
Nakit Değerler	6.718,5	5.951,8	7.863,4	9.188,8	8.020,1
Finansal Varlıklar	10.434,9	10.986,7	11.500,0	18.503,2	18.095,6
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	17.153,4	16.938,5	19.363,4	27.692,0	26.115,7
Brüt Krediler	18.043,2	23.470,0	30.417,2	34.438,7	44.836,4
Takipteki Krediler	1.002,0	1.142,8	1.455,8	2.119,0	2.265,7
Özel Karşılıklar	(1.002,0)	(1.142,8)	(1.370,7)	(1.985,0)	(2.241,1)
Net Krediler	18.043,2	23.470,0	30.502,3	34.572,7	44.861,0
Maddi Duran Varlıklar (Net)	890,4	906,0	984,7	1.083,1	1.113,8
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	408,8	520,8	539,4	688,3	895,2
Diğer Aktif Kalemler	388,5	573,1	803,7	761,6	976,0
AKTİF TOPLAMI	36.884,4	42.408,4	52.193,5	64.797,6	73.961,7
PASİF KALEMLER					
Mevduat	24.842,1	28.862,5	37.120,3	44.651,7	47.701,3
Para Piyasalarına Borçlar	1.370,1	2.076,1	1.687,1	6.143,4	8.128,3
Alınan Krediler	4.997,1	4.692,9	5.770,4	4.366,1	6.327,4
Muhtelif Borçlar	1.211,7	1.550,7	1.944,7	2.255,5	3.246,2
Toplam Borçlar	32.421,0	37.182,2	46.522,5	57.416,7	65.403,2
Özkaynaklar	4.463,4	5.226,3	5.671,0	7.380,9	8.558,5
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	36.884,4	42.408,4	52.193,5	64.797,6	73.961,7

Tablo 4.310 - Vakıfbank'ın Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları
(2006-2010)

Gelir Tablosu	2006	2007	2008	2009	2010
Faiz Gelirleri	4.409,0	5.352,5	6.413,7	6.403,1	5.882,9
Faiz Giderleri	(2.823,7)	(3.676,6)	(4.439,0)	(3.325,6)	(3.152,9)
Net Faiz Geliri	1.585,3	1.675,8	1.974,7	3.077,4	2.730,0
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	288,4	360,5	466,2	465,5	443,3
Diğer Faaliyet Gelirleri	386,4	550,1	402,4	489,0	940,5
Faaliyet Gelirleri Toplamı	2.260,1	2.586,4	2.843,3	4.032,0	4.113,8
Diğer Faaliyet Giderleri	(950,3)	(994,6)	(1.319,2)	(1.532,7)	(1.689,8)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(308,4)	(368,4)	(624,3)	(981,3)	(973,2)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	16,6	34,7	25,5	24,3	12,0
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	1.017,9	1.258,1	925,3	1.542,2	1.462,8
Vergi Karşılığı	(256,4)	(227,4)	(172,1)	(291,0)	(305,6)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	761,5	1.030,7	753,2	1.251,2	1.157,1

4.2.11.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu

Tablo 4.311 - Vakıfbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini
İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Faiz Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	35.197	40.408	49.781	62.131	70.952
Aktiflerin yüzdesi %	95%	95%	95%	96%	96%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	32.024	37.803	45.095	55.956	66.541
Faiz gelir oranı %	13,8%	14,2%	14,2%	11,4%	8,8%
Faiz Gideri					
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	31.209	35.631	44.578	55.161	62.157
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	28.888	33.420	40.105	49.869	58.659
Faiz gider oranı %	9,8%	11,0%	11,1%	6,7%	5,4%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama (Hazin)	15,6%	17,3%	16,0%	9,2%	5,8%
Faiz gider oranına olan spread	(5,8%)	(6,2%)	(4,9%)	(2,5%)	(0,4%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	5,5%	10,5%	(7,3%)	(42,4%)	(36,8%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	4,0%	3,2%	3,2%	4,8%	3,5%

Tablo 4.312 - Vakıfbank'ın Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Faiz Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	80.082	88.480	97.439	107.112	117.533	128.738	140.760	153.632	167.386	182.051
Aktiflerin yüzdesi %	94%	94%	94%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	75.517	84.281	92.959	102.275	112.322	123.135	134.749	147.196	160.509	174.719
Faiz gelir oranı %	10,1%	10,9%	10,3%	9,7%	9,1%	8,5%	8,0%	7,4%	6,8%	6,2%
Faiz Gideri										
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	72.131	79.547	87.578	96.259	105.621	115.698	126.523	138.126	150.538	163.786
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	67.144	75.839	83.563	91.918	100.940	110.659	121.110	132.324	144.332	157.162
Faiz gider oranı %	6,6%	7,4%	6,8%	6,2%	5,7%	5,1%	4,5%	3,9%	3,3%	2,8%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	7,2%	8,0%	7,4%	6,8%	6,1%	5,5%	4,9%	4,3%	3,6%	3,0%
Faiz gider oranına olan spread	(0,5%)	(0,6%)	(0,6%)	(0,5%)	(0,5%)	(0,4%)	(0,4%)	(0,3%)	(0,3%)	(0,2%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	23,0%	11,7%	(7,8%)	(8,5%)	(9,3%)	(10,2%)	(11,4%)	(12,8%)	(14,7%)	(17,2%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Tablo 4.313 - Vakıfbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	4.872	5.841	8.011	9.094	11.345
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	4.755	5.356	6.926	8.553	10.219
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	27,0%	24,9%	26,3%	26,4%	25,3%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	5,0%	19,9%	37,2%	13,5%	24,7%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	1,5%	1,4%	1,4%	1,1%	0,9%

Tablo 4.314 - Vakıfbank'ın Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Net Ücret & Komisyon Geliri	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	14.825	16.482	18.291	20.262	22.406	24.733	27.252	29.975	32.910	36.069
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	13.085	15.653	17.386	19.277	21.334	23.570	25.993	28.614	31.443	34.490
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	30,7%	11,2%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%	10,0%	9,8%	9,6%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%

Tablo 4.315 - Vakıfbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Diğer Gelirler	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	24,4%	32,8%	20,4%	15,9%	34,5%

Tablo 4.316 - Vakıfbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

Diğer Gelirler	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%

Tablo 4.317 - Vakıfbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	42,0%	38,5%	46,4%	38,0%	41,1%

Tablo 4.318 - Vakıfbank'ın Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	41,2%	40,5%	39,8%	39,1%	38,4%	37,8%	37,1%	36,4%	35,7%	35,0%

Tablo 4.319 - Vakıfbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	5,6%	4,9%	4,8%	6,2%	5,1%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	30,8%	34,4%	48,1%	54,9%	44,4%

Tablo 4.320 - Vakıfbank'ın Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	5,3%	5,1%	4,9%	4,7%	4,5%	4,3%	4,1%	3,9%	3,7%	3,5%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%

Tablo 4.321 - Vakıfbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	5,0%	4,4%	4,4%	5,5%	4,1%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	2,1%	1,8%	2,3%	3,0%	2,5%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	2,2%	2,6%	1,6%	2,1%	1,7%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	17,5%	21,3%	13,8%	19,2%	14,5%

Tablo 4.322 - Vakıfbank'ın Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	4,2%	4,2%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,7%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	2,2%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	14,5%	14,4%	15,0%	15,6%	16,2%	16,8%	17,4%	18,1%	18,8%	19,5%

Tablo 4.323 - Vakıfbank'a Ait Proforma Gelir Tabloları

Gelir Tablosu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Faiz Gelirleri	7.610,9	9.148,0	9.553,4	9.920,5	10.246,7	10.522,4	10.737,0	10.879,2	10.936,7	10.896,5
Faiz Giderleri	(4.439,8)	(5.603,1)	(5.691,4)	(5.730,0)	(5.709,7)	(5.620,8)	(5.452,6)	(5.193,7)	(4.831,9)	(4.354,3)
Net Faiz Geliri	3.171,1	3.544,9	3.862,0	4.190,5	4.537,0	4.901,6	5.284,4	5.685,5	6.104,9	6.542,2
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	799,5	947,7	1.052,6	1.167,0	1.291,6	1.426,9	1.573,6	1.732,3	1.903,6	2.088,0
Diğer Faaliyet Gelirleri	811,3	906,9	988,1	1.072,1	1.160,7	1.254,0	1.352,0	1.454,6	1.561,9	1.673,8
Faaliyet Gelirleri Toplamı	4.781,9	5.399,5	5.902,6	6.429,6	6.989,3	7.582,5	8.210,0	8.872,4	9.570,3	10.304,0
Diğer Faaliyet Giderleri	(1.970,0)	(2.187,3)	(2.350,5)	(2.516,0)	(2.686,9)	(2.862,8)	(3.043,1)	(3.227,6)	(3.415,5)	(3.606,4)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(1.122,0)	(1.325,9)	(1.416,3)	(1.507,9)	(1.599,8)	(1.691,1)	(1.780,7)	(1.867,6)	(1.950,4)	(2.027,7)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	1.689,9	1.886,3	2.135,8	2.405,7	2.702,6	3.028,7	3.386,2	3.777,3	4.204,4	4.669,9
Vergi Karşılığı	(338,0)	(377,3)	(427,2)	(481,1)	(540,5)	(605,7)	(677,2)	(755,5)	(840,9)	(934,0)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	1.351,9	1.509,0	1.708,7	1.924,6	2.162,1	2.423,0	2.708,9	3.021,8	3.363,5	3.735,9

Tablo 4.324 - Vakıfbank'a Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Bilanço Yapısı															
Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	67,4%	68,1%	71,1%	68,9%	64,5%	64,3%	64,2%	64,2%	64,1%	64,1%	64,0%	64,0%	63,9%	63,9%	63,8%
Alınan Krediler / Toplam Aktifler	13,5%	11,1%	11,1%	6,7%	8,6%	12,5%	12,6%	12,7%	12,9%	13,0%	13,1%	13,2%	13,4%	13,5%	13,6%
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	48,9%	55,3%	58,3%	53,1%	60,6%	66,8%	67,5%	68,1%	68,8%	69,5%	70,1%	70,8%	71,4%	72,1%	72,7%
Aktif Kalitesi															
Toplam Krediler / Toplam Mevduat	72,6%	81,3%	81,9%	77,1%	94,0%	104,0%	105,1%	106,2%	107,3%	108,4%	109,5%	110,7%	111,8%	112,9%	114,0%
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler	5,6%	4,9%	4,8%	6,2%	5,1%	5,3%	5,1%	4,9%	4,7%	4,5%	4,3%	4,1%	3,9%	3,7%	3,5%
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	0,0%	0,0%	0,3%	0,4%	0,1%	3,3%	3,0%	2,9%	2,8%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%	2,0%
Duran Aktifler (Maddi Duran Varlıklar + Bağılı Ortaklık & İştrakler) / Toplam Aktifler	3,5%	3,4%	2,9%	2,7%	2,7%	2,4%	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%
Likidite															
Likit Aktifler / Toplam Aktifler	46,5%	39,9%	37,1%	42,7%	35,3%	27,0%	26,7%	26,2%	25,7%	25,2%	24,7%	24,2%	23,7%	23,2%	22,7%
Likit Aktifler / Mevduat	69,0%	58,7%	52,2%	62,0%	54,7%	42,0%	41,5%	40,8%	40,1%	39,4%	38,6%	37,9%	37,1%	36,3%	35,5%
Gelir-Gider Yapısı															
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	5,0%	4,4%	4,4%	5,5%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,7%
Faiz Geliri / Faiz Gideri	1,6x	1,5x	1,4x	1,9x	1,9x	1,7x	1,6x	1,7x	1,7x	1,8x	1,9x	2,0x	2,1x	2,3x	2,5x
Net Faiz Geliri / Toplam Gelirler	70,1%	64,8%	69,4%	76,3%	66,4%	66,3%	65,7%	65,4%	65,2%	64,9%	64,6%	64,4%	64,1%	63,8%	63,5%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri / Toplam Gelirler	12,8%	13,9%	16,4%	11,5%	10,8%	16,7%	17,6%	17,8%	18,2%	18,5%	18,8%	19,2%	19,5%	19,9%	20,3%
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	42,0%	38,5%	46,4%	38,0%	41,1%	41,2%	40,5%	39,8%	39,1%	38,4%	37,8%	37,1%	36,4%	35,7%	35,0%
Ayrılan Karşılıklar / Takipteki Krediler	30,8%	34,4%	48,1%	54,9%	44,4%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	24,4%	32,8%	20,4%	15,9%	34,5%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%
Sermaye Yeterliliği															
Özkaynaklar / Toplam Aktifler	12,1%	12,3%	10,9%	11,4%	11,6%	11,8%	11,6%	11,5%	11,3%	11,2%	11,0%	10,9%	10,7%	10,6%	10,4%
(Özkaynaklar-Duran Aktifler) / Toplam Aktifler	8,6%	9,0%	7,9%	8,7%	8,9%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,3%	9,3%	9,2%	9,1%	9,1%	9,0%
Sermaye Yeterlilik Oranı	21,4%	16,7%	15,0%	16,6%	15,2%	17,0%	16,8%	16,6%	16,3%	16,1%	15,9%	15,7%	15,4%	15,2%	15,0%
Karlılık															
Ortalama Özsermaye Getirisi	17,5%	21,3%	13,8%	19,2%	14,5%	14,5%	14,4%	15,0%	15,6%	16,2%	16,8%	17,4%	18,1%	18,8%	19,5%
Ortalama Aktif Getirisi	2,2%	2,6%	1,6%	2,1%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
Büyüme															
Brüt Krediler	51,6%	30,1%	29,6%	13,2%	30,2%	27,2%	11,2%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%	10,0%	9,8%	9,6%
Mevduat	8,3%	16,2%	28,6%	20,3%	6,8%	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%
Aktifler	13,9%	15,0%	23,1%	24,1%	14,1%	15,4%	10,1%	9,9%	9,7%	9,5%	9,4%	9,2%	9,0%	8,8%	8,6%
Özkaynaklar	4,7%	17,1%	8,5%	30,2%	16,0%	17,7%	8,6%	8,4%	8,2%	8,0%	7,8%	7,6%	7,4%	7,2%	7,0%
Pazar Payı															
Brüt Krediler	8,2%	8,2%	8,3%	8,8%	8,5%	8,7%	8,0%	7,9%	7,8%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Mevduat	8,1%	8,1%	8,2%	8,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Aktifler	7,4%	7,3%	7,1%	7,8%	7,3%	7,4%	7,1%	6,8%	6,5%	6,3%	6,1%	5,9%	5,8%	5,6%	5,6%

4.2.11.3. Bilanço Projeksiyonu

Tablo 4.325 - Vakıfbank'a Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler

	2006	2007	2008	2009	2010
Mevduat Büyümesi	8,3%	16,2%	28,6%	20,3%	6,8%

Tablo 4.326 - Vakıfbank'a Ait Mevduat Hacmi İçin Elde Edilen Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mevduat Büyümesi	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%

Tablo 4.327 - Vakıfbank Kredi/Mevduat Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Kredi / mevduat oranı	72,6%	81,3%	81,9%	77,1%	94,0%

Tablo 4.328 - Vakıfbank Kredi/Mevduat Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kredi / mevduat oranı	104,0%	105,1%	106,2%	107,3%	108,4%	109,5%	110,7%	111,8%	112,9%	114,0%

Tablo 4.329 - Vakıfbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
MDV büyüme oranı	(11,6%)	1,7%	8,7%	10,0%	2,8%
MDV / Toplam Aktifler	2,4%	2,1%	1,9%	1,7%	1,5%

Tablo 4.330 - Vakıfbank Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
MDV büyüme oranı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
MDV / Toplam Aktifler	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%

Tablo 4.331 - Vakıfbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	2,2%	2,4%	2,6%	2,2%	2,2%
Toplam Aktif Büyümesi	13,9%	15,0%	23,1%	24,1%	14,1%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	3,9%	4,4%	4,4%	4,1%	5,2%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	7,6%	8,8%	5,5%	17,8%	18,1%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	27,7%	20,0%	19,0%	12,7%	14,1%

Tablo 4.332 - Vakıfbank'ın Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Toplam Aktif Büyümesi	15,4%	10,1%	9,9%	9,7%	9,5%	9,4%	9,2%	9,0%	8,8%	8,6%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%

Tablo 4.333 - Vakıfbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

Özsermaye	2006	2007	2008	2009	2010
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	20.841	31.268	37.682	44.352	56.186
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	56,5%	73,7%	72,2%	68,4%	76,0%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	21,4%	16,7%	15,0%	16,6%	15,2%
Sene başı Özsermaye	4.261	4.463	5.226	5.671	7.381
Sene sonu Özsermaye	4.463	5.226	5.671	7.381	8.559

Tablo 4.334 - Vakıfbank'ın Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

Özsermaye	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	59.216	65.190	71.646	78.610	86.105	94.156	102.786	112.017	121.871	132.368
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	69,4%	69,4%	69,4%	69,4%	69,4%	69,4%	69,4%	69,4%	69,4%	69,4%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	17,0%	16,8%	16,6%	16,3%	16,1%	15,9%	15,7%	15,4%	15,2%	15,0%
Hedef Özsermaye	10.073	10.944	11.868	12.845	13.878	14.965	16.107	17.303	18.553	19.855
Vergi sonrası kar	1.352	1.509	1.709	1.925	2.162	2.423	2.709	3.022	3.363	3.736
Sermaye ihtiyacı / (dağıtılan temettü)	163	(639)	(785)	(947)	(1.130)	(1.336)	(1.567)	(1.826)	(2.114)	(2.434)

Tablo 4.335 - Vakıfbank'ın Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları

Bilanço	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AKTİF KALEMLER										
Nakit Değerler	3.996,0	5.014,8	6.050,5	7.152,2	8.317,8	9.544,5	10.828,4	12.164,7	13.548,0	14.971,3
Finansal Varlıklar	19.038,4	20.042,0	21.004,0	21.988,2	22.993,4	24.018,2	25.061,3	26.121,0	27.195,7	28.283,5
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	23.034,4	25.056,8	27.054,5	29.140,4	31.311,2	33.562,7	35.889,6	38.285,8	40.743,7	43.254,8
Brüt Krediler	57.047,5	63.422,7	70.384,6	77.971,4	86.221,7	95.174,9	104.870,1	115.346,4	126.642,5	138.796,2
Takipteki Krediler	3.013,8	3.225,0	3.439,5	3.655,8	3.871,8	4.085,3	4.293,7	4.494,1	4.683,4	4.857,9
Özel Karşılıklar	(1.122,0)	(1.325,9)	(1.416,3)	(1.507,9)	(1.599,8)	(1.691,1)	(1.780,7)	(1.867,6)	(1.950,4)	(2.027,7)
Net Krediler	58.939,3	65.321,8	72.407,8	80.119,3	88.493,8	97.569,1	107.383,1	117.973,0	129.375,5	141.626,4
Maddi Duran Varlıklar (Net)	1.169,5	1.228,0	1.289,4	1.353,8	1.421,5	1.492,6	1.567,2	1.645,6	1.727,9	1.814,2
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	895,2	895,2	895,2	895,2	895,2	895,2	895,2	895,2	895,2	895,2
Diğer Aktif Kalemler	1.326,4	1.474,7	1.636,6	1.813,0	2.004,8	2.213,0	2.438,4	2.682,0	2.944,6	3.227,2
AKTİF TOPLAMI	85.364,8	93.976,4	103.283,4	113.321,7	124.126,5	135.732,6	148.173,5	161.481,5	175.686,9	190.817,9
PASİF KALEMLER										
Mevduat	54.856,5	60.342,1	66.265,3	72.648,1	79.512,1	86.878,3	94.767,2	103.198,1	112.189,2	121.757,4
Para Piyasalarına Borçlar	6.612,1	7.351,1	8.158,0	9.037,3	9.993,6	11.031,3	12.155,1	13.369,3	14.678,6	16.087,3
Alınan Krediler	10.662,3	11.853,9	13.155,1	14.573,1	16.115,1	17.788,4	19.600,5	21.558,6	23.669,8	25.941,4
Muhtelif Borçlar	3.160,6	3.485,6	3.837,5	4.217,8	4.628,0	5.069,6	5.543,9	6.052,3	6.596,2	7.176,7
Toplam Borçlar	75.291,5	83.032,6	91.415,9	100.476,3	110.248,8	120.767,7	132.066,6	144.178,3	157.133,8	170.962,7
Özkaynaklar	10.073,3	10.943,8	11.867,6	12.845,3	13.877,7	14.964,9	16.106,9	17.303,2	18.553,0	19.855,1
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	85.364,8	93.976,4	103.283,4	113.321,7	124.126,5	135.732,6	148.173,5	161.481,5	175.686,9	190.817,9

4.2.11.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar – Vakıfbank A.Ş.

4.2.11.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması

Vakıfbank'ın değerlemesinde kullanılan iskonto oranı, Bölüm 4.1.2.4.1.'de ayrıntılı olarak anlatılan esaslara dayanılarak hesaplanmış olup, Denklem 4.1.'de değerlendirme esaslarında Vakıfbank'a ilişkin değerler yerine konulmuştur. Beta değeri olarak Tablo 4.5.'te hesaplanan düzeltilmiş beta değerleri kullanılmıştır. Tabloya göre Vakıfbank'ın düzeltilmiş betası 1,28'dir. Risksiz getiri oranı Bölüm 4.1.2.4.1.'de ifade edildiği gibi %9,2 olarak alınmıştır. Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (EMRP) değeri olarak ise, yine aynı bölümde hesaplanan %5,0 değeri alınmıştır.

Kullanılan parametreler CAPM denkleminde yerine konulduğunda, Vakıfbank'ın Türk Lirası bazlı sermaye maliyeti %13,8 olarak hesaplanmıştır;

$$k = \%9,2 + (1,28 \times \%5,0)$$

$$k = \%13,8$$

4.2.11.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması

Vakıfbank'ın değerlemesinde, devam eden değer (TV) Denklem 2.20'de ifade edildiği gibi hesaplanmış olup, TV büyüme oranı olarak %5 oranı kullanılmıştır.

4.2.11.5. Vakıfbank A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli (DDM)'e Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında, uygulanan Temettü İskonto Modeli'ne göre, Vakıfbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **10.506 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Hesaplanan özsermaye değerine İştirakler ve bağlı ortaklıkların da eklenmesiyle banka değeri **11.401 m TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.336 - Temettü İskonto Modeli'ne göre Vakıfbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Temettü ödemeleri	(163)	639	785	947	1.130	1.336	1.567	1.826	2.114	2.434
İskonto faktörü	0,866	0,749	0,648	0,561	0,486	0,420	0,364	0,315	0,273	0,236
Bugüne indirgenmiş temettüler	(141)	478	509	531	549	562	570	575	576	574

İskonto oranı - Özsermaye maliyeti	
Risksiz getiri oranı	9,2%
Beta	1,28
EMRP	5,0%
CoE	15,5%
Devam Eden Değer büyüme oranı %	5,0%

Milyon TL

Bugüne indirgenmiş temettülerin toplam değeri	4.784
Devam Eden Değer	5.722
Özsermaye Değeri	10.506
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	895
TOPLAM BANKA DEĞERİ	11.401

4.2.11.6. Vakıfbank A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

4.2.11.6.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı (P/B)

İkinci bölümden hatırlanacağı üzere, Denklem 2.11'de yer alan parametreler (risk_CoE, büyüme oranı_g ve karlılık_RoE) içerisinde, ileriye dönük piyasa beklentilerini yansıtması amacıyla, 2011 yıl sonu P/B değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2011 yılı sonu özsermaye karlılığı değeri (RoE), P/B değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirildiğinde; elde edilen regresyon denklemi, karlılığın P/B çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermekteydi.

Tablo 4.35'te yer alan değerlerden, 2011 yılı beklenen Özsermaye Karlılığı (RoE) bağımsız değişken; 2011 yılı beklenen P/B bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denklemi ile ilişkilendirildiğinde, Denklem 4.5 (**P/B = 7,467*RoE + 0,288**) elde edilmekte ve denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri de 0,772 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.3'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, Vakıfbank'ın Temettü İskonto Modeli'nde elde edilen 2011 yılı sonu RoE değeri yerine konulursa bulunacak değer, Banka'nın tahmin edilen karlılık seviyesinde hakettiği P/B çarpanı değeri olacaktır. Temettü iskonto modelinde hesaplanan RoE değeri olan %14,5 değeri, regresyon denkleminde yerine konulursa elde edilen değer, 2011 yılı için bankanın beklenen P/B çarpanı olmaktadır. Çarpan 1.4x olarak hesaplanmaktadır. Çarpan değeri, Vakıfbank'ın modelde hesaplanan 2011 yıl sonu defter değeri (10.073m TL) ile çarpıldığında banka değeri **13.813m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/B = 7,467 \times \%14,5 + 0,288$$
$$P/B = 1,4$$

4.2.11.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E)

P/E çarpanının hesaplanması için, çarpanın değerini etkileyen ana faktörler olan risk (CoE_k) ve büyüme oranı (g) (Denklem 2.2 ve 2.3) parametreleri içerisinde 2010 yılı sonu P/E değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2010-2012 yılları arası Hisse Başına Kar_(EPS) değerleri Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (Compounded Annual Growth Rate-CAGR) değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirilmiştir. Elde edilen regresyon denklemi, net kar büyüme oranının P/E çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermektedir.

Tablo 4.36'da yer alan değerler; 2011-2013 yılları arası beklenen HBK bağımsız değişken, 2011 yılı beklenen P/E bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denkleminde yerine konulduğunda, Denklem 4.6 (**P/E = 49,481*HBK CAGR (11-13) + 4,6131**) elde edilmekte olup, denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri'de 0,412 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.4'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, Vakıfbank için hesaplanan Temettü İskonto Modeli'nde bulunan 2011-2013 yılları arası HBK CAGR değeri yerine konulursa elde edilecek değer, Vakıfbank'ın tahmin edilen büyüme oranı seviyesinde hakettiği P/E çarpanı olacaktır. Modelde hesaplanan HBK CAGR (2011-13) değeri olan %12,4 denklemde yerine konulduğunda, 2011 beklenen P/E çarpanı 10,8x olmaktadır. Bu değer ise, Vakıfbank'ın modelden hesaplanan 2011 yılı sonu net kar değeri (1.352m TL) ile çarpıldığında banka değeri **14.547m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/E = 49,481 \times \%12,4 + 4,6131$$

$$P/E = 10,8$$

4.2.11.7. Vakıfbank A.Ş.'nin Artık Gelir (Residual Income) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Artık Gelir Modeli'ne göre, Vakıfbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **12.486 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye değerinin elde edilmesi için öncelikle tahminlenen dönem boyunca artık gelirler hesaplanmıştır. Elde edilen artık gelir değerleri Vakıfbank'ın belirlenen iskonto oranı ($k=15,5$) ile bugünkü değere indirgenmiştir.

İndirgenmiş artık gelirler toplamına, 2010 yılı sonu itibariyle değer hesaplaması yapıldığı için net aktif değeri de eklenmiş ve devam eden değer de eklenmesiyle Bankanın özsermaye değeri elde edilmiştir.

Tablo 4.337 - Artık Gelir Modeli'ne göre Vakıfbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
RoE (Başlangıç Özsermayesi)	17,6%	16,4%	17,0%	17,5%	18,1%	18,7%	19,3%	19,9%	20,5%	21,2%
CoE (Özsermaye Maliyeti)	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%
Net Aktif Değeri	7.663	9.178	10.049	10.972	11.950	12.983	14.070	15.212	16.408	17.658
Artık Gelirler (Residual Income_RI)	161	83	147	220	305	406	523	658	814	992
İskonto faktörü	0,866	0,749	0,648	0,561	0,486	0,420	0,364	0,315	0,273	0,236
İndirgenmiş Artık Gelirler	140	62	96	123	148	171	190	207	222	234

milyon TL	
İndirgenmiş Artık Gelirler Toplamı	1.594
Net Aktif Değeri (2010 Yıl Sonu)	8.559
Devam Eden Değer	2.334
TOPLAM BANKA DEĞERİ	12.486

4.2.11.8. Vakıfbank A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre, Vakıfbank için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **10.506 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

İştirakler ve bağlı ortaklıkların özsermaye değerine eklenmesiyle ise Banka değeri **11.401 m TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.338 -Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre
Vakıfbank'ın Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Kar	1.352	1.509	1.709	1.925	2.162	2.423	2.709	3.022	3.363	3.736
(+/-) Faiz Geliri Sağlayan Nakit ve Finansal Varlıklarda Değişim	3.081	(2.022)	(1.998)	(2.086)	(2.171)	(2.251)	(2.327)	(2.396)	(2.458)	(2.511)
(+/-) Net Kredilerdeki Değişim	(14.078)	(6.383)	(7.086)	(7.711)	(8.375)	(9.075)	(9.814)	(10.590)	(11.403)	(12.251)
(+/-) İştirak ve Bağlı Ortaklıklardaki Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Diğer Aktif Kalemlerdeki Değişim	(350)	(148)	(162)	(176)	(192)	(208)	(225)	(244)	(263)	(283)
(-) Sabit Sermaye Yatırımı	(56)	(58)	(61)	(64)	(68)	(71)	(75)	(78)	(82)	(86)
(+/-) Mevduattaki Değişim	7.155	5.486	5.923	6.383	6.864	7.366	7.889	8.431	8.991	9.568
(+/-) Para Piyasalarına Borçlardaki Değişim	(1.516)	739	807	879	956	1.038	1.124	1.214	1.309	1.409
(+/-) Alınan Kredilerdeki Değişim	4.335	1.192	1.301	1.418	1.542	1.673	1.812	1.958	2.111	2.272
(+/-) Muhtelif Borçlardaki Değişim	(86)	325	352	380	410	442	474	508	544	581
FCFE	(163)	639	785	947	1.130	1.336	1.567	1.826	2.114	2.434
İskonto faktörü	0,866	0,749	0,648	0,561	0,486	0,420	0,364	0,315	0,273	0,236
İndirgenmiş FCFE	(141)	478	509	531	549	562	570	575	576	574

Milyon TL	
İndirgenmiş FCFE'lerin Toplamı	4.784
Devam Eden Değer	5.722
Özsermaye Değeri	10.506
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	895
TOPLAM BANKA DEĞERİ	11.401

4.2.12. YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.

Türkiye'nin ilk ulusal çaplı özel bankası olan Yapı Kredi Bankası A.Ş. (YKB), 1944 yılında kurulmuş olup, 31 Mart 2011 itibariyle toplam 98 milyar TL konsolide aktif büyüklüğü ile Türkiye'nin dördüncü büyük özel bankası konumundadır.

YKB'nin, yurt içi iştiraklerinin yanısıra Hollanda, Rusya ve Azerbaycan'da yurt dışı bankacılık operasyonları da bulunmaktadır.

Yapı Kredi, Mart 2011 itibariyle banka bazında 868 şubesi ile Türkiye'nin en büyük beşinci şube ağına sahiptir. Banka, ayrıca 2.545 ATM, iki çağrı merkezi, internet bankacılığı ve mobil bankacılıktan oluşan alternatif dağıtım kanallarını da kullanmaktadır.

Yapı Kredi'nin %81,80 oranındaki hissesi Koç Finansal Hizmetler A.Ş.'ye aittir. Koç Finansal Hizmetler, UniCredit ve Koç Grubu'nun eşit oranlı (%50-%50) bir ortaklığıdır. Kalan %18,20 oranındaki pay ise halka açıktır. Banka'nın halka açık olan hisseleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmekte olup, bu hisseleri temsil eden Global Depo Sertifikaları (Global Depositary Receipts) Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda kotedir.¹³⁷

¹³⁷ Yapı ve Kredi Bankası A.Ş., Ara Dönem Faaliyet Raporu, 31 Mart 2011, s.3, (Çevrimiçi) http://www.yapikredi.com.tr/arsiv/ykb/finansal_tablolar/YKB_31032011_KONSOLIDE.pdf, 15/06/2011

4.2.12.1. Mali Tablolar- Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.

Yapı Kredi Bankası A.Ş.'nin değerlemesinde esas alınan özet bilanço ve gelir tabloları aşağıdaki gibidir.

Tablo 4.339 - YKB'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Bilançoları (2006-2010)

Milyon TL	2006	2007	2008	2009	2010
AKTİF KALEMLER					
Nakit Değerler	6.044,1	4.419,6	6.723,4	7.155,0	7.917,5
Finansal Varlıklar	16.469,6	12.551,8	13.183,2	14.113,0	18.346,0
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	22.513,7	16.971,4	19.906,6	21.268,0	26.263,5
Brüt Krediler	22.192,1	28.161,9	38.028,8	37.455,1	52.188,9
Takipteki Krediler	1.714,0	1.739,2	1.713,0	2.581,0	1.860,7
Özel Karşılıklar	(1.402,0)	(1.392,2)	(1.068,8)	(2.178,3)	(1.434,4)
Net Krediler	22.504,1	28.508,9	38.673,0	37.857,8	52.615,2
Maddi Duran Varlıklar (Net)	1.159,4	1.068,1	1.142,7	1.086,4	1.105,0
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	756,9	1.467,9	1.858,8	1.853,9	1.861,8
Diğer Aktif Kalemler	1.953,2	2.336,6	2.142,0	2.494,3	2.930,8
AKTİF TOPLAMI	48.887,3	50.352,9	63.723,1	64.560,4	84.776,1
PASİF KALEMLER					
Mevduat	31.127,3	32.166,9	41.705,3	40.833,3	52.724,5
Para Piyasalarına Borçlar	3.356,5	1.776,6	386,9	926,4	2.960,0
Alınan Krediler	4.599,7	4.236,0	6.163,8	5.308,5	8.372,9
Muhtelif Borçlar	6.459,8	7.269,6	8.613,9	9.224,7	10.401,0
Toplam Borçlar	45.543,3	45.449,1	56.869,9	56.292,9	74.458,4
Özkaynaklar	3.344,0	4.903,8	6.853,2	8.267,5	10.317,7
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	48.887,3	50.352,9	63.723,1	64.560,4	84.776,1

Tablo 4.340 - YKB'nin Değerlemeye Esas Alınan Özet Gelir Tabloları (2006-2010)

Gelir Tablosu	2006	2007	2008	2009	2010
Faiz Gelirleri	4.985,6	6.059,2	7.023,8	6.715,4	5.821,8
Faiz Giderleri	(3.226,3)	(3.936,5)	(4.608,7)	(3.237,1)	(2.622,2)
Net Faiz Geliri	1.759,3	2.122,7	2.415,1	3.478,3	3.199,6
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	851,8	973,8	1.262,7	1.436,4	1.596,2
Diğer Faaliyet Gelirleri	394,6	875,8	362,0	535,0	1.140,2
Faaliyet Gelirleri Toplamı	3.005,7	3.972,3	4.039,8	5.449,7	5.936,1
Diğer Faaliyet Giderleri	(1.998,1)	(2.732,4)	(2.358,6)	(2.313,5)	(2.488,5)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(339,9)	(425,7)	(552,6)	(1.565,1)	(1.083,0)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	41,8	38,6	206,0	142,7	155,2
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	709,5	852,8	1.334,6	1.713,8	2.519,8
Vergi Karşılığı	(197,3)	(143,6)	(292,0)	(359,1)	(459,5)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	512,2	709,2	1.042,6	1.354,7	2.060,3

4.2.12.2. Gelir Tablosu Projeksiyonu

Tablo 4.341 - YKB'nin Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

Faiz Geliri	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	44.706	45.133	57.935	58.723	78.452
Aktiflerin yüzdesi %	91%	90%	91%	91%	93%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	32.286	44.920	51.534	58.329	68.588
Faiz gelir oranı %	15,4%	13,5%	13,6%	11,5%	8,5%
Faiz Gideri					
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	39.084	38.180	48.256	47.068	64.057
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	29.144	38.632	43.218	47.662	55.563
Faiz gider oranı %	11,1%	10,2%	10,7%	6,8%	4,7%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	15,6%	17,3%	16,0%	9,2%	5,8%
Faiz gider oranına olan spread	(4,5%)	(7,1%)	(5,3%)	(2,4%)	(1,1%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	5,5%	10,5%	(7,3%)	(42,4%)	(36,8%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	4,4%	3,3%	3,0%	4,7%	3,8%

Tablo 4.342 - YKB'nin Değerlemesinde Net Faiz Geliri ve Giderinin Tahmini İçin
Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Faiz Geliri										
Toplam Faiz Getirili Aktifler (IEAs)	89.012	98.713	108.834	119.767	131.553	144.231	157.843	172.425	188.015	204.648
Aktiflerin yüzdesi %	90%	90%	90%	91%	91%	91%	91%	91%	92%	92%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	83.732	93.862	103.773	114.301	125.660	137.892	151.037	165.134	180.220	196.331
Faiz gelir oranı %	9,6%	10,1%	9,5%	8,9%	8,3%	7,7%	7,1%	6,4%	5,8%	5,2%
Faiz Gideri										
Toplam Faiz Giderli Pasifler (IBLs)	75.540	83.261	91.617	100.643	110.372	120.838	132.073	144.109	156.975	170.700
Ortalama Faiz Giderli Pasifler	69.798	79.400	87.439	96.130	105.508	115.605	126.456	138.091	150.542	163.838
Faiz gider oranı %	5,8%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,4%	2,9%	2,4%
MB gösterge faiz oranı, ağırlıklı basit ortalama	7,2%	8,0%	7,4%	6,8%	6,1%	5,5%	4,9%	4,3%	3,6%	3,0%
Faiz gider oranına olan spread	(1,4%)	(1,5%)	(1,4%)	(1,3%)	(1,2%)	(1,0%)	(0,9%)	(0,8%)	(0,7%)	(0,6%)
Gösterge faiz oranındaki değişim	23,0%	11,7%	(7,8%)	(8,5%)	(9,3%)	(10,2%)	(11,4%)	(12,8%)	(14,7%)	(17,2%)
Spread (Faiz Gelir Oranı - Faiz Gider Oranı)	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%	2,9%	2,8%

Tablo 4.343 - YKB'nin Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin
Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Net Ücret & Komisyon Geliri					
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	15.342	13.751	16.310	16.146	19.463
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	12.399	14.546	15.030	16.228	17.805
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	69,1%	48,8%	42,9%	43,1%	37,3%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	62,2%	(10,4%)	18,6%	(1,0%)	20,5%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	2,9%	2,5%	2,6%	2,7%	2,5%

Tablo 4.344- YKB'nin Değerlemesinde Net Ücret ve Komisyon Gelirinin Tahmini İçin
Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Ücret & Komisyon Geliri										
Gayri Nakdi Krediler (Garanti ve Kefaletler)	31.884	35.430	39.300	43.516	48.099	53.070	58.450	64.261	70.525	77.261
Ortalama Gayri Nakdi Krediler	25.674	33.657	37.365	41.408	45.807	50.584	55.760	61.356	67.393	73.893
Gayri Nakdi Krediler / Nakdi Krediler	48,2%	48,2%	48,2%	48,2%	48,2%	48,2%	48,2%	48,2%	48,2%	48,2%
Gayri Nakdi Krediler'deki artış	63,8%	11,1%	10,9%	10,7%	10,5%	10,3%	10,1%	9,9%	9,7%	9,6%
Net Ücret & Komisyon Gelir Marjı	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%

Tablo 4.345 - YKB'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin
Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Gelirler					
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	22,4%	41,3%	15,0%	15,4%	35,6%

Tablo 4.346 - YKB'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Gelirlerinin Tahmini İçin
Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Gelirler										
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	25,9%	25,9%	25,9%	25,9%	25,9%	25,9%	25,9%	25,9%	25,9%	25,9%

Tablo 4.347 - YKB'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	66,5%	68,8%	58,4%	42,5%	41,9%

Tablo 4.348- YKB'nin Değerlemesinde Diğer Faaliyet Giderlerinin Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	55,6%	53,3%	51,0%	48,7%	46,4%	44,2%	41,9%	39,6%	37,3%	35,0%

Tablo 4.349 - Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Geçmiş Performans Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	7,7%	6,2%	4,5%	6,9%	3,6%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	24,8%	24,7%	32,0%	72,9%	48,8%

Tablo 4.350 - YKB'nin Değerlemesinde Kredi ve Diğer Alacaklar Karşılığının Tahmini İçin Kullanılan Projeksiyon Verileri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Takipteki Krediler Rasyosu (Takipteki Krediler / Brüt Krediler)	5,8%	5,5%	5,3%	5,0%	4,8%	4,5%	4,3%	4,0%	3,8%	3,5%
Ayrılan Karşılıklar / Ortalama Takipteki Krediler	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%

Tablo 4.351 - YKB'nin Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	5,4%	4,7%	4,7%	6,0%	4,7%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	8,4%	5,5%	3,2%	5,8%	3,2%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	1,4%	1,4%	1,8%	2,1%	2,8%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	20,4%	17,2%	17,7%	17,9%	22,2%

Tablo 4.352 - YKB'nin Değerleme Varsayımlarına Temel Oluşturan Diğer Oranlar
(Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	4,7%	4,7%	4,5%	4,3%	4,1%	3,9%	3,7%	3,6%	3,4%	3,2%
Risk Maliyeti (Karşılıklar / Ortalama Brüt Krediler)	1,9%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%
ROAA (Aktiflerin Ortalama Getirisi)	1,8%	1,7%	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,5%
ROAE (Özsermaye Ortalama Getirisi)	16,0%	16,7%	18,1%	19,4%	20,6%	21,7%	22,8%	23,9%	24,9%	25,8%

Tablo 4.353 - YKB'ye ait Proforma Gelir Tabloları

Gelir Tablosu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Faiz Gelirleri	8.017,1	9.522,1	9.886,3	10.182,9	10.418,4	10.580,5	10.655,9	10.630,1	10.487,6	10.212,0
Faiz Giderleri	(4.052,4)	(5.150,7)	(5.229,1)	(5.261,6)	(5.240,2)	(5.155,8)	(4.998,9)	(4.759,0)	(4.425,1)	(3.985,6)
Net Faiz Geliri	3.964,7	4.371,3	4.657,2	4.921,3	5.178,2	5.424,7	5.657,0	5.871,1	6.062,5	6.226,4
Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri	2.242,0	2.733,8	3.035,0	3.363,4	3.720,8	4.108,7	4.529,1	4.983,7	5.474,1	6.002,0
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.028,4	1.133,9	1.208,1	1.276,6	1.343,2	1.407,1	1.467,4	1.522,9	1.572,6	1.615,1
Faaliyet Gelirleri Toplamı	7.235,1	8.239,0	8.900,3	9.561,3	10.242,2	10.940,6	11.653,6	12.377,7	13.109,1	13.843,6
Diğer Faaliyet Giderleri	(4.023,0)	(4.392,6)	(4.541,4)	(4.659,8)	(4.757,2)	(4.831,1)	(4.879,1)	(4.898,9)	(4.888,3)	(4.845,2)
Kredi Ve Diğer Alacaklar Karşılığı	(1.152,8)	(1.598,1)	(1.694,8)	(1.790,2)	(1.883,1)	(1.971,9)	(2.055,2)	(2.131,1)	(2.197,7)	(2.252,6)
Bağlı Ortaklıklar Ve İştiraklerden Kâr/Zarar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	2.059,3	2.248,3	2.664,1	3.111,3	3.602,0	4.137,6	4.719,2	5.347,6	6.023,2	6.745,7
Vergi Karşılığı	(411,9)	(449,7)	(532,8)	(622,3)	(720,4)	(827,5)	(943,8)	(1.069,5)	(1.204,6)	(1.349,1)
Net Dönem Kâr Ve Zararı	1.647,5	1.798,7	2.131,3	2.489,0	2.881,6	3.310,1	3.775,4	4.278,1	4.818,5	5.396,5

Tablo 4.354 - YKB'ye Ait Temel Performans Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bilanço Yapısı															
Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	70,7%	63,7%	63,9%	65,4%	63,2%	62,2%	61,0%	61,0%	60,9%	60,8%	60,7%	60,7%	60,6%	60,5%	60,5%
Alınan Krediler / Toplam Aktifler	7,9%	9,4%	8,4%	9,7%	8,2%	9,9%	10,9%	11,0%	11,1%	11,2%	11,3%	11,4%	11,5%	11,6%	11,7%
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	46,5%	45,4%	55,9%	59,7%	58,0%	61,6%	66,5%	67,1%	67,7%	68,3%	68,9%	69,5%	70,1%	70,7%	71,3%
Aktif Kalitesi															
Toplam Krediler / Toplam Mevduat	65,8%	71,3%	87,5%	91,2%	91,7%	99,0%	109,0%	110,1%	111,2%	112,3%	113,4%	114,5%	115,7%	116,8%	117,9%
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler	9,2%	7,7%	6,2%	4,5%	6,9%	3,6%	5,8%	5,5%	5,3%	5,0%	4,8%	4,5%	4,3%	4,0%	3,8%
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	-3,4%	1,5%	2,4%	-1,2%	3,1%	1,4%	3,4%	3,2%	3,1%	2,9%	2,8%	2,6%	2,5%	2,4%	2,2%
Duran Aktifler (Maddi Duran Varlıklar + Bağlı Ortaklık & İştirakler) / Toplam Aktifler	3,9%	5,0%	4,7%	4,6%	3,5%	3,0%	2,8%	2,6%	2,4%	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%	1,7%	1,6%
Likidite															
Likit Aktifler / Toplam Aktifler	36,7%	46,1%	33,7%	31,2%	32,9%	31,0%	23,1%	23,1%	22,8%	22,4%	22,0%	21,6%	21,2%	20,8%	20,4%
Likit Aktifler / Mevduat	51,9%	72,3%	52,8%	47,7%	52,1%	49,8%	37,8%	37,9%	37,4%	36,8%	36,3%	35,7%	35,0%	34,4%	33,7%
Gelir-Gider Yapısı															
Net Faiz Marjı (Net Faiz Geliri / Ortalama Faiz Getirili Aktifler)	5,8%	5,4%	4,7%	4,7%	6,0%	4,7%	4,7%	4,7%	4,5%	4,3%	4,1%	3,9%	3,7%	3,6%	3,4%
Faiz Geliri / Faiz Gideri	1,6x	1,5x	1,5x	1,5x	2,1x	2,2x	2,0x	1,8x	1,9x	1,9x	2,0x	2,1x	2,1x	2,2x	2,4x
Net Faiz Geliri / Toplam Gelirler	58,2%	58,5%	53,4%	59,8%	63,8%	53,9%	54,8%	53,1%	52,3%	51,5%	50,6%	49,6%	48,5%	47,4%	46,2%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri / Toplam Gelirler	46,6%	32,4%	31,8%	35,6%	29,3%	37,8%	37,8%	36,8%	37,8%	38,9%	40,1%	41,4%	42,8%	44,2%	45,8%
Gelir / Gider Rasyosu (Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Faaliyet Geliri)	66,5%	68,8%	58,4%	42,5%	41,9%	55,6%	53,3%	51,0%	48,7%	46,4%	44,2%	41,9%	39,6%	37,3%	35,0%
Ayrılan Karşılıklar / Takipteki Krediler	183,1%	24,8%	24,7%	32,0%	72,9%	48,8%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%
Diğer Gelirler (Temettü Geliri Hariç) / Net Faiz Geliri	24,1%	22,4%	41,3%	15,0%	15,4%	35,6%	25,9%	25,9%	25,9%	25,9%	25,9%	25,9%	25,9%	25,9%	25,9%
Sermaye Yeterliliği															
Özkaynaklar / Toplam Aktifler	7,0%	6,8%	9,7%	10,8%	12,8%	12,2%	10,4%	10,3%	10,2%	10,2%	10,1%	10,0%	9,9%	9,9%	9,8%
(Özkaynaklar-Duran Aktifler) / Toplam Aktifler	-1,0%	1,7%	3,8%	6,1%	8,2%	8,6%	7,3%	7,4%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%
Sermaye Yeterlilik Oranı	10,2%	11,5%	13,0%	15,2%	14,1%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	12,3%	12,3%	12,2%	12,1%	12,0%
Karlılık															
Ortalama Özsermaye Getirisi	-94,9%	20,4%	17,2%	17,7%	17,9%	22,2%	16,0%	16,7%	18,1%	19,4%	20,6%	21,7%	22,8%	23,9%	24,9%
Ortalama Aktif Getirisi	-12,4%	1,4%	1,4%	1,8%	2,1%	2,8%	1,8%	1,7%	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%
Büyüme															
Brüt Krediler Mevduat	99,9%	26,9%	35,0%	-1,5%	39,3%	26,6%	11,1%	10,9%	10,7%	10,5%	10,3%	10,1%	9,9%	9,7%	9,6%
Aktifler	84,4%	3,3%	29,7%	-2,1%	29,1%	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%
Özkaynaklar	104,8%	3,0%	26,6%	1,3%	31,3%	17,2%	10,1%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,2%	9,0%	8,8%	8,7%
	99,4%	46,6%	39,8%	20,6%	24,8%	-0,2%	9,4%	9,2%	9,0%	8,8%	8,6%	8,4%	8,3%	8,1%	7,9%
Pazar Payı															
Brüt Krediler Mevduat	7,1%	10,1%	9,9%	10,3%	9,5%	9,9%	10,1%	9,3%	9,1%	9,0%	8,8%	8,7%	8,7%	8,6%	8,6%
Aktifler	6,7%	10,1%	9,0%	9,2%	7,9%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,2%	8,1%	8,0%	7,9%	7,8%	7,8%
	5,9%	9,8%	8,7%	8,7%	7,7%	8,4%	8,6%	8,2%	7,9%	7,6%	7,3%	7,1%	6,9%	6,7%	6,6%

4.2.12.3. Bilanço Projeksiyonu

Tablo 4.355 - YKB'ye Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Geçmiş Veriler

	2006	2007	2008	2009	2010
Mevduat Büyümesi	84,4%	3,3%	29,7%	(2,1%)	29,1%

Tablo 4.356 - YKB'ye Ait Mevduat Hacminin Tahmininde Kullanılan Tahmini Veriler

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mevduat Büyümesi	15,0%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%

Tablo 4.357 - YKB Kredi/Mevduat Oranları (2006-2010)

	2006	2007	2008	2009	2010
Kredi / mevduat oranı	71,3%	87,5%	91,2%	91,7%	99,0%

Tablo 4.358 - YKB Kredi/Mevduat Oranları (2011-2020)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kredi / mevduat oranı	109,0%	110,1%	111,2%	112,3%	113,4%	114,5%	115,7%	116,8%	117,9%	119,0%

**Tablo 4.359 - YKB Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları
(Geçmiş Performans)**

	2006	2007	2008	2009	2010
MDV büyüme oranı	(12,7%)	(7,9%)	7,0%	(4,9%)	1,7%
MDV / Toplam Aktifler	2,4%	2,1%	1,8%	1,7%	1,3%

**Tablo 4.360 - YKB Maddi Duran Varlıklar (MDV) Büyüme Oranları
(Projeksiyon Dönemi)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
MDV büyüme oranı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
MDV / Toplam Aktifler	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%

Tablo 4.361 - YKB'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

	2006	2007	2008	2009	2010
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	8,8%	8,3%	5,6%	6,7%	5,6%
Toplam Aktif Büyümesi	104,8%	3,0%	26,6%	1,3%	31,3%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	16,5%	19,0%	17,9%	19,6%	16,2%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	15,1%	6,3%	1,0%	2,5%	5,7%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	20,7%	15,0%	16,2%	14,2%	16,0%

Tablo 4.362 - YKB'nin Diğer Aktiflere İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diğer Aktifler / Toplam Brüt Krediler	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Toplam Aktif Büyümesi	17,2%	10,1%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,2%	9,0%	8,8%	8,7%
Diğer Borçlar / Toplam Fonlar	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%
Para Piyasalarına Borçlar / Toplam Brüt Krediler	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Alınan Krediler / Brüt Krediler	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%

Tablo 4.363 - YKB'nin Özsermayeye İlişkin Oranları (Geçmiş Performans)

Özsermaye	2006	2007	2008	2009	2010
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	32.785	42.661	52.903	54.533	73.259
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	67,1%	84,7%	83,0%	84,5%	86,4%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	10,2%	11,5%	13,0%	15,2%	14,1%
Sene başı özsermaye	1.677	3.344	4.904	6.853	8.268
Sene sonu özsermaye	3.344	4.904	6.853	8.268	10.318

Tablo 4.364 - YKB'nin Özsermayeye İlişkin Oranları (Projeksiyon Dönemi)

Özsermaye	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk	80.587	88.755	97.587	107.117	117.380	128.410	140.240	152.901	166.422	180.833
Risk ağırlıklı varlıklar + piyasa riski + operasyonel risk / aktifler	81,1%	81,1%	81,1%	81,1%	81,1%	81,1%	81,1%	81,1%	81,1%	81,1%
Özsermaye / Risk ağırlıklı varlıklar (Sermaye yeterlilik rasyosu)	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	12,3%	12,3%	12,2%	12,1%	12,0%
Hedef özkaynak	10.298	11.265	12.301	13.410	14.593	15.854	17.193	18.613	20.115	21.700
Sene başı özsermaye	10.318	10.298	11.265	12.301	13.410	14.593	15.854	17.193	18.613	20.115
Vergi sonrası kar	1.647	1.799	2.131	2.489	2.882	3.310	3.775	4.278	4.819	5.397
Sermaye ihtiyacı / (dağıtılan temettü)	(1.667)	(832)	(1.095)	(1.380)	(1.698)	(2.050)	(2.436)	(2.858)	(3.317)	(3.811)

Tablo 4.365 - YKB'nin Tahminlenen Döneme İlişkin Proforma Bilançoları

Milyon TL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AKTİF KALEMLER										
Nakit Değerler	3.629,7	4.963,4	6.088,1	7.285,6	8.554,2	9.891,4	11.293,9	12.757,3	14.276,3	15.844,7
Finansal Varlıklar	19.301,9	20.319,4	21.294,7	22.292,5	23.311,6	24.350,6	25.408,1	26.482,5	27.572,1	28.675,0
Toplam Nakit Değerler ve Finansal Varlıklar	22.931,6	25.282,8	27.382,8	29.578,1	31.865,8	34.242,0	36.702,0	39.239,8	41.848,4	44.519,7
Brüt Krediler	66.080,6	73.429,7	81.451,5	90.189,2	99.687,0	109.989,2	121.140,5	133.185,1	146.166,7	160.127,9
Takipteki Krediler	3.814,2	4.053,0	4.290,1	4.522,7	4.747,3	4.960,3	5.157,3	5.333,9	5.484,8	5.604,5
Özel Karşılıklar	(1.152,8)	(1.598,1)	(1.694,8)	(1.790,2)	(1.883,1)	(1.971,9)	(2.055,2)	(2.131,1)	(2.197,7)	(2.252,6)
Net Krediler	68.742,0	75.884,6	84.046,8	92.921,7	102.551,2	112.977,5	124.242,6	136.387,9	149.453,8	163.479,8
Maddi Duran Varlıklar (Net)	1.160,2	1.218,2	1.279,1	1.343,1	1.410,3	1.480,8	1.554,8	1.632,5	1.714,2	1.799,9
İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	1.861,8	1.861,8	1.861,8	1.861,8	1.861,8	1.861,8	1.861,8	1.861,8	1.861,8	1.861,8
Diğer Aktif Kalemler	4.626,4	5.141,0	5.702,6	6.314,3	6.979,3	7.700,6	8.481,3	9.324,6	10.233,4	11.210,9
AKTİF TOPLAMI	99.322,1	109.388,4	120.273,1	132.019,0	144.668,3	158.262,7	172.842,5	188.446,6	205.111,7	222.872,0
PASİF KALEMLER										
Mevduat	60.633,2	66.696,5	73.243,5	80.298,4	87.885,2	96.027,1	104.746,8	114.065,5	124.003,5	134.579,2
Para Piyasalarına Borçlar	4.043,6	4.493,3	4.984,1	5.518,8	6.100,0	6.730,4	7.412,7	8.149,8	8.944,1	9.798,4
Alınan Krediler	10.862,7	12.070,8	13.389,5	14.825,9	16.387,2	18.080,7	19.913,8	21.893,8	24.027,8	26.322,8
Muhtelif Borçlar	13.484,5	14.862,8	16.354,5	17.965,8	19.702,5	21.570,8	23.576,4	25.724,8	28.021,6	30.471,7
Toplam Borçlar	89.024,0	98.123,4	107.971,7	118.608,8	130.074,9	142.409,0	155.649,7	169.833,9	184.997,0	201.172,1
Özkaynaklar	10.298,0	11.265,0	12.301,4	13.410,1	14.593,4	15.853,7	17.192,8	18.612,7	20.114,7	21.699,9
TOPLAM BORÇLAR & ÖZKAYNAKLAR	99.322,1	109.388,4	120.273,1	132.019,0	144.668,3	158.262,7	172.842,5	188.446,6	205.111,7	222.872,0

4.2.12.4. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar – YKB A.Ş.

4.2.12.4.1. İskonto Oranının Hesaplanması

Yapı Kredi Bankası A.Ş.'nin değerlemesinde kullanılan iskonto oranı, Bölüm 4.1.2.4.1.'de ifade edilen esaslara dayanılarak hesaplanmış olup, Denklem 4.1.'de değerlendirme esalarında YKB'ye ilişkin değerler yerine konulmuştur. Beta değeri olarak Tablo 4.5.'te hesaplanan düzeltilmiş beta değerleri kullanılmıştır. Tabloya göre YKB'nin düzeltilmiş betası 1.16'dır. Risksiz getiri oranı Bölüm 4.1.2.4.1.'de ifade edildiği gibi %9,2 olarak alınmıştır. Hisse Senedi Piyasası Risk Primi (EMRP) değeri olarak ise, yine aynı bölümde hesaplanan %5,0 değeri alınmıştır.

Kullanılan parametreler CAPM denkleminde yerine konulduğunda, YKB'nin Türk Lirası bazlı sermaye maliyeti %15 olarak hesaplanmıştır;

$$k = \%9,2 + (1,16 \times \%5,0)$$

$$k = \%15$$

4.2.12.4.2. Devam Eden Değerin (Terminal Value) Hesaplanması

YKB'nin değerlemesinde, devam eden değer (TV) Denklem 2.20'de ifade edildiği gibi hesaplanmış olup, TV büyüme oranı olarak %5 oranı kullanılmıştır.

4.2.12.5. Yapı Kredi Bankası A.Ş.'nin Temettü İskonto Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında, uygulanan Temettü İskonto Modeli'ne göre, YKB için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibarıyla **18.997 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Bankanın değeri ise, İştirakler ve Bağlı Ortaklıkların defter değerinin özsermayeye eklenmesiyle **20.858 milyon TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.366 - Temettü İskonto Modeli'ne göre YKB'nin Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Temettü ödemeleri	1.667	832	1.095	1.380	1.698	2.050	2.436	2.858	3.317	3.811
İskonto faktörü	0,870	0,756	0,658	0,572	0,498	0,433	0,376	0,327	0,285	0,248
Bugüne indirgenmiş temettüler	1.450	629	720	790	845	887	917	936	944	944

İskonto oranı - Özsermaye maliyeti	
Risksiz getiri oranı	9,2%
Beta	1,16
EMRP	5,0%
CoE	15,0%
Devam Eden Değer büyüme oranı %	5,0%

Milyon TL	
Bugüne indirgenmiş temettülerin toplam değeri	9.063
Devam Eden Değer	9.934
Özsermaye Değeri	18.997
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	1.862
TOPLAM BANKA DEĞERİ	20.858

4.2.12.6. Yapı Kredi Bankası A.Ş.'nin Çarpan Analizi Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

4.2.12.6.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı (P/B)

İkinci bölümden hatırlanacağı üzere, Denklem 2.11'de yer alan parametreler (risk_CoE, büyüme oranı_g ve karlılık_RoE) içerisinde, ileriye dönük piyasa beklentilerini yansıtmayı amacıyla, 2011 yıl sonu P/B değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2011 yılı sonu özsermaye karlılığı değeri (RoE), P/B değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirildiğinde; elde edilen regresyon denklemi, karlılığın P/B çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermekteydi.

Tablo 4.35'te yer alan değerlerden, 2011 yılı beklenen Özsermaye Karlılığı (RoE) bağımsız değişken; 2011 yılı beklenen P/B bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denklemi ile ilişkilendirildiğinde, Denklem 4.5 (**$P/B = 7,467 \cdot RoE + 0,288$**) elde edilmekte ve denklemin açıklama gücünü ölçen R^2 değeri de 0,772 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.3'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, YKB'nin Temettü İskonto Modeli'nde elde edilen 2011 yılı sonu RoE değeri yerine konulursa bulunacak değer, Banka'nın tahmin edilen karlılık seviyesinde hakettiği P/B çarpanı değeri olacaktır. Temettü iskonto modelinde hesaplanan RoE değeri olan %16 değeri, regresyon denkleminde yerine konulursa elde edilen değer, 2011 yılı için bankanın beklenen P/B çarpanı olmaktadır. Çarpan 1.5x olarak hesaplanmaktadır. Çarpan değeri, YKB'nin modelde hesaplanan 2011 yıl sonu defter değeri (10.298m TL) ile çarpıldığında banka değeri **15.252m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/B = 7,467 \times \%16 + 0,288$$
$$P/B = 1,5$$

4.2.12.6.2. Fiyat / Kazanç Çarpanı (P/E)

P/E çarpanının hesaplanması için, çarpanın değerini etkileyen ana faktörler olan risk (CoE_k) ve büyüme oranı (g) (Denklem 2.2 ve 2.3) parametreleri içerisinde 2010 yılı sonu P/E değerini doğrusal olarak etkilemesi beklenen 2010-2012 yılları arası Hisse Başına Kar_(EPS) değerleri Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (Compounded Annual Growth Rate-CAGR) değerleri ile basit doğrusal regresyon denklemi kurularak ilişkilendirilmiştir. Elde edilen regresyon denklemi, net kar büyüme oranının P/E çarpanını ve dolayısıyla banka değerini ne şekilde etkilediği konusunda fikir vermektedir.

Tablo 4.36'da yer alan değerler; 2011-2013 yılları arası beklenen HBK bağımsız değişken, 2011 yılı beklenen P/E bağımlı değişken olacak şekilde basit doğrusal regresyon denkleminde yerine konulduğunda, Denklem 4.6 (**P/E = 49,481*HBK CAGR (11-13) + 4,6131**) elde edilmekte olup, denklemin açıklama gücünü ölçen R² değeri'de 0,412 olarak hesaplanmaktadır. Hesaplanan regresyon denkleminin grafiği ise Grafik 4.4'te görüldüğü şekilde oluşmaktadır.

Eşitlikte, YKB için hesaplanan Temettü İskonto Modeli'nde bulunan 2011-2013 yılları arası HBK CAGR değeri yerine konulursa elde edilecek değer, YKB'nin tahmin edilen büyüme oranı seviyesinde hakettiği P/E çarpanı olacaktır. Modelde hesaplanan HBK CAGR (2011-13) değeri olan %13,7 denklemde yerine konulduğunda, 2011 beklenen P/E çarpanı 11,4x olmaktadır. Bu değer ise, YKB'nin modelden hesaplanan 2011 yılı sonu net kar değeri (1.647m TL) ile çarpıldığında banka değeri **18.800m TL** olarak hesaplanmaktadır.

$$P/E = 49,481 \times \%13,7 + 4,6131$$

$$P/E = 11,4$$

4.2.12.7. Yapı Kredi Bankası A.Ş.'nin Artık Gelir (RI) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Artık Gelir Modeli'ne göre, YKB için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **22.778 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye değerinin elde edilmesi için tahminlenen dönem boyunca hesaplanan artık gelirler, YKB'nin belirlenen iskonto oranı ($k=15\%$) ile bugünkü değere indirgenmiştir.

İndirgenmiş artık gelirler toplamına, 2010 yılı sonu itibariyle net aktif değeri ve devam eden değer de eklenmesiyle Bankanın özsermaye değeri elde edilmiştir.

Tablo 4.367 - Artık Gelir Modeli'ne göre YKB'nin Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
RoE (Başlangıç Özsermayesi)	19,5%	21,3%	22,7%	23,8%	25,0%	26,0%	27,0%	27,9%	28,8%	29,6%
CoE (Özsermaye Maliyeti)	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Net Aktif Değeri	8.456	8.436	9.403	10.440	11.548	12.732	13.992	15.331	16.751	18.253
Artık Gelirler (Residual Income_RI)	381	535	723	925	1.152	1.403	1.680	1.982	2.310	2.663
İskonto faktörü	0,870	0,756	0,658	0,572	0,498	0,433	0,376	0,327	0,285	0,248
İndirgenmiş Artık Gelirler	331	405	476	530	573	607	632	649	658	659

Milyon TL

İndirgenmiş Artık Gelirler Toplamı	5.520
Net Aktif Değeri (2010 Yıl Sonu)	10.318
Devam Eden Değer	6.940
Özsermaye değeri	22.778

4.2.12.8. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'nin Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri

Yapılan varsayımlar altında uygulanan Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne göre, YKB için elde edilen özsermaye değeri 2011 yılı başı itibariyle **18.997 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Banka değeri ise iştirak ve bağlı ortaklıkların özsermayeye eklenmesiyle **20.858 milyon TL** olarak elde edilmiştir.

Tablo 4.368 - Özsermaye Sahiplerine Sağlanan Nakit Akımları (FCFE) Modeli'ne Göre YKB'nin Özsermaye Değeri

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Kar	1.647	1.799	2.131	2.489	2.882	3.310	3.775	4.278	4.819	5.397
(+/-) Faiz Geliri Sağlayan Nakit ve Finansal Varlıklarda Değişim	3.332	(2.351)	(2.100)	(2.195)	(2.288)	(2.376)	(2.460)	(2.538)	(2.609)	(2.671)
(+/-) Net Kredilerdeki Değişim	(16.127)	(7.143)	(8.162)	(8.875)	(9.630)	(10.426)	(11.265)	(12.145)	(13.066)	(14.026)
(+/-) İştirak ve Bağlı Ortaklıklardaki Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Diğer Aktif Kalemlerdeki Değişim	(1.696)	(515)	(562)	(612)	(665)	(721)	(781)	(843)	(909)	(977)
(-) Sabit Sermaye Yatırımı	(55)	(58)	(61)	(64)	(67)	(71)	(74)	(78)	(82)	(86)
(+/-) Mevduattaki Değişim	7.909	6.063	6.547	7.055	7.587	8.142	8.720	9.319	9.938	10.576
(+/-) Para Piyasalarına Borçlardaki Değişim	1.084	450	491	535	581	630	682	737	794	854
(+/-) Alınan Kredilerdeki Değişim	2.490	1.208	1.319	1.436	1.561	1.694	1.833	1.980	2.134	2.295
(+/-) Muhtelif Borçlardaki Değişim	3.084	1.378	1.492	1.611	1.737	1.868	2.006	2.148	2.297	2.450
FCFE	1.667	832	1.095	1.380	1.698	2.050	2.436	2.858	3.317	3.811
İskonto faktörü	0,870	0,756	0,658	0,572	0,498	0,433	0,376	0,327	0,285	0,248
İndirgenmiş FCFE	1.450	629	720	790	845	887	917	936	944	944

Milyon TL

İndirgenmiş Nakit Akımları (FCFE) Toplamı	9.063
Devam Eden Değer	9.934
Özsermaye değeri	18.997
İştirakler & Bağlı ortaklıklar	1.862
TOPLAM BANKA DEĞERİ	20.858

SONUÇ

1980'li yıllardan bugüne finansal piyasalar çok hızlı bir gelişme göstermiştir. Küresel düzeyde uygulanan politikalar küresel likiditenin artmasına yol açmış, buna bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları güçlenmiştir. Böyle bir finansal ortamda, özelleştirmeler, halka arzlar ve şirket satınalmalarında özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarına olan talep daha da artmıştır. Artan küreselleşme, sermaye sınırlamalarının azalması ve değişen rekabet kavramı ile birlikte ana sektörlerde yoğunlaşma ve sektörlerde konsolidasyon kavramları şirket evliliklerini ön plana çıkarmıştır. Gelişmiş ülkelerde yaşanan ilk dalganın ardından, bu eğilim daha yüksek getiri vaat eden gelişmekte olan piyasalarda da artmış, bu ülke ekonomileri dünyada artan likiditeden de halka arzlar ve portföy yatırımları aracılığıyla yükselen oranda pay almışlardır. Bu durum ise, her dönemde önemini koruyan 'firma değerlendirme' kavramını daha fazla öne çıkarmıştır.

Türkiye'de bankacılık sektörü, kamu ekonomisindeki temel dengesizlikler, artan kamu finansman ihtiyacı, yüksek enflasyon ve faiz ortamında 1980'lerden 2001 yılındaki krize kadar ekonomik büyümeye fon sağlama temel görevini yerine getirememiş, fonlarını kamu tarafından yönlendirilen borç piyasalarına aktarmış ve bu ekonomik sarmal içerisinde bankalar yüksek karlar elde etmişlerdir. 2001 yılında yaşanan ekonomik krizde kuruluş, faaliyet ve denetleme mekanizmaları yetersiz olan sektörde büyük bir yeniden yapılanma gerçekleşmiş ve birçok kamu ve özel banka devlet kontrolü altında tasfiye edilmiştir. Bu radikal yapılanma sürecinde kurulan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), düzenleyici ve denetleyici rolünü başarıyla yerine getirmiştir. Uygulamaya konulan düzenlemeler ve hukuki çerçevenin yanısıra, ekonomik politikalar ile kamunun üzerinde hafifleyen boç yükü, düşen enflasyon ve yakalanan ekonomik büyüme bankaların esas fonksiyonlarına yoğunlaşmalarını sağlayacak şekilde yeniden yapılanmalarını sağlamıştır. Kaynakların ekonomiye aktarımı hızla artmış, kredi/mevduat oranları düzenli olarak artış gösterirken, bankalar büyük ölçekli kurumsal müşterilerden oluşan müşteri portföylerini daha küçük ticari işletmelere ve KOBİ'lere doğru genişletmiştir. Bireysel alanda artan hizmet ve ürün çeşitliliği, kredi kartı uygulamaları, yenilenen şube ağları ve çeşitlenen dağıtım kanalları ile yüksek hizmet kalitesine ulaşmıştır. 2008 yılında patlak veren ve dünya ekonomisi üzerinde

derinden sarsıcı etkileri halen devam kriz ortamında, Türkiye bankacılık sektörünün performansı, sağlam duruşu ve dış finansal kaynaklara ulaşmadaki yeteneği Türkiye'deki bankacılık sisteminin sağlıklı işleyişini ortaya koymak açısından büyük önem taşımaktadır. Bu performansın arkasında, Türkiye'de reel ekonomi ve hane halkı itibariyle gelişen ülkelere göre borçluluk seviyelerinin düşük tutulması ve karmaşık finansal enstrümanların (türev ürünlerin) gelişmemiş olmasının sağladığı iyileştirici etkiyi de gözardı etmemek gerekmektedir.

Türkiye ekonomisinin 2001 krizi sonrasında, makro görünümünde ve temel parametrelerde yaşanan iyileşme ile AB üyeliğine adaylığı doğrudan sermaye yatırımlarının önünü açmış ve diğer gelişmekte olan ülkelerin yaşadıklarına benzer şekilde yabancı sermaye 2005- 2007 döneminde ilk olarak yoğun banka satın alımları ile finansal sisteme girmiştir. Birçok özel bankaya azınlık/çoğunluk hissesi olarak ortak olan yabancı yatırımcılar, aynı dönemdeki bazı kamu bankaların halka arzları ile hisse senedi piyasası aracılığıyla da Türkiye bankacılık sektörüne yatırım yapmışlardır. Türkiye bugün itibariyle, dünyadaki genel görünümün aksine 2010 yılında gerçekleştirdiği güçlü ekonomik büyüme, ileriki döneme ilişkin büyüme beklentileri, pozitif demografik faktörleri, sağlıklı bir şekilde gelişmekte olan bankacılık sektörü, kazanmakta olduğu bölgesel merkez rolü ve tüm bunların ötesinde kredi derecelendirme şirketleri tarafından "yatırım yapılabilir" kategorisine çıkarılacağı yönünde artan beklentiler ile yatırımcılara güçlü bir görünüm sunmaktadır ve farklı coğrafyalardan pekçok küresel oyuncu, sınırlı olmakla birlikte, bankacılık sektöründeki satın alım fırsatlarını yakından takip etmektedir. 2010 yılında, Garanti Bankası ve İspanya'nın en büyük ikinci bankası olan BBVA arasında gerçekleşen ortaklık bu ilgiyi teyit eder niteliktedir.

Makro görünüm içerisinde işsizlik mücadele edilmesi gereken daha uzun vadeli bir sorun olarak ortaya çıkmakla birlikte, artan cari açık yerli/yabancı ekonomik çevreler ve hükümet tarafından gündeme getirilen en hassas konudur. 2009 yılında GSYİH'nın %2,3'ü iken 2011 yılı Nisan ayına ilişkin son veriler itibariyle %6,6'sına çıkan cari açığı azaltmaya yönelik olarak hükümet 2009 yılından itibaren öngördüğü politikaları uygulamaya başlamıştır. Cari açığı makul seviyelere indirmeyi ve ekonomideki ısınmayı engellemeyi hedefleyen hükümetin uyguladığı politikalar bugün itibariyle tamamen bankacılık sektörü aracılığıyla kredi büyümesini

yavaşlatmaya yöneliktir. Bu amaçla, 2011 yılında sektördeki kredi hacim büyümesinin %25 ile sınırlandırılması öngörülmüş ve beraberinde sektör tarafından sunulacak kaynakların azaltılması için mevduat munzam karşılıklarında ciddi anlamda bir artış uygulanmaya konulmuştur. Yeni koşullar altında bankaların azalan kredi hacimleri, mevduat ile finansmanda yaşanması olası faiz artışı ve rekabet ile yaşayacakları karlılık düşüşü dikkate alınır, sektörün finansal performansının önümüzdeki dönemde azalması ve bu gelişmelerin İMKB’de işlem görmekte olan bankacılık hisselerine olumsuz yansması beklenmektedir. İMKB endeksinin yaklaşık %70’ini oluşturan bankacılık sektörü, hisse senedi piyasalarındaki performansın en önemli belirleyicisi konumunda olup, halka açık piyasa değerlerinin büyüklüğü ve likit olmaları itibariyle yabancı yatırımcıların portföy yatırımları için en çok tercih ettikleri Türk banka hisse senetleri, sektör dışındaki makroekonomik gelişmelere de oldukça duyarlıdır.

Bu çalışmada, İMKB’de işlem gören ticari bankaların değerleri farklı değerlendirme yöntemlerine göre hesaplanmış ve elde edilen sonuçlar, sözkonusu bankaların 31/12/2010 tarihi itibariyle piyasa değerleri ile karşılaştırılarak hangi yöntemin piyasa değeri ile ilişkisinin daha güçlü olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu süreçte, banka değerini etkileyen faktörler de analiz edilmiştir.

Çalışma kapsamında, İMKB’de işlem gören 12 ticari bankanın, Temettü İskonto Modeli (Dividend Discount Method _DDM), Artık Gelir Modeli (Residual Income Model_RI), Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (Free Cash Flow to Equity_FCFE) ve Çarpan Analizi (Price/Earnings Ratio_P/E ve Price/Book Value_P/B) Modeline göre değerlemeleri yapılmıştır. Değerlemeler için ilgili bankaların 2006-2010 yılları arasında gerçekleşen finansal verilerinden yararlanılmış olup, 2011-2020 dönemi için ise projeksiyon yapılmıştır.

Çalışmaya konu bankaların değerlendirme sonuçları aşağıdaki gibidir:

1) Akbank T.A.Ş.’nin değeri; DDM’e göre 30.346 milyon TL (m TL), RI Modeli’ne göre 28.252m TL, FCFE’ye göre 30.346m TL, P/E’ye göre 26.478m TL, P/B’ye göre ise 29.000m TL olarak hesaplanmıştır. Bankanın 31/12/2010 tarihi itibariyle piyasa değeri ise 34.320m TL’dir. Değerleme sonuçları incelendiğinde piyasa değerine en

yakın model DDM ve FCFE olarak gerçekleşmiş olup, bu modeller baz alındığında Bankanın sermaye piyasasında %13 oranında yüksek değerlendirildiğini (overvalued) söylemek mümkündür. Daha sonra ise sırasıyla, P/B, RI Modeli ve P/E Modeli piyasa değerine yakın sonuçlar vermiştir. Bankanın, P/B'ye göre %18, RI'ya göre %21 ve P/E'ye göre ise %30 oranında daha yüksek değerlendirilmiş olduğu görülmektedir.

2) Alternatifbank A.Ş.'nin değeri; DDM'e göre 405m TL, RI Modeli'ne göre 536m TL, FCFE'ye göre 405m TL, P/E'ye göre 563m TL, P/B'ye göre ise 386m TL olarak hesaplanmıştır. Bankanın 31/12/2010 tarihi itibarıyla piyasa değeri ise 492m TL'dir. Değerleme sonuçları incelendiğinde piyasa değerine en yakın model RI Modeli olmuştur. Modele göre Banka, %8 oranında piyasada düşük değerlendirilmiştir. Bankanın P/E çarpanına göre bulunan değeri, piyasa değerinden %13 fazla olup, piyasada bu oranda düşük değerlendirilmiş (undervalued) olduğunu ifade etmek mümkündür. P/B, FCFE ve DDM Modellerine göre hesaplanan değerler ise, piyasa değerinden düşük sonuçlar vermiştir. Bankanın, DDM ve FCFE'ye göre %21 oranında, P/B'ye göre ise %27 oranında yüksek değerlendirildiği görülmektedir.

3) Denizbank A.Ş.'nin değeri; DDM'e göre 7.067m TL, RI Modeli'ne göre 8.039m TL, FCFE'ye göre 7.067m TL, P/E'ye göre 7.707m TL, P/B'ye göre ise 4.811m TL olarak hesaplanmıştır. Bankanın 31/12/2010 tarihi itibarıyla piyasa değeri ise 7.948,71m TL'dir. Değerleme sonuçlarına göre, piyasa değerine en yakın model RI Modeli olmuştur. Modele göre Banka, piyasada sadece %1 oranında düşük değerlendirilmiş görünmektedir. P/E çarpanına göre hesaplanan değer, piyasa değerinden %3 fazla olup, Bankanın piyasada bu oranda yüksek değerlendirilmiş olduğunu ifade etmek mümkündür. FCFE ve DDM Modellerine göre Banka, piyasada %12 oranında yüksek değerlendirilmiştir. Yine, Bankanın piyasa değeri P/B çarpanına göre elde edilen değer %65 üzerinde gerçekleşmiştir. 2011 tahminine göre Bankanın ROE (Özsermaye karlılığı) oranının göreceli olarak düşük hesaplanması, ilgili yılda P/B'nin de düşük çıkmasına neden olmuştur.

4) Finansbank A.Ş.'nin değeri; DDM'e göre 10.293m TL, RI Modeli'ne göre 11.211m TL, FCFE'ye göre 10.293m TL, P/E'ye göre 13.261m TL, P/B'ye göre ise 6.188m TL olarak hesaplanmıştır. Bankanın 31/12/2010 tarihi itibarıyla piyasa değeri 12.656,7m

TL'dir. Değerleme sonuçlarına göre, piyasa değerine en yakın sonuç veren model P/E Modeli olmuştur. Modele göre Banka, piyasada %5 oranında düşük değerlendirilmiş görünmektedir. RI Modeli'ne göre hesaplanan değer, piyasa değerinden %13 fazla olup, FCFE ve DDM Modellerine göre ise Banka piyasada, %12 oranında yüksek değerlendirilmiş durumdadır. Finansbank A.Ş'nin değerlemesinde de piyasa değerinden en farklı sonucu P/B çarpanı vermiştir. Bu modele göre Bankanın piyasada %105 oranında yüksek değerlendirildiği görülmektedir. P/B çarpanı modeline göre değer düşük çıkması yine, 2011 net kar tahmininin düşük hesaplanması dolayısıyla ilgili yılda ROE'nin düşük hesaplanmasından kaynaklanmıştır.

5) Garanti Bankası A.Ş'nin değeri; DDM'e göre 32.675m TL, RI Modeli'ne göre 32.936m TL, FCFE'ye göre 32.675m TL, P/E'ye göre 35.764m TL, P/B'ye göre ise 30.805m TL olarak hesaplanmıştır. Bankanın 31/12/2010 tarihi itibarıyla piyasa değeri ise 32.844m TL'dir. Değerleme sonuçlarına göre, piyasa değerine en yakın model RI Modeli olmuştur. Modele göre bulunan değer piyasa değerine oldukça yakın olup, sözkonusu değere göre Banka piyasada sadece %0,3 oranında düşük değerlendirilmiş görünmektedir. Yine, FCFE ve DDM Modellerine göre Banka %0,5 oranında yüksek değerli hesaplanmış olup, bu fark da ihmal edilebilecek düzeydedir. P/B çarpanına göre hesaplanan değer, piyasa değerinden %6,6 düşük olup, P/E çarpanına göre ise, piyasa değerinin %8,2 düşük değerlendirilmiş olduğu sonucuna varılmıştır. Özetle Garanti Bankası'nın değerlemesinde, genel itibarıyla tüm modellerin piyasa değerine yaklaşık sonuç verdiğini söylemek mümkündür. Bu sonuca göre, Bankanın piyasada gerçek değere çok yakın fiyatlandığını ifade etmek yanlış olmayacaktır. Bu durum, Garanti Bankası hisselerinin piyasadaki en likit hisse senetlerinden biri olması ve Bankanın geniş bir yatırımcı tabanına sahip olması ile açıklanabilir.

Garanti Bankası performans itibarıyla de en iyi banka konumunda olup, değerlendirme tarihi itibarıyla Akbank ile birlikte en yüksek piyasa değerine sahip iki bankadan biridir.

6) Türkiye Halk Bankası A.Ş'nin değeri; DDM'e göre 18.242m TL, RI Modeli'ne göre 19.087m TL, FCFE'ye göre 18.242m TL, P/E'ye göre 18.185m TL, P/B'ye göre ise 21.283m TL olarak hesaplanmıştır. Bankanın 31/12/2010 tarihi itibarıyla piyasa

değeri ise 16.375m TL'dir. Bankanın değerleme sonuçları incelendiğinde piyasada %10-%23 aralığında düşük değerlenmiş olduğunu söylemek mümkündür. Değerleme modelleri bazında bakıldığında Banka; DDM, FCFE ve P/E çarpanı modellerine göre %10 düşük değerlenmiştir. Piyasa değeri, RI modeline göre hesaplanan değer %14 altında kalırken, P/B'ye göre ise Bankanın %23 oranında düşük değerlenmiş olduğu görülmektedir.

7) Türkiye İş Bankası A.Ş'nin değeri; DDM'e göre 27.156m TL, RI Modeli'ne göre 30.840m TL, FCFE'ye göre 27.156m TL, P/E'ye göre 32.800m TL, P/B'ye göre ise 27.099m TL olarak hesaplanmıştır. Bankanın 31/12/2010 tarihi itibarıyla piyasa değeri ise 24.749,835m TL'dir. Değerleme sonuçları incelendiğinde Bankanın, gerçek değerinin altında işlem gördüğünü söylemek mümkündür. Zira, tüm değerleme modelleri piyasa değerinin üzerinde sonuçlar vermiştir. Değerleme modelleri bazında bakıldığında Banka; DDM, FCFE ve P/B çarpanı modellerine göre piyasada %9 düşük

değerlenmiştir. Piyasa değerinin, RI modeline göre hesaplanan değer %20; P/E'ye göre bulunan değer ise %25 oranında altında gerçekleştiği görülmektedir. İşbankası'nın piyasada likidasyonu en yüksek hisse senetlerinden olduğu bilinmektedir. Buna rağmen, piyasa değeri ile değerlendirme sonuçlarındaki arasında anlamlı düzeylerde fark bulunması, Bankanın yüksek miktardaki iştiraklerinin varlığı ile ilgili olabilir. Zira, iştiraklerin yüksek olması net karın tahmin edilmesini güçleştirerek hisse senedini gölgeleyebilmektedir.

8) Şekerbank T.A.Ş'nin değeri; DDM'e göre 1.605m TL, RI Modeli'ne göre 1.918m TL, FCFE'ye göre 1.605m TL, P/E'ye göre 1.891m TL, P/B'ye göre ise 1.276m TL olarak hesaplanmıştır. Bankanın 31/12/2010 tarihi itibarıyla piyasa değeri, 1.327,5m TL'dir. Değerleme sonuçları incelendiğinde Bankanın, P/B çarpanı dışındaki tüm modellere göre piyasada düşük değerlendirildiği görülmektedir. Banka, FCFE ve DDM Modellerine göre %17 oranında, P/E çarpanına göre %30, RI modeline göre ise %31 düşük değerlenmiş olup; yalnız P/B çarpanı ile elde edilen değer piyasa değerinin %4 üzerinde kalmıştır.

9) Türk Ekonomi Bankası A.Ş'nin değeri; DDM'e göre 4.707m TL, RI Modeli'ne göre 5.234m TL, FCFE'ye göre 4.707m TL, P/E'ye göre 7.070m TL, P/B'ye göre ise

3.933m TL olarak hesaplanmıştır. Bankanın 31/12/2010 tarihi itibariyle piyasa değeri ise yakın zaman önce devraldığı Fortisbank ile birlikte 4.805m TL (2.453 + 2.352m TL)'dir. Değerleme sonuçlarına göre, piyasa değerine en yakın modeller, DDM ve FCFE olmuştur. Her iki modele göre de Banka piyasada, %2 oranında yüksek değerlendirilmiş görünmektedir. P/B çarpanına göre de piyasa değeri %22 yüksek tespit edilmiştir. Piyasa değeri, RI modeline göre hesaplanan değer %8 altında kalırken, P/E çarpanına göre ise Bankanın, %32 oranında düşük değerlendirilmiş olduğu sonucuna varılmıştır.

10) Tekstil Bankası A.Ş.'nin değeri; DDM'e göre 191m TL, RI Modeli'ne göre 125m TL, FCFE'ye göre 191m TL ve P/B'ye göre ise 134m TL olarak hesaplanmış olup, Bankanın 31/12/2010 tarihi itibariyle piyasa değeri 453,6m TL'dir. Tekstilbank'ın değerlendirme sonuçları incelendiğinde genel anlamda Bankanın, piyasa değerinin çok üstünde işlem gördüğünü söylemek yanlış olmayacaktır. Hesaplamalarda elde edilen, 200m TL'ye bile ulaşmayan değerlere rağmen Bankanın piyasada 450m TL'nin üzerinde bir piyasa değerine sahip olduğu görülmektedir. Değerleme modelleri bazında bakıldığında; DDM ve FCFE modellerine göre %137 oranında yüksek değerlendirildiği gözlenen Banka, P/B çarpanına göre %239, RI modeline göre ise %263 yüksek değerli bulunmuştur. Bankanın P/E modeline göre ise değeri hesaplanamamıştır. Bir bankanın P/E Çarpanı modeline göre değerlemesinin yapılabilmesi için EPS değerlerinin negatif olmaması gerekmektedir. Tekstilbank'ın 2011 yıl sonu net kar tahmininde negatif beklenti kaydedilmesi nedeniyle Banka'nın EPS değeri, dolayısıyla da P/E çarpanı hesaplanamamaktadır. Bu nedenle banka, P/E çarpanına göre değerlemeye tabi tutulamamıştır.

Ayrıca, Bankanın değerlendirme sonuçları ile piyasa değerinin oldukça farklı bulunması, Bankanın düşük bir halka açıklık oranı ile işlem görüyor olması ile de ilişkilendirilebilir.

11) Vakıfbank A.Ş.'nin değeri; DDM'e göre 11.401m TL, RI Modeli'ne göre 12.486m TL, FCFE'ye göre 11.401m TL, P/E'ye göre 14.547m TL, P/B'ye göre ise 13.813m TL olarak hesaplanmıştır. Bankanın 31/12/2010 tarihi itibariyle piyasa değeri, 9.775m TL'dir. Değerleme sonuçları incelendiğinde Bankanın, çalışmada uygulanan tüm modellere göre piyasada düşük değerlendirildiği görülmektedir. Bankanın 31/12/2010 itibariyle, FCFE ve DDM Modellerine göre %14 oranında, RI modeline

göre %22, P/B çarpanına göre %29, P/E çarpanına göre ise %33 oranında düşük değerlenmiş olduğunu söylemek mümkündür.

12) Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'nin değeri; DDM'e göre 20.858m TL, RI Modeli'ne göre 22.778m TL, FCFE'ye göre 20.858m TL, P/E'ye göre 18.800m TL, P/B'ye göre ise 15.252m TL olarak hesaplanmıştır. Bankanın 31/12/2010 tarihi itibariyle piyasa değeri 21.126,669m TL'dir. Değerleme sonuçlarına göre, piyasa değerine en yakın sonuçları FCFE ve DDM Modelleri sağlamış olup; her iki modele göre de Bankanın piyasa değeri sadece %1 oranında yüksek değerli bulunmuştur. Bu oranın ihmal edilebilecek bir seviye olduğu açıktır. Bu durumda Bankanın her iki modele göre de gerçek değeri yansıttığını söylemek mümkündür. Bankanın piyasada düşük değerli olduğu sonucunu veren tek model RI modeli olmuş, modele göre Banka piyasada %7 düşük değerlenmiştir. P/E ve P/B çarpanlarına göre ise Bankanın sırasıyla, %12 ve %39 oranında yüksek değerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuç olarak, tüm değerlendirme modelleri itibariyle bakıldığında, Halkbank, İş Bankası, Şekerbank ve Vakıfbank'ın piyasa değerlerinin hesaplanan değerlerin altında kaldığı, diğer bir deyişle sözkonusu bankaların sermaye piyasasında düşük değerlendirildiği görülmektedir. Halkbank ve Vakıfbank gibi kamu bankalarının düşük değerlendirilmiş olmasının nedenlerinden biri de, ileriye dönük ikincil halka arz beklentileridir. Bu tür beklentiler hisse senedi üzerinde fiyat baskısı oluşturabilmektedir.

Akbank,'ın tüm modeller bazında, Finansbank'ın P/E dışındaki tüm modellere göre ve Denizbank'ın RI dışındaki tüm modellere göre yüksek değerlendirilmiş olduğu görülmektedir. Garanti Bankası'nın ise neredeyse tüm modeller açısından hesaplanan değerlerinin, gerçekleşen piyasa değeri ile uyumlu olduğu gözlenmektedir. Bu durumun Bankanın, %49 oranındaki halka açıklık oranı ile ve piyasadaki en likit hisse senetlerinden biri olmasıyla ilişkili olduğu düşünülebilir. Finansbank ve Denizbank'ın ise halka açıklık oranlarının çok düşük (%5'in altında) olması piyasada hisse senedi fiyatının temsil yeteneğinin de düşük olmasına neden olduğundan, her iki bankanın değerlemelerinin piyasa değerleri ile karşılaştırılmasından elde edilecek sonuçların da çok anlamlı olamayacağını söylemek mümkündür.

Şekerbank, Alternatifbank ve Tekstilbank, halka açıklık oranları ve halka açık piyasa değerleri düşük, orta ölçekli bankalar olduğundan, değerlendirme sonuçları anlamlı olsa bile piyasa derinliğini önemseyen hisse senedi yatırımcıları açısından cazip görünmemektedirler. Bu tür bankalar fonlara ulaşmadaki yüksek maliyetleri, ölçek ekonomisinin olmaması, operasyonel verimsizlikleri ve düşük özsermaye getirisi beklentileri gibi nedenlerle yatırımcılar için cazip olmaktan uzaklaşmaktadırlar. Ayrıca, sözkonusu bankalar sektördeki satın alım fırsatları olarak değerlendirilen bankalar olup, bu bankalarla ilgili yayınlanacak haberler, belirli dönemlerde bu hisse senetlerinde spekülasyon hareketlere neden olabilmekte ve hisse senedi fiyatını temel performans ile açıklanamayacak noktalara taşıyabilmektedir.

Değerleme modelleri kendi içinde incelendiğinde ise, nakit akım bazlı modellerin (RI, DDM, FCFE) çarpan analizlerine göre daha anlamlı ve tutarlı sonuçlar verdiği tespit edilmiştir. P/B çarpanında, 2011 yılı özsermaye karlılığı (ROE) temel belirleyici olup, ilgili yılda sektöre ilişkin aşağı yönlü beklentiler, karların düşük tahmin edilmesine, dolayısıyla karlılığın ve P/B çarpanının düşük hesaplanmasına neden olmuştur. P/E çarpanında ise temel belirleyici etken hisse başına kar (EPS) değerleri olup, hesaplama dönemi 2011-2013 aralığına yayılmış olduğundan P/B'de gözlenen kötümser tahminlerin, yerini bir miktar toparlamaya ve daha olumlu bir havaya bırakacağı varsayılmıştır. Ayrıca, çarpan analizinde yapılan değerlemelerin 2010 yılı sonu finansal verilerini baz almasından dolayı ve karşılaştırma yapılan 2010 yılı kapanış tarihi itibarıyla sözkonusu veriler henüz açıklanmamış olduğu için, her iki değer arasında belirli düzeyde farklılıkların olması doğaldır. Ayrıca, DDM ve FCFE modelleri uygulandığında daima aynı değerlendirme sonuçlarının elde edildiği görülmektedir. Bunun nedeni, FCFE modelinde değerlemesi yapılan bankanın, projeksiyon dönemleri itibarıyla dağıtabileceği tüm temettüyü dağıttığının varsayılması, dolayısıyla hesaplanan temettülerin DDM modelinde belirlenen temettü değerlerine eşitlenmesinden kaynaklanmaktadır.

KAYNAKLAR

- Akgüç, Öztin: **Banka Yönetimi ve Performans Analizi**, İstanbul, Arayış Basım ve Yayıncılık, 2007.
- Akgüç, Öztin: **Yüz Soruda Türkiye’de Bankacılık**, İstanbul, 2. Baskı, Gerçek Yayınevi, 1989.
- Akgüç, Öztin: **Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi**, Ankara, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1984
- Benninga, Simon, Sarig, Oded: “Bank Valuation”, **Valuing Financial Institutions**, 13 Şubat 2001, (Çevrimiçi)
<http://senverb.boun.edu.tr/pdf/Bank%20Valuation.pdf>, 12/05/2010
- Bokov, Vassily, Vernikov, Andrei: “Valuation of Banking Business in Russia for Empirical Studies”, Banking Department, Higher School of Economics, Moscow, Russia, 2008 (Çevrimiçi),
<https://www.hse.ru/data/2010/03/30/1217475038/Bokov.doc>, 21/05/2010
- Brajovic Bratanovic, Sonja: Framework for Assessing Corporate Governance and Financial Risk”, USA, The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank, 2003.
- Caprio G., Laeven L., Levine R.: “Governance and Bank Valuation”, **World Bank Policy Research Working Paper**, 2004, (Çevrimiçi)
<http://www.nber.org/papers/w10158.pdf>, 15/06/2011
- Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack: **Valuation Measuring and Managing the Value of Companies**, USA, John Wiley & Sons, Inc., 1994.

- Çelik, Faik: “Türk Bankacılığında Risk Yönetimi Yönetmeliği Dönemi ve Piyasa Riski Ölçüm Metodları”, **İktisat Dergisi**, Sayı: 417, Eylül 2001.
- Damodaran, Aswath: **Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance**, USA, John Wiley & Sons, Inc., 1994.
- Damodaran, Aswath: **Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications**, Stern School of Business, 2007
- Damodaran, Aswath: “Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications-The 2011 Edition”, **Stern School of Business**, February 2011, s.51
- Dermine, Jean: “Bank Valuation with an Application to the Implicit Duration of non-Maturing Deposits”, INSEAD, Fontainebleau, Invited Tutorial, December 2008.
- Dermine, Jean: **Bank Valuation and Value-Based Management: Deposit and Loan Pricing, Performance Evaluation, and Risk Management**, USA, McGraw-Hill, 2009.
- Didin, Saliha: “Türk Bankacılık Sektörü’nde Kur Riskinin Ölçümü Ve Yönetimi (Bir Kamu Bankası İle İlgili Hipotetik Uygulama)”, **Mevzuat Dergisi**, Sayı:143, Kasım 2009 (Çevrimiçi)
<http://www.mevzuatdergisi.com/2009/11a/01.htm>,
07 Aralık 2010.

- Ercan, Metin K., Öztürk, Başaran M., Küçükkaplan, İlhan., Başcı, E.Savaş., Demirgüneş, Kartal: **Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması**, İstanbul, Literatür Yayınları, 2006.
- Fouche, C. H., Mukuddem-Petersen J., Petersen, M. A., Senosi, M. C.: "Bank Valuation and Its Connections with the Subprime Mortgage Crisis and Basel II Capital Accord", **Hindawi Publishing Corporation Discrete Dynamics in Nature and Society**, Volume 2008, (Çevrimiçi), <http://www.hindawi.com/journals/ddns/2008/740845/>, 13/05/2010
- Franceschi, Luca Francesco: "Valuations of Banks in Mergers", **Accademic Affiliation**, Catholic University of Milan, February 2008, (Çevrimiçi), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1107200, 14/05/2010
- Frost, Stephen M.: **The Bank Analyst's Handbook: Money, Risk and Conjuring Tricks**, Hoboken, NJ: Wiley, 2004
- Grier, Waymond A.: **Valuing a Bank Under IAS/IFRS and Basel II**, London, Euromoney Institutional Investor, 2005.
- Gross, Stephanie: **Banks and shareholder value: an overview of bank valuation and empirical evidence on shareholder value for banks**, Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag (C), 2006.
- Günceler, Bülent: **Banka Bilançosunun Analizi ve Değerlendirilmesi**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Eğitim Merkezi Seminer Notları, 2009

- Hazar, Adalet: **Banka Bilançosu Okuma**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları, 2009
- Keskin, Ekrem.,
İnan Emre, Alpan.,
Mumcu, Melike,
Erdönmez, Pelin: **50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye’de Bankacılık Sistemi “1958-2007”**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Kasım 2008.
- Küçükkaplan, İlhan: “Bankaların Değerinin Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi ile Tespiti ve İMKB Uygulaması”, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Bölümü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2003.
- Lapçın, Hacer: “Banka Birleşme ve Devralmalarında Banka Değer Tespiti”, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2007.
- Longhofer, Ronald S.: “The Residual Income Method of Business Valuation”, **Business Valuation Review**, Haziran 2005.
- Mercan, D. İlhan: “Basel II Kriterleri Çerçevesinde Türk Bankacılık Sektöründeki Sermaye Yeterliliği Sorununun İncelenmesi”, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2006.
- Miller, William D.: **Commercial Bank Valuation**, USA, John Wiley & Sons, Inc., 1995.
- Öcal, Tezer: **Türk Banka Sistemi**, Ankara, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları: 59, 1992

- Öztürk, Hakkı: “Yatırım Bankacılığında Şirket Değerleme Yöntemlerine Genel Bakış Ve Şirketlerin Piyasa Değerlerini Arttırmalarına Yönelik İMKB Hisse Senetleri Piyasası İçin Ampirik Bir Uygulama”, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2008.
- Parasız, İlker: **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, 5. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1994
- Rezaee, Zabihollah: **Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions: The Fair Value Approach**, USA, John Wiley & Sons, Inc., 2001.
- Sarıkamış, Cevat: **Sermaye Pazarları**, İstanbul, Alfa Yayınları, 1995
- Schafer, Scott M.: “Bank Branch Valuation: An Empirical Approach”, **Appraisal Journal**, April 1994, (Çevrimiçi), <http://www.docstoc.com/docs/55691151/Bank-branch-valuation-an-empirical-approach>, 11/04/2010
- Takan, Mehmet: **Bankacılık: Teori, Uygulama ve Yönetim**, Ankara, Nobel Yayınları, 2001
- Teker, Suat: **Banka Değerleme**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları, 2003
- Tevfik, Arman - T. Gürman: **Bankalarda Finansal Yönetime Giriş**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, İstanbul, 1997
- Üreten, Aykan Ercan, Metin Kâmil: **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2000

- Vittas, Dimitri: Measuring Commercial Bank Efficiency: Use and Misuse of Bank Operating Ratios, World Bank Policy Research Working Paper, 1991.
- Yıldırım, Mesut: **Banka Muhasebesi**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 2008
- Yıldırım, Oğuz: “Türkiye’de Bankacılık Sektörü (Tarihsel Gelişim, Temel Sorunlar, Mali Riskler ve Yeniden Yapılandırma)”, (Çevrimiçi)
http://paribus.tr.googlepages.com/o_yildirim.doc,
07 Aralık 2010
- Yıldırım, Oğuz: “Türkiye’de Bankacılık Sektörünün Temel Sorunları ve Sektörde Yaşanan Mali Riskler”, (Çevrimiçi)
www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/oguzbanka.doc,
08 Aralık 2010
- Yücel, Göksel: **Banka Muhasebesi**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları, 2008

DİĞER KAYNAKLAR

- 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, 2005
(Çevrimiçi) http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Yayinlar/Dokumanlar/5411_Guncel.pdf,
15/04/2010
- 2010/958 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı, Resmi Gazete, Sayı:27725, 10 Ekim 2010,
(Çevrimiçi) <http://www.resmi-gazete.net/10-ekim-2010-tarihli-ve-27725-sayili-resmi-gazete-rg/>, 08/05/2011
- Akbank Denetim Raporu, 31/12/2010,
(Çevrimiçi)http://www.akbank.com/doc/31032011_AKBNK_konsolide.pdf,
15/06/2011

Akbank, 2010 Yılı Faaliyet Raporu, s.29

(Çevrimiçi) http://www.akbank.com/doc/AKBANK_2010.pdf, 10/05/2011

Akbank, (Çevrimiçi), <http://www.akbank.com/tarihce.aspx>, 30/05/2011

Alternatifbank A.Ş. Faaliyet Raporu, 31/01/2011, s.5-6, (Çevrimiçi)

http://www.abank.com.tr/UserFiles/File/raporlar/faliyetraporu/Abank_Faaliyet%20Raporu_31122010.pdf, 13/06/2011

Bankacılıkta Yapısal Gelişmeler, BDDK yayınları, Aralık 2009, Sayı:4, s.43-44,

(Çevrimiçi)http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Bankacilikta_Yapisal_Gelismeler/8280byg2009.pdf, 18/05/2011

Denizbank Finansal Hizmetler Grubu, 2010 Yılı 3. Çeyrek Ara Dönem Faaliyet

Raporu, s.5, (Çevrimiçi) <http://kap.gov.tr/yay/Download/Bildirim/Ek/44980.pdf>, 15/06/2011

Finansal Piyasalar Raporu, BDDK yayınları, Aralık 2010, Sayı:20, s.14, (Çevrimiçi)

http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/9433fpr_aralik_2010.pdf, 15/05/2011

Finansbank A.Ş., 31/12/2009 Tarihli Faaliyet Raporu, s.45 (Çevrimiçi)

<http://www.finansbank.com.tr/yatirimci-iliskileri/media/179/rapor.aspx>, 04/06/2011

Garanti Bankası, 2010 Yılı Faaliyet Raporu, s.16,

(Çevrimiçi)http://www.garanti.com.tr/tr/garanti_hakkinda/yatirimci_iliskileri/mali_tablo_lar_ve_sunumlar/yillik_faaliyet_raporlari.page, 08/05/2011

Garanti Bankası, (Çevrimiçi),

http://www.dogusgrubu.com.tr/tr/icerik/117/17/web_bankacilik_ve_finans/garanti_ban_kasi/, 09/03/2011

T.Halk Bankasi A.Ş., Faaliyet Raporu, 31 Mart 2010 , s.20, (Çevrimiçi)

http://www.halkbank.com.tr/images/misc/yatirimciliskileri/mali_tablo/faaliyet_raporlari/2010/1.ceyrek.konsolide/2010_1_ceyrek_konsolide.pdf, 15/06/2011

İş Bankası, 2010 Yılı Faaliyet Raporu, s.18, (Çevrimiçi)

http://www.isbank.com.tr/PDF/FaaliyetRaporlari/ISBANK_faaliyet_raporu_2010.pdf,
08/05/2011

T. İş Bankası, (Çevrimiçi),

http://www.isbank.com.tr/content/TR/Bizi_Taniyin/Tarihimiz/Ortaklik_Yapisi-256-226.aspx, 30/05/2011

Şekerbank T.A.Ş., Faaliyet Raporu, 30/06/2010, s.2, (Çevrimiçi)

<http://www.sekerbank.com.tr/yatirimci/faaliyetraporlari.jsp>, 15/06/2011

TCMB Terimler Sözlüğü,

(Çevrimiçi), http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm, 13 Haziran 2011

T.E.B., Faaliyet Raporu, 31/12/2010,

(Çevrimiçi), <http://www.tayburntasarim.com/teb/tr/m-1-6.php>, 04/06/2011

Tekstil Bankası A.Ş., 2011 Yılı I.Dönem Konsolide Faaliyet Raporu, s.7-8

(Çevrimiçi), http://www.tekstilbank.com.tr/portal/hakkimizda/_pdf/faaliyet_sonuclari/konsolide_0311.pdf, 05/06/2011

T. Vakıflar Bankası T.A.O., (Çevrimiçi), <http://www.vakifbank.com.tr/tarihimiz.aspx>,

05/06/2011

Yapı ve Kredi Bankası, 2010 Yılı Faaliyet Raporu, s.20 (Çevrimiçi)

http://www.yapikredi.com.tr/arsiv/ykb/faaliyet_raporlari/YKB_FRA_2010.pdf,
12/05/2011

Yapi ve Kredi Bankasi A.Ş., Ara Dönem Faaliyet Raporu, 31 Mart 2011, s.3,

(Çevrimiçi) http://www.yapikredi.com.tr/arsiv/ykb/finansal_tablolar/YKB_31032011_KONSOLIDE.pdf, 15/06/2011

EK I

BANKA DEĞERLEME SONUÇLARININ PİYASA DEĞERLERİ İLE KARŞILAŞTIRILMASI

Akbank				
Değerleme Modeli	Banka Değeri (Milyon TL)	Piyasa Değeri (Milyon TL)	BD-PD	PD/BD
Temettü İskonto Modeli (DDM)	30.346	34.320	-3.974	0,13
Artık Gelir Modeli (RI)	28.252	34.320	-6.068	0,21
Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (FCFE)	30.346	34.320	-3.974	0,13
Çarpan Analizi (P/B)	29.000	34.320	-5.320	0,18
Çarpan Analizi (P/E)	26.478	34.320	-7.842	0,30

Alternatifbank A.Ş.				
Değerleme Modeli	Banka Değeri (Milyon TL)	Piyasa Değeri (Milyon TL)	BD-PD	PD/BD
Temettü İskonto Modeli (DDM)	405	492	-87	0,21
Artık Gelir Modeli (RI)	536	492	44	-0,08
Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (FCFE)	405	492	-87	0,21
Çarpan Analizi (P/B)	386	492	-106	0,27
Çarpan Analizi (P/E)	563	492	71	-0,13

Denizbank				
Değerleme Modeli	Banka Değeri (Milyon TL)	Piyasa Değeri (Milyon TL)	BD-PD	PD/BD
Temettü İskonto Modeli (DDM)	7.067	7.948,71	-881,71	0,12
Artık Gelir Modeli (RI)	8.039	7.948,71	90,29	-0,01
Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (FCFE)	7.067	7.948,71	-881,71	0,12
Çarpan Analizi (P/B)	4.811	7.948,71	-3137,71	0,65
Çarpan Analizi (P/E)	7.707	7.948,71	-241,71	0,03

Finansbank				
Değerleme Modeli	Değeri (Milyon TL)	Piyasa Değeri (Milyon TL)	BD-PD	PD/BD
Temettü İskonto Modeli (DDM)	10.293	12.656,7	-2363,7	0,23
Artık Gelir Modeli (RI)	11.211	12.656,7	-1445,7	0,13
Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (FCFE)	10.293	12.656,7	-2363,7	0,23
Çarpan Analizi (P/B)	6.188	12.656,7	-6468,7	1,05
Çarpan Analizi (P/E)	13.261	12.656,7	604,3	-0,05

Garanti Bankası				
Değerleme Modeli	Banka Değeri (Milyon TL)	Piyasa Değeri (Milyon TL)	BD-PD	PD/BD
Temettü İskonto Modeli (DDM)	32.675	32.844	-169	0,005
Artık Gelir Modeli (RI)	32.936	32.844	92	-0,003
Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (FCFE)	32.675	32.844	-169	0,005
Çarpan Analizi (P/B)	30.805	32.844	-2.039	0,066
Çarpan Analizi (P/E)	35.764	32.844	2.920	-0,082

Halkbank				
Değerleme Modeli	Banka Değeri (Milyon TL)	Piyasa Değeri (Milyon TL)	BD-PD	PD/BD
Temettü İskonto Modeli (DDM)	18.242	16.375	1.867	-0,10
Artık Gelir Modeli (RI)	19.087	16.375	2.712	-0,14
Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (FCFE)	18.242	16.375	1.867	-0,10
Çarpan Analizi (P/B)	21.283	16.375	4.908	-0,23
Çarpan Analizi (P/E)	18.185	16.375	1.810	-0,10

İş Bankası				
Değerleme Modeli	Banka Değeri (Milyon TL)	Piyasa Değeri (Milyon TL)	BD-PD	PD/BD
Temettü İskonto Modeli (DDM)	27.156	24.749,835	2.406	-0,09
Artık Gelir Modeli (RI)	30.840	24.749,835	6.090	-0,20
Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (FCFE)	27.156	24.749,835	2.406	-0,09
Çarpan Analizi (P/B)	27.099	24.749,835	2.349	-0,09
Çarpan Analizi (P/E)	32.800	24.749,835	8.050	-0,25

Şekerbank				
Değerleme Modeli	Banka Değeri (Milyon TL)	Piyasa Değeri (Milyon TL)	BD-PD	PD/BD
Temettü İskonto Modeli (DDM)	1.605	1.327,5	278	-0,17
Artık Gelir Modeli (RI)	1.918	1.327,5	591	-0,31
Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (FCFE)	1.605	1.327,5	278	-0,17
Çarpan Analizi (P/B)	1.276	1.327,5	-52	0,04
Çarpan Analizi (P/E)	1.891	1.327,5	564	-0,30

TEB				
Değerleme Modeli	Banka Değeri (Milyon TL)	Piyasa Değeri (Milyon TL)	BD-PD	PD/BD
Temettü İskonto Modeli (DDM)	4.707	4.805	-98	0,02
Artık Gelir Modeli (RI)	5.234	4.805	429	-0,08
Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (FCFE)	4.707	4.805	-98	0,02
Çarpan Analizi (P/B)	3.933	4.805	-872	0,22
Çarpan Analizi (P/E)	7.070	4.805	2.265	-0,32

Tekstilbank				
Değerleme Modeli	Banka Değeri (Milyon TL)	Piyasa Değeri (Milyon TL)	BD-PD	PD/BD
Temettü İskonto Modeli (DDM)	191	453,6	-263	1,37
Artık Gelir Modeli (RI)	125	453,6	-329	2,63
Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (FCFE)	191	453,6	-263	1,37
Çarpan Analizi (P/B)	134	453,6	-320	2,39
Çarpan Analizi (P/E)	-	453,6	-	-

Vakıfbank				
Değerleme Modeli	Banka Değeri (Milyon TL)	Piyasa Değeri (Milyon TL)	BD-PD	PD/BD
Temettü İskonto Modeli (DDM)	11.401	9.775	1.626	-0,14
Artık Gelir Modeli (RI)	12.486	9.775	2.711	-0,22
Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (FCFE)	11.401	9.775	1.626	-0,14
Çarpan Analizi (P/B)	13.813	9.775	4.038	-0,29
Çarpan Analizi (P/E)	14.547	9.775	4.772	-0,33

YKB				
Değerleme Modeli	Banka Değeri (Milyon TL)	Piyasa Değeri (Milyon TL)	BD-PD	PD/BD
Temettü İskonto Modeli (DDM)	20.858	21.126,669	-269	0,01
Artık Gelir Modeli (RI)	22.778	21.126,669	1.651	-0,07
Özsermaye Serbest Nakit Akım Modeli (FCFE)	20.858	21.126,669	-269	0,01
Çarpan Analizi (P/B)	15.252	21.126,669	-5.875	0,39
Çarpan Analizi (P/E)	18.800	21.126,669	-2.327	0,12

ÖZGEÇMİŞ

Özlem Özarslan Saydar, orta öğrenimini Bolu Atatürk Lisesi'nde tamamlamıştır. 1997 yılında İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü'nden mezun olmuştur. 2001 yılında, yine İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, Finans Ana Bilim Dalı'nda "Portföy Seçim Modelleri ve Markowitz Modeli'nin İMKB 100 Endeksi Üzerine Uygulanması" konulu tezini savunarak yüksek lisans eğitimini tamamlamıştır. 2002 yılında İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, Finans Ana Bilim Dalı'nda doktora programına başlamıştır. Bankacılık sektörü deneyiminin yanısıra, çeşitli eğitim kurumlarında öğretim görevlisi olarak görev yapmıştır. 2009 yılında doktora yeterlilik sınavını vererek tez çalışmalarına başlamıştır. Firma değerlendirme, bankacılık, portföy yönetimi üzerine çalışmalar yürütmektedir.