

VAKIFBANK

Nötr

TÜFE etkisi ve güçlenen kredi – mevduat getirisi öne çıktı

Analist: Hakan Aygün

hakan.aygun@akyatirim.com.tr

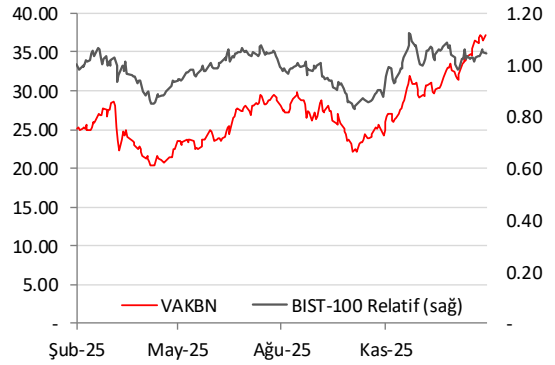
4Ç25 net kârı önceki çeyreğe göre %136 artışla 28,1 milyar TL oldu ve bizim 24,0 milyar TL beklentimiz ile 23,3 milyar TL medyan tahmini belirgin geçti. 4 milyar TL serbest karşılık ayrılmasına rağmen sonucun beklentimizin üzerine çıkması 4Ç25'te net faiz marjının beklediğimizden yüksek, kredi risk maliyetinin ise beklentimizin belirgin altında kalmasından kaynaklandı. Bu sonuçla, bankanın 2025/12 net kârı yıllık %74 artışla 70,1 milyar TL ve öz kaynak getirisi %27,3 oldu (2024: 20,9%).

Net kârın önceki çeyreğe göre güçlü artmasında enflasyon varsayımının son çeyrekte gerçekleşen TÜFE'ye düzeltilmesinden kaynaklanan ek 16,7 milyar TL TÜFE tahvil geliri önemli rol oynadı. Ayrıca net kredi karşılık giderinin güçlü tahsilat nedeniyle önceki çeyreğe göre 5,9 milyar TL azalması etkili oldu. Buna karşılık faaliyet giderlerindeki 4 milyar TL artış ve vergi yükünün, düzenlemenin de etkisiyle ilk dokuz aydaki rakamın da üzerine çıkması kârı azaltıcı etki yaptı.

Yorum ve Öneri: Banka 2026 için yılsonunda orta yirmili seviyelerde TÜFE ve %30 TCMB politika faizi varsayımıyla net faiz marjında 110 baz puan yıllık artış bekliyor. TL ve YP kredi artış beklentileri ise sırasıyla %25 ile orta tek haneli seviyelerde bulunuyor. Banka son dört yıldaki güçlü ivmenin korunarak komisyon gelirlerinin %40'ın üzerinde artmasını, faaliyet giderlerindeki artışın da enflasyonu geçmesini bekliyor. 2026'ya ilişkin kredi risk maliyet projeksiyonu ise yaklaşık 150 baz puan ile 2025'in bir miktar üzerinde ancak rakip özel bankaların gerisinde bulunuyor. Vakıfbank bu varsayımlar altında öz kaynak getirisini de yüksek yirmili seviyelerde tutmayı hedefliyor. Banka için net kâr tahminlerimizi ufak değişikliklerle 2026 için 104,5 milyar TL ve 2027 için 130 milyar TL'ye güncelledik. Öz kaynak getirisi, sırasıyla %28 ve %26 düzeyinde görünüyor. 12 aylık fiyat hedefimizi de %16 artışla 42,50 TL'ye yükselttik. Önerimizi 'Nötr' olarak koruyoruz. Hisse son bir yılda BIST-100'ün %4 üzerinde performans gösterdi. Mevcut 1 yıllık F/DD oranı 0,9x ile medyanın %30 üzerine geldi.

Bloomberg Kodu	VAKBN TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	42.50
Güncel Fiyat, TL	37.12
Getiri Potansiyeli	14%
Halka Açıklık Oranı	6%
Piyasa Değeri, mn TL	368,079

Finansal Veriler	2024	2025	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	89,615	158,212	255,464	322,490
Net Kâr, mn TL	40,375	70,050	104,500	130,000
Özkaynak, mn TL	219,194	322,381	426,881	556,880
Toplam Aktif, mn TL	4,021,486	5,388,290	6,771,894	8,366,498
Ort. FKA, mn TL	3,200,062	4,436,564	5,738,636	7,124,112
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	1.2%	1.5%	1.7%	1.7%
Ort. Özk. Karlılığı	20.7%	25.9%	27.9%	26.4%
Temettü Verimi	-	-	-	1.4%
Büyüme				
Düz. NFK, y/y	35.8%	76.5%	61.5%	26.2%
Net Kâr, y/y	61.2%	73.5%	49.2%	24.4%
Özkaynak, y/y	27.9%	47.1%	32.4%	30.5%
Toplam Aktif, y/y	43.8%	34.0%	25.7%	23.5%
Ort. FKA, y/y	53.4%	38.6%	29.3%	24.1%
Değerleme Verisi				
F/K	4.8	3.7	3.5	2.8
F/DD	0.9	0.8	0.9	0.7
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	13.9%	46.8%	45.1%	21.0%
BIST-100 Relatif	0.5%	15.9%	4.4%	-1.5%
AOİH, mn TL	1,543	1,684	1,046	1,588



Dönem Özeti

TRY mn	Özet Finansallar					Karşılaştırma	
	3Ç25	3Ç24	yıllık	2Ç25	çyrk	AkYat	Piyasa
Swap dhl. net faiz g.	31,611	16,486	92%	24,581	29%	32,040	n.a.
Net faiz marjı	2.8%	2.0%	74bps	2.3%	42bps	2.8%	n.a.
Net Kâr	11,893	8,023	48%	10,029	19%	10,750	10,899
Öz sermaye	263,628	201,166	31%	246,456	7%	257,206	n.a.

Kaynak: Ak Yatırım

Bankanın TÜFE tahvil geliri %27 TÜFE varsayımının Ekim enflasyonuna (%32,9) çekilmesiyle önceki, çeyreğe göre 16,7 milyar TL arttı. Ayrıca esas faiz geliri de önceki çeyreğe göre 12,1 milyar TL güçlü artış gösterdi. Böylece Vakıfbank'ın TÜFE hariç net faiz marjındaki 90 baz puan artış sektörde en üstlerde yer aldı. Bankanın swap dahil toplam net faiz marjı da 2025'de önceki yıla göre 100 baz puan artış gösterdi. Vakıfbank, 2026'da 800 baz puan TCMB faiz indirimine paralel olarak 110 baz puan genişleme bekliyor. Artış beklentisi rakiplerin ortalamasına paralel ve 2025 eğilimine göre makul görünüyor. Modelimizde de net faiz marjını bu hedefe uygun belirledik.

- Vakıfbank'ın komisyon gelirleri 4Ç25'te nakdi kredi kaynaklı olarak %6 daraldı ve böylece 2025/12'de önceki yıla göre %56 arttı. Banka, büyüme ivmesinin korunmasını ve 2026'da komisyon gelirlerinin %40'ın üzerinde büyümesini bekliyor. Modelimiz büyümeyi %38 civarında öngördüğünden, bir miktar yukarı potansiyel olabilir.

- Faaliyet giderlerindeki artış 4Ç25'te %13 ve 2025/12'de yıllık %61 ile enflasyonun belirgin üzerinde gerçekleşti. Banka 2026 için faaliyet giderlerinde artış beklentisini enflasyonun üzerinde seviyeler olarak paylaştı. Modelimizde 2025'te yaklaşık %62 olan komisyon geliri/faaliyet gideri oranının hafif artmasını öngördük. Buna paralel olarak faaliyet gider artışını %35 olarak modele ekledik. Ancak bu kalemde de yukarı yönlü riskler olabileceğini düşünüyoruz.

- Vakıfbank'ta sorunlu kredi intikali (net) 4Ç25'te önceki çeyreğe göre 2,0 milyar TL azalarak 11,3 milyar TL oldu ve sektörden olumlu ayrıştı. Dönem sonunda sorunlu kredi tutarı 87,2 milyar TL ve sorunlu karşılık oranı %2,9 (10 baz puan artış) oldu.

- Bankanın net karşılık gideri de 4Ç25'te (yaklaşık yatay kalan karşılık ayırma oranıyla) 4,8 milyar TL'ye geriledi (3Q25: TRY10,6 milyar TL). Bununla birlikte Vakıfbank gelecek olası riskleri dikkate alarak 4 milyar TL serbest karşılık ayırdı. Böylece serbest karşılıkların bilançodaki tutarı 8 milyar TL'ye yükseldi.

- Bankanın iştirak ve gayrimenkul değerlemelerinin de etkisiyle öz kaynakları dönem kârının oldukça üzerinde 58,8 milyar TL artarak 322,4 milyar TL'ye ulaştı. Bankanın BDDK destek düzenleme etkisi hariç (serbest karşılık dahil) solo çekirdek sermaye ve sermaye yeterlilik oranları %10,2 ve %15,1 ile yasal yükümlülüğün 170 baz puan ve 310 baz puan üzerinde yer alıyor. Banka konsolide bazda rakamların 30 baz puan daha yukarıda olduğunu vurguladı.

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	2025/12	2024/12
Net Faiz Geliri (düzeltilmiş)	37,972	21,769	24,581	31,611	60,376	68,318	138,337
-TÜFE tahvil geliri	35,000	15,700	19,600	19,800	36,500	97,800	91,600
-Çekirdek Net Faiz Geliri	2,972	6,069	4,981	11,811	23,876	-29,482	46,737
Swap maliyetleri (bilgi)	-5,100	900	-3,200	-5,600	-5,934	-30,238	-13,834
Hazine işlem kâr/zararı (swap maliyeti hariç)	5,883	5,076	7,414	4,394	2,991	20,876	19,875
- Esas Hazine işlem kâr/zararı	5,883	5,076	7,414	4,394	2,991	20,876	19,875
- Kura bağlı karşılık gider koruma geliri (bilgi)	0	0	0	0	0	0	0
Kredi karşılık giderleri (kur kaynaklı gider hariç) (-)	8,292	7,142	9,250	10,564	4,757	5,836	31,712
- Kredi karşılık gideri (kur kaynaklı gider hariç)	11,848	28,222	18,673	16,453	12,587	45,370	75,935
- İptal edilen karşılıklar	3,556	21,080	9,423	5,889	7,830	39,535	44,222
Düzeltilmiş Net Faiz Geliri	35,563	19,704	22,745	25,441	58,610	83,358	126,500
Komisyon ve Ücretler (net)	13,298	15,370	17,346	20,605	19,373	46,474	72,693
Bankacılık Geliri	48,861	35,074	40,091	46,046	77,983	129,832	199,193
Diğer Gelirler	1,488	1,247	2,073	1,058	3,025	3,771	7,404
Diğer karşılıklar (serbest karşılık dahil) (-)	6,250	-11,000	0	0	4,000	3,757	-7,000
Faaliyet giderleri (-)	22,092	24,380	28,216	30,694	34,730	73,331	118,021
Vergi Öncesi Kâr	22,008	22,941	13,948	16,410	42,277	56,515	95,576
İştirak geliri	9	2	514	2	7	125	525
Vergi (-)	8,856	2,909	4,433	4,519	14,190	16,264	26,051
Net Kâr	13,161	20,034	10,029	11,893	28,094	40,375	70,050

Bilanço (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	2025/12	2024/12
Likit aktifler	968,315	787,060	875,586	1,012,226	980,228	968,315	980,228
Menkul Kıymetler	915,386	1,007,778	1,072,498	1,108,811	1,199,693	915,386	1,199,693
Krediler	2,009,402	2,241,098	2,440,387	2,662,335	2,925,230	2,009,402	2,925,230
Tahsili gecikmiş krediler	36,667	46,799	62,649	75,889	87,224	36,667	87,224
Krediler için ayrılan karşılıklar (-)	68,001	74,154	83,349	93,881	99,829	68,001	99,829
Sabi kıymetler ve diğer aktifler	159,716	181,184	187,453	228,890	295,744	159,716	295,744
Toplam aktifler	4,021,486	4,189,766	4,555,224	4,994,270	5,388,290	4,021,486	5,388,290
Müşteri mevduatı	2,460,565	2,577,517	2,780,020	2,992,610	3,326,221	2,460,565	3,326,221
İhraç edilen M.K. ve alınan krediler	572,703	638,800	729,194	811,923	904,059	572,703	904,059
Diğer	769,023	740,459	799,554	926,109	835,629	769,023	835,629
Öz sermaye	219,194	232,990	246,456	263,628	322,381	219,194	322,381
Toplam pasifler	4,021,486	4,189,766	4,555,224	4,994,270	5,388,290	4,021,486	5,388,290

Gelir tablosu kalemlerinde artışlar	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	2025/12	2024/12
Net faiz geliri	130.3%	-42.7%	12.9%	28.6%	91.0%	65.6%	102.5%
Komisyonlar	10.4%	15.6%	12.9%	18.8%	-6.0%	80.5%	56.4%
Karşılık gideri	99.7%	-4.8%	8.4%	-11.9%	0.8%	-9.4%	40.3%
Faaliyet gideri	17.7%	10.4%	15.7%	8.8%	13.2%	39.7%	60.9%
Net kâr	64.1%	52.2%	-49.9%	18.6%	136.2%	61.2%	73.5%

Temel Performans Kriterleri

TL kredi artışı	8.6%	8.7%	8.1%	9.8%	10.3%	24.3%	42.3%
YP kredi artışı (dolar bazlı)	4.4%	8.0%	5.1%	3.4%	5.8%	28.9%	24.2%
TL mevduat artışı	14.5%	4.2%	5.3%	5.8%	10.3%	47.9%	28.1%
YP mevduat artışı (dolar bazlı)	-9.7%	-1.3%	9.6%	7.5%	9.6%	-19.8%	27.5%
TL vadesiz mevduat oranı	15.1%	15.0%	18.6%	15.4%	18.1%	15.1%	18.1%
YP vadesiz mevduat oranı	60.2%	62.3%	63.1%	66.9%	70.0%	60.2%	70.0%
Çekirdek Sermaye Yeterlilik Oranı	11.1%	9.6%	10.0%	10.0%	11.4%	11.1%	11.4%
SYR	16.1%	14.2%	14.8%	14.7%	16.7%	16.1%	16.7%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	3,664,301	3,964,520	4,212,204	4,585,922	4,944,261	3,203,411	4,441,207
Düzeltilmiş Net Faiz Geliri	37,972	21,769	24,581	31,611	60,376	68,318	138,337
Düzeltilmiş Net Faiz Geliri (Tüfe tahvil geliri hrç)	2,972	6,069	4,981	11,811	23,876	-29,482	46,737
Net Faiz Marjı	4.1%	2.2%	2.3%	2.8%	4.9%	2.1%	3.1%
Net Faiz Marjı (Tüfe tahvil geliri hrç)	0.3%	0.6%	0.5%	1.0%	1.9%	-0.9%	1.1%
TL kredi getirisi	40.6%	39.4%	39.5%	39.7%	38.1%	37.7%	39.0%
YP kredi getirisi	7.5%	7.5%	7.3%	7.1%	6.9%	8.2%	7.2%
TL mevduat maliyeti	45.9%	42.8%	43.1%	43.1%	39.5%	44.0%	41.9%
YP mevduat maliyeti	1.1%	1.6%	1.7%	1.2%	1.3%	1.9%	1.5%
Net karşılık gideri (kur kaynaklı maliyet hariç)	8,292	7,142	9,250	10,564	4,757	5,836	31,712
Üçüncü aşama krediler	990	7,031	10,355	9,607	9,710	11,499	36,703
Standart krediler (I. ve II. aşama)	10,858	21,190	8,318	6,846	2,877	33,871	39,231
Serbest kalan karşılıklar	3,556	21,080	9,423	5,889	7,830	39,535	44,222
Karşılıklar için kur kaynaklı pozisyon geliri	0	0	0	0	0	0	0
- Serbest karşılıklar	6,500	-11,000	0	0	4,000	4,000	-7,000
Dönemin Ortalama Kredi Hacmi	1,967,291	2,166,983	2,395,467	2,620,630	2,875,339	1,762,883	2,517,536
Kur kaynaklı risk maliyeti	0bps	0bps	0bps	0bps	0bps	0bps	0bps
Toplam net kredi risk maliyeti (kur etkisi dhl.)	169bps	132bps	154bps	161bps	66bps	33bps	126bps
Toplam net kredi risk maliyeti (kur etkisi hrç.)	169bps	132bps	154bps	161bps	66bps	33bps	126bps
Net komisyonlar / Faaliyet giderleri	60%	63%	61%	67%	56%	63%	62%
Maliyet / Gelir oranı	37.7%	56.1%	54.3%	53.2%	40.5%	52.5%	49.4%
Ortalama aktifler	3,795,233	4,105,626	4,372,495	4,774,747	5,191,280	3,330,190	4,629,807
Ortalama öz sermaye	210,180	226,092	239,723	255,042	293,004	193,505	256,930
Ortalama aktif kârlılık	1.4%	2.0%	0.9%	1.0%	2.2%	1.2%	1.5%
Ortalama Öz sermaye kârlılığı	25.0%	35.4%	16.7%	18.7%	38.4%	20.9%	27.3%
Etkin Vergi Oranı	40.2%	12.7%	31.8%	27.5%	33.6%	28.8%	27.3%

Model Güncellemeleri (milyon TL)

	Cari			Önceki		
	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Düzeltilmiş Faiz Geliri	138,337	242,784	307,022	134,806	240,566	
TÜFE tahvil geliri	91,600	92,869	86,431	91,100	92,373	
Net komisyon geliri	72,693	100,314	124,310	72,026	90,038	
Hazine işlem geliri	19,875	12,680	15,469	20,923	19,963	
Karşılıklar (net)	31,712	55,389	71,266	38,943	52,168	
Faaliyet gideri	118,021	159,330	200,681	117,334	164,915	
Net Kâr	70,050	104,500	130,000	66,000	100,500	
Krediler	2,925,230	3,743,436	4,713,556	2,915,986	3,815,664	
Mevduat	3,326,221	4,245,876	5,208,715	3,422,533	4,394,731	
T. Aktifler	5,388,290	6,771,894	8,366,498	5,328,929	6,791,978	
Öz sermaye	322,381	426,881	556,880	287,672	388,172	
Net Faiz Marjı	3.1%	4.2%	4.3%	3.0%	4.2%	
Net kredi risk maliyeti	126bps	160bps	160bps	155bps	150bps	
Faaliyet giderleri/gelirler	49.4%	44.0%	44.2%	50.2%	46.2%	
Aktif kârlılık	1.5%	1.7%	1.7%	1.4%	1.7%	
Öz sermaye kârlılığı	27.3%	28.5%	26.4%	26.4%	30.0%	
12 aylık fiyat hedefi	42.50			36.50		

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Net kâr tahmini değişimi	6%	4%	3%
Fiyat hedefi değişimi		16%	

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.