



Millstone & Co

**Creditwest bank'ın
Creditwest Faktöring
için
Değerlendirilme Raporu**



İçindekiler

Feragat	2
Yönetici Özeti	3
1. Yatırım değerlendirme raporunun önemli noktaları	4
2. Banka yatırımı değerlendirme esasları	5
3. Krizden sonra Ukrayna bankalarının değerlemesinde son yaklaşımlar	6
4. CreditWest Bank'ın değerlendirme için kullanılan finansal performans göstergeleri	6
5. 2010-2018 yılları arasında Ukrayna'da kriz sonrası birleşme ve satın alma işlemleri	8
6. Kamu emsallerinin katları kullanılarak yapılan değerlendirme	11
6.1. Kamu emsalleri	12
6.2. Değerleme	13
7. Öngörülen finansal model	14
8. DCF değerlemesi	15
9. Satış stratejisi için sonuçlar ve öneriler	18
10. Atıflar ve kısaltmalar	19

Feragat

Bu Rapor Milestone & Co tarafından genel bilgi amaçlı olarak hazırlanmıştır ve herhangi bir finansal aracın (menkul kıymetler dahil) satın alınması veya satılması için bir teklif veya talep oluşturmaz.

Bu bilgiler, güvenilir olduğunu düşündüğümüz ancak eksiksizliği ve doğruluğu için, eksiksizliği veya doğruluğu hakkında herhangi bir beyanda bulunmayışımız da dahil olmak üzere hiçbir sorumluluk üstlenmediğimiz kamu bilgi kaynaklarından / bu kaynaklara dayanılarak elde edilmiştir. Bu Rapor, bildirimde bulunulmaksızın daha sonra değişikliğe uğrayabilecek mevcut görüşlerimizi yansıtmaktadır.

Bu analiz herhangi bir garanti olmaksızın "olduğu gibi" verilir ve bireysel tavsiye almak yerine geçmemelidir. Bu belge, söz konusu değerlemeye sahip bir banka satma\satın alma taahhüdü veya doğrudan yatırım önerisi olarak nitelendirilmediğinden, ne bu belge ne de herhangi bir kısmı, herhangi bir sözleşme veya taahhütte bulunma konusunda iknaya temel teşkil etmemeli veya bunlarla bağlantılı olmamalı veya buna bağlı olmamalıdır.

Ne Milestone & Co ne de ilgili yöneticileri, memurları veya çalışanları veya başka herhangi bir kişi, bu Raporun veya içeriğinin herhangi bir şekilde kullanımından kaynaklanan veya bunlarla bağlantılı olarak ortaya çıkan herhangi bir kayıp için (ihmal veya başka türlü) herhangi bir sorumluluk kabul etmez.

Raporumuzda tartışılan bilgi ve analizler, yatırımcıların yatırım amaçlarına veya finansal konumlarına bağlı olarak onlar için uygun olmayabilir. Yatırımcılar, yatırım yapmadan önce ilgili yatırımlar hakkında bankacılardan / brokerlerinden veya diğer danışmanlardan, bireysel danışmanlık almalıdır. Milestone & Co veya herhangi bir temsilcisi veya çalışanı, Raporun veya içeriğinin herhangi bir şekilde kullanımından kaynaklanan doğrudan veya sonuç olarak ortaya çıkan herhangi bir kayıp için herhangi bir sorumluluk kabul etmez.

Sunulan bilgiler sadece Creditwest Faktöring A.Ş. dahilinde dağıtılmak üzere tasarlanmıştır

Raporumuzda sunulan tüm tahminler ve görüşler, yayımlanma tarihi itibarıyla analistlerin bağımsız muhakemesini temsil etmektedir.

Yönetici Özeti

Milestone & Co LLC, 5 Mart 2019 tarihinde 4 Leontovycha St., Kyiv 01030, Ukrayna adresinde yerleşik "BATI FİNANS VE KREDİ BANKASI" adlı Anonim Şirketin (EDRPOU Kodu 34575675, 'Creditwest Bank JSC' ile ilgili) muhtemel satın alımının değerlendirilmesine ilişkin olarak Creditwest Faktöring A.Ş ile akdedilen Danışmanlık Hizmetleri Anlaşması'nın ardından Creditwest Bank JSC'nin yatırım değerlemesi raporunu temsil etmektedir.

Milestone&Co, bu değerlemeyi hem analog değerlendirme yöntemi hem de bankaların değerlemesine uyarlanmış iskonto edilmiş nakit akışı yöntemi ile hazırlamıştır. Yatırım değerlemesi amacıyla, 2010-2018 dönemlerinde son birleşme ve satın alma anlaşmalarının, Ukrayna, Türkiye ve Rusya Bölgesindeki gerçek kamu paylarının katları ve çoğunluk hissesinin alınması için ortalama kontrol primi analizleri yaptık.

İndirgenmiş nakit akışı modeli için, bankalardaki sermaye harcamalarını ve işletme sermayesi yatırımlarını tespit edememe ve ayıramadığından nakit akışı olarak fazla getiriye uyguladık. Banka, sermaye yeterlilik oranını düzenleyici kurum tarafından tanımlanan asgari seviyenin üzerinde tutmak için net kârının bir kısmını aktiflerin büyümesinde sermayeye dağıtması gerektiğinden, sermayeye dağıtıldıktan sonra kalan kazanç getiridir.

Creditwest Bank JSC hakkındaki değerlendirme raporu, Milestone&Co'nun sunulan değerlemeye eşit fiyatla herhangi bir anlaşmayı tamamlama taahhüdü anlamına gelmemektedir.

Değerlemenin hazırlanmasında aşağıdaki malzemeler kullanılmıştır:

Creditwest Bank JSC'nin 2017-2018 finansal tabloları, emsal bankaların finansal tabloları, Mergerstat, Bloomberg, Moskova Menkul Kıymetler Borsası, PFTS ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası verileri.

Raporla ilgili tüm sorular için Milestone&Co irtibat kişisi ile irtibata geçin:

Max Shynkarenko

Millstone & Co Ukraine Ltd. Müdürü

Kiev Heritage Centre
28 Verkhniy Val Str. Kiev 04071
+38067 770 20 45
+38 044 247 17 66
invest@millstone-co.eu

(Kaşe ve imza)

1. Creditwest Bank'ın yatırım değerlemesi Raporunun önemli bölümleri

Ukrayna bankaları için dünya tozpembe değildir	Yatırımcılar Ukrayna (UA) bankacılık piyasasında büyük kayıplara uğradı. Pazarda yaşanan temizliğe rağmen yabancı stratejik yatırımcılar Ukrayna bankacılık piyasasını cazip yatırım hedefi olarak görmüyorlar. Ukrayna'ya egemen hissedarlar tarafından desteklenmesi zorunlu olan yerel yatırımcılar ve Uluslararası Finansal Kurumlar (IFI), yerel birleşme ve satın alma sahnesinde kilit oyuncular.
İlk Bakışta Creditwest	Operasyonel olarak karlı ve çok büyük sermaye. Kurumsal borç verme ve sınır ötesi işlemlerin odağı. Ana banka ve Uluslararası Finansal Kurumlardan düşük maliyetli fonlara erişim Creditwest, kârlılık performansı Ukraynalı bankalardan daha iyi olmasına karşın, AB kökenli bankaların performansından daha düşüktür. Bankanın dayanıklılık değerlendirmesi, Banka'nın 2017 yılındaki performansına dayanarak sermayeye ihtiyaç duymadığını ortaya koymuştur.
Temel riskler	Takipteki alacakların payının düşük olması (% 9), ancak 8-9 kategorisindeki LE kredisi (en düşük performans gösteren kredi) oranı 2018'de iki kattan fazla arttı ve toplam portföyün % 27'sine ulaştı. Mülkiyet değişikliğinden sonra bankayı terk edebilecek uluslararası müşterilerin ve Türk kökenli müşterilerin önemli orandaki payı. Potansiyel alıcı, kredi portföyü, iskonto defter değeri ve net kar için ek karşılık ayırma talebinde bulunabilir ve bu da sırasıyla anlaşma değerlemesi için daha düşük bir taban oluşturur.

2010-2018 yılları arasında Ukrayna bankalarının birleşme ve satın alma değerlemesi	1.38 P\BV - 2010-2017 yıllarında Ukrayna bankaları için birleşme ve satın alma işlemlerinde ortalama katsayı elde edilirken, aynı zamanda medyan P \ BV toplamda 1.08 olmuştur. Küçük bir bankanın (CY'nin sahip olduğu Marfin Bank)% 100 satışına ilişkin son anlaşmanın 0.78 P\BV değeri 2017 yılında tamamlandı.
Birden fazla kamu emsalini yapılan kullanarak analog değerlendirme	Ukrayna, Türkiye ve Rusya'daki 14 kamu çalışanının P\BV ve P\E katlarına dayalı 0.77 P\BV değerlemesi. 2017-2018 yıllarında dünya çapında birleşme ve satın alma anlaşmalarına dayanan kamu piyasası değerlemesinin üzerinde ortalama kontrol primi %36,9. %100 hissenin alınması için kontrol primi dahil 1.08 P\BV değerlemesi Analog değerlendirme yöntemi kullanılarak Creditwest'in 16,1 milyon USD değerlemesi.
Aşırı getiri yöntemi kullanılarak yapılan DCF değerlemesi	2019-2023 döneminde varlıkların ılımlı büyüyeceği varsayılmaktadır Denge yapısı ve iş odağı 2019-2023 model varsayımında değişmedi. İndirim oranı olarak %18 NBU referans oranı DCF kullanarak Creditwest'in değerlemesi 19.1 milyon ABD Doları DCF kullanarak hesaplanan Creditwest'in değeri 1.28 P\BV

2. Banka yatırımı değerlendirme esasları

Bankalara değer vermek her zaman zor olmuştur. Finansal hizmet firmasına değer vermeye ilgili sorunlar iki temel faktörden kaynaklanmaktadır. Birincisi, bir bankaya nakit akışının kolayca tahmin edilememesi, çünkü sermaye harcamaları, işletme sermayesi ve borç gibi kalemler açıkça tanımlanmamıştır. Bu nedenle bankalar geleneksel olarak işletme düzeyinde değil özkaynak düzeyinde değerlendirilir. Karşılaştırmalı değerlemede kullanılan temel çarpma faktörü, bir bankanın nominal sermayesi üzerinden prim veya iskontoyu temsil eden P\BV'dir. Net kazançlar banka sermayesinin bir parçası olduğundan, kârlılığı ölçen çarpma faktörleri arasında P\E tercih edilirken, bir bankanın EBITDA veya EBIT'inin yeterince ölçülmesi güçtür.

3. Ukrayna bankalarının Krizden sonraki değerlemesinde son yaklaşımlar

2009'dan önce Ukrayna, bankacılık ürünlerinin görece düşük oranda kaldığı ancak en hızlı büyüyen gelişmekte olan pazarlardan biri olarak görülüyordu. Avrupa bankacılık grupları geleneksel pazarlarında büyümek için sınırlı alana sahip olduklarından, ağırlıklı olarak yerel oyuncularla birleşme ve satın alma anlaşmaları yoluyla Ukrayna pazarını aktif olarak araştırdılar. Bu nedenle, 2005-2007 döneminde yerel birleşme ve satın almalar pazarı aşırı ısıtmıştır ve 5 hatta 7 P\BV'ye kadar aşırı yüksek katsayılar elde edilmiştir. Ancak 2008 ekonomik krizi, Ukrayna ekonomisi ve bankacılık sektörünün yüksek kırılganlığını ve yapısal zayıflığını ortaya çıkarmıştır. 2010-2011'deki sağlam toparlanmaya rağmen, yatırımcıların Ukrayna'yı pembe gözlüklerle görmeyi bırakması nedeniyle Ukrayna bankalarının değerlemesi kriz öncesi seviyeye dönmemiştir. 2014-2015 yıllarında Ukrayna'da yaşanan dramatik olaylar, yatırımcıların Ukrayna hakkındaki şüphelerini derinleştirdi. 2016-2018 yıllarında duyguların toparlanmasına rağmen, EBRD ve yerel TMS grubu ile büyük yatırımcılar olarak bankacılık sektöründe sadece birkaç nadir anlaşma gerçekleşirken, Ukrsotsbank'ın Rus kökenli Alfa Group tarafından satın alınması olarak gerçekleşen en büyük anlaşma sadece nakit dışı hisse senedi takasıydı.

Muhasebe hataları ve ilişkili taraf kredileri, geçmişte Ukrayna bankaları tarafından yaygın olarak kullanılan uygulamalardı. Bankacılık sisteminin büyük ölçüde temizlenmesine ve Merkez Bankası'nın denetiminin güçlendirilmesine rağmen, yatırımcılar Ukrayna bankalarının finansal raporlamasına son derece ihtiyatlı yaklaşmaya devam ediyor. 2009 öncesi yüksek çoklu anlaşmalarda Avrupalı alıcılar, durum tespiti aşamasında bile düşük kaliteli kredi portföyünü belirleyemedi. Bu nedenle yatırımcıların defterlerdeki takipteki kredilere toleransı büyük ölçüde kötüleşmiştir. Örneğin, Ukrsotsbank'ın satın alınmasından önce Alfa grubu, satıcı UniCredit grubundan takipteki alacaklar portföyü hakkında ek hükümler talep etti. Bir bankanın değeri, iktisaptan sonra kaybedilecek işin bir kısmında da iskonto edilebilir. Örneğin, Ukrsotsbank'ın çok uluslu şirketlere hizmet verme konusundaki ticari değeri anlaşma dışında bırakıldı.

4. CreditWest Bank'ın değerlendirme amaçlı finansal performans göstergeleri

Bilanço Göstergeleri

Milyon UAH	2018	2017
Nakit	46,9	293,7
Tahviller	300.4	216.0

Milyon UAH	2018	2017
Net Kredi portföyü	1265.9	1080.1
Kredi değer düşüklüğü karşılığı	-12.0	-5,7
Diğer varlıklar	67.7	18.7
Toplam aktifler	1680.9	1608,5
Bankalara borçlar	160.1	141,6
Müşterilere borçlar	874,5	900,9
IFI'lara borçlar	191.4	167.7
Diğer yükümlülükler	13.6	5.2
Sermaye benzeri borç	38.5	38.3
Toplam yükümlülük	1278.1	1 253,7
Defter Değeri	402,8	354,7
<i>Sermaye Yeterliliği Oranı</i>	<i>30.47%</i>	<i>35.44%</i>
<i>Risk ağırlıklı varlıklar</i>	<i>1330,8</i>	<i>1108.9</i>
<i>Takipteki krediler (90 gün + vadesi geçmiş)</i>	<i>124.4</i>	<i>109.5</i>
<i>LE kredisi 8 ve 9 kategorisi *</i>	<i>363,5</i>	<i>144.4</i>
<i>Faiz doğuran varlıklar</i>	<i>1566,3</i>	<i>1296.1</i>
<i>Faiz doğuran borçlar</i>	<i>1264.5</i>	<i>1248.5</i>

Not*: En kötü performansa sahip krediler dahil. 60-90d + gecikmiş

Kaynak: 2017 - denetlenmiş yıllık rapor; 2018 - Mizan.

Kar ve Zarar Göstergeleri

Milyon UAH	2018	2017
Faiz geliri	203.1	153,2
Faiz gideri	93.6	60,9
Net faiz geliri	109.5	92.4
Net ücret ve komisyon geliri	24,9	24.8
Ticaret sonucu	12.4	7.5
Diğer faaliyet gelirleri	9.3	0.8
Faaliyet giderleri	-91,1	-73,2
Karşılık öncesi net gelir	65.0	52.3

Milyon UAH	2018	2017
Toplam karşılık	14.2	-3.7
Vergi öncesi net gelir	79.2	48,6
Gelir vergisi	-15,0	-8,8
Vergi sonrası net gelir	64.2	39,8
Ortalama faiz getiren varlık oranı	% 14.2	% 13.9
Ortalama faiz doğuran borç oranı	% 7.4	% 5.6
Net faiz marjı	6.8%	% 8.3
Maliyet-Gelir Oranı (CIR)	% 58.4	% 58.3
Aktif Kârlılık (RoA)	% 3.9	% 2.9
Özkaynak Kârlılığı (RoE)	% 17.0	% 13.0

Kaynak: 2017 - denetlenmiş yıllık rapor; 2018 - Mizan.

Creditwest Bank, 2018 yılı pazar kıyaslaması

	Creditwest	AB kökenli bankalar	Devlet bankaları	Özel Ukrayna bankaları
Net faiz marjı	6.8%	% 11.6	% 4.3	% 8.0
CIR	% 58	% 48	% 63	% 78

5. 2010-2018 yıllarında Ukrayna'da kriz sonrası birleşme ve satın alma işlemleri

Birleşme ve satın alma anlaşmaları	Pay	Satıcı	Alıcı	Anlaşma türü
2019				
Ukrghazbank (beklemede)	Yok	Maliye Bakanlığı	IFC	Yok
2018				

Birleşme ve satın alma anlaşmaları	Pay	Satıcı	Alıcı	Anlaşma türü
Lviv Bank	% 11	Petursson Macgeir	ResponsAbility Participations AG	Birleşik
Pivdenniy	% 10	East	Villa Flora, Latvia	Nakit
2017				
Lviv Bank	% 40	Petursson Macgeir	ResponsAbility Participations AG	Birleşik
VS Bank	100%	Sberbank Rusya	TAS Group	Nakit
Ukrayna İmar ve Kalkınma Bankası	100%	Mevduat Garanti Fonu	Bohai Commodity Exchange, China	Lisans
Marfin Bank	100%	Marfin Popular Bank	M.Partikevitch, I.Zgurov	Nakit
2016				
Universal Bank	100%	Eurobank EFG	TAS Group	Nakit
Ursotsbank	100%	Unicredit	ABH Holdings (Alfa group)	hisse senedi değişimi
Neosbank	100%	Alfa-banka	ERC group	Nakit
UKRSIBBANK	% 25	BNP Paribas	EBRD	nakit
2015				
Astra Bank	100%	Mevduat Garanti Fonu	NCH Capital	lisans
Raiffeisen Aval	% 30	RZB	EBRD	nakit
2014				
Bank Cyprus	100%	Kıbrıs Bankası Grubu	Alfa-Bank	Nakit
2013				
Astra Bank	100%	Alpha Bank, Yunanistan	Delta Bank	Nakit
ProFin Bank	% 99	Societe Generale	Xeronia Limited	Nakit
2012				

Birleşme ve satın alma anlaşmaları	Pay	Satıcı	Alıcı	Anlaşma türü
Swedbank	100%	Swedbank group	Deltabank	Nakit
Creditprombank	100%	Donetsksteel	Deltabank	Nakit
Erstebank	100%	Erste group	Nikolay Adarich	Nakit
Forum	% 96	Commerzbank	Smart Holding	Nakit
2011				
Ukrsibbank	% 15	BNP Paribas	EBRD	Nakit
2010				
Ev Kredisi Bankası	100%	Ev Kredisi	Platinum Bank	Nakit
Rönesans Kredisi	100%	Rönesans Grubu	FUIB	Nakit

Birleşme ve satın alma anlaşmaları değerlemesi

	Anlaşma tutarı	Piyasa değeri, UAH mln	Defter Değeri, UAH mln	P\BV
2017				
Ukrayna İmar ve Kalkınma Bankası *	83 milyon UAH	83	0	
Marfin Bank	81 milyon UAH	81	104	0,78
2016				
Ukrsotsbank **	ABH Holdings'de % 9,9	8 270	8 269	1.00
UKRSIBBANK	UAH 2 350 milyon	7 848	4 187	1.87
2015				
Astra Bank *	127 milyon UAH	127	0	
Raiffeisen Aval	150 milyon UAH	10 500	5 461	1.92
2014				
Bank Cyprus ***	200 milyon Euro	2 016	594	3.40
2013				

	Anlaşma tutarı	Piyasa değeri, UAH mln	Defter Değeri, UAH mln	P\BV
Astra Bank	82 milyon Euro	871	1 168	0.75
2012				
Swedbank	USD175mln	1 400	896	1.56
Creditprombank ****	1 ABD Doları	min. 1 000	0	
Erstebank	63 milyon Euro	664	1 140	0.58
Forum	USD80mln	660	610	1.08
2011				
Ukrsibbank	USD82mln	4 373	4 962	0,88

Not*: Lisans alınması

Not**: % 100 Ukrsotsbank nominal değeri karşılığında ABH Holdings'de % 9,9 nominal değer.

Not***: Bank Cyprus hesap defterleri üzerinde Kiev ticari gayrimenkul değerini düşük göstermiştir.

Not****: Banka, ancak yeni sahibinin sermaye minimum 1 milyar UAH artırması koşuluyla 1 USD karşılığında satıldı.

2010-2018 anlaşmaları için P\BV çarpım faktörü 0,58 ile 3,40 arasında değişmektedir. 2010-2018 dönemi için ortalama P\BV çarpım faktörü 1.38 iken, medyan P\BV katsayısı aynı anda 1.08 olmuştur.

6. Kamu emsallerinin çarpım faktörleri kullanılarak değerlendirme

Değerleme raporu amacıyla, özellikle Fiyat-Kitap Değeri (P\BV) ve Fiyat-Kazanç (P\E) olmak üzere birçok kamusal emsal kullandık. Emsal olarak Ukrayna, Türkiye ve Rusya'da borsada işlem gören kamu ticari bankalarını dikkate aldık. Bu bankaların değerlendirilmesi AB üyeliği için dikkate alınan primi içermekte olup AB üyeleri ve Doğu Avrupa ülkelerinin ekonomisi son zamanlarda Ukrayna'nın etkilendiği gibi ciddi ekonomik krizden etkilenmediğinden Doğu Avrupa ülkelerinden, Avrupa Birliği üyelerinden emsal grubu bankalarını bilinçli olarak dahil etmedik. Ukrayna'ya benzer şekilde, hem Türkiye hem de Rusya, para devalüasyonu ile birlikte ekonomik kriz yaşamış ve siyasi\jeopolitik risklerin derinleşmesiyle karşı karşıya kalmıştır.

6.1. Kamu emsalleri

Ukrayna					
Milyon UAH	Piyasa değeri	Defter Değeri	TTM Net karı	P/BV	P/E
Raiffeisen Aval	22 083	11 623	5 088	1.90	4.34
Türkiye					
Milyar TL	Piyasa değeri	Defter Değeri	TTM Net kar	P/BV	P/E
AK Bank	34 632	43 787	5 709	0,79	6.07
Şeker Bank	1 401	2 458	156	0.57	8.99
Garanti Bankası	36 414	46 887	6 707	0,78	5.43
Vakıf Bankası	12 275	28 350	4 154	0.43	2.95
Yapı ve Kredi Bankası	17401	39 000	4 667	0.45	3.73
Halk Bankası	8 988	29 021	2 522	0.31	3,56
Rusya					
Milyon RUB	Piyasa değeri	Defter Değeri	TTM Net kar	P/BV	P/E
Sberbank	4 430721	3 656 300	827 900	1.21	5.35
VTB	467616	1 463 400	184 400	0.32	2,54
Rosbank	92774	149 415	12 194	0.62	7.61
Moskova Kredi Bankası	147 882	183 508	22 983	0.81	6.43
Saint Petersburg	25257	72 960	8 280	0.35	3.05
Avangard	45 192	23207	5 593	1.95	8.08
UralSib	23229	85 311	7 567	0.27	3.07
Ortalama				0.77	5.09

Uyarı: TTM – son on iki ay

Kaynak: Bloomberg, Borsa İstanbul, Moskova Menkul Kıymetler Borsası, PFTS

6.2. Değerleme

Credit West Bank 2018 performans göstergeleri	
Defter Değeri, Milyon UAH	402,8
Net kâr, milyon UAH	64.2
Kamu emsallerinin ortalama katsayısı	
P\BV	0.77
P\E	5.09
Kamu emsallerine dayalı değerlendirme	
P\BV, milyon UAH	310.2
P\E, milyon UAH	326,8
Ortalama değerlendirme, milyon UAH	318.5
Ortalama değerlendirme, milyon USD	11.8

Not: USD cinsinden değer hesaplanmasında kullanılan döviz kuru 27.00 USD \ UAH

Banka'nın yukarıdaki değerlemesi kamu piyasalarında listelenen azınlık hisse senetlerinin değerlemesi esasına göre yapılmıştır. Ancak stratejik yatırımcılar, birleşme ve devralma anlaşmalarında kamu piyasası değerlemesi üzerinden kontrol primi öderler. Prim, etkilenmeyen pazarlanabilir azınlık fiyatının yüzdesi olarak ifade edilir. Bankacılık sektöründeki dünya çapında birleşme ve satın alma işlemleri için mevcut en son kontrol primi verileriyle Mergerstat çalışmasını kullandık. Mergerstat çalışması örneği, 2017-1H 2018'de tamamlanan %50 + hissenin iktisabı ile ilgili 70 anlaşmayı kapsamaktaydı. Ortalama kontrol primi, kamu emsallerinin katsayılarına dayalı olarak değerlemenin % 36.9'u olmuştur.

Kamu emsallerine dayalı ortalama değerlendirme, milyon UAH	318.5
Bankalar için dünya çapında ortalama kontrol primi	% 36.9
% 100 Credit West Bank, Milyon UAH için kontrol primi	117.5
Katsayıları kullanarak toplam değerlendirme, Milyon UAH	436,0
Katsayıları kullanarak toplam değerlendirme, milyon ABD doları	16.1
Toplam değerlendirme için P\BV	1.08

Not: USD cinsinden değerin hesaplanmasında kullanılan döviz kuru 27.00 USD \ UAH

Potansiyel alıcının satıştan önce mevcut NPL (takipteki alacak) portföyü (124 milyon) ve en düşük kalitede performans gösteren (takipteki) krediler (364 milyon), ek defter değeri ve net kar üzerinden katma değer kullanarak daha düşük taban elde edilmesini sağlayacak ek provizyon talep edebileceğini lütfen unutmayın.

7. Öngörülen finansal model

7.1. Varsayımlar

İstikrarlı makroekonomik ortam

EBRD ve Dünya Bankası, önümüzdeki yıllarda Ukrayna'nın bankacılık sektörünün gelirinin artmasını da destekleyecek olan GSYİH'da ~%3 oranında ılımlı bir ekonomik büyüme göstermesini bekliyor.

Enflasyonun düşmesi

Ukrayna Merkez Bankası'nın uzun vadeli hedefi ile, 2019-2023 yıllarında enflasyonun kademeli olarak yavaşlayarak enflasyonu %5'e çekeceğini ve bunun da bankacılık sistemi varlıklarının nominal değerlerindeki büyümenin yavaşlamasına neden olacağını tahmin ediyoruz.

Bankanın varlık ve yükümlülüklerinin enflasyon trendine paralel olarak yavaşlaması

2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
% 20	% 20	% 15	% 15	% 15

Bankanın OPEX'inin enflasyon trendine paralel olarak yavaşlaması

2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
% 12	% 12	% 10	% 10	% 10

Bu gelir önceki yıllarda güçlü bir büyüme göstermediği için Banka'nın faiz dışı gelirinin yıllık %5 oranında artması öngörülmektedir.

Fonlama maliyeti artacak

Hissedar değişikliğinden sonra Banka'nın finansman maliyetinin artacağını, ortalama faiz doğuran borç oranının 2018'de % 7,4'ten 2020'de % 8,4'e yükseleceğini tahmin ediyoruz.

7.2 Öngörülen finansal model

Milyon UAH	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
Faiz geliri	223,6	268,3	314,6	361,8	416,1
Faiz gideri	109,9	140,2	151,7	177,6	204,3
Net faiz geliri	113,7	128,1	162,9	184,2	211,8
Net ücret ve komisyon geliri	26,1	27,5	28,8	30,3	31,8
Ticaret sonucu	13,0	13,7	14,4	15,1	15,8
Diğer faaliyet gelirleri	9,8	10,3	10,8	11,3	11,9
Faaliyet giderleri	-102,0	-114,3	-125,7	-138,3	-152,1
Karşılık ve vergi öncesi net faaliyet geliri	60,6	65,2	91,2	102,5	119,2
Toplam karşılık	-4,8	-5,8	-6,6	-7,6	-8,8
Vergi öncesi net gelir	55,8	59,4	84,5	94,9	110,4
Gelir vergisi	10,0	10,7	15,2	17,1	19,9
Vergi sonrası net gelir	45,7	48,7	69,3	77,8	90,5
Faiz getiren varlıklar	1717,4	2060,9	2370,1	2725,6	3134,4
Toplam aktifler	1841,4	2196,2	2515,4	2882,6	3304,8
Risk ağırlıklı varlıklar	1457,9	1738,7	1991,5	2282,2	2616,5
Faiz getiren borçlar	1517,4	1820,9	2094,0	2408,1	2769,3
Defter Değeri*	448,5	497,2	566,6	644,4	734,9
CAR*	% 30,8	% 28,6	% 28,4	% 28,2	% 28,1

* temettü olmadığı varsayılmıştır

8. DCF değerlemesi

İndirgenmiş nakit akışı modelinde, bir varlığın değerini, o varlığın yarattığı beklenen nakit akışlarının bugünkü değeri olarak kabul ederiz. Ancak, finansal hizmet firmalarındaki sermaye harcamalarını ve işletme sermayesi yatırımlarını tespit edememek ve ayıramamak, nakit akışına dayalı değerlemeyi zorlaştırmaktadır. Bu nedenle özellikle bankalar için analistler nakit akışlarında makul olmayan değişkenler kullanmaktadırlar.

- a. Nakit akışı olarak kazanç: Bankalara kazançlarını bugüne kadar iskonto ederek değerlendirme yapan bazı analistler var. Bankaların net sermaye harcaması gereksinimlerinin çok az olduğu veya hiç olmadığı ve işletme sermayesi ihtiyaçlarının (envanter, alacak hesapları vb.) olmadığını iddia ediyorlar. Ancak sorun şu ki, eğer bu banka yeni bir hisse senedi çıkarmıyorsa, defter değeri sonsuza dek mevcut seviyelerde donmuş kalacaktır. Eğer bu banka kredi portföyünü büyütmeye devam ederse, er ya da geç özkaynak olarak hesaplanan sermaye yeterliliği rasyosu ile düzenleyici asgari tutarın altında olan sermaye yeterlilik oranı hesaplanır.
- b. Nakit akışı olarak fazladan getiri: Banka, sermaye yeterlilik oranını düzenleyici kurum tarafından tanımlanan asgari seviyenin üzerinde tutmak için net kârının bir kısmını aktiflerin büyümesinde sermayeye eklemesi gerektiğinden, fazladan getiri, sermayeye dağıtıldıktan sonra kalan kazançtır.

Milyon UAH	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
Vergi sonrası net gelir	45.7	48.7	69.3	77.8	90.5
2018 düzeyinde dondurulmuş Özkaynak	402,8	402,8	402,8	402,8	402,8
CAR 12% için Özkaynak	174.9	208,6	239,0	273,9	314.0
Fazladan getiri	45.7	48.7	69.3	77.8	90.5

Banka hâlihazırda takipteki alacaklar için % 100 karşılık ayrıldıktan sonra bile yüksek sermaye oranına sahip olduğundan, sermayesi beş yıllık tahmin döneminde varlıkların öngörülen büyümesini karşılamak için yeterlidir, bu nedenle Bankanın 2019-2023 yıllarındaki fazladan getirisinin kazançlara eşit olacağı öngörülmektedir.

İndirim oranı

Değerleme amacıyla, Ukrayna Merkez Bankası'nın gerçek referans oranına eşit indirim oranı olarak % 18 kullanıyoruz.

Milyon UAH	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
Fazladan getiri	45.7	48.7	69.3	77.8	90.5
İndirim faktörü	1,18	1.39	1.64	1.94	2.29
İndirimli fazladan getiri	38.8	35.0	42.2	40.1	39.6
Fazladan getirinin PV toplamı	195.6				
Terminal dönemdeki fazla getirilerin artış oranı	% 5				

Milyon UAH	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
	5 yılda nominal fazladan getiri (90.5) İskonto oranı %18 - terminal büyüme oranının % 5 olması, 2023 iskonto faktörü 319,6'ya bölünür				
Fazladan getirilerin terminal değeri					
Bugünkü özkaynak değeri	515.3 (195.6 + 319.6)				
Özkaynak değeri, milyon ABD doları	19.1				
P/BV	1.28 (515.3 / 402.8 BV)				

Not: USD cinsinden değerin hesaplanmasında kullanılan döviz kuru 27.00 USD \ UAH

DCF yöntemi altında hesaplanan bir şirketin değeri iki bölümden oluşur: ilk bölüm, beş yıllık öngörülen dönemde iskonto edilmiş nakit akışlarının toplamı ve ikinci bölüm terminal değeridir. Terminal değeri, DCF'deki projeksiyon penceresinden sonra devam etmeyecek ve sektörden çıkmayacak veya çalışmayı bırakmayacak olan şirketlerin değerlemesinde kullanılır. Terminal değerinin arkasındaki temel, şirketin sadece beş yıllık tahmin döneminde büyümeyeceğini, aynı zamanda sonsuza kadar tutarlı oranda bir serbest nakit akışı üreteceğini varsaymasıdır.

Terminal oranının hesaplanması için Gordon Büyüme Modeli kullanılırken, Terminal Değeri aşağıdaki formül altında hesaplanmaktadır:

$$\frac{\text{Geçen Yıl CF}^* (1+g)}{\text{WACC}-g}$$

Öyle ki

Geçen Yıllık CF - tahmini dönemin son yılında nakit akışı

g - terminal büyüme oranı, nakit akışlarının tahmin süresinin sonundan kalıcılığa kadar büyümesini temsil eder.

WACC - iskonto oranı.

Alınan miktar, tahmini dönemin son yılının katsayısına yükseltile WACC ile iskonto edilir.

Creditwest Bank terminal değerinin hesaplanması için aşağıdaki rakamları uyguladık:

90.5 milyon - öngörülen dönemin geçen yılı, 2023f'de fazladan getiri.

WACC -% 18 indirim oranı

g -% 5 büyüme tahmini olarak NBU'nun uzun vadeli enflasyon hedefi ile korelasyon gösterdi.

Satın alma stratejisi için sonuçlar ve öneriler

Değerlemeyi analog yöntemi ve DCF yöntemi olmak üzere iki yöntem altında yaptık. İki değerlendirme yöntemi arasında, DCF değerlemesi büyük ölçüde kararlara dayalı olduğu ve gelecekteki büyüme varsayımlarındaki kasıtlı çarpıklıklara ve şişirilmiş beklentilere açık olduğu için, şu anda Ukrayna'da emsallerin katsayılarını kullanan analog yöntem tercih edilmektedir. Ukrayna'daki mevcut birleşme ve satın alma pazarının alıcının pazarı olduğu da not edilmelidir. DCF değerlemesi BIG4 gibi üst düzey uluslararası markalar tarafından yapılmış olsa bile, satıcıların alıcıların değerlendirme yaklaşımlarını göz ardı edememelerinin ve tek taraflı olarak alıcılara kendi kurallarını dikte edememelerinin nedeni budur.

DCF değerlememizde muhafazakar varsayımlar kullandık ve Bankayı 1,28 P\BV olarak değerlendirdik. DCF değerlemesi potansiyel yatırımcılarla müzakerelerde ek destekleyici faktör olarak kullanılabilir.

Ancak değerlendirme yöntemine göre kamu emsallerinin gerçek katsayılarına göre Creditwest Bank'a sırasıyla 1.08 P\BV ve 16.1 milyon USD değerinde değer verdik. Bu değerlemeyi mevcut piyasa koşullarında Banka'nın gerçeğe uygun değeri olarak değerlendiriyoruz.

Ayrıca, mevcut NPL (takipteki alacak) portföyü (124 milyon) ve en düşük kalitede performans gösteren (takipteki) krediler portföyü (364 milyon) için ek provizyonun, fiili satın alma, iskonto defteri değeri ve net kardan önce talep edilebileceğini ve bunun da katları kullanarak değerlendirme için daha düşük bir taban oluşturabileceğini lütfen unutmayın.

Satıcının gelecekteki görüşmelerinde anlaşmanın piyasa fiyatı için rehber olarak alınan 1.08 P\BV'de Banka'nın gerçeğe uygun değerini değerlendirmenizi öneririz. **Ayrıca, analog değerlendirme (1.08 P\BV) ile DCF değerlemesi (1.28 P\BV) veya 17.6 milyon ABD Doları arasındaki ortalama değerlemeyi haklı ve uygun olarak değerlendirmeyi öneriyoruz.**

Referanslar

Mergerstat Control Premium Çalışması 2. çeyrek 2018
Banka Değerleme Temelleri. Jay D. Wilson, CFA, CBA. 19 Şubat 2013
Finansal Hizmet Firmaları Değerli Olarak Damodaran Nisan 2009
CFA Programı Seviye II Cilt 4 Hisse Senedi CFA Enstitüsü 2018

<https://www.creditwest.ua/uk/about-us/financial-report/>
https://ex.aval.ua/ru/about/bank_reports/
<https://ru.ukrsotsbank.com/ipfinreport/>
<http://www.abhh.lu/the-banking-group/>
<https://inventure.com.ua/>
<https://www.mtbank.by/about/reporting/finreports>
<https://my.ukrsibbank.com/ru/about-bank/financial-reports/>
<https://altbank.ua/about-altbank>
https://tascombank.ua/index.php?option=com_content&task=view&id=90&Itemid=95
<https://smida.gov.ua/db/emitent/14351016>
<https://smida.gov.ua/db/participant/21574573>
<https://www.bloomberg.com/>
<https://www.akbank.com/en-us/investor-relations/Pages/EarningsPresentation.aspx>
<https://www.sekerbank.com.tr/en/investorrelations>
https://www.garanti.com.tr/en/our_company/investor_relations.page
<https://www.vakifbank.com.tr/investor-relations.aspx?pageID=625>
<https://www.yapikredi.com.tr/en/investor-relations/>
<https://www.halkbank.com.tr/en/home/investorrelations>
<https://www.sberbank.com/ru/investor-relations/reports-and-publications/ifrs>
<https://www.vtb.com/akcionery-i-investory/>
<https://www.rosbank.ru/ru/about/>
<https://www.uralsib.ru/company/>
<https://www.bspb.ru/investors/>
<https://www.avangard.ru/rus/about/>
<https://mkb.ru/investor>

Kısaltmalar

M&A – Birleşme ve satın alma
P\BV – Defter değeri
P\E – Vergi sonrası net kâr
DCF – İndirgenmiş nakit akışı
EBITDA – Faiz, vergi, amortisman ve itfa öncesi kazanç
EBIT – Faiz ve vergi öncesi kazanç
EBRD – Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası
IFC – Uluslararası Finans Kurumu, Dünya Bankası'nın bir parçası
CIR – Maliyet / gelir oranı
RoA – Aktif getiri
RoE – Özkaynak kârlılığı
UAH – Ukrayna Grivnası
TL – Türk Lirası
RUB – Rus Rublesi
NPL – Takipteki alacak
OPEX – Faaliyet giderleri
PV – Bugünkü değeri
CAR – Sermaye yeterlilik oranı
IFI - Uluslararası finans kurumu



Millstone & Co

- Özel Yatırım Şirketi
 - Sermaye arttırma
 - M&A
 - Varlık Yönetimi
 - Danışma
 - Orta ve Doğu Avrupa'ya (CEE) odaklanma

VARŞOVA
Polonya

KRAKOW
Polonya

KİEV
Ukrayna

