

Beklentilere yakın sonuçlar & özkaynak karlılığı hedefinde olumlu revizyon

AL (önceki tavsiye: AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	29.08	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	38				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	288,330 / 7,110	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	60 / 42				
Halka Açıklık Oranı	6	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TL mn)	624				
Sadece Banka - TL milyon	2Ç25	2Ç24	Yıllık Δ	1Ç25	Çeyreklik Δ	YKY tahmin	Piyasa Beklentisi
Net Faiz Geliri	27,961	18,626	50%	21,017	33%	27,688	
Swap Sonrası Net Faiz Marjı	2.4%	1.0%	1.3%	2.2%	0.1%	2.4%	
Net Kar	10,029	7,169	40%	20,034	-50%	9,406	9,320
Özkaynak Karlılığı	16.7%	15.3%	1.5%	35.4%	-18.7%	15.8%	

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

Temel Göstergeler

	2024	2025T	2026T
PD/DD	0.9	1.0	0.7
F/K	4.8	4.1	2.7
Özkaynak Karlılığı	21%	28%	32%
Temettü Verimi	0%	0%	0%

Sonuçlar

- Vakıfbank'ın net karı 2Ç25'te 10 milyar TL seviyesinde gerçekleşti (YKY beklentisi: 9.4 milyar TL ve piyasa beklentisi: 9.3 milyar TL). Net kar ikinci çeyrekte çeyreklik %50 gerilerken, yıllık %40 arttı. 2Ç25 özkaynak karlılığı %17 seviyesine geriledi (6A25: %26). **Karlılığın beklentimizin sınırlı üzerinde gelişmesinde beklentimizden daha düşük kredi karşılık giderleri ve daha olumlu ticari/kur/swap sonuçları etkili oldu. Çeyreğin olumlu konuları dayanıklı marjlar ve ticari/kur/swap sonuçları ve güçlü komisyonlar. Çeyreğin olumsuz konusu ise hem de takipteki kredilerde hem de yakın izlemedeki kredilerde yüksek artış oldu. Takipteki krediler çeyreklik %34 artarken, yakın izlemedeki krediler ise %19 arttı.**
- Banka 2025 için "orta %20'li" olan özkaynak karlılığı hedefini "yüksek %20'li" olarak olumlu yönde değiştirdi (YKYt: %28). Net faiz marjı gelişiminde 200 baz puan iyileşme hedefi korunurken, TL ve YP kredi hacim hedefleri ve komisyon gelir artış hedefi yukarı yönlü revize edildi. Olumsuz olarak ise net risk maliyeti hedefi 100 baz puandan 150 baz puana yükseltildi.

Özet Görüşümüz

- Vakıfbank'ın 2Ç25 net karı piyasa beklentisinin %8 üzerinde gerçekleşti. **Sonuçları hisse için nötr olarak değerlendirmekle birlikte özkaynak karlılık hedefinin yukarı yönlü revizyonunu hisse için sınırlı olumlu değerlendiriyoruz. Banka için özkaynak karlılığı beklentimizi %28 olarak yukarı yönlü revize ettik (eski tahmin: %25). Tahmin dönemimizi bir çeyrek ileri attık. Vakıfbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 38TL/pay olarak revize ettik (eski hedef fiyat 30.5TL/pay) ve AL tavsiyemizi koruyoruz.** Banka 2025/26 tahminlerimize göre 1x/0.7x PD/DD ve 4.1x/2.7x F/K çarpanları ile işlem görmektedir. Vakıfbank yılbaşından bugüne XU100'ün %10 üzerinde performans gösterdi (XBANK'a göre %9 daha olumlu).

Genel Değerlendirme

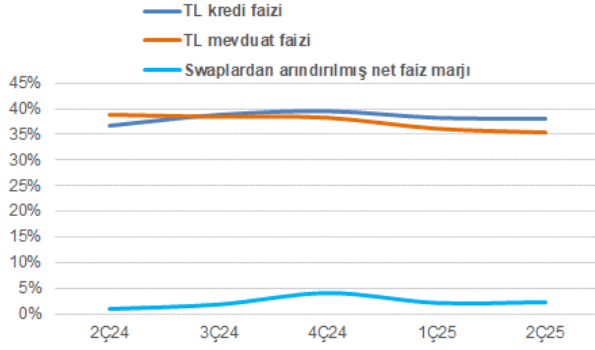
- Banka 2. çeyrekte TL kredilerde %8 büyümeye elde etti. Kredi büyümesi ağırlıklı ticari kredilerde gerçekleşti. Bankanın TL mevduatı çeyreklik %10 artış gösterirken, YP mevduatı (\$ bazında) %9 arttı. Vakıfbank'ın swaplardan arındırılmış net faiz marjı çeyreklik 14 baz puan iyileşti. Banka TÜFE'ye endeksli tahvil portföyünü ilk çeyrekteki %23.6 yerine %26.1 tahmini Ekim enflasyonu ile değerledi ve önümüzdeki çeyrekler için halen tampon mevcut. TL mevduat faizlerinde 80 baz puan düşüş ve TL kredi faizlerinde 20 baz puan düşüş sonucunda TL kredi-mevduat makası çeyreklik 60bp iyileşti. Komisyon gelirleri çeyreklik %13 büyümeye gösterirken, faaliyet giderleri ise çeyreklik %16 artış gösterdi.
- Takipteki kredi oranı ikinci çeyrekte %2.5 seviyesine yükseldi (çeyreklik +45 baz puan). 2.aşama kredilerin toplam krediler içindeki payı %9.1 seviyesine yükseldi (1Ç25: %8.3). Net risk maliyeti ise ikinci çeyrekte +160 baz puan seviyesinde gerçekleşti (1Ç25: +140bp). Bankanın 2025'in tamamı için revize hedefi yaklaşık +150 baz puan.
- Vakıfbank'ın sadece banka sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %13.7 ve %9.1 seviyelerinde gerçekleşti. Eğer kalan serbest karşılıklar hariç tutulursa, iki oran yaklaşık 15'er baz puan iyileşmektedir.

VAKBN T1 – Vakıfbank - Açıklanan Finansallar (TLmn)

VAKBN - Sadece Banka - (TL milyon)										
Kar & Zarar	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	çeyreklik Δ	yıllık Δ	6A24	6A25	yıllık Δ
Net faiz geliri	18,626	19,789	42,860	21,017	27,961	33%	50%	36,328	48,979	35%
Net türev ve kur kar/zararı	-7,911	41	316	5,542	-250	-105%	-97%	-12,746	5,292	-142%
Ticari kar/zarar	849	412	467	434	4,464	929%	426%	2,148	4,898	128%
Arındırılmış net faiz geliri	11,564	20,242	43,643	26,993	32,175	19%	178%	25,730	59,168	130%
Komisyon geliri	10,506	12,041	13,298	15,370	17,346	13%	65%	21,135	32,716	55%
Diğer gelirler	11,395	6,022	5,295	33,327	11,497	-66%	1%	34,739	44,823	29%
İştirakler gelirleri	113	1	9	2	514	30576%	356%	114	516	352%
Toplam gelirler	33,577	38,306	62,244	75,693	61,532	-19%	83%	81,718	137,224	68%
Faaliyet Giderleri	17,643	18,767	22,092	24,380	29,216	16%	60%	32,472	52,597	62%
Karşılık gideri	8,271	8,167	18,136	28,370	18,853	-34%	128%	25,995	47,223	82%
Özel karşılıklar	2,390	8,212	990	7,031	10,355	47%	333%	4,297	17,386	305%
Genel karşılıklar	4,510	2,845	10,858	21,190	8,318	-61%	84%	20,168	29,509	46%
Diğer karşılıklar	1,372	-890	6,288	148	180	22%	-87%	1,529	328	-79%
Vergi öncesi Kar	7,663	11,372	22,017	22,943	14,462	-37%	89%	23,250	37,405	61%
Vergi gideri	494	3,350	8,856	2,909	4,433	52%	797%	4,059	7,342	81%
Net Kar	7,169	8,023	13,161	20,034	10,029	-50%	40%	19,192	30,063	57%
Bilanço										
	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	çeyreklik Δ	yıllık Δ			
Krediler	1,707,521	1,855,120	2,009,402	2,241,098	2,440,387	9%	43%			
TL	1,130,986	1,213,541	1,315,679	1,437,859	1,564,508	9%	38%			
YP (\$)	18,304	19,782	20,703	22,508	23,616	5%	29%			
Takipteki Krediler	24,312	33,393	36,667	46,799	62,649	34%	158%			
Mevduat	2,152,316	2,305,003	2,537,788	2,632,649	2,924,559	11%	36%			
TL	1,449,998	1,597,165	1,864,267	1,911,726	2,093,979	10%	44%			
YP (\$)	21,395	20,745	19,091	19,089	20,900	9%	-2%			
Repo	262,470	326,613	507,549	490,652	433,263	-12%	65%			
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	142,710	183,041	213,701	208,668	245,193	16%	72%			
Alınan krediler	274,733	290,076	274,083	337,747	386,733	15%	41%			
Özkaynaklar	191,259	201,166	219,194	232,990	246,456	6%	29%			
Toplam Varlıklar	3,237,503	3,568,979	4,021,486	4,189,766	4,555,224	9%	41%			
Marjlar										
	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	çeyreklik Δ	yıllık Δ	6A24	6A25	yıllık Δ
Net faiz marjı	2.5%	2.4%	4.7%	2.1%	2.7%	0.5%	0.2%	2.5%	2.4%	-0.1%
Swaptlardan arındırılmış net faiz marjı	1.0%	1.9%	4.1%	2.2%	2.4%	0.1%	1.3%	1.1%	2.3%	1.2%
Kredi-mevduat makası	1.6%	1.4%	0.5%	0.5%	0.9%	0.4%	-0.7%	2.4%	0.7%	-1.7%
TL kredi faizi	36.7%	38.8%	39.5%	38.2%	38.0%	-0.2%	1.3%	34.6%	38.1%	3.6%
TL mevduat faizi	38.9%	38.5%	38.3%	36.0%	35.3%	-0.8%	-3.6%	38.4%	35.7%	-0.7%
TL makas	-2.1%	0.3%	1.2%	2.2%	2.8%	0.8%	4.9%	-1.8%	2.5%	4.3%
YP kredi faizi	8.2%	8.4%	7.5%	7.5%	7.3%	-0.2%	-0.9%	8.4%	7.4%	-1.0%
YP mevduat faizi	1.3%	1.3%	0.6%	0.8%	0.9%	0.1%	-0.4%	1.5%	0.9%	-0.6%
YP makas	6.9%	7.1%	6.9%	6.7%	6.4%	-0.2%	-0.5%	7.0%	6.6%	-0.4%
TL menkul kıymet getirisi	29.7%	32.5%	46.2%	26.2%	30.0%	3.6%	0.3%	28.4%	28.1%	-0.3%
YP menkul kıymet getirisi	6.4%	6.6%	6.7%	6.6%	6.6%	0.0%	0.2%	6.2%	6.6%	0.4%
Aktif Kalitesi										
	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	çeyreklik Δ	yıllık Δ	6A24	6A25	yıllık Δ
Takipteki Krediler Oranı	1.4%	1.8%	1.8%	2.0%	2.5%	0.5%	1.1%			
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	-0.3%	0.9%	1.7%	1.4%	1.6%	0.2%	1.9%	-0.8%	1.5%	2.3%
3. evre karşılık oranı	77%	69%	64%	60%	60%	-0.6%	-16.9%			
Toplam karşılık oranı	233%	180%	185%	158%	133%	-25.4%	-100.2%			
2. evre kredilerin payı	7.9%	8.0%	7.9%	8.3%	9.1%	0.8%	1.2%			
Karlılık ve Diğer										
	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	çeyreklik Δ	yıllık Δ	6A24	6A25	yıllık Δ
Özkaynak karlılığı	15.3%	16.4%	25.0%	35.4%	16.7%	-18.7%	1.5%	18.0%	26.1%	8.1%
Aktif karlılığı	0.9%	0.9%	1.4%	2.0%	0.9%	-1.0%	0.0%	1.3%	1.4%	0.2%
Gider / Gelir	46%	30%	29%	40%	35%	-4.3%	-10.7%	45.1%	37.5%	-7.6%
Kaldıraç oranı (x)	16.9	17.7	18.3	18.0	18.5	0.5	1.6			
Kredi / Mevduat	78%	79%	78%	84%	83%	-1%	5%			
Sermaye yeterlik oranı	14.5%	16.0%	16.1%	14.2%	14.8%	0.6%	0.3%			
Çekirdek sermaye oranı	10.5%	10.7%	11.1%	9.6%	10.0%	0.4%	-0.5%			
Kaynak: YKY Araştırma, Banka										

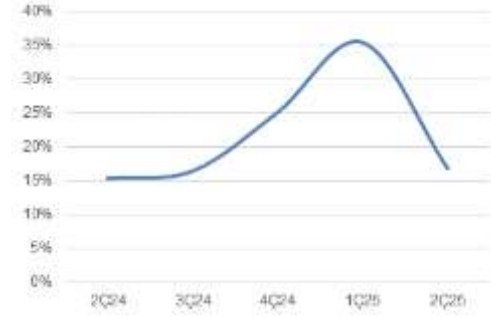
EK: Göstergeler

Çeyreklik Marjlar



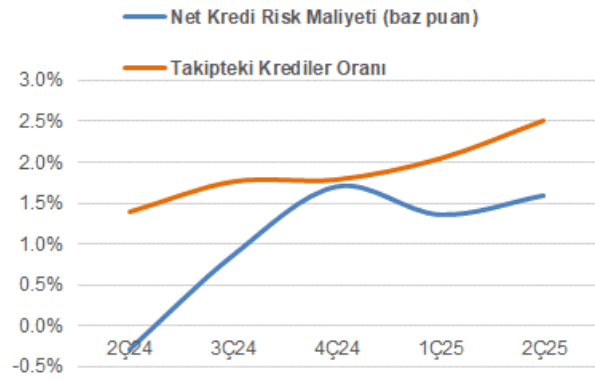
Kaynak: YKY Araştırma

Özkaynak Karlılığı



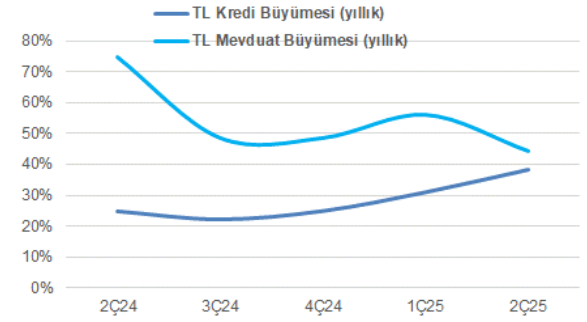
Kaynak: YKY Araştırma

Aktif Kalitesi



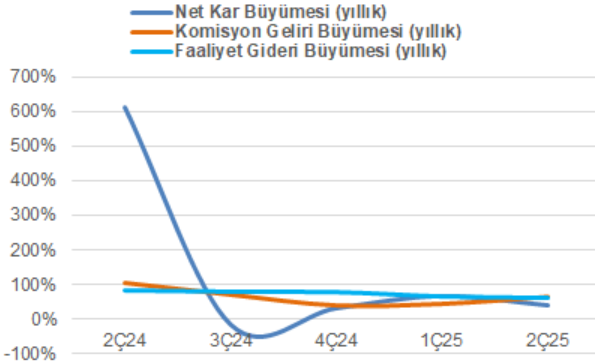
Kaynak: YKY Araştırma

TL Kredi & TL Mevduat Büyümesi (yıllık)



Kaynak: YKY Araştırma

Çeyreklik Net Kar (yıllık)



Kaynak: YKY Araştırma

Çarpanlar & Göstergeler

	2024	2025T	2026T
PD/DD	0.9	1.0	0.7
F/K	4.8	4.1	2.7
Özkaynak Karlılığı	21%	28%	32%
Temettü Verimi	0%	0%	0%

Kaynak: YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.