

# VakıfBank

## Beklenti üstü kar tek seferlik kalemlerden, marj baskısı sürüyor

Mücahid Yıldırım

Analist

[myildirim@sekeryatirim.com](mailto:myildirim@sekeryatirim.com)

+90 (212) 334 3333 (150)

VakıfBank, 2Ç26 solo finansal sonuçlarında 15.077 mn TL net kar açıkladı (Ç/Ç +%0,3, Y/Y +%50,3). Açıklanan kar, 14.253 mn TL'lik piyasa medyan beklentisinin %5,8, 14.232 mn TL'lik beklentimizin ise %5,9 üzerinde gerçekleşti. Sapmadaki temel etken, %27 olarak öngördüğümüz efektif vergi oranının %19,9 seviyesinde gerçekleşmesinden kaynaklandı. Çeyrek içinde geçmiş yıllarda ayrılan 8.000 mn TL serbest karşılığın tamamı iptal edilerek gelir tarafına yazıldı. Çeyreklik ortalama özkaynak karlılığı %18,4'ten %17,6'ya geriledi.

**Marj tarafında baskı belirginleşti.** Net faiz geliri çeyreksele %7,4 gerileyerek 49.852 mn TL'ye, swap maliyeti %38,8 artışla 7.451 mn TL'ye yükseldi. Swap dahil net faiz geliri %12,5 azalışla 42.401 mn TL oldu. Bu doğrultuda bankanın swap dahil net faiz marjı %3,80'den %3,18'e geriledi.

**Daralmanın kaynağı TL mevduat maliyeti.** TL vadeli mevduat maliyeti 202 bp artışla %38,9'a çıkarken, TL kredi getirisi yalnızca 9 bp artışla %35,1 seviyesinde yatay gerçekleşti.

**TÜFEKS tarafında saklı faiz geliri rezervi bulunuyor.** TÜFE endeksli menkul kıymet geliri çeyreksele %4,3 artışla 17.100 mn TL'ye ulaşırken, banka değerlendirme varsayımını %20,9'da korudu; sektörde yaygın kullanılan Ekim-Ekim oranı ise %29 seviyesinde. Aradaki fark, 1Y26 itibarıyla yaklaşık 13,0 mlr TL'lik muhasebeleştirilmemiş faiz gelirin (bankanın 1Y26 net karının yaklaşık %43'üne) karşılık geliyor. Bu muhafazakarlık, 2Y26 tahminlerimize yönelik başlıca yukarı yönlü risk olarak öne çıkıyor.

Komisyon performansı çeyreğin en güçlü yanı. Net ücret ve komisyon gelirleri çeyreksele %15,6 güçlü artış kaydederken, 1Y26'da yıllık artış %27,5 seviyesinde gerçekleşti. Komisyon/faaliyet giderleri oranı %51'e sınırlı yükseldi.

Giderlerde yıllık baz yüksek. Faaliyet giderleri çeyreksele %12,5 artışla 43.829 mn TL'ye yükseldi. 1Y26 artışı ise %57,4 seviyesine oldukça yüksek gerçekleşti.

Aktif kalitesi tarafında kademeli bozulma sürüyor. Takipteki kredi oranı %3,12'den %3,35'e yükseldi. Çeyrek içinde 21.570 mn TL yeni takip girişine karşılık 7.035 mn TL tahsilat yapıldı. Net kredi riski maliyeti 155 bp'den 128 bp'ye geriledi (kümüle 141 bp).

Açıklanan kar beklentimizin %5,9 üzerinde olmakla birlikte, sapmanın büyük bölümü düşük efektif vergi oranından kaynaklanmaktadır. Buna karşılık muhafazakar TÜFE varsayımı bankayı yılın geri kalanında akranlarına göre avantajlı konumlandırmaktadır. Sonuçları bu nedenle "Nötr" olarak değerlendiriyoruz. **Revizyonlarımız sonrası 12 aylık hedef fiyatımızı 52,79 TL'den 46,39 TL'ye revize ederken "AL" tavsiyemizi koruyoruz.** Hedef fiyatımızı, mevcut seviyelere göre %51 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. VakıfBank 2026T 3,2x F/K ve 0,72 F/DD çarpanlarıyla ve ortalama %26,3 özkaynak karlılığıyla işlem görmektedir.

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| Tavsiye                 | AL    |
| Hedef fiyat (TL)        | 46,39 |
| Artış potansiyeli (%)   | 51%   |
| Önceki Tavsiye          | AL    |
| Önceki hedef fiyat (TL) | 52,79 |

|                  |          |      |
|------------------|----------|------|
|                  | TL       | US\$ |
| Fiyat            | 30,74    | 0,65 |
| BİST 100         | 13.779   | 290  |
| US\$ (MB Alış):  | 47,52    |      |
| 52 Hafta Yüksek: | 43,06    | 0,98 |
| 52 Hafta Düşük:  | 21,38    | 0,51 |
| Bloomberg Kodu:  | VAKBN.TI |      |

|                           |       |
|---------------------------|-------|
| Hisse Senedi Sayısı (Mn): | 9.916 |
|---------------------------|-------|

|                       |         |           |
|-----------------------|---------|-----------|
|                       | (TL Mn) | (US\$ Mn) |
| Piyasa Değeri:        | 304.815 | 6.416     |
| Halka Açık PD:        | 18.289  | 385       |
| Ortalama İşlem Hacmi: | 1.415   | 32        |

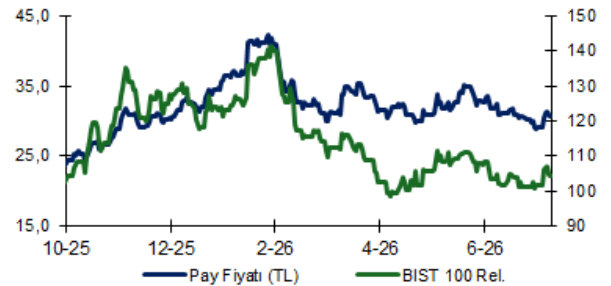
| Beklenti (TL mn) | Açıklanan | Şeker  | Fark | Piyasa | Fark |
|------------------|-----------|--------|------|--------|------|
| Net kar          | 15.077    | 14.232 | 6%   | 14.253 | 6%   |

| 2Ç26            | 1Ç26   | 2Ç26   | Çeyrek | 2Ç25   | Yıllık |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Net kar (TL mn) | 15.031 | 15.077 | 0%     | 10.029 | 50%    |

| Tahminler (TL mn) | 2023A   | 2024A   | 2025A   | 2026T   | 2027T   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Net Kar           | 25.046  | 40.375  | 70.050  | 95.062  | 132.127 |
| Özkaynak          | 171.428 | 219.194 | 322.381 | 422.563 | 540.741 |

| Değerleme         | 2023A | 2024A | 2025A | 2026T | 2027T |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| F/K (x)           | 5,1   | 5,7   | 4,3   | 3,2   | 2,3   |
| F/DD (x)          | 0,74  | 1,05  | 0,94  | 0,72  | 0,56  |
| Aktif Getirisi    | 1,1%  | 1,2%  | 1,5%  | 1,6%  | 1,7%  |
| Özkaynak Getirisi | 16,6% | 20,9% | 27,3% | 26,3% | 28,1% |

| Getiri (%)               | S1A  | S3A  | S6A   | S1Y   | YB    |
|--------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| TL Getiri:               | -5,2 | -4,1 | -15,7 | 5,7   | 0,2   |
| US\$ Getiri:             | -6,8 | -8,9 | -22,9 | -9,7  | -9,6  |
| BİST 100 Relatif Getiri: | -0,3 | 4,7  | -17,3 | -16,0 | -18,1 |



Yönetim 2026 beklentilerini aşağı yönlü revize etti. Banka; orta %20'li seviyelerde TL kredi büyümesi, dolar bazında tek haneli YP kredi büyümesi, %40 komisyon geliri artışı ve enflasyonun üzerinde faaliyet gideri artışı hedeflerini korudu. Buna karşılık swap düzeltilmiş net faiz marjı beklentisi %4,5'ten %4,1'e indirildi; revize hedef, yıllık bazda 110 bp yerine 70 bp marj iyileşmesine işaret ediyor. Yönetim ayrıca takipteki kredi oranı (%3,5) ve net kredi riski maliyeti (150 bp) hedeflerinde hafif yukarı yönlü risk bulunduğunu belirtti. Marj toparlanmasının yılın ikinci yarısında, TÜFE endeksli menkul kıymet değerlemesi ve TCMB faiz indirimlerinin etkisiyle hızlanması bekleniyor.

Tablo 1: Özet Bilanço

| (Banka-Konsolide Olmayan, TL) | 6A25             | 3A26             | 6A26             | Çeyreklik % | Yıllık %     | YtD         |
|-------------------------------|------------------|------------------|------------------|-------------|--------------|-------------|
| Menkul Kıymetler Portföyü     | 1.072.498        | 1.217.143        | 1.296.347        | 6,5%        | 20,9%        | 8,1%        |
| Krediler                      | 2.419.687        | 3.074.507        | 3.277.139        | 6,6%        | 35,4%        | 12,5%       |
| <b>Toplam Aktifler</b>        | <b>4.555.224</b> | <b>5.550.110</b> | <b>5.810.756</b> | <b>4,7%</b> | <b>27,6%</b> | <b>7,8%</b> |
| Mevduat                       | 2.924.559        | 3.404.007        | 3.566.974        | 4,8%        | 22,0%        | 3,4%        |
| TL Mevduat                    | 2.093.979        | 2.337.202        | 2.559.352        | 9,5%        | 22,2%        | 4,9%        |
| YP Mevduat                    | 830.579          | 1.066.805        | 1.007.622        | -5,5%       | 21,3%        | -0,2%       |
| Özkaynaklar                   | 246.456          | 331.455          | 353.008          | 6,5%        | 43,2%        | 9,5%        |
| <b>Toplam Yükümlülükler</b>   | <b>4.555.224</b> | <b>5.550.110</b> | <b>5.810.756</b> | <b>4,7%</b> | <b>27,6%</b> | <b>7,8%</b> |

Kaynak: Banka Finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Özet Gelir Tablosu

| (Banka-Konsolide Olmayan, TL)   | 2Ç25          | 1Ç26          | 2Ç26          | Çeyreklik % | Yıllık %     | Haziran 25    | Haziran 26    | Yıllık %    |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|-------------|--------------|---------------|---------------|-------------|
| Net Faiz Geliri (Swap dahil)    | 29.228        | 48.481        | 42.401        | -12,5%      | 45,1%        | 46.666        | 90.882        | 94,8%       |
| Net Ücret ve Komisyon Gelirleri | 17.346        | 19.338        | 22.362        | 15,6%       | 28,9%        | 32.716        | 41.700        | 27,5%       |
| İştirak Gelirleri               | 0             | 386           | 596           | a.d.        | a.d.         | 0             | 982           | a.d.        |
| Ticari Kar/Zarar (Net)          | 2.947         | 2.168         | -2.088        | -196,3%     | -170,8%      | 12.503        | 80            | -99,4%      |
| Diğer Faaliyet Gelirleri (Net)  | 2.073         | 1.805         | 10.256        | 468,3%      | 394,7%       | 14.320        | 12.061        | -15,8%      |
| Karşılık Giderleri (Net)        | 9.430         | 12.474        | 10.931        | -12,4%      | 15,9%        | 16.720        | 23.405        | 40,0%       |
| Faaliyet Giderleri              | 28.216        | 38.975        | 43.829        | 12,5%       | 55,3%        | 52.597        | 82.804        | 57,4%       |
| Diğer (Net)                     | 514           | 66            | 48            | a.d.        | a.d.         | 516           | 114           | a.d.        |
| Vergi Öncesi Kar                | 14.462        | 20.793        | 18.817        | -9,5%       | 30,1%        | 37.405        | 39.610        | 5,9%        |
| Vergi                           | 4.433         | 5.762         | 3.740         | -35,1%      | -15,6%       | 7.342         | 9.502         | 29,4%       |
| <b>Net Kar</b>                  | <b>10.029</b> | <b>15.031</b> | <b>15.077</b> | <b>0,3%</b> | <b>50,3%</b> | <b>30.063</b> | <b>30.108</b> | <b>0,1%</b> |

Kaynak: Banka Finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 3: Bilanço Rasyoları

| Fonlama Yapısı                        | 2Ç25   | 1Ç26   | 2Ç26   | Çeyreklik % | Yıllık % | YtD    |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|-------------|----------|--------|
| Kredi/Mevduat Oranı                   | 83%    | 90%    | 92%    | 1,6%        | 9,1%     | 7,4%   |
| TL Kredi/Mevduat Oranı                | 72%    | 81%    | 81%    | -0,9%       | 9,0%     | 5,7%   |
| YP Kredi/Mevduat Oranı                | 111%   | 110%   | 121%   | 10,9%       | 9,8%     | 13,0%  |
| Vadesiz Mevduat/Mevduat               | 30%    | 33%    | 32%    | -1,1%       | 1,6%     | -1,0%  |
| Vadeli Mevduat/Mevduat                | 70%    | 67%    | 68%    | 1,1%        | -1,6%    | 1,0%   |
| Aktif Kalitesi                        | 2Ç25   | 1Ç26   | 2Ç26   | Çeyreklik % | Yıllık % | YtD    |
| Takipteki Kredi Oranı                 | 2,5%   | 3,1%   | 3,4%   | 0,2%        | 0,8%     | 0,5%   |
| Net Kredi Riski Maliyeti              | 1,51%  | 1,55%  | 1,28%  | -0,3%       | -0,2%    | 0,6%   |
| Net Kredi Riski Maliyeti (Kümüle)     | 1,41%  | 1,55%  | 1,41%  | -0,1%       | 0,0%     | 0,2%   |
| Aşama 1 Krediler/Toplam Krediler      | 88,6%  | 87,0%  | 86,3%  | -0,7%       | -2,3%    | -2,1%  |
| Aşama 2 Krediler/Toplam Krediler      | 8,9%   | 9,9%   | 10,4%  | 0,5%        | 1,5%     | 1,6%   |
| Toplam Karşılık/Takipteki Kredi Oranı | 133,0% | 112,4% | 107,9% | -4,5%       | -25,1%   | -6,5%  |
| Sermaye Yeterlilik ve Kaldıraç Oranı  | 2Ç25   | 1Ç26   | 2Ç26   | Çeyreklik % | Yıllık % | YtD    |
| Çekirdek Sermaye Yeterliliği Oranı    | 10,0%  | 9,4%   | 9,5%   | 0,1%        | -0,6%    | -1,9%  |
| Ana Sermaye Yeterliliği Oranı         | 12,4%  | 11,9%  | 12,0%  | 0,0%        | -0,5%    | -2,4%  |
| Sermaye Yeterliliği Oranı             | 14,8%  | 14,0%  | 14,1%  | 0,0%        | -0,8%    | -2,6%  |
| Kaldıraç                              | 18,5   | 16,7   | 16,5   | (0,28)      | (2,02)   | (0,25) |
| Kredi Kırımları                       | 2Ç25   | 1Ç26   | 2Ç26   | Çeyreklik % | Yıllık % | YtD    |
| TL Krediler/Krediler                  | 61,9%  | 61,9%  | 62,9%  | 1,0%        | 1,0%     | 0,2%   |
| YP Krediler/Krediler                  | 38,1%  | 38,1%  | 37,1%  | -1,0%       | -1,0%    | -0,2%  |
| TL Mevduat/Mevduat                    | 71,6%  | 68,7%  | 71,8%  | 3,1%        | 0,2%     | 1,0%   |
| YP Mevduat/Mevduat                    | 28,4%  | 31,3%  | 28,2%  | -3,1%       | -0,2%    | -1,0%  |

Kaynak: Banka Finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 4: Karlılık Rasyoları (Çeyreklik)

|                                       | 2Ç25   | 1Ç26   | 2Ç26   | Çeyreklik % | Yıllık % | YtD     |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|-------------|----------|---------|
| Aktif Karlılığı                       | 0,92%  | 1,10%  | 1,06%  | -0,04%      | 0,14%    | -1,10%  |
| Özkaynak Karlılığı                    | 16,74% | 18,39% | 17,62% | -0,77%      | 0,89%    | -20,73% |
| Net Faiz Marjı (Swap adj.)            | 2,94%  | 3,80%  | 3,18%  | -0,62%      | 0,23%    | -1,82%  |
| Karlılık Rasyoları (Kümüle)           | 2Ç25   | 1Ç26   | 2Ç26   | Çeyreklik % | Yıllık % | YtD     |
| Aktif Karlılığı                       | 1,41%  | 1,10%  | 1,08%  | -0,02%      | -0,33%   | -0,43%  |
| Özkaynak Karlılığı                    | 25,82% | 18,39% | 17,94% | -0,45%      | -7,88%   | -9,32%  |
| Net Faiz Marjı (Swap adj.)            | 2,47%  | 3,80%  | 3,48%  | -0,32%      | 1,01%    | 0,18%   |
| Verimlilik Rasyoları                  | 2Ç25   | 1Ç26   | 2Ç26   | Çeyreklik % | Yıllık % | YtD     |
| Faaliyet Giderleri/Toplam Aktifler    | 2,58%  | 2,85%  | 3,09%  | 0,24%       | 0,51%    | 0,41%   |
| Komisyon Gelirleri/Toplam Aktifler    | 1,59%  | 1,41%  | 1,57%  | 0,16%       | -0,01%   | 0,08%   |
| Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri | 61,47% | 49,62% | 51,02% | 1,41%       | -10,45%  | -4,76%  |

Kaynak: Banka Finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

## Şeker Yatırım

## UYARI NOTU:

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.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5  
ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, [arastirma@sekeryatirim.com](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)