

VAKIFBANK

Güçlü tamponlar ve iyileşen karlılık görünümü

Vakıfbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 25TL olarak yukarı yönlü revize ediyoruz ve tavsiyemizi AL olarak güncelliyoruz (önceki hedef fiyat 18.5TL, önceki tavsiye: TUT). 12 aylık hedef fiyatımız %48 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Vakıfbank güncel 2024/25 tahminlerimize göre 0.8x/0.6x PD/DD ve 3.4x/2.2x F/K çarpanları ile işlem görmektedir. 2024/25 net kar tahminlerimizi yaklaşık %60 yukarı yönlü revize ettik. Bu revizyonda marjlar ve komisyon gelirleri ana etkenler. Banka son 1 yılda XU100'a göre %12 geride kalırken (XBANK +%44), sene başından bugüne XU100'a paralel gelişti (XBANK +%12). Hâlihazırdaki geride performans, güçlü karlılık gelişimi beklentimiz ve makro-ekonomik normalleşmenin devam etmesi sayesinde banka için görüşümüz artık olumlu.

- Marjlarda toparlanma hızlanacak:** Geçtiğimiz yıllarda bankanın TL kredi-mevduat makası özel bankaların gerisinde kalmıştı. Özellikle 2023'ün ikinci yarısından sonra kamu bankaları kredi büyümesinde sermaye ve karlılık optimizasyonu nedenleriyle daha ihtiyatlı. Vakıfbank'ın TL kredi portföyünün %74'ü değişken faizli kredilerden oluşmaktadır ve bu sayede Merkez Bankası'nın faiz artırımı sürecinde kredi faizleri yukarı yönlü hızlı fiyatlanmaktadır. Özellikle yılın ikinci yarısında marjlarda toparlanmanın ivmelenmesini öngörüyoruz.
- İhtiyatlı karşılık ayrılması sayesinde güçlü rezervler:** Banka 2023'te takipteki krediler toplam karşılık oranını %265 seviyesine yükseltti. Ayrıca toplam serbest karşılık stoğu 11 milyar'a ulaştı (özkaynaklarının %6'sı).
- Ana sermayeye çevrilebilir tahvil ihracı & iyileşen karlılık sayesinde güçlenen sermaye oranları:** Vakıfbank 550 milyon USD ilave ana sermayeye dâhil edilebilir (AT1) tahvil ihracı gerçekleştirdi. Tahvil ihracının bankanın BDDK esneklikleri hariç solo sermaye yeterlilik ve ana sermaye oranlarına (2023 sonu itibarı ile sırasıyla %13.1 ve %11.7) yaklaşık 100 baz puan olumlu etkisi olmasını bekliyoruz. Serbest karşılıklar hariç sermaye oranları ise 75 baz puan artmaktadır.
- Çarpanlar yukarı potansiyel barındırmaktadır:** Vakıfbank güncel 2024/25 tahminlerimize göre 0.8x/0.6x PD/DD ve 3.4x/2.2x F/K çarpanları ile işlem görmektedir. Özkaynak karlılığının aynı dönemde %25/%30 olmasını tahmin ediyoruz (2023: %18). Bankanın 1Ç24 net karını (9 Mayıs'ta açıklanacak) 11.7 milyar TL seviyesinde tahmin ediyoruz (çeyreklik %17 artış, yıllık %160 artış) ve güçlü beklentinin hisse için katalist olabileceğini düşünüyoruz.
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede beklenenden fazla yavaşlama, ii) karlılıkları olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler, iii) enflasyon beklentilerinde kötüleşme

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net Kar	24,017	475%	25,046	4%	49,923	99%	76,698	54%
Özsermaye	106,985	106%	171,428	60%	221,351	29%	298,049	35%
F/K (x)	1.7		4.4		3.4		2.2	
F/DD (x)	0.4		0.6		0.8		0.6	
Hisse Başına Kar (TL)	3.38		2.53		5.03		7.73	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Sermaye Karlılığı	30.2%		18.0%		25.4%		29.5%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL25.00

Potansiyel Getiri

48%

Fiyat Bilgileri

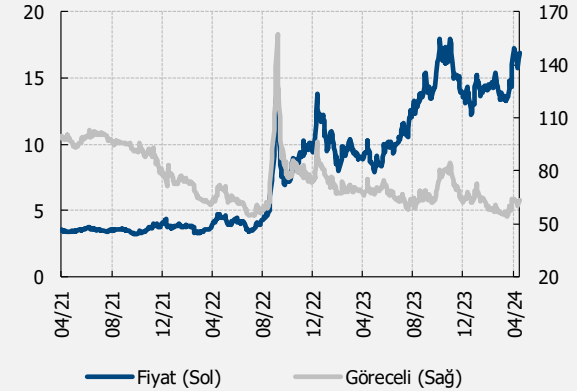
Kodu	VAKBN.TI / VAKBN.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL16.90
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	167,579 / 5,156
Hisse Sayısı (mn)	9,916
Saklama Oranı	6%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	920.69 / 29.42

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	17.27 / 13.46
1 Yıllık	18.00 / 7.91
Sene başından itibaren	17.27 / 12.84

Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	26%	17%
3 Aylık	20%	-1%
1 Yıllık	74%	-12%
Sene başından itibaren	32%	1%



22 Nisan 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Şekil 1: Finansallar (milyon TL)

VAKBN - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2021	2022	2023	2024T	2025T
Net faiz geliri	19,543	73,715	51,955	127,520	156,064
Net türev ve kur kar/zararı	-5,498	3,249	9,248	-25,840	-31,482
Komisyon geliri	14,045	76,964	61,203	101,680	124,583
Ticari gelir	749	1,741	4,783	0	0
Temettü geliri	4,501	10,793	25,746	50,479	76,636
Diğer gelirler	7,947	9,678	40,289	50,302	64,331
Toplam gelirler	27,242	99,176	132,021	202,461	265,549
Faaliyet Giderleri	9,508	17,932	52,505	68,722	99,621
Karşılık öncesi gelirler	17,734	81,244	79,516	133,739	165,928
Karşılık gideri	12,559	44,150	54,304	64,466	56,821
Faaliyet Geliri	5,175	37,095	25,212	69,273	109,107
İştirakler gelirleri	121	149	200	330	461
Vergi Öncesi gelir	5,296	37,244	25,412	69,602	109,569
Vergi gideri	1,120	13,226	366	19,679	32,871
Net Kar	4,175	24,017	25,046	49,923	76,698
Bilanço					
Toplam Varlıklar	1,007,214	1,681,061	2,796,634	3,526,290	4,373,351
Nakit ve Benzeri Değerler	165,455	297,481	436,804	550,769	683,071
Krediler	566,075	912,168	1,457,517	1,917,107	2,459,768
Takipteki Krediler	18,310	20,274	19,823	38,183	42,697
Menkul Kıymetler	228,821	372,852	654,771	725,746	798,320
Mevduatlar	590,943	1,127,702	1,961,761	2,490,507	3,202,564
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	61,975	69,854	118,329	132,529	148,432
Özkaynaklar	51,953	106,985	171,428	221,351	298,049
Temel Göstergeler					
Özkaynak karlılığı	8.5%	30.2%	18.0%	25.4%	29.5%
Aktif karlılığı	0.5%	1.8%	1.1%	1.6%	1.9%
Komisyon geliri büyümesi	33%	140%	139%	96%	52%
Faaliyet gideri artışı	6%	89%	193%	31%	45%
Net kar artışı	-17%	475%	4%	99%	54%
Net faiz marjı	2.6%	6.0%	2.5%	4.4%	4.4%
Takipteki Krediler Oranı	3.1%	2.1%	1.3%	1.9%	1.7%
Net Kredi Risk Maliyeti	1.0%	2.5%	2.1%	1.9%	0.8%
Gider/Gelir oranı	35%	18%	40%	34%	37%
Mevduat büyümesi	43%	91%	74%	27%	29%
Kredi büyümesi	36%	63%	61%	32%	28%
Kredi-Mevduat oranı	97%	83%	76%	79%	79%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Şirket Tanımı

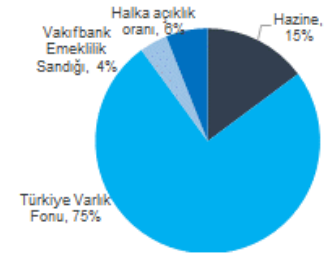
Vakıfbank mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri veren bir devlet bankasıdır. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir.

Banka toplam kredilerde %12.8 pazar payı ile 2. sıradadır. Toplam mevduatta ise %13.2 pazar payı ile 3. sıradadır.

Katalizörler: i) Beklentilerden kuvvetli ekonomik büyüme aktif kalitesini destekleyecektir, ii) Türkiye'nin kredi notunda iyileşme, iii) Swap hatlarının açılması

Riskler: i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde bozulmaya sebep olabilir, ii) Karlılığı olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler, iii) Enflasyon beklentilerinde kötüleşme

Ortaklık Yapısı



Şekil 2: Tahmin Değişiklikleri (milyon TL)

	2020	2021	2022	2023	2024T				2025T			
	Sadece Banka - TL milyon				Yeni	Eski	Δ	yıllık %	Yeni	Eski	Δ	yıllık %
Net faiz geliri	19,887	19,543	73,715	51,955	127,520	76,113	68%	145%	156,064	119,924	30%	22%
Komisyonlar	3,395	4,501	10,793	25,746	50,479	43,266	17%	96%	76,636	66,815	15%	52%
Faaliyet giderleri	8,964	9,508	17,932	52,505	68,722	66,526	3%	31%	99,621	96,152	4%	45%
Toplam karşılıklar	11,770	12,559	44,150	54,304	64,466	35,941	79%	19%	56,821	49,009	16%	-12%
Net kar	5,010	4,175	24,017	25,046	49,923	30,187	65%	99%	76,698	45,307	69%	54%
Temel Göstergeler							bp	bp			bp	bp
Swaptan arındırılmış net faiz marjı	3.3%	1.6%	5.7%	2.0%	2.8%	1.9%	95	80	3.3%	2.8%	44	45
Risk maliyeti (net)	1.7%	1.0%	2.5%	2.1%	1.9%	0.8%	112	-14	0.8%	1.2%	-37	-114
Özkaynak karlılığı	12.6%	8.5%	30.2%	18.0%	25.4%	16.8%	862	743	29.5%	20.8%	869	411
Kaynak: YKY Araştırma, Şirket												
Makroekonomik Göstergeler												
TÜFE (dönem sonu)	15%	36%	64%	65%	45%	45%			25%	25%		
Reel GSYİH büyüme	2%	10%	5%	4%	3%	3%			4%	4%		
Politika faizi (dönem sonu)	17%	14%	9%	43%	48%	43%			25%	25%		

Kaynak: YKY Araştırma

Beklentimizden daha kuvvetli marj, komisyon gelirleri ve beklentimizden daha düşük efektif vergi oranı sayesinde 2024/25 net kar tahminlerimizi yaklaşık %60 yukarı yönlü revize ettik.

Şekil 3: Değerleme

Vakıfbank için %48 getiri potansiyel ile 12 aylık vadede hedef fiyatımızı 25TL olarak güncelledik.

Değerlememizi TL bazlı Artık Özkaynak modeline göre gerçekleştirdik. 2024 için %50 özkaynak maliyeti (%44 risksiz getiri oranı, %6 risk primi, 1x beta), 2025 için %35 özkaynak maliyeti (%29 risksiz getiri oranı, %6 risk primi, 1x beta) ve sonraki yıllar için de kademeli düşüş varsayıyoruz. Terminal dönemde ise %21 özkaynak maliyeti varsayıyoruz (%15 risksiz getiri oranı, %6 risk primi, 1x beta).

YKY Artık Özkaynak Modeli

mın TL	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	Terminal
Maddi Özkaynak (dönem başı)	92,783	151,063	184,223	241,176	324,293	430,470	549,081	681,573
Net Kar (temettü hariç)	24,846	49,594	76,237	93,924	115,714	129,599	145,151	162,570
Maddi Özkaynak Karlılığı	20%	30%	36%	33%	31%	26%	24%	22%
Temettü	0	0	0	0	0	0	0	0
Risksiz Getiri Oranı		44%	29%	24%	19%	15%	15%	15%
Risk Primi		6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Beta (x)		1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Özkaynak Maliyeti		50%	35%	30%	25%	21%	21%	21%
İskonto oranı		0.67	0.49	0.38	0.30	0.25	0.21	0.17
Özkaynak Maliyeti		75,531	64,478	72,353	81,073	90,399	115,307	143,130
Artık Getiri		-25,937	11,759	21,571	34,640	39,201	29,844	19,439
Bugünkü Değer		-17,292	5,807	8,194	10,527	9,845	6,195	3,335
Artık Getirinin Bugünkü Değeri		23,276						
Terminal Değer		3,335						
Özkaynak		151,063						
İştirakler		20,365						
12-ay İleri Dönük Değer		198,038						
12-ay İleri Dönük Hedef Fiyat		25.00						
Getiri Potansiyeli (%)		48						

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.