

## Güçlü marjlar yüksek karşılıkları telafi etti &amp; 2024 hedeflerinde sürpriz yok

TUT (önceki tavsiye: TUT)

Kapanış Fiyatı (TL)	14.54	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	18.5				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	144,177 / 4,726	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	65 / -11				
Halka Açıklık Oranı	6	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	773				
Sadece Banka - TL milyon	4Ç23	4Ç22	Yıllık Δ	3Ç23	Çeyreklik Δ	YKY tahmin	Piyasa Beklentisi
Net Faiz Geliri	28,593	34,330	-17%	15,148	89%	15,588	
Swap Sonrası Net Faiz Marjı	3.5%	9.2%	-5.7%	2.4%	1.1%	1.9%	
Net Kar	10,023	8,407	19%	9,514	5%	11,327	10,170
Özkaynak Karlılığı	24.7%	34.0%	-9.3%	26.2%	-1.5%	28.5%	

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

## Temel Göstergeler

	2023	2024T	2025T
PD/DD	0.6	0.7	0.6
F/K	4.4	4.6	3.3
Özkaynak Karlılığı	18%	17%	20%
Temettü Verimi	0%	0%	0%

## 4Ç23 Sonuçları

- Vakıfbank'ın net karı 4Ç23'te 10 milyar TL seviyesinde gerçekleşti (YKY beklentisi: 11.3 milyar TL ve piyasa 10.2 milyar TL). Net kar bu çeyrekte çeyreklik %5 artarken, yıllık %19 arttı. 4Ç23 özkaynak karlılığı %25 seviyesindedir (2023: %18). **Banka bu çeyrekte 4.3 milyar TL serbest karşılık ayırdı (YKYt: 0) ve toplam serbest karşılık stoğu 11 milyar TL'ye ulaştı. Net faiz gelirleri beklentimizden daha olumlu, ticari/swap sonuçları ve toplam karşılıklar ise beklentimizden daha olumsuz gelişti.**
- Banka 2024 hedeflerini paylaştı:** Bankanın resmi 2024 özkaynak karlılığı hedefi yüksek %10'lu seviyeler (YKYt: %17). Banka 2024'te yaklaşık %40 TÜFE öngörmektedir. Banka 2024'te +50/100bp swap dahil net faiz marjı gelişimi, yüksek %10'lu TL kredi büyümesi, 150 baz puan kur hariç risk maliyeti, %40'un üzerinde komisyon ve yaklaşık %50 faaliyet gideri büyümesi öngörmektedir. **Vakıfbank'ın hedefleri marjlar hariç büyük oranda beklentilerimize paralel. Bizim net faiz marjında beklentimiz daha yataya yakın bir seyir. Banka 2024'te kredilerde özel bankalara göre daha düşük büyüme, verimlilik artışları ve etkin sermaye yönetimi hedeflemektedir. Bunun en temel nedenlerinden biri çekirdek sermaye oranının BDDK esneklikleri hariç %10.1 seviyesinde olması ve yasal alt sınırlara yakın olması.**

## Özet Görüşümüz

- Vakıfbank'ın 4Ç23 net karı piyasa beklentisine paralel gerçekleşti. **Sonuçları hisse için nötr olarak değerlendiriyoruz.** Banka için TUT tavsiyemizi koruyoruz ve 12 aylık hedef fiyatımızı 18.5TL/pay (eski hedef fiyat 18TL/pay) olarak güncelliyoruz. Hedef fiyat %27 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Banka 2024 tahminlerimize göre 0.7x PD/DD ve 4.6x F/K dan işlem görmektedir. Bankanın 2024 özkaynak karlılığı tahminimiz %17. Özkaynak maliyeti varsayımımız ortalama %30 seviyesindedir. Hisse sene başından bugüne XU100'ün %6 gerisinde performans gösterdi.

## Genel Değerlendirme

- Banka 4. çeyrekte TL kredilerde %6 büyüme elde etti. Kredi büyümesi ağırlıklı ticari kredilerde gerçekleşti. Bankanın TL mevduatı çeyreklik %17 artış gösterirken, YP mevduatı (\$ bazında) ise %5 artış gösterdi. Vakıfbank'ın swaplardan arındırılmış net faiz marjı çeyreklik 190 baz puan artış gösterdi. Bunun en temel etkeni TÜFE'ye endeksli tahvillerden daha yüksek katkı & TL kredi-mevduat makası genişlemesi. Banka yukarı yönlü TÜFE revizyonunu son çeyrekte gerçekleştirdi. TL mevduat faizlerinde 490 baz puan artış ve TL kredi faizlerinde 1,050 baz puan artış sonucunda TL kredi-mevduat makası çeyreklik 560bp genişledi. Komisyon gelirleri yıllık %164 gibi oldukça kuvvetli bir büyüme gösterirken, faaliyet giderleri ise yıllık %88 artış gösterdi. Takipteki kredi oranı son çeyrekte çeyreklik 20 baz puan düşerek %1.3 seviyesine geriledi. 2.evre kredilerin toplam krediler içindeki payı %7.8 seviyesine yükseldi (3Ç: %6.7). Vakıfbank diğer bazı bankalarda son çeyrekte takipte sınıflanan inşaat sektörü kredisini 2.aşamada takip etmeye başladı fakat ihtiyatlılık doğrultusunda %50 oranında karşılık ayırdı. Net risk maliyeti ise 4. çeyrekte 360 baz puan seviyesinde gerçekleşti (3Ç: 240bp). Vakıfbank'ın sadece banka sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %13.1 ve %10.1 seviyelerinde gerçekleşti. Sermaye oranlarında çeyreklik yatay bir trend gerçekleşti.

**VAKBN T1 – Vakıfbank - Açıklanan Finansallar (TLmn)**

VAKBN - Sadece Banka - (TL milyon)					
Kar & Zarar	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23
<b>Net faiz geliri</b>	<b>34,330</b>	<b>6,453</b>	<b>1,762</b>	<b>15,148</b>	<b>28,593</b>
Net türev ve kur kar/zararı	1,253	1,203	8,700	3,442	-4,097
Ticari kar/zarar	636	1,049	598	2,814	322
<b>Arındırılmış net faiz geliri</b>	<b>36,219</b>	<b>8,704</b>	<b>11,060</b>	<b>21,404</b>	<b>24,818</b>
Komisyon geliri	3,595	4,101	5,134	7,038	9,474
Diğer gelirler	2,285	24,601	5,799	3,646	6,242
İştirakler gelirleri	1	1	9	189	1
<b>Toplam gelirler</b>	<b>42,099</b>	<b>37,407</b>	<b>22,001</b>	<b>32,277</b>	<b>40,535</b>
Faaliyet Giderleri	6,604	19,996	9,628	10,464	12,416
<b>Karşılık gideri</b>	<b>21,132</b>	<b>13,409</b>	<b>8,632</b>	<b>11,014</b>	<b>21,249</b>
Özel karşılıklar	2,207	995	3,164	506	927
Genel karşılıklar	9,562	12,326	5,486	10,505	16,052
Diğer karşılıklar	9,364	88	-18	3	4,270
<b>Vergi öncesi Kar</b>	<b>14,363</b>	<b>4,002</b>	<b>3,741</b>	<b>10,799</b>	<b>6,870</b>
Vergi gideri	5,956	-501	2,734	1,285	-3,153
<b>Net Kar</b>	<b>8,407</b>	<b>4,503</b>	<b>1,007</b>	<b>9,514</b>	<b>10,023</b>

çeyreklik Δ	yıllık Δ
89%	-17%
-219%	-427%
-89%	-49%
16%	-31%
35%	164%
71%	173%
-99%	62%
26%	-4%
19%	88%
93%	1%
83%	-58%
53%	68%
139657%	-54%
-36%	-52%
-345%	-153%
5%	19%

2022	2023	yıllık Δ
73,715	51,955	-30%
3,249	9,248	185%
1,741	4,783	175%
78,705	65,986	-16%
10,793	25,746	139%
9,678	40,289	316%
149	200	34%
99,325	132,220	33%
17,932	52,505	193%
44,150	54,304	23%
6,123	5,592	-9%
20,742	44,369	114%
17,284	4,343	-75%
37,244	25,412	-32%
13,226	366	-97%
24,017	25,046	4%

Bilanço					
	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23
<b>Krediler</b>	<b>933,451</b>	<b>1,087,640</b>	<b>1,270,028</b>	<b>1,383,359</b>	<b>1,499,288</b>
TL	665,851	813,045	905,726	992,723	1,052,862
YP (\$)	15,396	15,378	14,926	15,021	15,838
<b>Takipteki Krediler</b>	<b>20,274</b>	<b>19,942</b>	<b>21,143</b>	<b>20,597</b>	<b>19,823</b>
<b>Mevduat</b>	<b>1,127,702</b>	<b>1,252,726</b>	<b>1,402,198</b>	<b>1,700,644</b>	<b>1,961,761</b>
TL	680,678	829,032	829,047	1,074,193	1,254,133
YP (\$)	23,907	22,121	22,195	22,883	24,038
Repo	132,532	84,499	182,965	134,712	132,363
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	69,854	65,647	86,168	108,762	118,329
Alınan krediler	130,749	163,010	191,458	199,686	221,681
<b>Özkaynaklar</b>	<b>106,985</b>	<b>141,108</b>	<b>137,013</b>	<b>153,234</b>	<b>171,428</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>1,681,061</b>	<b>1,817,191</b>	<b>2,187,079</b>	<b>2,448,991</b>	<b>2,796,634</b>

çeyreklik Δ	yıllık Δ
8%	61%
6%	58%
5%	3%
-4%	-2%
15%	74%
17%	84%
5%	1%
-2%	0%
9%	69%
11%	70%
12%	60%
14%	66%

Marjlar					
	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23
<b>Net faiz marjı</b>	<b>9.5%</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.4%</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.7%</b>
<b>Swaplardan arındırılmış net faiz marjı</b>	<b>9.2%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.5%</b>
<b>Kredi-mevduat makası</b>	<b>3.7%</b>	<b>0.8%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>3.0%</b>
TL kredi faizi	14.1%	12.4%	12.6%	18.2%	28.7%
TL mevduat faizi	12.8%	15.2%	19.6%	25.1%	30.0%
<b>TL makas</b>	<b>1.4%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>-7.0%</b>	<b>-7.0%</b>	<b>-1.4%</b>
YP kredi faizi	6.9%	7.4%	9.4%	8.7%	9.2%
YP mevduat faizi	2.1%	1.3%	1.3%	1.5%	2.0%
<b>YP makas</b>	<b>4.8%</b>	<b>6.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.2%</b>
TL menkul kıymet getirisi	67.5%	21.0%	19.5%	39.0%	43.0%
YP menkul kıymet getirisi	4.9%	4.7%	6.8%	5.9%	6.6%

çeyreklik Δ	yıllık Δ
1.9%	-4.8%
1.1%	-5.7%
3.7%	-0.6%
10.5%	14.5%
4.9%	17.3%
5.6%	-2.7%
0.5%	2.2%
0.4%	-0.2%
0.1%	2.4%
4.0%	-24.4%
0.8%	1.7%

2022	2023	yıllık Δ
5.8%	2.4%	-3.4%
5.5%	1.9%	-3.6%
4.1%	0.8%	-3.5%
14.1%	18.0%	3.9%
12.7%	22.5%	9.8%
1.4%	-4.5%	-5.9%
6.1%	8.7%	2.6%
1.6%	1.5%	0.0%
4.5%	7.1%	2.6%
39.6%	30.6%	-9.0%
4.6%	6.0%	1.4%

Aktif Kalitesi					
	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23
Takipteki Krediler Oranı	2.1%	1.8%	1.6%	1.5%	1.3%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	4.8%	0.7%	1.2%	2.4%	3.6%
3.evre karşılık oranı	81%	83%	82%	82%	81%
Toplam karşılık oranı	205%	215%	218%	252%	265%
2.evre kredilerin payı	8.3%	7.2%	6.9%	6.7%	7.8%

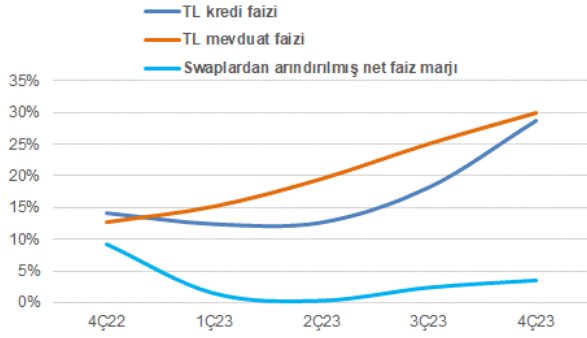
çeyreklik Δ	yıllık Δ
-0.2%	-0.8%
1.2%	-1.2%
-1.0%	0.1%
13.0%	60.2%
1.1%	-0.5%

2022	2023	yıllık Δ
2.6%	2.0%	-0.6%

Kaynak: YKY Araştırma, Banka

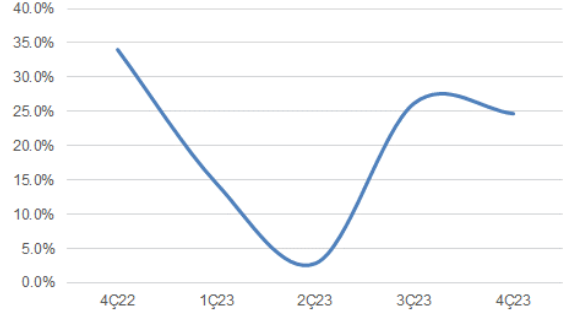
**EK: Göstergeler**

**Çeyreklik Marjlar**



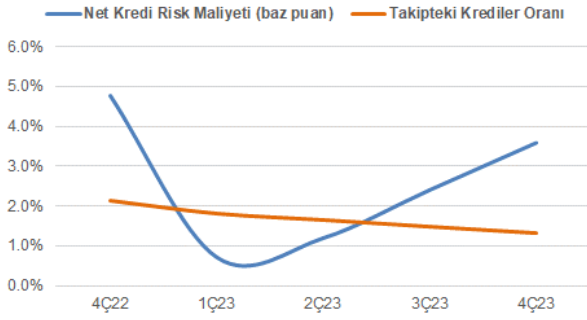
Kaynak: YKY Araştırma

**Özkaynak Karlılığı**



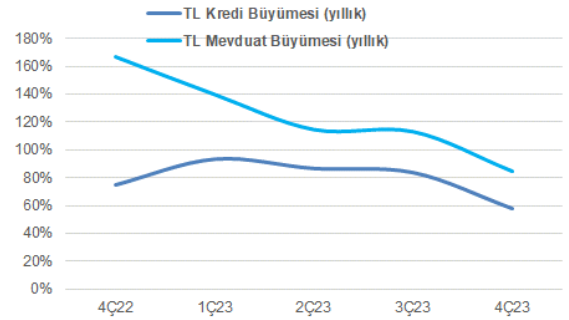
Kaynak: YKY Araştırma

**Aktif Kalitesi**



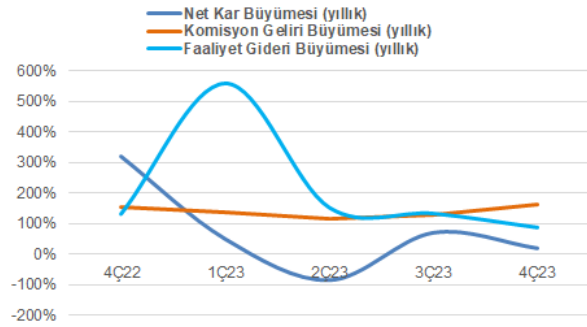
Kaynak: YKY Araştırma

**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	0.7	0.6
F/K	4.4	4.6	3.3
Özkaynak Karlılığı	18%	17%	20%
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.