

Vakıfbank

AL

2026 2.Ç Mali Tablo Analizi

Yükselme Potansiyeli 46%

Vakıfbank 2Ç26: Marj baskısı kâr toparlanmasını öteliyor; TÜFE'ye endeksli kıymetler yukarı yönlü potansiyelin ana kaynağı

Gerçekleşen vs. Beklentiler

Vakıfbank, 2Ç26'da solo bazda 15,0 milyar TL net kâr açıkladı. Rakam, yaklaşık 14 milyar TL seviyesindeki beklentimizin ve piyasa konsensüsünün hafif üzerinde gerçekleşti. Net kâr çeyrek bazda yatay kalırken, yıllık bazda %50 arttı. Yıllıklandırılmış özkaynak karlılığı %17,6 seviyesinde gerçekleşerek çeyrek bazda 77 baz puan geriledi .Artan fonlama maliyetleri çeyrek boyunca TL kredi makası üzerinde belirgin baskı oluşturdu. TL mevduat maliyetleri yaklaşık 200 baz puan artarken, TL kredi getirilerinde neredeyse hiç yukarı yönlü yeniden fiyatlama gerçekleşmemesi sonucunda TL kredi-mevduat makası çeyrekte 190 baz puan daraldı. Bunun sonucunda swaplara göre düzeltilmiş marj 2Ç26'da 70 baz puan geriledi.

Bununla birlikte Vakıfbank, TÜFE'ye endeksli kıymet portföyünün değerlemesinde görece muhafazakâr bir %20,9 Ekim-Ekim enflasyon varsayımı kullanmaya devam etti. Yönetim, güncel %29'luk enflasyon beklentisinin kullanılması halinde swaplara göre düzeltilmiş marjın, açıklanan %3,4 yerine yaklaşık %4,5 seviyesinde gerçekleşmiş olacağını hesaplıyor. Dolayısıyla potansiyel net faiz marjı toparlanmasının önemli bir bölümü 4Ç26'ya ötelenmiş durumda.

Banka bunun yerine kârlılığı desteklemek amacıyla kalan 8 milyar TL'lik serbest karşılık tamponunun tamamını serbest bıraktı. Bu gelişmenin, çeyrek net kârın yatay kalmasındaki temel faktörlerden biri olduğunu düşünüyoruz. Diğer kârlılık kalemleri ise destekleyici olmaya devam etti. Özellikle ücret ve komisyon gelirlerindeki güçlü momentum sürdü; net ücret ve komisyon gelirleri çeyrek bazda %16 arttı. Buna ek olarak, karşılık giderlerinin %27 gerilemesi kârlılığı destekledi. 1. ve 2. grup karşılıklarındaki düşüş, üçüncü grup karşılıklarındaki artışı fazlasıyla telafi ederek toplam karşılık giderlerinin gerilemesini sağladı. Banka aynı zamanda üçüncü grup karşılık oranını güçlendirmeye devam etti.

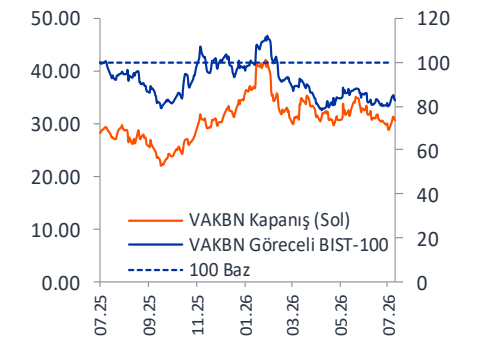
Marj görünümünün önceki beklentilerden daha zayıf olması nedeniyle Vakıfbank, 2026 özkaynak karlılık beklentisini önceki yüksek %20'li seviyelerin üzerindeki hedeften yaklaşık %20 seviyesine aşağı yönlü revize etti.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	30.74
12 Aylık Hedef Fiyat*	45.00
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	45.00
Piyasa Değeri (mn)	304,815
Halka Açık PD (mn)	22,678
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	1418.5
Hisse sayısı (Adet mn)	9,916
Takas Saklama Oranı (%)	7
Yabancı Oranı (%)	2

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-5.2	0.2	5.7
ABD \$	-6.8	-9.7	-9.7
BIST-100 Relatif	-0.3	-18.1	-16.0

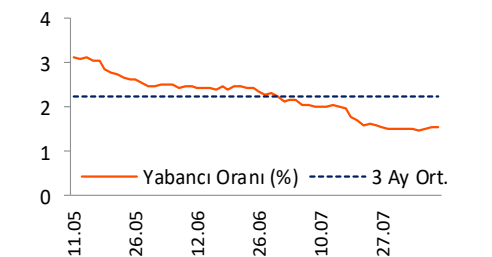
Çarpanlar	2026	2027	2028
F/K	3.4	2.3	1.9
PD/DD	0.7	0.6	0.4

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 28.88 35.16

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 1.57



Dr.Bülent Şengönül

bsengonul@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 66

2Ç26'da marj baskısı belirginleşirken, yönetim dip seviyenin geride kaldığını düşünüyor. Solo swap düzeltilmiş net faiz marjı 71 baz puan gerileyerek %3,42'ye inerken, swap maliyetleri ve TÜFE'ye endeksli kıymet gelirlerinden arındırılmış marj 53 baz puan düşerek %2,38'e geriledi. Temel baskı fonlama maliyetlerinden kaynaklandı: TL mevduat maliyetleri çeyrek bazda 190 baz puan artarken, TL kredi getirileri büyük ölçüde yatay kaldı. Bunun sonucunda TL kredi-mevduat makası 192 baz puan daralarak %2,36'ya geriledi. Yönetim, TL fonlama maliyetlerinin halihazırda gevşemeye başladığını ve 3Ç26'da çekirdek kredi spreadlerinde sınırlı bir toparlanma, 4Ç26'da ise daha belirgin bir marj iyileşmesi beklediğini belirtti.

TÜFE'ye endeksli kıymetlerin yeniden fiyatlanması 2Y26 için anlamlı bir kâr katalizörü oluşturuyor. VakıfBank, TÜFE'ye endeksli menkul kıymet portföyünü görece muhafazakâr %20,9 Ekim-Ekim enflasyon varsayımıyla değerlemeye devam ediyor. Yönetim hesaplamalarına göre, benzer bankalarla daha uyumlu olan %29 enflasyon varsayımının kullanılması halinde 2Ç26 swaplara göre düzeltilmiş marjın, açıklanan %3,4 yerine %4,5, 1Y26 kümülatif swap düzeltilmiş net faiz marjının ise açıklanan %3,7 yerine %4,3 seviyesinde gerçekleşecekti. Dolayısıyla, TÜFE'ye endeksli kıymetlerin yeniden fiyatlanmasını 2Y26 için anlamlı bir marj ve kâr artışı potansiyeli olarak görüyoruz; potansiyel katkının büyük bölümünün 4Ç26'da gerçekleşmesini bekliyoruz.

Ücret ve komisyon gelirleri güçlü bir kâr çıpası olmaya devam etti. Net ücret ve komisyon gelirleri çeyrek bazda %16, yıllık bazda %29 artarak 22,4 milyar TL'ye ulaştı. Ödeme sistemleri ve kredi bağlantılı ücretler temel katkı sağlayan kalemler olmaya devam etti. İlk yarı ücret ve komisyon gelirleri yaklaşık 42 milyar TL'ye ulaşırken, bu rakam çekirdek bankacılık gelirlerinin yaklaşık %30'unu oluşturdu. Solo operasyonel giderler çeyrek bazda %9, yıllık bazda %62 artarak 27,1 milyar TL'ye yükseldi. Yönetim, promosyon giderlerinin ilk yarıda önden yüklendiğini ve 2Y26'da gider artış hızının ılımlılaşmasını beklediğini belirtti.

Aktif kalitesindeki normalleşme devam ederken, riskler giderek mikro-KOBİ segmentine kayıyor. Solo takip oranı 23 baz puan artarak %3,35'e yükselirken, brüt yeni NPL girişleri çeyrek bazda iki kattan fazla artarak 40,4 milyar TL'ye, tahsilatlar ise 13,7 milyar TL'ye ulaştı. Takipteki krediler karşılama oranı hafif iyileşerek %63,7 oldu. Yönetim tarafından raporlanan çeyreklik net risk maliyeti 141 baz puan seviyesinde gerçekleşirken, 1Y26 kümülatif net risk maliyeti 152 baz puana ulaştı. Yönetim 3Ç26'da bireysel taraftan ilave NPL girişleri beklemekle birlikte, 2Y26'daki yeni takip oluşumunun ağırlıklı olarak finansmana erişimleri daha sınırlı olan mikro-KOBİ segmentinden kaynaklanmasını bekliyor.

Aktif kalite göstergelerindeki bozulmaya rağmen karşılık giderleri geriledi. Toplam karşılık giderleri çeyrek bazda %27 azalarak 18,9 milyar TL'ye geriledi. Üçüncü grup karşılıkları %9 artarken, grup I ve grup-II karşılıklarındaki %58'lik düşüş bu artışı fazlasıyla telafi etti ve 1Ç26'da yüksek seyreden karşılık giderlerinin büyük ölçüde normalleşmesini sağladı. Banka ayrıca kalan 8 milyar TL'lik serbest karşılık tamponunun tamamını serbest bıraktı. Böylece bilançoda ilave bir serbest karşılık tamponu kalmadı.

Değerleme Üzerindeki Etki ve Görünüm: Marj ve Kârlılık Beklentileri Aşağı Yönlü Revize Edildi. Fonlama koşullarının önceki beklentilerden daha zayıf seyretmesi nedeniyle yönetim, 2026 swaplara göre düzeltilmiş net faiz marj beklentisini %4,5'ten %4,1'e indirdi. Bu revizyon, başlangıçta öngörülen 110 baz puanlık yıllık marj genişlemesine karşılık yaklaşık 70 baz puanlık bir artışa işaret ediyor. Ortalama özkaynak karlılık beklentisi de önceki yüksek %20'li seviyelerin üzerindeki hedef aralığından yaklaşık %20 seviyesine çekildi. Diğer önemli beklentiler korunurken, bunlar arasında %20'li seviyelerin ortalarında TL kredi büyümesi, ABD doları bazında tek haneli döviz kredi büyümesi, yaklaşık %40 ücret ve komisyon gelir büyümesi ve enflasyonun üzerinde operasyonel gider artışı bulunuyor. Bununla birlikte yönetim, %3,5 NPL oranı ve 150 baz puan net CoR hedefleri açısından yukarı yönlü risk gördüğünü belirtti. Bu durum, yılın geri kalanında aktif kalite görünümünün bir miktar daha ihtiyatlı ele alındığına işaret ediyor. Biz 2026 yıl sonu RoAE tahminimizi %24 seviyesinde koruyoruz. Tahminimizde, özellikle 4Ç26'da daha güçlü gelir performansına ve bunun temel olarak TÜFE'ye endeksli kıymet portföyünden elde edilecek daha yüksek gelirlere dayanıyoruz. Bize göre, TÜFE'ye endeksli kıymet gelirlerinin zamanlaması VakıfBank'ın 2Y26 kâr görünümündeki en önemli değişken olmaya devam ediyor.

Faaliyet Konusu
Ticari Bankacılık

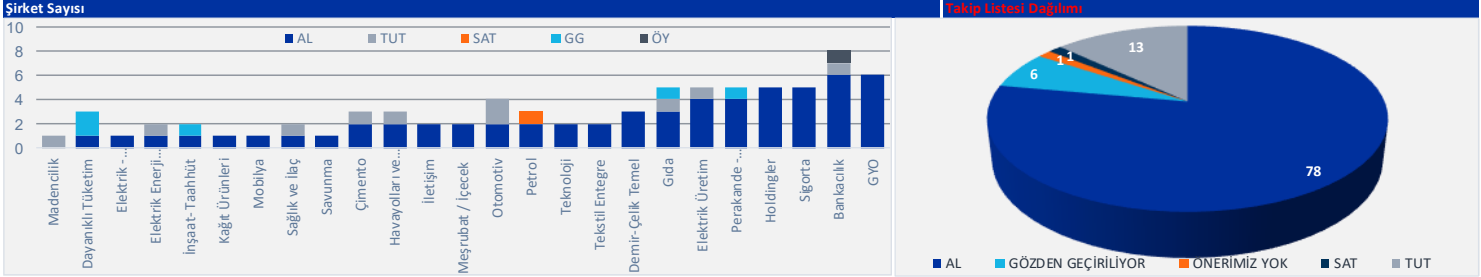
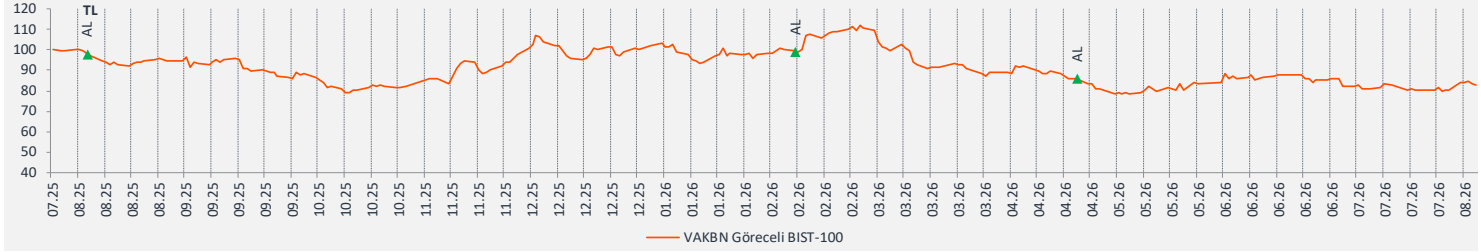
Ortaklık Yapısı (%)	
Türkiye Varlık Fonu	73.26
T.C. Hazine Ve Maliye Bakanlığı	14.75
Diğer	11.99

VAKBN							
Gelir Tablosu (TL mn)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	Çeyreklik bazda	Yıllık bazda
Net faiz geliri	27,961	37,080	66,325	53,849	49,852	(7%)	78%
Net ücret ve komisyon gelirleri	17,346	20,605	19,373	19,340	22,360	16%	29%
Trading gelirleri	4,728	(1,204)	(2,936)	(2,813)	(8,944)	218%	n.m.
Menkul kıymet alım satımı	4,464	1,215	637	415	2,103	407%	(53%)
Swap ve türev işlemler	(250)	(2,421)	(3,580)	(3,614)	(11,643)	222%	4,557%
Temettü geliri	514	2	7	386	596	54%	16%
Diğer gelirler	11,496	6,947	10,855	15,202	18,259	20%	59%
Faaliyet giderleri	(16,711)	(19,305)	(21,779)	(24,854)	(27,082)	9%	62%
Personel giderleri	(11,505)	(11,389)	(12,951)	(14,121)	(16,747)	19%	46%
Faiz ve vergi öncesi faaliyet karı	32,801	32,732	58,881	46,217	37,102	(20%)	13%
Karşılık giderleri	(18,853)	(16,322)	(16,603)	(25,809)	(18,882)	(27%)	0%
Grup III	(10,355)	(9,607)	(9,710)	(11,831)	(12,951)	9%	25%
Grup I ve II	(8,318)	(6,846)	(2,877)	(13,912)	(5,883)	(58%)	(29%)
Diğerleri	0	0	(4,000)	(1)	(5)	307%	n.m.
Serbest karşılıklar	(180)	131	(16)	(64)	172	n.m.	n.m.
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen iştiraklerden gelir	0	0	0	0	0	n.m.	n.m.
Vergi öncesi kar	14,462	16,412	42,284	20,794	18,816	(10%)	30%
Vergi	4,433	4,519	14,190	5,763	3,739	(35%)	(16%)
Net Kar	10,029	11,893	28,094	15,031	15,077	0%	50%
Bilanço (TL mn)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	Çeyreklik bazda	Yıllık bazda
Krediler	2,503,036	2,738,224	3,012,453	3,186,260	3,400,109	7%	36%
Tüketici	8%	8%	8%	9%	8%	(3%)	(2%)
Kredi kartları	10%	10%	10%	9%	10%	3%	1%
Ticari taksitli	31%	32%	34%	34%	34%	2%	11%
Diğer	51%	49%	48%	48%	47%	(2%)	(7%)
Takipteki alacaklar	62,649	75,889	87,224	99,397	113,919	15%	82%
Yeni girişler	35,217	55,209	73,052	18,797	40,367	115%	15%
Tahsilatlar	8,665	15,406	21,906	6,615	13,650	106%	58%
Silinen alacaklar	0	0	0	0	0	n.m.	n.m.
Özel karşılıklar (-)	37,413	45,221	53,821	62,966	72,534	15%	94%
Menkul kıymetler	1,072,057	1,108,348	1,199,216	1,216,649	1,295,829	7%	21%
Alım-satım ve satılmaya hazır	567,120	519,864	542,612	509,619	557,881	9%	(2%)
Vadesine kadar elde tutulacak	504,937	588,484	656,604	707,030	737,948	4%	46%
Toplam varlıklar	4,555,224	4,994,270	5,388,290	5,550,110	5,810,756	5%	28%
Mevduat	2,924,559	3,132,011	3,449,193	3,404,007	3,566,974	5%	22%
İhraç edilen menkul kıymetler	245,193	292,175	311,833	265,268	238,124	(10%)	(3%)
Toptan fonlama	917,264	1,058,437	1,018,049	1,250,976	1,339,589	7%	46%
Özkaynaklar	246,456	263,628	322,381	331,455	353,008	7%	43%

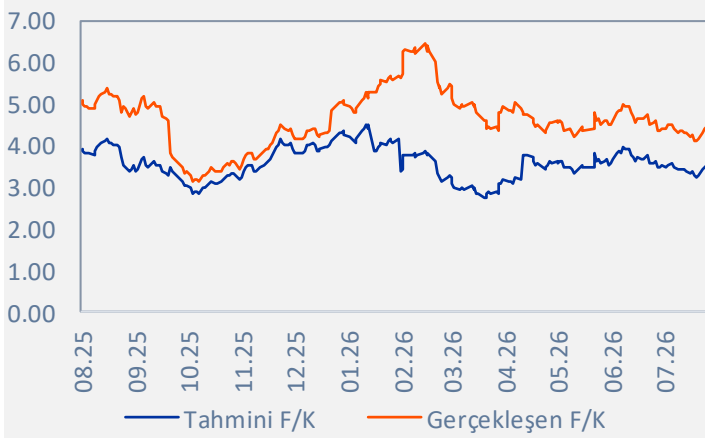
Rasyo Analizi	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	Çeyreklik bazda	Yıllık bazda
Net faiz marjı, çeyreklik	2.90%	3.56%	5.91%	4.59%	4.03%	(57bps)	113bps
Swap maliyetlerine göre düzeltilmiş	2.57%	3.02%	5.38%	4.14%	3.42%	(71bps)	86bps
Swap ve TÜFE endekslerine göre düzeltilmiş	0.52%	1.36%	2.36%	2.91%	2.38%	(53bps)	186bps
TP							
Krediler	38.05%	38.07%	36.42%	34.12%	34.10%	(3bps)	(395bps)
Menkul kıymetler	30.02%	30.21%	36.47%	25.90%	26.33%	43bps	(369bps)
Mevduatlar	34.79%	34.11%	31.28%	29.84%	31.74%	190bps	(305bps)
Kredi-mevduat faiz makası	3.26%	3.96%	5.14%	4.28%	2.36%	(192bps)	(90bps)
YP							
Krediler	7.35%	7.06%	6.92%	6.50%	6.68%	18bps	(66bps)
Menkul kıymetler	6.62%	5.97%	6.33%	6.32%	6.70%	38bps	7bps
Mevduatlar	0.90%	0.63%	0.52%	0.40%	0.35%	(5bps)	(54bps)
Kredi-mevduat faiz makası	6.45%	6.42%	6.40%	6.10%	6.33%	23bps	(12bps)
Faaliyet kar marjı (karşılıklar öncesi)	3.40%	3.14%	5.24%	3.94%	3.00%	(95bps)	(41bps)
Takipteki krediler oranı	2.50%	2.77%	2.90%	3.12%	3.35%	23bps	85bps
Takipteki kredi karşılık oranı	59.72%	59.59%	61.70%	63.35%	63.67%	32bps	395bps
Aşama III kredi risk maliyeti	173 bps	147 bps	135 bps	153 bps	157 bps	5bps	(16bps)
Aşama I ve II kredi risk maliyeti	139 bps	104 bps	40 bps	180 bps	71 bps	(108bps)	(67bps)
Net risk maliyeti	154 bps	164 bps	68 bps	159 bps	136 bps	(23bps)	(19bps)
Yıllıklandırılmış net takip oranı	4.43%	6.08%	7.12%	1.57%	3.25%	167bps	(119bps)
Yakın izleme altındaki krediler	4.33%	3.52%	3.36%	3.27%	3.57%	30bps	(76bps)
Yeniden yapılandırılmış krediler	4.54%	5.02%	5.36%	6.61%	6.78%	17bps	224bps
Net takipteki kredi stoku / Ana Sermaye (Tier I) (Texas oranı)	10.13%	11.52%	10.20%	11.13%	11.86%	73bps	173bps
Net takipteki kredi stoku + Grup II krediler / Ana Sermaye (Tier I)	53.6%	47.7%	41.1%	42.9%	46.6%	373bps	(699bps)
Gider-gelir oranı	34%	34%	26%	36%	43%	770bps	947bps
Ortalama varlıkların giderleri (%)	2.6%	2.6%	2.7%	2.9%	3.1%	24bps	51bps
Net ücret/komisyonların faaliyet giderlerine oranı	61%	67%	56%	50%	51%	139bps	(1,046bps)
Ortalama varlık getirisi	0.9%	1.0%	2.2%	1.1%	1.1%	(4bps)	14bps
Ortalama özkaynak getirisi	16.7%	18.7%	38.4%	18.4%	17.6%	(77bps)	89bps
Kaldıraç oranı	18.2 x	18.7 x	17.7 x	16.7 x	16.6 x	-0.13x	-1.64x
Ana sermaye yeterlilik oranı	12.43%	12.34%	14.40%	11.93%	11.96%	3bps	(47bps)
Toplam sermaye yeterlilik oranı	14.84%	14.69%	16.71%	14.05%	14.07%	2bps	(77bps)
Düzeltilmiş kredi/mevduat oranı	77%	78%	77%	80%	81%	189bps	420bps
Özel karşılık gideri / faaliyet karı oran	32%	29%	16%	26%	35%	931bps	334bps
Kısa vadede faizin yeniden fiyatlanabilir kredilerin toplam krediler içindeki payı	16%	15%	21%	13%	12%	(58bps)	(394bps)
Kısa vadede faizin yeniden fiyatlanabilir mevduatların toplam mevduat içindeki payı	72%	71%	68%	66%	69%	284bps	(312bps)
Tasarruf mevduatlarının toplam mevduat içindeki payı	53%	52%	47%	47%	46%	(67bps)	(723bps)

* ihraç edilen menkul kıymetler, ikincil krediler, uzun vadeli döviz borçlanmaları ve banka mevduatları için düzeltilmiş

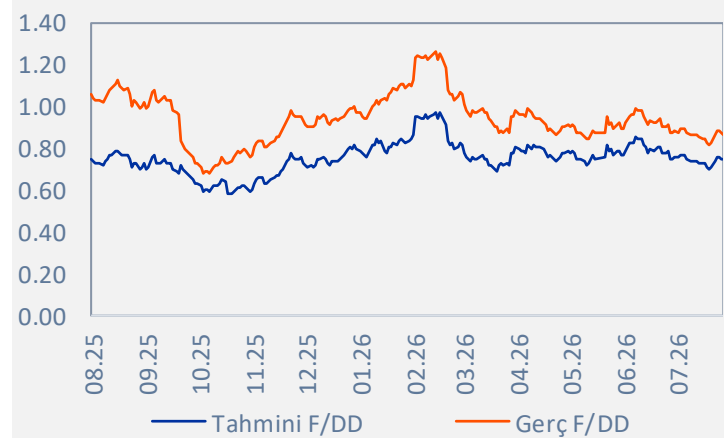
Göreceli Getiri / Öneriler



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini F/DD & Gerç F/DD



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.