

## Beklentilere paralel sonuçlar &amp; 2024 özkaynak karlılığı hedefinde revizyon

AL (önceki tavsiye: AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	19.85	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	30.50				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	196,831 / 5,758	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	10 / -4				
Halka Açıklık Oranı	6	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TL mn)	578				
<b>Sadece Banka - TL milyon</b>	<b>3Ç24</b>	<b>3Ç23</b>	<b>Yıllık Δ</b>	<b>2Ç24</b>	<b>Çeyreklik Δ</b>	<b>YKY tahmin</b>	<b>Piyasa Beklentisi</b>
Net Faiz Geliri	19,789	15,148	31%	18,626	6%	19,652	
Swap Sonrası Net Faiz Marjı	1.9%	2.4%	-0.5%	1.0%	0.9%	1.8%	
Net Kar	8,023	9,514	-16%	7,169	12%	7,977	7,950
Özkaynak Karlılığı	16.4%	26.2%	-9.9%	15.3%	1.1%	16.3%	

	2023	2024T	2025T
PD/DD	0.6	0.9	0.7
F/K	4.4	4.7	2.5
Özkaynak Karlılığı	18%	22%	31%
Temettü Verimi	0%	0%	0%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

## 3Ç24 Sonuçları

- Vakıfbank'ın net karı 3Ç24'te piyasa beklentisine yakın olarak 8 milyar TL seviyesinde gerçekleşti (YKY beklentisi: 7.9 milyar TL ve piyasa 7.9 milyar TL). Net kar 3. çeyrekte çeyreklik %12 artarken, yıllık %16 geriledi. 3Ç24 özkaynak karlılığı %16 seviyesindedir (9A24: %20). Sonuçlar genel hatlarıyla beklentimize yakın gelişti. Çeyreğin olumlu konusu marjlardaki iyileşme oldu. Hem net faiz marjında hem de TL kredi-mevduat makasında diğer bankalara görece daha güçlü trend gerçekleşti.
- 2024 hedefleri revize edildi: Banka yönetimi yaklaşık %30'lu özkaynak karlılığı hedefini düşük %20'li olarak revize etti (YKYt: %22).** Swap dahil net faiz marjında son çeyrekte artış trendinin devam etmesi beklenmektedir. Banka muhafazakâr olarak TÜFE'ye endeksli tahvil portföyü için Ekim TÜFE'sini %43.5 seviyesinde kullandı (gerçekleşen TÜFE: %48.6) ve bu sayede son çeyrekte yaklaşık 10 milyar TL ek gelir elde edecek. TL kredi-mevduat makasında da iyileşmenin devam etmesi tahmin edilmektedir.

## Özet Görüşümüz

- Vakıfbank'ın 3Ç24 net karı piyasa beklentisine paralel gerçekleşti. **Sonuçları hisse için nötr olarak değerlendiriyoruz.** Banka için AL tavsiyemizi koruyoruz ve 12 aylık hedef fiyatımızı 30.5TL/pay olarak koruyoruz. Banka 2024/25 tahminlerimize göre 0.9x/0.7x PD/DD ve 4.7x/2.5x F/K dan işlem görmektedir. Bankanın 2024/25 özkaynak karlılığı tahminimiz %22 ve %31. Özkaynak maliyeti varsayımımız ortalama %27 seviyesindedir. Hisse için tavsiyemizi AL'a yükselttiğimiz 24 Nisan tarihinden itibaren XU100'ün %27 üzerinde performans gösterdi. Banka o tarihten itibaren Model Portföy'ümüzde de yer almaktadır.

## Genel Değerlendirme

- Banka 3. çeyrekte TL kredilerde %7 büyüme elde etti. Kredi büyümesi ağırlıklı KOBİ ve ticari kredilerde gerçekleşti. Bankanın TL mevduatı çeyreklik %10 artış gösterirken, YP mevduatı (\$ bazında) ise %3 düşüş gösterdi. Vakıfbank'ın swaplardan arındırılmış net faiz marjı çeyreklik 90 baz puan artış gösterdi. Bunun en temel etkenleri azalan swap giderleri ve TL kredi-mevduat makasında iyileşme. TL mevduat faizlerinde 40 baz puan düşüş ve TL kredi faizlerinde 210 baz puan artış sonucunda TL kredi-mevduat makası çeyreklik 250bp iyileşti. Banka TÜFE'ye endeksli tahvil portföyü için muhafazakâr olarak %43.5 tahmini Ekim enflasyonu kullandı. Komisyon gelirleri yıllık %71 büyüme gösterirken, faaliyet giderleri ise yıllık %79 artış gösterdi. Takipteki kredi oranı 3. çeyrekte %1.8 seviyesine yükseldi (çeyreklik +40 baz puan). 2.evre kredilerin toplam krediler içindeki payı %8 seviyesine yükseldi (2Ç: %7.9). Net risk maliyeti ise 3. çeyrekte +85 baz puan seviyesinde gerçekleşti (2Ç: -30bp).
- Vakıfbank'ın sadece banka sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %14.2 ve %9.4 seviyelerinde gerçekleşti. Eğer serbest karşılıklar hariç tutulursa, iki oran 40'ar baz puan iyileşmektedir. Bankanın Temmuz'da ihracını gerçekleştirdiği sermaye benzeri tahvilin ise sermaye yeterlilik oranına 130 baz puan olumlu etkisi oldu.

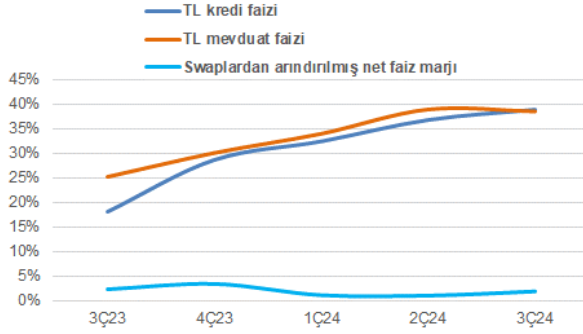
VAKBN T1 – Vakıfbank - Açıklanan Finansallar (TL mn)

VAKBN - Sadece Banka - (TL milyon)										
Kar & Zarar	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	çeyreklik Δ	yıllık Δ	9A23	9A24	yıllık Δ
<b>Net faiz geliri</b>	<b>15,148</b>	<b>28,593</b>	<b>17,702</b>	<b>18,626</b>	<b>19,789</b>	6%	31%	23,362	56,117	140%
Net türev ve kur kar/zararı	3,442	-4,097	-4,835	-7,911	41	-101%	-99%	13,345	-12,706	-195%
Ticari kar&zarar	2,814	322	1,299	849	412	-51%	-85%	4,461	2,561	-43%
<b>Arındırılmış net faiz geliri</b>	<b>21,404</b>	<b>24,818</b>	<b>14,166</b>	<b>11,564</b>	<b>20,242</b>	75%	-5%	41,168	45,972	12%
Komisyon geliri	7,038	9,474	10,629	10,506	12,041	15%	71%	16,272	33,175	104%
Diğer gelirler	3,646	6,242	23,344	11,395	6,022	-47%	65%	34,047	40,761	20%
İştirakler gelirleri	189	1	1	113	1	-99%	-99%	199	116	-42%
<b>Toplam gelirler</b>	<b>32,277</b>	<b>40,535</b>	<b>48,141</b>	<b>33,577</b>	<b>38,306</b>	14%	19%	91,686	120,024	31%
Faaliyet Giderleri	10,464	12,416	14,829	17,643	18,767	6%	79%	40,089	51,239	28%
<b>Karşılık gideri</b>	<b>11,014</b>	<b>21,249</b>	<b>17,724</b>	<b>8,271</b>	<b>8,167</b>	-1%	-26%	33,055	34,162	3%
Özel karşılıklar	506	927	1,908	2,390	6,212	160%	1127%	4,665	10,509	125%
Genel karşılıklar	10,505	16,052	15,658	4,510	2,845	-37%	-73%	28,317	23,013	-19%
Diğer karşılıklar	3	4,270	158	1,372	-890	-165%	-29221%	73	640	774%
<b>Vergi öncesi Kar</b>	<b>10,799</b>	<b>6,870</b>	<b>15,588</b>	<b>7,663</b>	<b>11,372</b>	48%	5%	18,542	34,623	87%
Vergi gideri	1,285	-3,153	3,565	494	3,350	578%	161%	3,519	7,409	111%
<b>Net Kar</b>	<b>9,514</b>	<b>10,023</b>	<b>12,023</b>	<b>7,169</b>	<b>8,023</b>	12%	-16%	15,023	27,214	81%
Bilanço										
	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	çeyreklik Δ	yıllık Δ			
<b>Krediler</b>	<b>1,383,359</b>	<b>1,499,288</b>	<b>1,607,801</b>	<b>1,707,521</b>	<b>1,855,120</b>	9%	34%			
TL	992,723	1,052,862	1,097,424	1,130,986	1,213,541	7%	22%			
YP (\$)	15,021	15,838	16,461	18,304	19,782	8%	32%			
<b>Takipteki Krediler</b>	<b>20,597</b>	<b>19,823</b>	<b>21,085</b>	<b>24,312</b>	<b>33,393</b>	37%	62%			
<b>Mevduat</b>	<b>1,700,644</b>	<b>1,961,761</b>	<b>2,002,815</b>	<b>2,152,316</b>	<b>2,305,003</b>	7%	36%			
TL	1,074,193	1,254,133	1,224,094	1,449,998	1,597,165	10%	49%			
YP (\$)	22,883	24,038	24,120	21,395	20,745	-3%	-9%			
Repo	134,712	132,363	228,972	262,470	326,613	24%	142%			
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	108,762	118,329	129,742	142,710	183,041	28%	68%			
Alınan krediler	199,686	221,681	267,517	274,733	290,076	6%	45%			
<b>Özkaynaklar</b>	<b>153,234</b>	<b>171,428</b>	<b>184,480</b>	<b>191,259</b>	<b>201,166</b>	5%	31%			
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>2,448,991</b>	<b>2,796,634</b>	<b>3,026,349</b>	<b>3,237,503</b>	<b>3,568,979</b>	10%	46%			
Marjlar										
	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	çeyreklik Δ	yıllık Δ	9A23	9A24	yıllık Δ
<b>Net faiz marjı</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.7%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.4%</b>	-0.1%	-0.4%	1.6%	2.5%	0.9%
Swaplardan arındırılmış net faiz marjı	2.4%	3.5%	1.1%	1.0%	1.9%	0.9%	-0.5%	1.4%	1.4%	0.0%
<b>Kredi-mevduat makası</b>	<b>-0.7%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.1%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.4%</b>	-0.3%	2.0%	-0.3%	2.0%	2.3%
TL kredi faizi	18.2%	28.7%	32.4%	36.7%	38.8%	2.1%	20.7%	14.4%	36.0%	21.6%
TL mevduat faizi	25.1%	30.0%	33.9%	38.9%	38.5%	-0.4%	13.3%	20.0%	37.1%	17.1%
<b>TL makas</b>	<b>-7.0%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>0.3%</b>	2.5%	7.3%	-5.6%	-1.1%	4.5%
YP kredi faizi	8.7%	9.2%	8.6%	8.2%	8.4%	0.1%	-0.3%	8.5%	8.4%	-0.1%
YP mevduat faizi	1.5%	2.0%	1.6%	1.3%	1.3%	0.0%	-0.3%	1.4%	1.4%	0.0%
<b>YP makas</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.0%</b>	<b>6.9%</b>	<b>7.1%</b>	0.2%	0.0%	7.1%	7.0%	-0.1%
TL menkul kıymet getirisi	39.0%	43.0%	27.0%	29.7%	32.5%	2.8%	-6.5%	26.5%	29.8%	3.3%
YP menkul kıymet getirisi	5.9%	6.6%	6.0%	6.4%	6.6%	0.2%	0.8%	5.8%	6.3%	0.6%
Aktif Kalitesi										
	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	çeyreklik Δ	yıllık Δ	9A23	9A24	yıllık Δ
Takipteki Krediler Oranı	1.5%	1.3%	1.3%	1.4%	1.8%	0.4%	0.3%			
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	2.4%	3.6%	-1.3%	-0.3%	0.9%	1.2%	-1.5%	1.4%	-0.3%	-1.7%
3.evre karşılık oranı	82%	81%	80%	77%	69%	-7.7%	-13.5%			
Toplam karşılık oranı	252%	265%	267%	233%	180%	-53.4%	-72.4%			
2.evre kredilerin payı	6.7%	7.8%	7.5%	7.9%	8.0%	0.2%	1.3%			
Karlılık ve Diğer										
	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	çeyreklik Δ	yıllık Δ	9A23	9A24	yıllık Δ
<b>Özkaynak karlılığı</b>	<b>26.2%</b>	<b>24.7%</b>	<b>27.0%</b>	<b>15.3%</b>	<b>16.4%</b>	1.1%	-9.9%	14.5%	19.5%	5.0%
Aktif karlılığı	1.6%	1.5%	1.7%	0.9%	0.9%	0.0%	-0.7%	1.0%	1.2%	0.2%
Gider / Gelir	26%	26%	44%	46%	33%	-13.5%	6.7%	48.8%	40.9%	-7.9%
Kaldıraç oranı (x)	16.0	16.3	16.4	16.9	17.7	0.8	1.8			
Kredi / Mevduat	79%	74%	79%	78%	79%	1%	0%			
Sermaye yeterlilik oranı	14.7%	15.1%	13.5%	14.5%	15.8%	1.3%	1.1%			
Çekirdek sermaye oranı	11.4%	11.7%	10.5%	10.5%	10.7%	0.2%	-0.7%			

Kaynak: YKY Araştırma, Banka

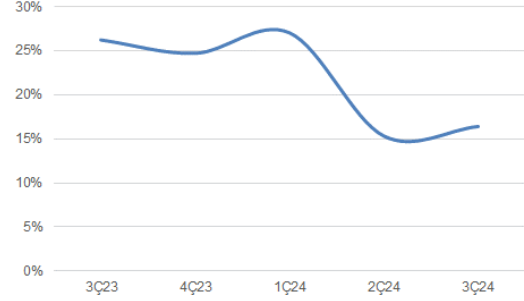
## EK: Göstergeler

### Çeyreklik Marjlar



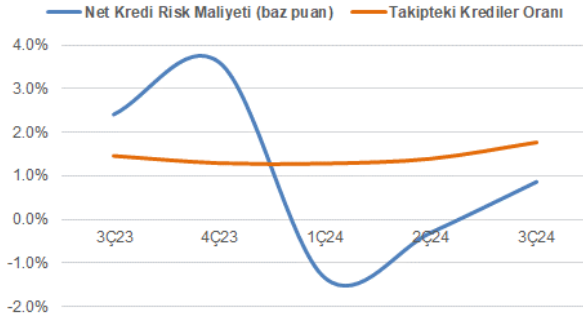
Kaynak: YKY Araştırma

### Özkaynak Karlılığı



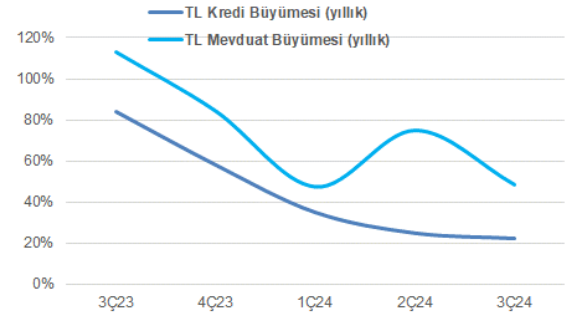
Kaynak: YKY Araştırma

### Aktif Kalitesi



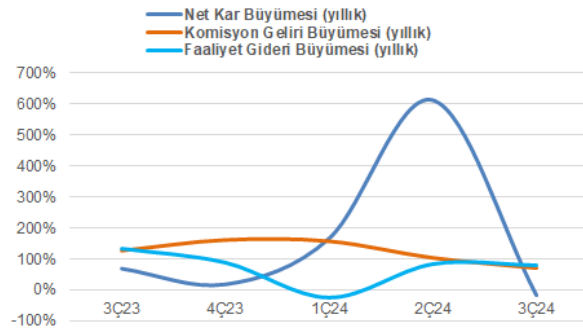
Kaynak: YKY Araştırma

### TL Kredi & TL Mevduat Büyümesi (yıllık)



Kaynak: YKY Araştırma

### Çeyreklik Net Kar (yıllık)



Kaynak: YKY Araştırma

### Çarpanlar & Göstergeler

	2023	2024T	2025T
PD/DD	0.6	0.9	0.7
F/K	4.4	4.7	2.5
Özkaynak Karlılığı	18%	22%	31%
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 dayanılarak 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 dayanılarak 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.