

Serbest karşılık iptali muhafazakâr TÜFE'ye endeksli tahvil değerlemesini telafi etti

AL (önceki tavsiye: AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	30.74	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	41				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	304,815 / 6,414	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	6 / -17				
Halka Açıklık Oranı	6	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TL mn)	1,606				
Sadece Banka - TL milyon	2Ç26	2Ç25	Yıllık Δ	1Ç26	Çeyreklik Δ	YKY tahmin	Piyasa Beklentisi
Net Faiz Geliri	49,852	27,960	78%	53,849	-7%	49,809	
Swap Sonrası Net Faiz Marjı	3.1%	2.4%	0.8%	3.6%	-0.4%	3.1%	
Net Kar	15,076	10,028	50%	15,032	0%	14,336	14,253
Özkaynak Karlılığı	17.6%	16.7%	0.9%	18.4%	-0.8%	16.9%	

Temel Göstergeler

	2025	2026T	2027T
PD/DD	0.8	0.7	0.6
F/K	3.7	3.6	2.5
Özkaynak Karlılığı	26%	23%	26%
Temettü Verimi	0%	0%	0%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

Temel Göstergeler

	2025	2026T	2027T
PD/DD	0.8	0.7	0.6
F/K	3.7	3.6	2.5
Özkaynak Karlılığı	26%	23%	26%
Temettü Verimi	0%	0%	0%

Sonuçlar

- Vakıfbank'ın net karı 2Ç26'da 15.1 milyar TL seviyesinde gerçekleşti (YKY beklentisi: 14.3 milyar TL ve piyasa beklentisi: 14.2 milyar TL). Net kar ikinci çeyrekte çeyreklik yatay gelişirken, yıllık %50 arttı. 2Ç26 özkaynak karlılığı %18 seviyesinde gerçekleşti (6A26: %18). Karlılığın beklentimizin hafif üzerinde gelişmesinde beklentimizden daha yüksek diğer faaliyet gelirleri etkili oldu. Banka ikinci çeyrekte beklentimize paralel olarak 8 milyar TL serbest karşılık iptali gerçekleştirdi. **Vakıfbank TÜFE'ye endeksli tahvil portföyünün değerlemesinde muhafazakâr doğrultuda %20.9 tahmini enflasyon kullanmaya devam etti.** Rakip bankalara paralel %29 tahmini TÜFE kullanılmış olsaydı, net kar ve özkaynak karlılığı ikinci çeyrekte sırasıyla 24 milyar TL ve %28 olurdu.
- Banka 2026 hedeflerini revize etti. Vakıfbank 2026'da özkaynak karlılığının %20'ler seviyesinde olmasını öngörüyor (eski hedef yüksek %20ler / YKYt: 23%).** Aşağı yönlü revizyonun temel nedeni TL faizlerin yüksek seyri kaynaklı beklenenden daha zayıf marjlar. Banka, swap dahil net faiz marjını %4.1 tahmin etmektedir (önceki tahmin: %4.5). Ayrıca net risk maliyetinde 150 baz puan hedefinde bir miktar yukarı risk olduğu belirtildi.

Özet Görüşümüz

- Vakıfbank'ın 2Ç26 net karı piyasa beklentisinin %6 üzerinde gerçekleşti. **Sonuçları hisse için nötr olarak değerlendiriyoruz.** Banka için 2026 özkaynak karlılığı tahminimizi %23 olarak aşağı yönlü revize ettik (eski tahmin: %26). Vakıfbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 41TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat: 42TL) ve **AL tavsiyemizi koruyoruz.** Banka 2026 tahminlerimize göre 0.7x PD/DD ve 3.6x F/K çarpanları ile işlem görmektedir. **Vakıfbank 13 Mayıs'tan itibaren Model Portföyümüzde yer almaktadır ve o tarihten itibaren XU100'ün %3 üzerinde performans gösterdi (XBANK'a göre %6 daha olumlu performans).**

Genel Değerlendirme

- Banka ilk çeyrekte TL kredilerde %8 büyümeye elde etti. Kredi büyümesi KOBİ kredileri ağırlıklı gerçekleşti. Bankanın TL mevduatı çeyreklik %10 artış gösterirken, YP mevduatı (\$ bazında) %10 geriledi. Vakıfbank'ın swaptan arındırılmış net faiz marjı çeyreklik 40 baz puan geriledi. Bunun temel nedeni bankanın **TÜFE'ye endeksli tahvil portföyünün değerlemesinde muhafazakâr doğrultuda %20.9 tahmini enflasyon kullanmaya devam etti ve bu durum yılın ikinci yarısında banka için önemli bir gelir tamponu yaratacak.** 2Ç26'da TL kredi-mevduat makası çeyreklik 210 baz puan geriledi. Komisyon gelirleri çeyreklik %16 artarken, faaliyet giderleri ise çeyreklik %12 artış gösterdi.
- Takipteki kredi oranı ikinci çeyrekte %3.4 seviyesine yükseldi (çeyreklik +25 baz puan). 2.aşama kredilerin toplam krediler içindeki payı %10.7 seviyesine yükseldi (1Ç26: %10.2). Net risk maliyeti ise ikinci çeyrekte +140 baz puan seviyesinde gerçekleşti (1Ç26: +160bp). Vakıfbank'ın sadece banka sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %14.1 ve %9.5 seviyelerinde gerçekleşti. Konsolide oranlar yaklaşık 35 baz puan daha yüksek seviyelerdedir.

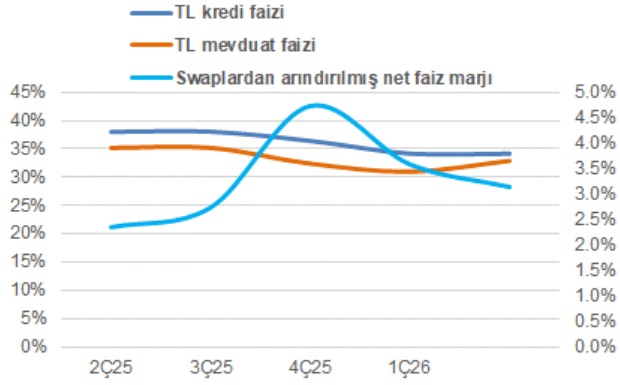
VAKBN T1 – Vakıfbank - Açıklanan Finansallar (TL mn)

VAKBN - Sadece Banka - (TL milyon)										
Kar & Zarar	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	çeyreklik Δ	yıllık Δ	6A25	6A26	yıllık Δ
Net faiz geliri	27,960	37,080	66,325	53,849	49,852	-7%	78%	48,979	103,701	112%
Net türev ve kur kar/zararı	-250	-2,421	-3,580	-3,615	-11,642	222%	4556%	5,292	-15,257	-388%
Ticari kar&zarar	4,464	1,215	637	414	2,104	408%	-53%	4,898	2,518	-49%
Arındırılmış net faiz geliri	32,174	35,874	63,383	50,648	40,314	-20%	25%	59,169	90,962	54%
Komisyon geliri	17,346	20,605	19,373	19,338	22,362	16%	29%	32,716	41,700	27%
Diğer gelirler	11,497	6,947	10,855	15,205	18,256	20%	59%	44,823	33,461	-25%
İştirakler gelirleri	514	2	7	386	596	54%	16%	516	982	90%
Toplam gelirler	61,530	63,428	93,618	85,577	81,528	-5%	33%	137,224	167,105	22%
Faaliyet Giderleri	28,216	30,694	34,730	38,974	43,830	12%	55%	52,596	82,804	57%
Karşılık gideri	18,853	16,322	16,603	25,809	18,882	-27%	0%	47,223	44,691	-5%
Özel karşılıklar	10,355	9,607	9,710	11,831	12,951	9%	25%	17,386	24,782	43%
Genel karşılıklar	8,318	6,846	2,877	13,912	5,883	-58%	-29%	29,509	19,795	-33%
Diğer karşılıklar	180	-131	4,016	66	48	-26%	-73%	328	114	-65%
Vergi öncesi Kar	14,461	16,412	42,284	20,794	18,816	-10%	30%	37,405	39,610	6%
Vergi gideri	4,433	4,519	14,190	5,762	3,740	-35%	-16%	7,342	9,502	29%
Net Kar	10,028	11,893	28,094	15,032	15,076	0%	50%	30,063	30,108	0%
Bilanço										
	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	çeyreklik Δ	yıllık Δ			
Krediler	2,440,387	2,662,335	2,925,230	3,086,862	3,286,190	6%	35%			
TL	1,564,508	1,724,244	1,904,898	1,993,748	2,161,350	8%	38%			
YP (\$)	23,616	24,429	25,850	26,861	26,597	-1%	13%			
Takipteki Krediler	62,649	75,889	87,224	99,397	113,919	15%	82%			
Mevduat	2,924,559	3,132,011	3,449,195	3,404,007	3,566,974	5%	22%			
TL	2,093,979	2,213,921	2,439,188	2,337,202	2,559,352	10%	22%			
YP (\$)	20,900	22,119	23,573	24,029	21,635	-10%	4%			
Repo	433,263	538,688	425,822	561,862	545,051	-3%	26%			
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	245,193	292,175	311,833	265,268	238,124	-10%	-3%			
Alınan krediler	386,733	417,689	463,931	556,495	657,981	18%	70%			
Özkaynaklar	246,456	263,628	322,381	331,455	353,008	7%	43%			
Toplam Varlıklar	4,555,224	4,994,270	5,388,290	5,550,110	5,810,756	5%	28%			
Marjlar										
	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	çeyreklik Δ	yıllık Δ	6A25	6A26	yıllık Δ
Net faiz marjı	2.7%	3.2%	5.3%	4.1%	3.7%	-0.4%	1.0%	2.4%	3.9%	1.5%
Swaplardan arındırılmış net faiz marjı	2.4%	2.7%	4.7%	3.6%	3.1%	-0.4%	0.8%	2.1%	3.4%	1.3%
Kredi-mevduat makası	0.9%	1.3%	2.5%	2.3%	0.8%	-1.5%	-0.1%	0.7%	1.5%	0.8%
TL kredi faizi	38.0%	38.1%	36.4%	34.1%	34.1%	0.0%	-4.0%	38.1%	34.1%	-4.0%
TL mevduat faizi	35.3%	35.3%	32.3%	30.8%	32.9%	2.0%	-2.4%	35.7%	31.8%	-3.8%
TL makas	2.8%	2.8%	4.1%	3.3%	1.2%	-2.1%	-1.6%	2.5%	2.3%	-0.2%
YP kredi faizi	7.3%	7.1%	6.9%	6.5%	6.7%	0.2%	-0.7%	7.4%	6.6%	-0.8%
YP mevduat faizi	0.9%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.0%	-0.5%	0.9%	0.4%	-0.5%
YP makas	6.4%	6.4%	6.4%	6.1%	6.3%	0.2%	-0.1%	6.6%	6.2%	-0.3%
TL menkul kıymet getirisi	30.0%	30.2%	36.5%	25.9%	26.3%	0.4%	-3.7%	28.1%	26.1%	-2.0%
YP menkul kıymet getirisi	6.6%	5.9%	6.3%	6.3%	6.7%	0.4%	0.1%	6.6%	6.5%	-0.1%
Aktif Kalitesi										
	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	çeyreklik Δ	yıllık Δ	6A25	6A26	yıllık Δ
Takipteki Krediler Oranı	2.5%	2.8%	2.9%	3.1%	3.4%	0.2%	0.8%			
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	1.6%	1.7%	0.7%	1.6%	1.4%	-0.2%	-0.2%	1.5%	1.5%	0.1%
3.evre karşılık oranı	60%	60%	62%	63%	64%	0.3%	4.0%			
Toplam karşılık oranı	133%	124%	114%	112%	109%	-3.7%	-24.3%			
2.evre kredilerin payı	9.1%	8.8%	9.0%	10.2%	10.7%	0.5%	1.6%			
Karlılık ve Diğer										
	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	çeyreklik Δ	yıllık Δ	6A25	6A26	yıllık Δ
Özkaynak karlılığı	16.7%	18.7%	38.4%	18.4%	17.6%	-0.8%	0.9%	26.1%	18.0%	-8.1%
Aktif karlılığı	0.9%	1.0%	2.2%	1.1%	1.1%	0.0%	0.1%	1.4%	1.1%	-0.4%
Gider / Gelir	44%	33%	41%	48%	47%	-1.2%	2.2%	42.1%	47.2%	5.2%
Kaldıraç oranı (x)	18.5	18.9	16.7	16.7	16.5	-0.3	-2.0			
Kredi / Mevduat	83%	84%	84%	90%	92%	2%	9%			
Sermaye yeterlilik oranı	14.8%	14.7%	16.7%	14.1%	14.1%	0.0%	-0.7%			
Çekirdek sermaye oranı	10.0%	10.0%	11.4%	9.4%	9.5%	0.1%	-0.5%			

Kaynak: YKY Araştırma, Banka

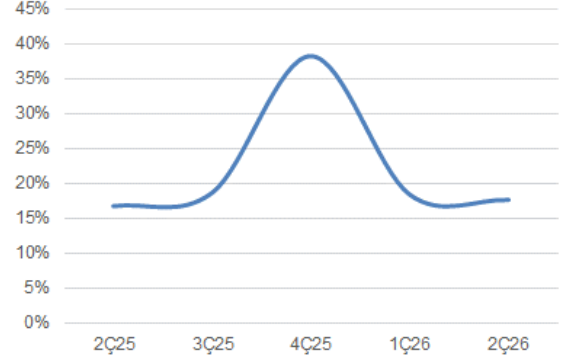
EK: Göstergeler

Çeyreklik Marjlar (net faiz marjı – sağ eksen)



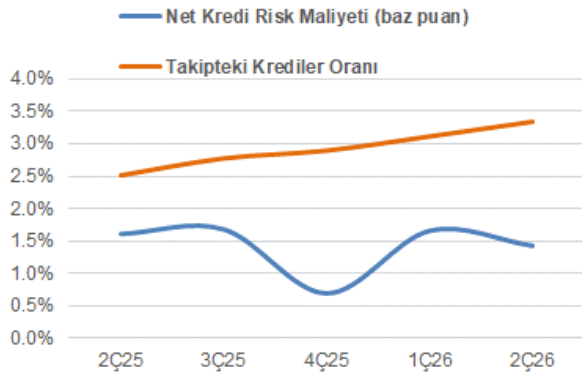
Kaynak: YKY Araştırma

Özkaynak Karlılığı



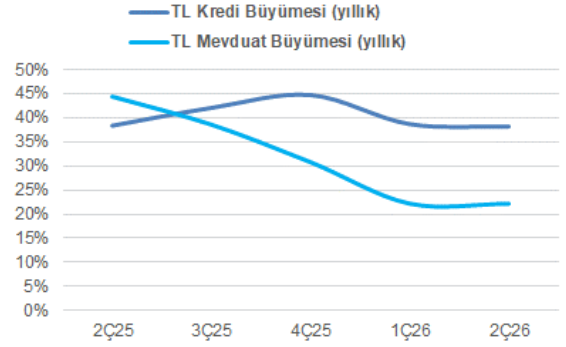
Kaynak: YKY Araştırma

Aktif Kalitesi



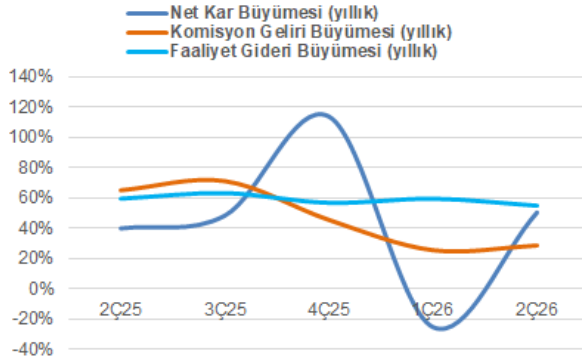
Kaynak: YKY Araştırma

TL Kredi & TL Mevduat Büyümesi (yıllık)



Kaynak: YKY Araştırma

Çeyreklik Net Kar (yıllık)



Kaynak: YKY Araştırma

Çarpanlar & Göstergeler

	2025	2026T	2027T
PD/DD	0.8	0.7	0.6
F/K	3.7	3.6	2.5
Özkaynak Karlılığı	26%	23%	26%
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.