

VAKIFBANK

Nötr

TÜFE endeksli tahviller 2Y26 için güçlü bir destek sunuyor

Analist: Hakan Aygün

hakan.aygun@akyatirim.com.tr

2Ç26 net kârı, 8 milyar TL serbest karşılık iptali ile önceki çeyrek seviyesinde 15,1 milyar TL oldu. Vakıfbank, TÜFE tahvil değerlemesi için enflasyon oranını %20,9'da tutmaya devam etti. Bu durumda yıl sonu enflasyon beklentisi olan %29 ile hesaplanırsa bankanın yılın ikinci yarısında TÜFE tahvillerinde 24 milyar TL ek gelir yazmasını bekleriz. Net kâr, tahminimizden (13,6 milyar TL) ve medyan tahminden (14,3 milyar TL) yüksek geldi. Böylece 2026/6 net kârı yıllık yatay kalarak 30,1 milyar TL ve öz kaynak getirisi %17,9 (2025'de %27,3) oldu.

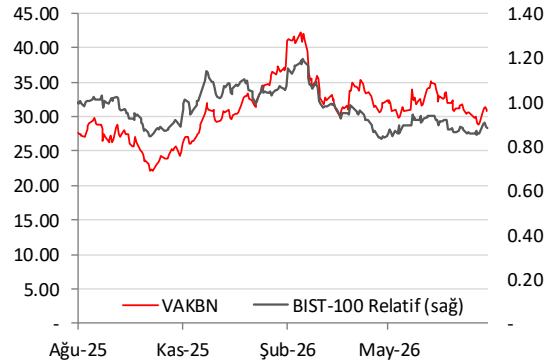
Beklenenden iyi sonuç, karşılık giderleri ve faaliyet giderlerinin tahminimizin altında kalmasından kaynaklandı. 2Ç26 sonuçlarını olumsuz etkileyen başlıca faktörler, çekirdek net faiz gelirinde (TÜFE tahvil geliri hariç) yaklaşık 5 milyar TL'lik daralma ve alım/satım kazançlarında çeyrekten çeyreğe 6 milyar TL'lik bozulma oldu. Ancak net ücretlerde 3 milyar TL artış ve 8 milyar TL değerinde serbest karşılık iptali bunu telafi etti.

TÜFE varsayımı %21'de sabit kaldığı için, 2Ç26'da TÜFE tahvil geliri 17,1 milyar TL ile ilk çeyreğin çok hafif üzerindeydi. Çekirdek net faiz gelirindeki daralma ile 2026/6 net faiz marjı 2025'e göre sadece 30 baz puan arttı. Vakıfbank, 2Ç26 sonuçlarının ardından, tüm yıl için 110 baz puanlık net faiz marjı artış beklentisini 70 baz puana revize etti. Bu, bizim projeksiyonumuzla uyumlu.

Yorum ve Öneri: Bankanın 2Ç26 sonuçları, 2026 hedeflerine göre biraz zayıf görünüyor. Net faiz geliri dışında, net komisyonlar beklentiden düşük ve faaliyet giderleri yüksek seyretti. Kredi risk maliyeti de beklentiye paralel geldi. Ancak, Vakıfbank bu kalemden yılın tamamı için yukarı yönlü risk görüyor. Son olarak, Banka öz kaynak kârlılık hedefini yüksek 20'lerden %20 civarına düşürdü. Aşağı yönlü riske rağmen, 2026 için 82 milyar TL ve 2027 için 123 milyar TL net kâr tahminlerimizi (öz kaynak getirisi sırasıyla %23 ve %26) koruyoruz. 12 aylık fiyat hedefimizi %3 düşürerek 39,00 TL'ye indirdik. 'Nötr' derecelendirmemizi koruyoruz.

Bloomberg Kodu	VAKBN TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	39.00
Güncel Fiyat, TL	30.74
Getiri Potansiyeli	27%
Halka Açıklık Oranı	6%
Piyasa Değeri, mn TL	304,815

Finansal Veriler	2024	2025	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	89,615	158,425	228,716	329,418
Net Kâr, mn TL	40,375	70,050	82,000	123,000
Özkaynak, mn TL	219,194	322,381	404,900	527,901
Toplam Aktif, mn TL	4,021,486	5,388,290	6,647,050	8,346,349
Ort. FKA, mn TL	3,200,062	4,454,884	5,613,246	7,087,384
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	1.2%	1.5%	1.4%	1.6%
Ort. Özk. Karlılığı	20.7%	25.9%	22.5%	26.4%
Temettü Verimi	-	-	-	1.3%
Büyüme				
Düz. NFK, y/y	35.8%	76.8%	44.4%	44.0%
Net Kâr, y/y	61.2%	73.5%	17.1%	50.0%
Özkaynak, y/y	27.9%	47.1%	25.6%	30.4%
Toplam Aktif, y/y	43.8%	34.0%	23.4%	25.6%
Ort. FKA, y/y	53.4%	39.2%	26.0%	26.3%
Değerleme Verisi				
F/K	4.8	3.7	3.7	2.5
F/DD	0.9	0.8	0.8	0.6
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-5.2%	-4.1%	5.7%	0.2%
BİST-100 Relatif	-0.3%	4.7%	-16.0%	-18.1%
AOİH, mn TL	1,100	1,606	1,413	1,524



Dönem Özeti

TRY mn	Özet Finansallar					Karşılaştırma	
	2Ç26	2Ç25	yıllık	1Ç26	çyrk	AkYat	Piyasa
Swap dhl. net faiz g.	42,525	24,581	73%	46,584	-9%	43,600	n.a.
Net faiz marjı	3.2%	2.3%	83bps	3.6%	-43bps	3.2%	n.a.
Net Kâr	15,077	10,029	50%	15,031	0%	13,600	14,253
Öz sermaye	353,008	246,456	43%	331,455	7%	345,055	n.a.

Kaynak: Ak Yatırım

- Vakıfbank'ın 2Ç26 komisyon gelirleri çeyrekte çeyreğe yaklaşık %16 oranında arttı ve bu nedenle 2026/6 dönemi için bu kalemdaki büyüme %27,5 oldu. Banka yıl başında 2026 yılı için %40'ın üzerinde komisyon geliri büyümesi öngörmüştü. Özellikle mevcut makro ihtiyati kredi sınırlamaları göz önüne alındığında, bu hedef biraz zorlayıcı kalabilir. Bu nedenle, 2026 yılının 3. ve 4. çeyreklerinde yüksek tek haneli çeyrekte çeyreğe büyüme ile net komisyon ve komisyonlarda yıllık büyüme oranını %26 olarak öngörüyoruz. Bununla birlikte, kredilerde hızlanma ve/veya daha agresif fiyatlandırma durumunda tahminimizin üzerinde bir artış olasılığı da bulunmaktadır.

- 2Ç26'da faaliyet giderleri çeyrekte çeyreğe %12,5 oranında arttı ve bunun neticesinde 2026/6 döneminde yıllık bazda artış %57,4 oranında gerçekleşti. Banka, yılın başında büyüme tahminini enflasyonun bir miktar üzerinde olarak paylaşmıştı. Yönetim, 2026/6'daki belirgin artışın kısmen önden yüklemeli promosyon giderlerinden kaynaklandığını ve ikinci yarıda sektör ortalamasına yakınsayacağını belirtti. 2Ç26 sonuçlarının ardından, işletme maliyeti büyüme tahminimizi %35'ten %45'e revize ettik.

- Vakıfbank'ta sorunlu kredi intikali (net) 2Ç26'da önceki çeyreğe göre 2,3 milyar TL artarak 14,5 milyar TL oldu. Böylece dönem sonunda sorunlu kredi tutarı 113,9 milyar TL'ye ve sorunlu karşılık oranı 30 baz puan artışla %3,4'e çıktı. Banka yıl sonu için %3,5 takipteki alacak oranında yukarı yönlü risk görüyor.

- Bankanın net karşılık gideri de 2Ç26'da 1,1 milyar TL azalarak 11,2 milyar TL oldu. Böylece net kredi risk maliyeti 2Ç26'da 137 baz puan ve 2026/6'da 147 baz puan şeklinde yıl başındaki 150 baz puan beklentisine yakın geldi. Ancak banka bu göstergede de yukarı yönlü risk görüyor. Bu parametreye ilişkin 2026 tahminimizi 160 baz puan olarak koruduk.

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	2025/6	2026/6
Net Faiz Geliri (düzeltilmiş)	24,581	31,611	60,376	46,584	42,525	46,351	89,109
-TÜFE tahvil geliri	19,600	19,800	36,500	16,400	17,100	35,300	33,500
-Çekirdek Net Faiz Geliri	4,981	11,811	23,876	30,184	25,425	11,051	55,609
<i>Swap maliyetleri (bilgi)</i>	-3,200	-5,600	-5,934	-7,200	-7,500	-2,300	-14,700
Hazine işlem kâr/zararı (swap maliyeti hariç)	7,414	4,394	2,991	4,000	-2,039	12,490	1,961
- Esas Hazine işlem kâr/zararı	7,414	4,394	2,991	4,000	-2,039	12,490	1,961
- Kura bağlı karşılık gider koruma geliri (bilgi)	0	0	0	0	0	0	0
Kredi karşılık giderleri (kur kaynaklı gider hariç) (-)	9,250	10,564	4,757	12,322	11,246	16,392	23,568
- Kredi karşılık gideri (kur kaynaklı gider hariç)	18,673	16,453	12,587	25,743	18,834	46,895	44,577
- İptal edilen karşılıklar	9,423	5,889	7,830	13,421	7,588	30,503	21,009
Düzeltilmiş Net Faiz Geliri	22,745	25,441	58,610	38,262	29,240	42,449	67,502
Komisyon ve Ücretler (net)	17,346	20,605	19,373	19,338	22,362	32,716	41,700
Bankacılık Geliri	40,091	46,046	77,983	57,600	51,602	75,165	109,202
Diğer Gelirler	2,073	1,058	3,025	1,784	2,668	3,320	4,452
Diğer karşılıklar (serbest karşılık dahil) (-)	0	0	4,000	1	-7,779	-11,000	-7,778
Faaliyet giderleri (-)	28,216	30,694	34,730	38,975	43,829	52,597	82,804
Vergi Öncesi Kâr	13,948	16,410	42,277	20,407	18,221	36,889	38,628
İştirak geliri	514	2	7	386	596	516	982
Vergi(-)	4,433	4,519	14,190	5,762	3,740	7,342	9,502
Net Kâr	10,029	11,893	28,094	15,031	15,077	30,063	30,108

Bilanço (milyon TL)							
Likit aktifler	875,586	1,012,226	980,228	948,642	912,510	875,586	912,510
Menkul Kıymetler	1,072,498	1,108,811	1,199,693	1,217,143	1,296,347	1,072,498	1,296,347
Krediler	2,440,387	2,662,335	2,925,230	3,086,862	3,286,190	2,440,387	3,286,190
Tahsili gecikmiş krediler	62,649	75,889	87,224	99,397	113,919	62,649	113,919
Krediler için ayrılan karşılıklar (-)	83,349	93,881	99,829	111,753	122,970	83,349	122,970
Sabi kıymetler ve diğer aktifler	187,453	228,890	295,744	309,818	324,760	187,453	324,760
Toplam aktifler	4,555,224	4,994,270	5,388,290	5,550,110	5,810,756	4,555,224	5,810,756
Müşteri mevduatı	2,780,020	2,992,610	3,326,221	3,353,907	3,468,565	2,780,020	3,468,565
İhraç edilen M.K. ve alınan krediler	729,194	811,923	904,059	954,382	1,032,662	729,194	1,032,662
Diğer	799,554	926,109	835,629	910,366	956,521	799,554	956,521
Öz sermaye	246,456	263,628	322,381	331,455	353,008	246,456	353,008
Toplam pasifler	4,555,224	4,994,270	5,388,290	5,550,110	5,810,756	4,555,224	5,810,756

Gelir tablosu kalemlerinde artışlar	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	2025/6	2026/6
Net faiz geliri	12.9%	28.6%	91.0%	-22.8%	-8.7%	234.4%	92.3%
Komisyonlar	12.9%	18.8%	-6.0%	-0.2%	15.6%	54.8%	27.5%
Karşılık gideri	8.4%	-11.9%	0.8%	55.2%	-57.1%	63.4%	2.5%
Faaliyet gideri	15.7%	8.8%	13.2%	12.2%	12.5%	62.0%	57.4%
Net kâr	-49.9%	18.6%	136.2%	-46.5%	0.3%	56.6%	0.1%

Temel Performans Kriterleri

TL kredi artışı	8.1%	9.8%	10.3%	4.2%	8.1%	17.5%	12.7%
YP kredi artışı (dolar bazlı)	5.1%	3.4%	5.8%	3.9%	-0.9%	13.6%	3.0%
TL mevduat artışı	5.3%	5.8%	10.3%	-0.9%	7.6%	9.8%	6.6%
YP mevduat artışı (dolar bazlı)	9.6%	7.5%	9.6%	1.3%	-10.2%	8.2%	-9.0%
TL vadesiz mevduat oranı	18.6%	15.4%	18.1%	14.9%	15.8%	18.6%	15.8%
YP vadesiz mevduat oranı	63.1%	66.9%	70.0%	72.7%	73.3%	63.1%	73.3%
Çekirdek Sermaye Yeterlilik Oranı	10.0%	10.0%	11.4%	9.4%	9.5%	10.0%	9.5%
SYR	14.8%	14.7%	16.7%	14.1%	14.1%	14.8%	14.1%
Ortalama Faiz Getirili Aktifler	4,212,204	4,585,922	4,944,261	5,178,899	5,373,847	4,105,837	5,284,281
Düzeltilmiş Net Faiz Geliri	24,581	31,611	60,376	46,584	42,525	46,351	89,109
Düzeltilmiş Net Faiz Geliri (Tüfe tahvil geliri hrç)	4,981	11,811	23,876	30,184	25,425	11,051	55,609
Net Faiz Marjı	2.3%	2.8%	4.9%	3.6%	3.2%	2.3%	3.4%
Net Faiz Marjı (Tüfe tahvil geliri hrç)	0.5%	1.0%	1.9%	2.3%	1.9%	0.5%	2.1%
TL kredi getirisi	39.5%	39.7%	38.1%	35.8%	35.9%	39.5%	35.8%
YP kredi getirisi	7.3%	7.1%	6.9%	6.5%	6.7%	7.4%	6.6%
TL mevduat maliyeti	43.1%	43.1%	39.5%	36.9%	38.4%	43.1%	37.5%
YP mevduat maliyeti	1.7%	1.2%	1.3%	1.0%	1.0%	1.6%	1.0%
Net karşılık gideri (kur kaynaklı maliyet hariç)	9,250	10,564	4,757	12,322	11,246	16,392	23,568
Üçüncü aşama krediler	10,355	9,607	9,710	11,831	12,951	17,386	24,782
Standart krediler (I. ve II. aşama)	8,318	6,846	2,877	13,912	5,883	29,509	19,795
Serbest kalan karşılıklar	9,423	5,889	7,830	13,421	7,588	30,503	21,009
Karşılıklar için kur kaynaklı pozisyon geliri	0	0	0	0	0	0	0
- Serbest karşılıklar	0	0	4,000	0	-8,000	-11,000	-8,000
Dönemin Ortalama Kredi Hacmi	2,395,467	2,620,630	2,875,339	3,099,357	3,293,184	2,279,001	3,199,608
Kur kaynaklı risk maliyeti	0bps	0bps	0bps	0bps	0bps	0bps	0bps
Toplam net kredi risk maliyeti (kur etkisi dhl.)	154bps	161bps	66bps	159bps	137bps	144bps	147bps
Toplam net kredi risk maliyeti (kur etkisi hrç.)	154bps	161bps	66bps	159bps	137bps	144bps	147bps
Net komisyonlar / Faaliyet giderleri	61%	67%	56%	50%	51%	62%	50%
Maliyet / Gelir oranı	54.3%	53.2%	40.5%	54.1%	66.3%	55.1%	59.9%
Ortalama aktifler	4,372,495	4,774,747	5,191,280	5,469,200	5,680,433	4,255,492	5,583,052
Ortalama öz sermaye	239,723	255,042	293,004	326,918	342,231	232,880	335,614
Ortalama aktif kârlılık	0.9%	1.0%	2.2%	1.1%	1.1%	1.4%	1.1%
Ortalama Öz sermaye kârlılığı	16.7%	18.7%	38.4%	18.4%	17.6%	25.8%	17.9%
Etkin Vergi Oranı	31.8%	27.5%	33.6%	28.2%	20.5%	19.9%	24.6%

Model Güncellemeleri (milyon TL)

	Cari			Önceki		
	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Düzeltilmiş Faiz Geliri	217,046	314,598	403,244	211,057	304,328	
TÜFE tahvil geliri	91,300	92,800	93,000	99,666	95,240	
Net komisyon geliri	91,835	118,371	149,148	90,860	114,565	
Hazine işlem geliri	11,669	14,819	16,672	17,669	21,909	
Karşılıklar (net)	56,425	74,011	89,710	54,930	72,364	
Faaliyet gideri	171,185	224,675	285,338	159,348	204,291	
Net Kâr	82,000	123,000	157,500	82,000	123,000	
Krediler	3,739,895	4,778,448	5,853,598	3,803,237	4,791,207	
Mevduat	4,024,089	5,038,979	6,197,944	4,134,359	5,100,225	
T. Aktifler	6,647,050	8,346,349	10,182,545	6,671,370	8,247,844	
Öz sermaye	404,900	527,901	673,588	398,424	521,424	
Net Faiz Marjı	3.9%	4.5%	4.6%	3.7%	4.3%	
Net kredi risk maliyeti	165bps	165bps	160bps	160bps	160bps	
Faaliyet giderleri/gelirler	52.0%	48.2%	48.4%	48.8%	45.5%	
Aktif kârlılık	1.4%	1.6%	1.6%	1.4%	1.6%	
Öz sermaye kârlılığı	22.9%	26.4%	26.2%	23.3%	26.7%	
12 aylık fiyat hedefi	39.00			40.00		

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Net kâr tahmini değişimi	-	-	-
Fiyat hedefi değişimi		-3%	

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 dayanarak 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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023