

## VAKIFBANK

Nötr

## Net kârdaki düşüş TÜFE tahvil muhasebesi kaynaklı

Analist: Hakan Aygün

[hakan.aygun@akyatirim.com.tr](mailto:hakan.aygun@akyatirim.com.tr)

**Vakıfbank (VAKBN; NÖTR, 12A HF: 40,00 TL)** 1Ç26 net kârı TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerin muhasebesindeki döngüsellikten kaynaklı olarak %47 düşüşle 15,0 milyar TL oldu ve bizim 14,5 milyar TL beklentimiz ile 14,3 milyar TL medyan tahmine yakın geldi. Vakıfbank 1Ç26'da 8 milyar TL tutarındaki serbest karşılıkları olduğu gibi korudu, bu stoktan karşılık çözmedi. Bankanın öz kaynak getirisi %18,4 ile 2025'teki %27,3'ün ve 2026 hedefi olan yüksek yirmili seviyenin altında kaldı.

1Ç26'da net faiz geliri ve net faiz marjı beklentimizin altında kalırken, beklentimizden güçlü gelen Hazine gelirleri ile beklentimizden düşük kalan karşılık giderleri farkı fazlasıyla telafi etti. Diğer kalemler tahminlerimize paralel gerçekleşti.

Net kârın önceki çeyreğe göre belirgin gerilemesi son çeyrekte enflasyon düzeltmesi nedeniyle yazılan 16,7 milyar TL'lik TÜFE tahvil getirisinin etkisini yansıtıyor. Banka 1Ç24'te hafif azalmayla 350 milyar TL olan TÜFE tahvillerini %21 enflasyon varsayımı ile değerledi ve önceki çeyreğin 20 milyar TL kadar altında TÜFE tahvil geliri yazdı. Bankanın diğer faiz geliri ise 7,2 milyar TL arttı. Ancak buna rağmen net faiz marjı önceki çeyreğe göre 130 baz puan düştü ve 2025'e göre sadece 50 baz puan arttı. Banka 2026 için 110 baz puan artmasını beklediği net faiz marjında aşağı yönlü risk olduğuna dikkat çekti. Bizim modelimiz ise net faiz marjında yıllık 60 baz puan artış öngörüyor.

**Yorum ve Öneri:** Vakıfbank'ın 1Ç26 sonuçları diğer kalemlerde de 2026 hedeflerinin altında bir performansa işaret ediyor. Net faiz ve komisyon geliri tahminlerimizde aşağı yönlü güncelleme nedeniyle net kâr beklentimizi de 2026 için %22 düşüşle 82 milyar TL ve 2027 için %5 düşüşle 123 milyar TL olarak güncelledik. Bu varsayımlar altında öz kaynak getirisi beklentimiz %23,3 ve %26,7 olarak bankanın yüksek yirmili getiri hedefinin altında kalıyor. Model güncellemesinin ardından, 12 aylık fiyat hedefimizi %6 düşüşle 40,00 TL yaptık. Önerimizi 'Nötr' olarak koruyoruz.

Bloomberg Kodu	VAKBN TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	40.00
Güncel Fiyat, TL	31.46
Getiri Potansiyeli	27%
Halka Açıklık Oranı	6%
Piyasa Değeri, mn TL	311,955

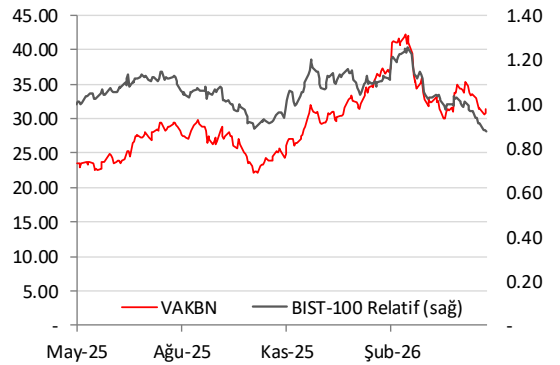
Finansal Veriler	2024	2025	2026T	2027T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Düz. NFK, mn TL	89,615	158,212	228,725	326,237
Net Kâr, mn TL	40,375	70,050	82,000	123,000
Özkaynak, mn TL	219,194	322,381	398,424	521,424
Toplam Aktif, mn TL	4,021,486	5,388,290	6,671,370	8,247,844
Ort. FKA, mn TL	3,200,062	4,436,564	5,623,118	7,040,635

Kârlılık	2024	2025	2026T	2027T
Ort. Aktif Karlılığı	1.2%	1.5%	1.4%	1.6%
Ort. Özk. Karlılığı	20.7%	25.9%	22.8%	26.7%
Temettü Verimi	-	-	-	1.3%

Büyüme	2024	2025	2026T	2027T
Düz. NFK, y/y	35.8%	76.5%	44.6%	42.6%
Net Kâr, y/y	61.2%	73.5%	17.1%	50.0%
Özkaynak, y/y	27.9%	47.1%	23.6%	30.9%
Toplam Aktif, y/y	43.8%	34.0%	23.8%	23.6%
Ort. FKA, y/y	53.4%	38.6%	26.7%	25.2%

Değerleme Verisi	2024	2025	2026T	2027T
F/K	4.8	3.7	3.8	2.5
F/DD	0.9	0.8	0.8	0.6

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-0.2%	-13.8%	46.3%	2.5%
BİST-100 Relatif	-12.3%	-21.8%	-10.4%	-22.6%
AOİH, mn TL	1,394	1,402	1,169	1,465



## Dönem Özeti

TRY mn	Özet Finansallar					Karşılaştırma	
	1Ç26	1Ç25	yıllık	4Ç25	çyrk	AkYat	Piyasa
Swap dhl. net faiz g.	46,584	21,769	114%	60,376	-23%	48,800	n.a.
Net faiz marjı	3.6%	2.2%	140bps	4.9%	-129bps	3.7%	n.a.
Net Kâr	15,031	20,034	-25%	28,094	-46%	14,500	14,313
Öz sermaye	331,455	232,990	42%	322,381	3%	336,881	n.a.

Kaynak: Ak Yatırım

- Vakıfbank'ın komisyon gelirleri 1Ç26'ta kredi kartı komisyon gelirlerine bağlı olarak önceki çeyrek düzeyinde kaldı ve yıllık bazda da %26 arttı. Banka sene başında 2026'da komisyon gelirlerinde %40'ın üzerinde büyüme bekliyordu. Faizlerin seyrine ve rekabete bağlı olarak bu artış sağlanabilir. Ancak modelimizde komisyon geliri artış beklentimizi daha temkinli bir yaklaşımla %38'ten %25'e indirdik.
  - Faaliyet giderlerindeki artış 1Ç26'ta önceki çeyreğe göre %12 ve yıllık bazda %60 oldu. Banka sene başında 2026 için faaliyet giderlerinde artış beklentisini enflasyonun üzerinde seviyeler olarak paylaşmıştı. Modelimizde büyümenin %35 civarında olacağını öngördük. Sonuçların ardından bu tahmini şimdilik koruyoruz. Ancak bu kalemde de yukarı yönlü riskler olabileceğini düşünüyoruz.
  - Vakıfbank'ta sorunlu kredi intikali (net) 1Ç26'da önceki çeyreğe göre 0,9 milyar TL artarak 12,2 milyar TL oldu. Böylece dönem sonunda sorunlu kredi tutarı 99,4 milyar TL'ye ve sorunlu karşılık oranı 20 baz puan artışla %3,1'e çıktı.
  - Bankanın net karşılık gideri de 1Ç26'da 7,5 milyar TL artarak 12,3 milyar TL oldu. Böylece net kredi risk maliyeti 159 baz puan ile 150 baz puan beklentisine yakın geldi. Bu parametreye ilişkin 2026 tahminimizi 160 baz puan olarak koruduk. Vakıfbank ayrıca 1Ç26'da 8 milyar TL tutarındaki serbest karşılık rezervini korudu. Modelimizde bu hesaptan takip eden dönemlerde herhangi bir çözülme öngörmedik. Bu kalemde yapılacak iptaller net kâr tahminimiz üzerinde yukarı yönlü potansiyel sağlayacaktır.
-

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2025/3	2026/3
<b>Net Faiz Geliri (düzeltilmiş)</b>	<b>21,769</b>	<b>24,581</b>	<b>31,611</b>	<b>60,376</b>	<b>46,584</b>	<b>21,769</b>	<b>46,584</b>
-TÜFE tahvil geliri	15,700	19,600	19,800	36,500	16,400	15,700	16,400
-Çekirdek Net Faiz Geliri	6,069	4,981	11,811	23,876	30,184	6,069	30,184
Swap maliyetleri (bilgi)	900	-3,200	-5,600	-5,934	-7,200	900	-7,200
Hazine işlem kâr/zararı (swap maliyeti hariç)	5,076	7,414	4,394	2,991	4,000	5,076	4,000
- Esas Hazine işlem kâr/zararı	5,076	7,414	4,394	2,991	4,000	5,076	4,000
- Kura bağlı karşılık gider koruma geliri (bilgi)	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kredi karşılık giderleri (kur kaynaklı gider hariç) (-)</b>	<b>7,142</b>	<b>9,250</b>	<b>10,564</b>	<b>4,757</b>	<b>12,322</b>	<b>7,142</b>	<b>12,322</b>
- Kredi karşılık gideri (kur kaynaklı gider hariç)	28,222	18,673	16,453	12,587	25,743	28,222	25,743
- İptal edilen karşılıklar	21,080	9,423	5,889	7,830	13,421	21,080	13,421
<b>Düzeltilmiş Net Faiz Geliri</b>	<b>19,704</b>	<b>22,745</b>	<b>25,441</b>	<b>58,610</b>	<b>38,262</b>	<b>19,704</b>	<b>38,262</b>
Komisyon ve Ücretler (net)	15,370	17,346	20,605	19,373	19,338	15,370	19,338
<b>Bankacılık Geliri</b>	<b>35,074</b>	<b>40,091</b>	<b>46,046</b>	<b>77,983</b>	<b>57,600</b>	<b>35,074</b>	<b>57,600</b>
Diğer Gelirler	1,247	2,073	1,058	3,025	1,784	1,247	1,784
Diğer karşılıklar (serbest karşılık dahil) (-)	-11,000	0	0	4,000	1	-11,000	1
Faaliyet giderleri (-)	24,380	28,216	30,694	34,730	38,975	24,380	38,975
<b>Vergi Öncesi Kâr</b>	<b>22,941</b>	<b>13,948</b>	<b>16,410</b>	<b>42,277</b>	<b>20,407</b>	<b>22,941</b>	<b>20,407</b>
İştirak geliri	2	514	2	7	386	2	386
Vergi(-)	2,909	4,433	4,519	14,190	5,762	2,909	5,762
<b>Net Kâr</b>	<b>20,034</b>	<b>10,029</b>	<b>11,893</b>	<b>28,094</b>	<b>15,031</b>	<b>20,034</b>	<b>15,031</b>

Bilanço (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2025/3	2026/3
Likit aktifler	787,060	875,586	1,012,226	980,228	948,642	787,060	948,642
Menkul Kıymetler	1,007,778	1,072,498	1,108,811	1,199,693	1,217,143	1,007,778	1,217,143
Krediler	2,241,098	2,440,387	2,662,335	2,925,230	3,086,862	2,241,098	3,086,862
Tahsili gecikmiş krediler	46,799	62,649	75,889	87,224	99,397	46,799	99,397
Krediler için ayrılan karşılıklar (-)	74,154	83,349	93,881	99,829	111,753	74,154	111,753
Sabi kıymetler ve diğer aktifler	181,184	187,453	228,890	295,744	309,818	181,184	309,818
<b>Toplam aktifler</b>	<b>4,189,766</b>	<b>4,555,224</b>	<b>4,994,270</b>	<b>5,388,290</b>	<b>5,550,110</b>	<b>4,189,766</b>	<b>5,550,110</b>
Müşteri mevduatı	2,577,517	2,780,020	2,992,610	3,326,221	3,353,907	2,577,517	3,353,907
İhraç edilen M.K. ve alınan krediler	638,800	729,194	811,923	904,059	954,382	638,800	954,382
Diğer	740,459	799,554	926,109	835,629	910,366	740,459	910,366
<b>Öz sermaye</b>	<b>232,990</b>	<b>246,456</b>	<b>263,628</b>	<b>322,381</b>	<b>331,455</b>	<b>232,990</b>	<b>331,455</b>
<b>Toplam pasifler</b>	<b>4,189,766</b>	<b>4,555,224</b>	<b>4,994,270</b>	<b>5,388,290</b>	<b>5,550,110</b>	<b>4,189,766</b>	<b>5,550,110</b>

Gelir tablosu kalemlerinde artışlar	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2026/3	2025/3
Net faiz geliri	-42.7%	12.9%	28.6%	91.0%	-22.8%	190.0%	114.0%
Komisyonlar	15.6%	12.9%	18.8%	-6.0%	-0.2%	44.6%	25.8%
Karşılık gideri	-4.8%	8.4%	-11.9%	0.8%	55.2%	-2.0%	49.5%
Faaliyet gideri	10.4%	15.7%	8.8%	13.2%	12.2%	64.4%	59.9%
Net kâr	52.2%	-49.9%	18.6%	136.2%	-46.5%	66.6%	-25.0%

#### Temel Performans Kriterleri

TL kredi artışı	8.7%	8.1%	9.8%	10.3%	4.2%	8.7%	4.2%
YP kredi artışı (dolar bazlı)	8.0%	5.1%	3.4%	5.8%	3.9%	8.0%	3.9%
TL mevduat artışı	4.2%	5.3%	5.8%	10.3%	-0.9%	4.2%	-0.9%
YP mevduat artışı (dolar bazlı)	-1.3%	9.6%	7.5%	9.6%	1.3%	-1.3%	1.3%
TL vadesiz mevduat oranı	15.0%	18.6%	15.4%	18.1%	14.9%	15.0%	14.9%
YP vadesiz mevduat oranı	62.3%	63.1%	66.9%	70.0%	72.7%	62.3%	72.7%
Çekirdek Sermaye Yeterlilik Oranı	9.6%	10.0%	10.0%	11.4%	9.4%	9.6%	9.4%
SYR	14.2%	14.8%	14.7%	16.7%	14.1%	14.2%	14.1%
<b>Ortalama Faiz Getirili Aktifler</b>	<b>3,964,520</b>	<b>4,212,204</b>	<b>4,585,922</b>	<b>4,944,261</b>	<b>5,178,899</b>	<b>3,964,520</b>	<b>5,178,899</b>
Düzeltilmiş Net Faiz Geliri	21,769	24,581	31,611	60,376	46,584	21,769	46,584
Düzeltilmiş Net Faiz Geliri (Tüfe tahvil geliri hrç)	6,069	4,981	11,811	23,876	30,184	6,069	30,184
<b>Net Faiz Marjı</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.9%</b>	<b>3.6%</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.6%</b>
<b>Net Faiz Marjı (Tüfe tahvil geliri hrç)</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.3%</b>	<b>0.6%</b>	<b>2.3%</b>
TL kredi getirisi	39.4%	39.5%	39.7%	38.1%	35.8%	39.4%	35.8%
YP kredi getirisi	7.5%	7.3%	7.1%	6.9%	6.5%	7.5%	6.5%
TL mevduat maliyeti	42.8%	43.1%	43.1%	39.5%	36.9%	42.8%	36.9%
YP mevduat maliyeti	1.6%	1.7%	1.2%	1.3%	1.0%	1.6%	1.0%
<b>Net karşılık gideri (kur kaynaklı maliyet hariç)</b>	<b>7,142</b>	<b>9,250</b>	<b>10,564</b>	<b>4,757</b>	<b>12,322</b>	<b>7,142</b>	<b>12,322</b>
Üçüncü aşama krediler	7,031	10,355	9,607	9,710	11,831	7,031	11,831
Standart krediler (I. ve II. aşama)	21,190	8,318	6,846	2,877	13,912	21,190	13,912
Serbest kalan karşılıklar	21,080	9,423	5,889	7,830	13,421	21,080	13,421
Karşılıklar için kur kaynaklı pozisyon geliri	0	0	0	0	0	0	0
- Serbest karşılıklar	-11,000	0	0	4,000	0	-11,000	0
<b>Dönemin Ortalama Kredi Hacmi</b>	<b>2,166,983</b>	<b>2,395,467</b>	<b>2,620,630</b>	<b>2,875,339</b>	<b>3,099,357</b>	<b>2,166,983</b>	<b>3,099,357</b>
Kur kaynaklı risk maliyeti	0bps	0bps	0bps	0bps	0bps	0bps	0bps
<b>Toplam net kredi risk maliyeti (kur etkisi dhl.)</b>	<b>132bps</b>	<b>154bps</b>	<b>161bps</b>	<b>66bps</b>	<b>159bps</b>	<b>132bps</b>	<b>159bps</b>
<b>Toplam net kredi risk maliyeti (kur etkisi hrç.)</b>	<b>132bps</b>	<b>154bps</b>	<b>161bps</b>	<b>66bps</b>	<b>159bps</b>	<b>132bps</b>	<b>159bps</b>
Net komisyonlar / Faaliyet giderleri	63%	61%	67%	56%	50%	63%	50%
Maliyet / Gelir oranı	56.1%	54.3%	53.2%	40.5%	54.1%	56.1%	54.1%
Ortalama aktifler	4,105,626	4,372,495	4,774,747	5,191,280	5,469,200	4,105,626	5,469,200
Ortalama öz sermaye	226,092	239,723	255,042	293,004	326,918	226,092	326,918
<b>Ortalama aktif kârlılık</b>	<b>2.0%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.1%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.1%</b>
<b>Ortalama Öz sermaye kârlılığı</b>	<b>35.4%</b>	<b>16.7%</b>	<b>18.7%</b>	<b>38.4%</b>	<b>18.4%</b>	<b>35.4%</b>	<b>18.4%</b>
Etkin Vergi Oranı	12.7%	31.8%	27.5%	33.6%	28.2%	12.7%	28.2%

**Model Güncellemeleri (milyon TL)**

	Cari			Önceki		
	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Düzeltilmiş Faiz Geliri	211,057	304,328		242,784	307,022	
TÜFE tahvil geliri	99,666	95,240		92,869	86,431	
Net komisyon geliri	90,860	114,565		100,314	124,310	
Hazine işlem geliri	17,669	21,909		12,680	15,469	
Karşılıklar (net)	54,930	72,364		55,389	71,266	
Faaliyet gideri	159,348	204,291		159,330	200,681	
Net Kâr	82,000	123,000		104,500	130,000	
Krediler	3,803,237	4,791,207		3,743,436	4,713,556	
Mevduat	4,134,359	5,100,225		4,245,876	5,208,715	
T. Aktifler	6,671,370	8,247,844		6,771,894	8,366,498	
Öz sermaye	398,424	521,424		426,881	556,880	
Net Faiz Marjı	3.7%	4.3%		4.2%	4.3%	
Net kredi risk maliyeti	160bps	160bps		160bps	160bps	
Faaliyet giderleri/gelirler	48.8%	45.5%		44.0%	44.2%	
Aktif kârlılık	1.4%	1.6%		1.7%	1.7%	
Öz sermaye kârlılığı	23.3%	26.7%		28.5%	26.4%	
12 aylık fiyat hedefi		<b>40.00</b>			<b>42.50</b>	

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Net kâr tahmini değişimi	-22%	-5%	-
Fiyat hedefi değişimi		-6%	

# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.