

Hisse Senedi / Büyük Şirket / Sigorta

## Agesa Hayat ve Emeklilik

26.09.2025

## İzleme Listesine Ekleme

AL

Yükselme Potansiyeli 76%

AgeSA'yı Al tavsiyesi ve hisse başına 294.80 TL fiyat hedefi ile araştırma kapsamımıza alıyoruz; bu da %76 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Türkiye'nin lider özel emeklilik oyuncusu olan AgeSA, güçlü büyüme potansiyeli ve yüksek karlılık profili ile öne çıkmaktadır. Yaklaşık %19 fon büyüklüğü pazar payı ile sektör lideri olan AgeSA, Akbank ile güçlü iş birliği, demografik avantajlar, düşük penetrasyon ve devlet katkısı gibi yapısal desteklerle büyümesini sürdürmeye adaydır. Faiz indirim döngüsü ile beraber hızlanacak kredi büyümesi, en karlı segmenti olan kredi bağlantılı hayat primlerine ivme kazandıracaktır. 2026'da devreye girmesi beklenen Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi yönetilen fon büyüklüklerini artırarak büyüme sürecini hızlandırırken, güçlü nakit yaratımı ve sağlam bilanço sürdürülebilir büyüme ve uzun vadeli değer yaratımını desteklemektedir.

**Bireysel Emeklilikte Pazar Liderliği.** AgeSA, Türkiye'nin bireysel emeklilik sisteminde özel şirketler arasında yaklaşık %19 fon büyüklüğü payı ile lider konumdadır. Katılımcı pazar payı (~%10) daha düşük olsa da, yüksek değerli müşteri tabanı (kurumsal ve varlıklı müşteriler) ve buna bağlı uzun vadeli kontrat süreleri sayesinde katılımcı başına düşen fon büyüklüğü rakiplerinden daha yüksek olup AgeSA'nın liderliğini pekiştiren yapısal bir avantaj yaratmaktadır.

**Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi'nden (TES) Potansiyel Yukarı Yönlü Risk.** 2026'nın ikinci çeyreğinde devreye girmesi planlanan Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES), çalışan, işveren ve devlet katkılarıyla fon büyüklüklerinde ciddi bir artış yaratabilir. AgeSA gibi pazar liderleri için TES, katılımcı sayısını ve fon yönetim gelirlerini ciddi ölçüde arttıracak güçlü bir yukarı yönlü potansiyel sunmaktadır.

**Faiz İndirim Döngüsü Kredi Bağlantılı Ürünleri Destekliyor.** Faiz indirim döngüsünün hızlandıracağı kredi büyümesi, AgeSA'nın en karlı segmenti olan kredi bağlantılı poliçelere olan talebi arttıracaktır ve şirketin karlılığına güçlü katkı sağlayacaktır.

**Demografik Dinamiklerin Desteklediği Büyüme Potansiyeli.** Türkiye'nin bireysel emeklilik pazarı OECD ortalamasına göre oldukça düşük penetrasyona sahiptir (fon büyüklüğü/GSYH ~%3 vs. >%90). Kişi başına fon büyüklüğünün de uluslararası standartların gerisinde olması, demografik eğilimler ve artan finansal farkındalıkla birleşerek sektör için uzun vadeli yapısal büyüme potansiyeline işaret etmektedir.

**Destekleyici Düzenlemeler.** Devlet katkısı sistemi, bireysel katkıların %30'u oranında eşleşme sağlayarak katılımı teşvik eden ve uzun vadeli tasarruf disiplinini güçlendiren güçlü bir yapısal unsur olarak öne çıkmaktadır.

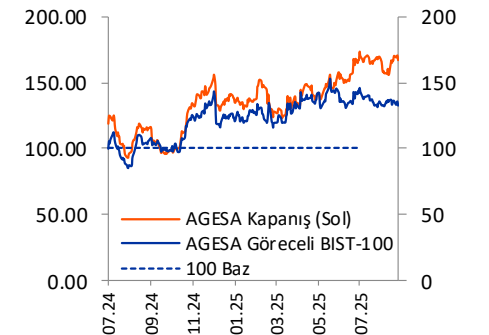
| Fiyat Bilgileri          | TL     |
|--------------------------|--------|
| Kapanış                  | 167.40 |
| 12 Aylık Hedef Fiyat*    | 294.80 |
| 12 Aylık Önc.Hedef Fiyat | -      |
| Piyasa Değeri (mn)       | 30,132 |
| Halka Açık PD (mn)       | 5,990  |
| Ort. İşlem Hacmi (3Ay)   |        |
| Hisse sayısı (Adet mn)   | 180    |
| Takas Saklama Oranı (%)  | 20     |
| Yabancı Oranı (%)        | 53     |

\*Güncelleme tarihi: 25.09.2025

| Fiyat Perf. (%)  | 1 Ay | Yıllık | 12 Ay |
|------------------|------|--------|-------|
| TL               | -0.4 | 7.3    | 47.3  |
| ABD \$           | -1.5 | -8.6   | 21.3  |
| BIST-100 Relatif | 0.9  | -7.3   | 28.1  |

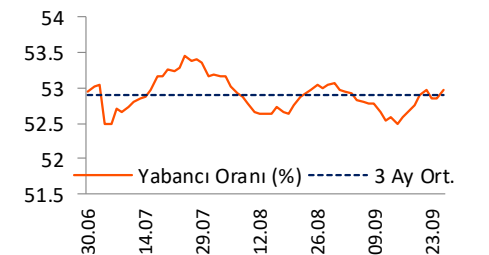
| Çarpanlar | 2024 | 2025 | 2026 |
|-----------|------|------|------|
| F/K       | 10.9 | 7.3  | 5.1  |
| PD/DD     | 5.6  | 3.1  | 2.1  |

## Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 0.00 0.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 52.85



Dr.Bülent Şengönül

bsengonul@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 66

Alpar Ata Turhan

aaturhan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 23 98

Agesa Hayat ve Emeklilik

| Ortaklık Yapısı (%)                      | Faaliyet Konusu              |
|------------------------------------------|------------------------------|
| Hacı Ömer Sabancı Holding Anonim Şirketi | 40 Sigortacılık faaliyetleri |
| Ageas Insurance International N.V.       | 40                           |
| Diğer                                    | 20                           |

| Gelir Tablosu (TL mn)                                    | 2024G          | 2025T          | 2026T          | 2027T          | 2028T          |
|----------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Teknik Gelir - Hayat                                     | 16,397         | 27,909         | 35,762         | 42,591         | 50,913         |
| Kazanılmış Primler                                       | 12,129         | 19,822         | 25,882         | 31,493         | 37,993         |
| Yatırım Gelirleri                                        | 4,121          | 7,874          | 9,611          | 10,770         | 12,524         |
| Diğer Teknik Gelir                                       | 146            | 213            | 270            | 329            | 396            |
| Teknik Gider - Hayat                                     | (14,608)       | (23,124)       | (29,282)       | (35,431)       | (42,920)       |
| Gerçekleşen Hasarlar                                     | (1,592)        | (2,455)        | (3,533)        | (4,670)        | (6,126)        |
| Matematik Karşılığındaki Değişim                         | (8,480)        | (13,479)       | (16,823)       | (20,470)       | (24,695)       |
| Faaliyet Gideri ve Diğer                                 | (4,537)        | (7,190)        | (8,926)        | (10,291)       | (12,099)       |
| <b>Teknik Kar/Zarar - Hayat</b>                          | <b>1,789</b>   | <b>4,785</b>   | <b>6,480</b>   | <b>7,160</b>   | <b>7,992</b>   |
| Teknik Gelir - Emeklilik                                 | 3,792          | 7,491          | 11,633         | 15,505         | 20,031         |
| Fon Yönetim Ücreti                                       | 2,623          | 5,054          | 8,065          | 10,750         | 13,890         |
| Yönetim Ücreti                                           | 940            | 2,089          | 3,101          | 4,133          | 5,337          |
| Giriş Aidat Geliri                                       | 229            | 349            | 467            | 622            | 804            |
| Diğer                                                    | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Teknik Gider - Emeklilik                                 | (5,130)        | (9,002)        | (12,467)       | (16,299)       | (20,979)       |
| Fon Yönetim Gideri                                       | (372)          | (451)          | (719)          | (958)          | (1,238)        |
| Faaliyet Gideri                                          | (4,474)        | (8,191)        | (11,161)       | (14,576)       | (18,759)       |
| Diğer                                                    | (284)          | (360)          | (587)          | (765)          | (982)          |
| <b>Teknik Kar/Zarar - Emeklilik</b>                      | <b>(1,337)</b> | <b>(1,511)</b> | <b>(835)</b>   | <b>(794)</b>   | <b>(948)</b>   |
| <b>Toplam Teknik Kar/Zarar</b>                           | <b>451</b>     | <b>3,274</b>   | <b>5,646</b>   | <b>6,366</b>   | <b>7,044</b>   |
| Yatırım Gelirleri                                        | 3,678          | 3,004          | 3,507          | 4,058          | 4,802          |
| Yatırım Giderleri                                        | (351)          | (512)          | (667)          | (850)          | (1,063)        |
| Diğer Gelir/Gider                                        | 170            | 95             | 33             | (7)            | (7)            |
| Vergi Öncesi Kar/Zarar                                   | 3,948          | 5,861          | 8,519          | 9,567          | 10,776         |
| Vergi                                                    | (1,193)        | (1,758)        | (2,556)        | (2,870)        | (3,233)        |
| <b>Net Kar/Zarar</b>                                     | <b>2,755</b>   | <b>4,103</b>   | <b>5,963</b>   | <b>6,697</b>   | <b>7,543</b>   |
| Bilanço (TL mn)                                          | 2024G          | 2025T          | 2026T          | 2027T          | 2028T          |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                                | 4,909          | 7,382          | 10,245         | 14,362         | 18,375         |
| Kısa Vadeli Finansal Varlıklar                           | 5,895          | 7,663          | 9,272          | 10,848         | 12,693         |
| Riski Hayat Poliçesi Sahiplerine ait Finansal Yatırımlar | 22,950         | 36,429         | 53,252         | 73,722         | 98,418         |
| Kısa Vadeli Alacaklar                                    | 1,678          | 2,181          | 2,639          | 3,087          | 3,612          |
| Uzun Vadeli Finansal Varlıklar                           | 792            | 1,030          | 1,246          | 1,458          | 1,706          |
| Maddi ve Maddi Olmayan Varlıklar                         | 1,260          | 1,637          | 1,981          | 2,318          | 2,712          |
| Uzun Vadeli Alacaklar                                    | 228,692        | 297,300        | 359,733        | 420,887        | 492,438        |
| Diğer                                                    | 338            | 440            | 532            | 623            | 729            |
| <b>Toplam Varlıklar</b>                                  | <b>266,514</b> | <b>354,062</b> | <b>438,900</b> | <b>527,306</b> | <b>630,683</b> |
| Kısa Vadeli Borçlar                                      | 4,815          | 6,600          | 8,054          | 9,468          | 11,119         |
| Teknik Karşılıklar                                       | 3,259          | 4,649          | 5,625          | 6,581          | 7,700          |
| Uzun Vadeli Borçlar                                      | 228,013        | 332,853        | 410,463        | 491,575        | 587,235        |
| Diğer                                                    | 25,088         | 371            | 448            | 525            | 614            |
| <b>Toplam Yükümlülükler</b>                              | <b>261,174</b> | <b>344,472</b> | <b>424,590</b> | <b>508,148</b> | <b>606,667</b> |
| Ödenmiş Sermaye                                          | 180            | 180            | 180            | 180            | 180            |
| Kar Rezervleri                                           | 2,405          | 5,307          | 8,167          | 12,281         | 16,292         |
| Net Dönem Karı                                           | 2,755          | 4,103          | 5,963          | 6,697          | 7,543          |
| <b>Toplam Özkaynak</b>                                   | <b>5,340</b>   | <b>9,590</b>   | <b>14,310</b>  | <b>19,158</b>  | <b>24,015</b>  |
| <b>Toplam Yükümlülükler ve Özkaynak</b>                  | <b>266,514</b> | <b>354,062</b> | <b>438,900</b> | <b>527,306</b> | <b>630,683</b> |
| Rasyolar                                                 | 2024G          | 2025T          | 2026T          | 2027T          | 2028T          |
| Özkaynak Karlılığı (%)                                   | 66.4           | 55.0           | 49.9           | 40.0           | 34.9           |
| Hisse Başına Kazanç Büyümesi (%)                         | 100.5          | 48.9           | 45.4           | 12.3           | 12.6           |
| F/K (x)                                                  | 10.9           | 7.3            | 5.1            | 4.5            | 4.0            |
| PD/DD (x)                                                | 5.6            | 3.1            | 2.1            | 1.6            | 1.3            |
| Temettü Verimi (%)                                       | 1.0            | 4.1            | 6.1            | 8.9            | 10.0           |

## YATIRIM TEZİ

**Bireysel Emeklilikte Pazar Liderliği.** AgeSA, yaklaşık %19 fon büyüklüğü pazar payı ile Türkiye’deki bireysel emeklilik sisteminde özel şirketler arasında lider konumdadır. Katılımcı payı (~%10) daha düşük olsa da, müşteri tabanının daha kaliteli profilden (kurumsal ve varlıklı bireyler) oluşması ve kontrat sürelerinin daha uzun olması, kişi başına düşen fon büyüklüğünü belirgin şekilde yukarı çekmekte ve liderlik pozisyonunu güçlendirmektedir.

2021–2024 döneminde AgeSA’nın fon büyüklüğü yıllık bileşik %74 artarak enflasyonun (%58 YBBO) üzerinde gerçekleşmiş ve 2022–2023’teki yüksek enflasyona rağmen reel büyüme sağlamıştır. 2025 yılının ilk yarısında momentum daha da hızlanmış, fon büyüklüğü yıllık %49 artarak %35’lik enflasyonun üzerinde gerçekleşmiştir. 31 Ağustos 2025 itibarıyla toplam fon büyüklüğü 300 milyar TL’yi aşmıştır. Önümüzdeki dönemde sektörün büyümesi, düzenleyici teşvikler ve AgeSA’nın güçlü konumu sayesinde fon büyüklüğünün artış hızının enflasyonun üzerinde olmasını bekliyoruz.

2026 ikinci çeyreğinde devreye girmesi planlanan Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES) ise önemli bir yukarı yönlü risk unsuru sunmaktadır. İşveren, çalışan ve devletin ortak katkısına dayalı bu sistemin, katılımcı sayısını ciddi biçimde artırarak fon büyüklüğü büyümesini hızlandırması ve AgeSA gibi pazar liderlerine ek avantaj sağlaması beklenmektedir.

**Destekleyici Regülasyonlar.** Türkiye’de bireysel emeklilik sistemi, %30 oranındaki devlet katkısı ve Otomatik Katılım (OKS) programı sayesinde güçlü bir düzenleyici çerçeveye sahiptir. Bu uygulamalar katılımı artırmakta ve fonlara düzenli bir nakit girişi sağlayarak fon büyüklüğündeki artışın öngörülebilirliğini ve sürdürülebilirliğini güçlendirmektedir.

Her ne kadar emeklilik şirketleri devlet katkısından sınırlı doğrudan gelir elde etse de, bu teşvik katılımcıların sisteme daha sıcak bakmasını sağlamaktadır. Devlet katkısı bakiyelerine uygulanan çıkış kısıtları ise katılımcıların sistemde daha uzun süre kalmasına destek olmaktadır. Otomatik Katılım tarafında işveren katılımının artması ve sözleşme sayılarının düzenli yükselmesi, çalışanların hem işveren hem de gönüllü katkılardan faydalanmasını teşvik etmektedir. Bu gelişmeler AgeSA için fon büyüklüğüne paralel fon yönetim gelirlerini artırırken, daha hızlı fon büyümesi Faaliyet Giderleri/Fon Büyüklüğü oranını düşürerek karlılığa ek destek sağlayabilir.

Mevcut SFRS raporlamasında artan sözleşme sayıları, giderlerin hemen yazılması nedeniyle teknik karlılığı baskılamaktadır. Ancak IFRS 15 ve 17 standartlarına geçişle birlikte bu giderler sözleşme süresine yayılarak emeklilik tarafında karlılığın çok daha güçlü yansıtılmasını sağlayacaktır. Dolayısıyla IFRS uyumunun tam anlamıyla hayata geçmesi, AgeSA için yapısal bir yukarı yönlü katalizör olarak öne çıkmaktadır.

**Kredi Bağlantılı Ürünlerde Büyüme Potansiyeli.** Devam eden faiz indirim döngüsünün, daha düşük faiz ortamında kredi büyümesini hızlandırması beklenmektedir. Kredi limitlerinin ilerleyen dönemlerde hafiflemesiyle birlikte AgeSA, Akbank ile sahip olduğu güçlü bankasürans iş birliği sayesinde bu ivmeden faydalanmaya oldukça iyi konumlanmıştır. Özellikle Akbank’ın bireysel kredi portföyüne bağlı kredi bağlantılı hayat sigortası ürünleri, şirketin portföyündeki en karlı segment olarak öne çıkmakta ve orta vadede hem marj genişlemesi hem de güçlü karlılık görünürlüğü sağlamaktadır. Mevcut SFRS raporlaması altında, faaliyet giderleri dağılımı IFRS 17’ye göre farklı işlemekte; giderler üç ürün grubuna değil yalnızca emeklilik ve hayat segmentleri arasında bölünmektedir. Bu nedenle toplam faaliyet giderlerinin yaklaşık dörtte biri kredi bağlantılı ürünlere (ve benzer şekilde Prim İadesi ve Birikimler’e) yansımaktadır; IFRS 17’de ise bu oran yaklaşık üçte bir olarak bu 3 grup arasında pay ediliyor. Bu muhasebe yaklaşımı, mevcut tabloda kredi bağlantılı ürünlerin karlılığını daha yüksek göstermekte ve marjları destekleyici bir unsur oluşturmaktadır. Öngörülenden daha hızlı bir faiz indirim döngüsü, bireysel kredi talebini ve kredi bağlantılı prim üretimini tahminlerimizin üzerinde artırabilir. Bu senaryo, AgeSA’nın marjları ve karlılık görünürlüğü açısından ek bir yukarı yönlü risk barındırmaktadır.

## Agesa Hayat ve Emeklilik

**Demografik Dinamiklerden Kaynaklanan Yapısal Büyüme Potansiyeli.** Türkiye'nin bireysel emeklilik (BES) pazarı, OECD ülkeleri ile karşılaştırıldığında ciddi şekilde düşük penetrasyona sahiptir ve bu durum önemli bir yapısal büyüme potansiyeli sunmaktadır. Emeklilik fonlarının milli gelire oranı yaklaşık %3 seviyesindeyken, OECD ortalaması %90'ın üzerindedir. Kişi başına düşen emeklilik fonu büyüklüğü de uluslararası ölçütlerin oldukça gerisindedir. Türkiye'de kişi başına fon büyüklüğü yaklaşık 405 USD olup, OECD ülkeleri arasında en düşük ikinci seviyededir. Bu rakam OECD ortalamasından 78 kat, medyanından ise 17 kat daha düşüktür. Bu belirgin fark, uzun vadeli büyüme potansiyelini net şekilde ortaya koymaktadır.

Türkiye'nin genç ve büyüyen nüfusu, artan iş gücüne katılım oranı ve yükselen orta sınıf, potansiyel katılımcı tabanını genişletmektedir. Finansal okuryazarlık ve emeklilik planlamasına yönelik farkındalığın artmasıyla birlikte bu potansiyel daha da güçlenecektir.

Son yıllarda yaşanan ekonomik dalgalanmalar, bireylerin uzun vadeli tasarruf ve güvenli yatırım araçlarına olan ilgisini artırmış, emeklilik ürünlerini daha cazip hale getirmiştir. Ayrıca %30 devlet katkısı ve Otomatik Katılım (OKS) sistemi, katılımı artırmayı ve sistemde kalıcılığı sağlamayı hedefleyerek fon büyüklüklerinin sürdürülebilir şekilde büyümesine katkı sunmaktadır.

Güçlü pazar konumu ve liderliği sayesinde AgeSA, bu uzun vadeli büyüme hikayesinde en önemli oyuncularından biri olmaya adaydır.

## RİSKLER

**Muhasebe Standartlarından Kaynaklanan Bozulmalar (SFRS ve IFRS).** AgeSA için en önemli risklerden biri, yerel muhasebe standartları (SFRS) ile IFRS arasındaki farklılıkların yarattığı bozulmalardır. SFRS altında, aslında karlı ve büyüyen olan emeklilik iş kolu çoğunlukla teknik zarar açıklamaktadır. Bunun iki temel sebebi vardır:

- IFRS 15 uygulanmaması: Yeni imzalanan BES sözleşmeleri için ödenen komisyonlar (örneğin Akbank'a ödenen bankasürans komisyonları) sözleşme süresine (AgeSA için ortalama 6–9 yıl) yayılarak amortize edilmek yerine, imzalandığı yılın giderlerine tek seferde yazılmaktadır. AgeSA her yıl yeni katılımcı kazandıkça bu muhasebe uygulaması emeklilik tarafında açıklanan teknik zararı artırmaktadır.
- IFRS 17 uygulanmaması: Faaliyet giderleri (özellikle genel yönetim giderleri) SFRS altında yalnızca "hayat" ve "emeklilik" olarak ikiye bölünmektedir. Oysa giderler tüm ürün gruplarına oransal dağıtılması gerekir. Bu nedenle emeklilik tarafına giderlerin yaklaşık %50'si yüklenmekte, normalde olması gereken %33 seviyesinin oldukça üzerinde kalmaktadır.
- Komisyon giderlerinin sözleşme süresine yayılması ve giderlerin daha adil dağıtılması, dönemler arası karlılıkta tutarlılık sağlayacak ve emeklilik segmentinin gerçek performansını daha doğru yansıtabilecektir.

Sonuç olarak, katılımcı sayısı ve fon büyüklüğü reel olarak büyüye de SFRS raporlamasında emeklilik tarafı yapısal olarak zarar yazar görünmektedir. Bu durum IFRS 15 ve IFRS 17 standartları tamamen uygulanana kadar yatırımcıların yanlış yorum yapmasına yol açabilecek bir risk oluşturmaktadır. Standartlar devreye girdiğinde ise AgeSA'nın gerçek kârlılık gücü çok daha net ortaya çıkacaktır.

**Makroekonomik Riskler ve Katılımcı Davranışı Riski.** Enflasyondaki oynaklık, faiz politikalarındaki belirsizlik (19 Mart sonrası faizlerde yeniden yaşanan artış) ve politik riskler, hem yatırım getirilerini hem de hisse senedi tahsislerini baskılayabilir. Devlet katkısındaki çıkış kısıtlamalarına rağmen, katılımcılar makroekonomik stres dönemlerinde sistemden çıkmayı tercih edebilir. Yüksek enflasyon ve hanehalkı gelirlerindeki baskı, kısa vadeli çıkışları artırarak net katkı girişlerini yavaşlatabilir.

**Rekabet Dinamikleri.** Yeni oyuncuların pazara girişi veya mevcut rakiplerin agresif fiyatlama stratejileri, özellikle kârlılığın en yüksek olduğu kredi bağlantılı ürünlerde, AgeSA'nın pazar payını aşamalı olarak aşındırabilir.

## DEĞERLEME

## Değerleme Yöntemi

Değerlememizde, bireysel emeklilik (BES) ve hayat segmentleri için (hayat dışı iş kolu küçük olduğu için hayat tarafına dahil ettik) iki ayrı model kurarak teknik kârları hesapladık. Daha sonra her iki modeli de ileriye dönük projekte ederek, öngörülen teknik kârları elde ettik. Teknik olmayan tarafta ise yatırım ve diğer gelirleri modelleyerek vergi öncesi kâra ulaştık. Projeksiyon dönemi boyunca net kârı hesaplamak için kurumlar vergisi oranını %30 olarak varsaydık.

Değerleme kısmında ise iki yöntem kullandık: Temettü İskonto Modeli ve Artık Getiri Modeli. Her iki yönteme de %50 ağırlık vererek nihai hedef fiyatı blended bir şekilde hesapladık.

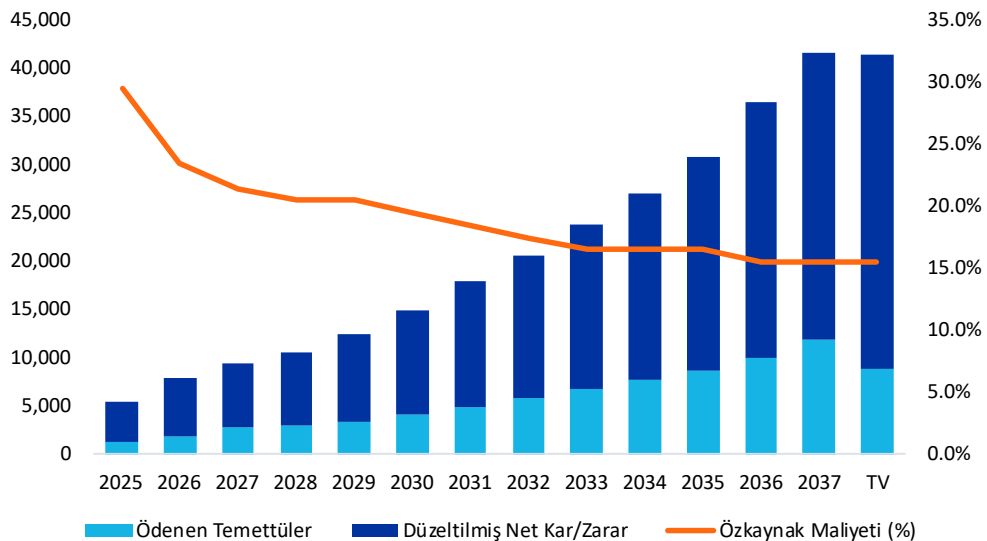
**Temettü İskonto Modeli Varsayımları.** Temettü İskonto Modeli'nde %45 temettü ödeme oranı varsaydık. Bu oran son üç yılın üzerinde olsa da, altı yıllık ortalama ile uyumlu ve şirketin 2025 için verdiği beklentiyle paralel. Daha ihtiyatlı bir yaklaşım olarak terminal yıl olan 2038 için temettü ödeme oranını %30 aldık.

İskonto katsayısını, Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM) çerçevesinde hesaplanan özsermaye maliyeti üzerinden belirledik. Burada:

- Risksiz faiz oranı: 10 yıllık Türkiye devlet tahvili tahminlerimiz,
- Beta: Bloomberg Terminal'den elde edilen 36 aylık regresyon betası (0,75),
- Hisse Risk Primi (ERP): %6 (ihtiyatlı varsayım), olarak dikkate aldık.

Bu varsayımlarla hesapladığımız özsermaye maliyeti, projeksiyon dönemi boyunca öngördüğümüz temettülerin bugünkü değerine ulaşmamızı sağladı. 14 yıllık projeksiyon döneminde terminal yıl olarak 2038'i aldık ve terminal büyüme oranını %10 varsaydık. Temettülerin bugünkü değeri yaklaşık 20 milyar TL, terminal değer bugünkü değeri ise yaklaşık 21 milyar TL hesapladık. Ayrıca Medisa'nın 1,15 milyar TL ödenmiş sermayesini de ekleyerek toplamda 42,5 milyar TL adil özkaynak değerine ulaştık. Hisse başına (180 milyon adet) düşen fiyatı 2026 yılının özsermaye maliyetiyle bir yıl ileri taşıyarak 291.90 TL hedef fiyata ulaştık. Mevcut fiyat olan 167,40 TL'ye göre %74 yukarı potansiyel bulunmaktadır. Temettü İskonto Modeli yaklaşımına göre PD/DD çarpanı ise 4,44x'tır.

Şekil 1: Temettü İskonto Modeli



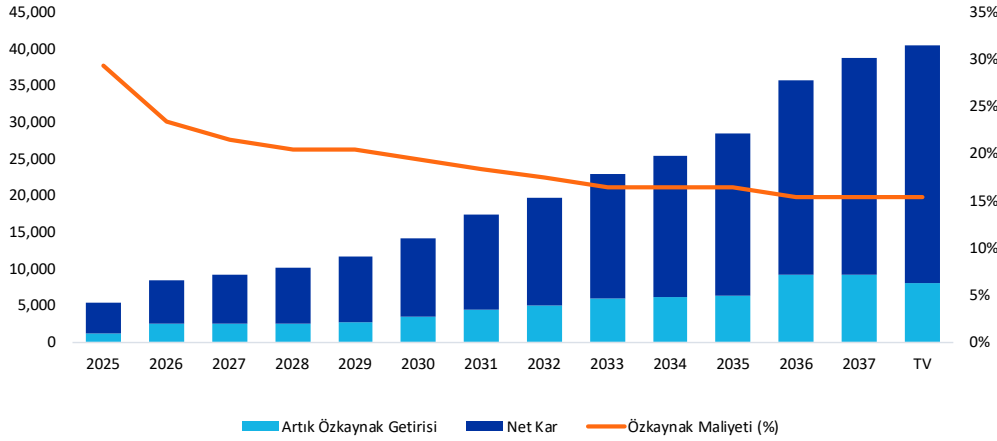
Kaynak: İş Yatırım

**Artık Getiri Modeli Varsayımları.** Artık Getiri yaklaşımında, Temettü İskonto Modeli'nde kullandığımız varsayımlarla aynı özsermaye maliyeti üzerinden ilerledik ve hesaplamaları Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (CAPM) çerçevesinde yaptık. Öncelikle projekte edilen özsermaye defter değeri üzerinden, özsermaye maliyeti ile çarparak özsermaye yükünü hesapladık. Daha sonra, bu özsermaye yükünü net kârdan düşerek artık getiriyi elde ettik. Artık getirileri, 14 yıllık projeksiyon dönemi (2038 terminal yıl olacak şekilde) boyunca özsermaye maliyeti ile iskonto ettik. İskonto edilmiş artık getirilerin bugünkü değerini yaklaşık 16 milyar TL, terminal değerini bugünkü değerini de 17 milyar TL olarak hesapladık.

Bunlara 2025 yılsonu için öngördüğümüz özsermaye defter değeri ile iştirakleri (Medisa'nın ödenmiş sermayesi) ekledik ve toplam adil özsermaye değerini 43,4 milyar TL olarak hesapladık.

Hisse başına (180 milyon adet) düşen fiyatı 2026 yılının özsermaye maliyetiyle bir yıl ileri taşıyarak 297,60 TL hedef fiyata ulaştık. Bu da mevcut 167,4 TL fiyat üzerinden %78 yukarı potansiyel anlamına gelmektedir. Artık Getiri yöntemine göre PP/DD çarpanı ise 4,52x'tir. Son aşamada, Temettü İskonto Modeli ile Artık Getiri yöntemine eşit (%50/%50) ağırlık vererek hesapladığımız birleşik hedef fiyat 294,80 TL/hisse olarak bulunmuş olup, bu da %76 yukarı potansiyel ifade etmektedir.

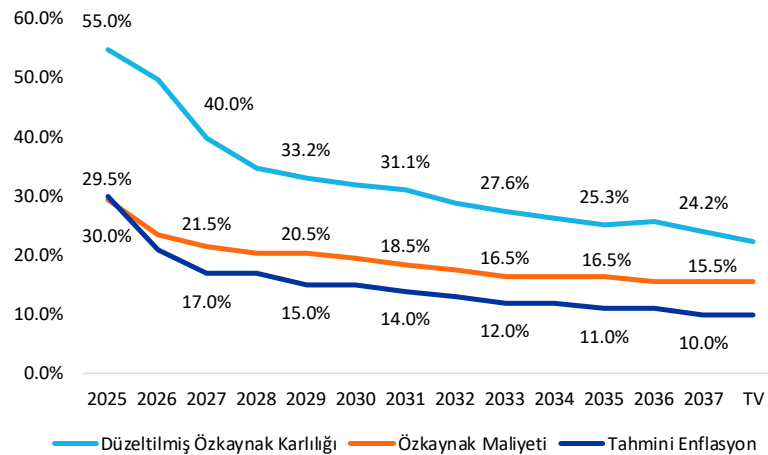
## Şekil 2: Artık Getiri Değerleme Yöntemi



Kaynak: İş Yatırım

Her iki değerlendirme yaklaşımına göre de, ortalama özkaynak kârlılığının (ROE) 2025 yılında ulaşılan yüksek seviyelerden kademeli olarak gerileyerek terminal yılda %24 seviyesine normalize olması beklenmektedir. Bu düşüşün temel nedeni, gösterge tahvil faizlerindeki gerileme beklentilerinin zaman içinde özkaynak maliyetini (CoE) aşağı çekmesidir. Ancak buna rağmen, AgeSA'nın yapısal olarak güçlü kârlılık profilini koruduğunun da altını çiziyoruz.

## Şekil 3: Özkaynak Karlılığı ve Özkaynak Maliyeti Tahmini



Kaynak: İş Yatırım

Şekil 4: Temettü İskonto Modeli

| Temettü İskonto Modeli (mn)        | 2025   | 2026   | 2027   | 2028   | 2029   | 2030   | 2031   | 2032   | 2033   | 2034   | 2035   | 2036    | 2037    | TV      |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Düzeltilmiş Net Kar/Zarar          | 9,590  | 14,310 | 19,158 | 24,015 | 29,972 | 37,378 | 46,384 | 56,328 | 67,570 | 80,298 | 94,707 | 112,611 | 132,348 | 158,817 |
| Ödenen Temettüler                  | 1,240  | 1,846  | 2,683  | 3,014  | 3,394  | 4,038  | 4,861  | 5,870  | 6,662  | 7,699  | 8,724  | 9,946   | 11,979  | 8,902   |
| Özkaynak Maliyeti (%)              | 30%    | 24%    | 22%    | 21%    | 21%    | 20%    | 19%    | 18%    | 17%    | 17%    | 17%    | 16%     | 16%     | 16%     |
| İskonto Faktörü                    | 1.00   | 0.81   | 0.67   | 0.55   | 0.46   | 0.38   | 0.32   | 0.28   | 0.24   | 0.20   | 0.17   | 0.15    | 0.13    | 0.11    |
| Temettülerin Bugünkü Değeri        | 1,240  | 1,495  | 1,788  | 1,667  | 1,558  | 1,551  | 1,575  | 1,619  | 1,577  | 1,565  | 1,522  | 1,502   | 1,567   | 186,949 |
| Düzeltilmiş Özkaynak Karlılığı (%) | 55%    | 50%    | 40%    | 35%    | 33%    | 32%    | 31%    | 29%    | 28%    | 26%    | 25%    | 26%     | 24%     | 22%     |
| Sürdürülebilir Büyüme (%)          | 10%    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| Uzun Vadeli Özkaynak Maliyeti (%)  | 16%    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| Özsermaye Değeri                   | 42,542 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| Temettülerin Bugünkü Değeri        | 20,225 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| Nihai Değerin Bugünkü Değeri       | 21,167 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| İştirakler (MediSA)                | 1,150  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| Dolaşımdaki Hisse Sayısı           | 180    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| 12 Aylık Hedef Fiyat               | 291.90 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| Mevcut Hisse Fiyatı                | 167.40 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| Yukarı Potansiyel                  | 74%    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |

Kaynak: İş Yatırım

Şekil 5: Artık Getiri Modeli

| Artık Getiri Modeli (mn)         | 2025   | 2026   | 2027   | 2028   | 2029   | 2030   | 2031   | 2032   | 2033   | 2034   | 2035   | 2036    | 2037    | TV      |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Yatırılan Özkaynak               | 9,590  | 14,310 | 19,158 | 24,015 | 29,972 | 37,378 | 46,384 | 56,328 | 67,570 | 80,298 | 94,707 | 112,611 | 132,348 | 158,817 |
| Net Kar                          | 4,103  | 5,963  | 6,697  | 7,543  | 8,972  | 10,801 | 13,044 | 14,804 | 17,110 | 19,386 | 22,103 | 26,621  | 29,674  | 32,642  |
| Özkaynak Maliyeti (-)            | 2,829  | 3,363  | 4,119  | 4,923  | 6,144  | 7,289  | 8,581  | 9,857  | 11,149 | 13,249 | 15,627 | 17,455  | 20,514  | 24,617  |
| Artık Özkaynak Getirisi          | 1,274  | 2,600  | 2,578  | 2,620  | 2,828  | 3,513  | 4,463  | 4,946  | 5,960  | 6,136  | 6,477  | 9,166   | 9,161   | 8,025   |
| Kümülatif Özkaynak Maliyeti      | 1.15   | 1.42   | 1.72   | 2.07   | 2.50   | 2.99   | 3.54   | 4.16   | 4.85   | 5.65   | 6.58   | 7.60    | 8.77    | 10.13   |
| Bugünkü Değer                    | 1,110  | 1,835  | 1,497  | 1,263  | 1,131  | 1,176  | 1,261  | 1,189  | 1,230  | 1,087  | 985    | 1,207   | 1,044   | 792     |
| Özkaynak Değeri                  | 43,381 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| Yatırılan Özkaynak               | 9,590  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| Artık Getirilerin Bugünkü Değeri | 16,013 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| Nihai Değerin Bugünkü Değeri     | 16,629 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| İştirakler (MediSA)              | 1,150  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| Dolaşımdaki Hisse Sayısı         | 180    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| 12 Aylık Hedef Fiyat             | 297.60 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| Mevcut Hisse Fiyatı              | 167.40 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| Yukarı Potansiyel                | 78%    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |

Kaynak: İş Yatırım

Şekil 6: Hedef Fiyat

|                                | Temettü İskonto Modeli | Artık Getiri Modeli |
|--------------------------------|------------------------|---------------------|
| 12 Aylık Hedef Fiyat           | 291.90                 | 297.60              |
| Ağırlıklı Ortalama Hedef Fiyat |                        | 294.80              |
| Yukarı Potansiyel              |                        | 76%                 |

Kaynak: İş Yatırım

## Şirket Profili

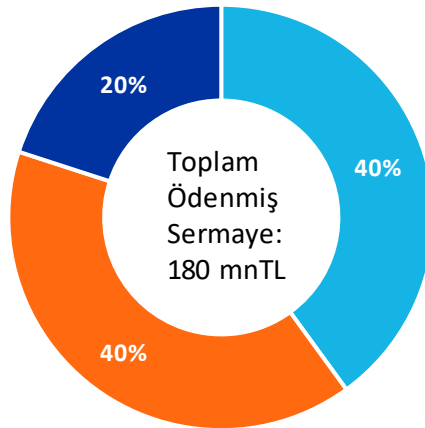
AgeSA Hayat ve Emeklilik, Türkiye'nin en büyük ve en köklü gruplarından biri olan Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. ile, 200 yılı aşkın geçmişe sahip uluslararası sigorta grubu Ageas Insurance International NV'nin ortak girişimidir.

Sabancı Holding; finansal hizmetler, enerji, çimento, perakende ve sanayi gibi Türkiye'nin hızlı büyüyen sektörlerinde faaliyet göstermekte olup, iştiraklerinden 10 tanesinin hisseleri Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. Grup, 18 ülkede faaliyet gösterirken, ürün ve hizmetlerini Avrupa, Orta Doğu, Asya, Kuzey Afrika ile Kuzey ve Güney Amerika'nın çeşitli bölgelerine sunmaktadır.

Ageas ise, 17 ülkede 31 milyondan fazla müşteriye hizmet vermekte ve hayat sigortası, bireysel emeklilik, genel sigortacılık ve varlık yönetimi alanlarında güçlü uzmanlığa sahiptir.

2021 yılında kurulan bu ortaklık, Türkiye'nin hayat ve bireysel emeklilik sigortacılığı alanındaki en güçlü oyuncularından birini ortaya çıkarmıştır. AgeSA'nın hisseleri Borsa İstanbul'da AGESA koduyla işlem görmekte olup, halka açıklık oranı %20'dir. Şirketin ödenmiş sermayesi 180 milyon TL düzeyindedir. Ageas Insurance International NV ve Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. hisselerin %40'ına sahip olup, kalan %20'si halka açıktır.

### Şekil 7: Hissedarlık Yapısı (%)



■ Ageas Insurance International NV ■ Sabancı Holding A.Ş. ■ Halka Açık Kısım

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

**Faaliyet Profili.** AgeSA, bireylerin tasarruf, yatırım ve korunma ihtiyaçlarına yönelik geniş bir ürün ve hizmet yelpazesi sunmaktadır. Şirketin faaliyet alanları şunları kapsamaktadır:

**Bireysel Emeklilik (BES):** Bireysel ve grup emeklilik planları için geniş fon çeşitliliği ve fon danışmanlığı hizmetleri.

**Otomatik Katılım (OKS):** Çalışanlar işverenleri aracılığıyla otomatik olarak sisteme dahil edilmekte, ancak iki aylık cayma süresi içinde herhangi bir kesinti olmadan sistemden çıkma hakkına sahiptir.

**Hayat ve Ferdi Kaza Sigortası:** Bireyleri ve aileleri beklenmedik risklere karşı güvence altına alan ürünler.

2024 yıl sonu itibarıyla AgeSA, 220 milyar TL gönüllü BES fonu dahil toplam 228,3 milyar TL emeklilik fonunu yönetmiş ve özel şirketler arasında lider konumunu %61 yıllık büyüme ile sürdürmüştür. Hayat ve ferdi kaza sigortalarında ise şirket, 14,3 milyar TL brüt prim üretimi gerçekleştirerek %91 yıllık büyüme kaydetmiş ve özel sigorta şirketleri arasında pazar liderliğini pekiştirmiştir.

**Dağıtım Ağı ve Dijitalleşme** . Şirket, Türkiye'nin en büyük doğrudan satış ekibine sahip olup, güçlü Akbank bankasürans ortaklığının yanı sıra acente, telesatış, mobil ve kurumsal kanallar üzerinden de faaliyet göstermektedir. AgeSA, stratejisinin merkezine dijitalleşmeyi ve müşteri deneyimini koymakta; yapay zekâ, veri analitiği ve yenilikçi dijital platformlardan yararlanarak verimliliği ve müşteri etkileşimini artırmaktadır. Teknolojiye, sürdürülebilirliğe ve sosyal sorumluluğa olan bağlılığı sayesinde ulusal ve uluslararası düzeyde birçok ödül kazanmıştır.

**Finansal Performans ve Büyüme**. Yasal finansal raporlama standartlarına (SFRS) göre AgeSA, 2024 yılında 2,9 milyar TL net kar açıkladı ve bu rakam yıllık bazda %107 büyümeye işaret ediyor. Şirket, elverişli demografik dinamikler, düzenleyici teşvikler ve çeşitlendirilmiş ürün yapısı sayesinde hem bireysel emeklilik fon büyüklüğü (AuM) hem de hayat sigortası prim üretiminde enflasyonun üzerinde büyüme kaydetmeye devam ediyor.

**Sağlık Sigortasına Stratejik Giriş**. AgeSA, kısa süre önce Medisa Sigorta A.Ş. satın alımıyla sağlık sigortası ekosistemine adım attı ve özel sağlık sigortası, tamamlayıcı sağlık sigortası ve dijital sağlık hizmetleri alanında da faaliyet göstermeye başladı. Bu hamle, şirketin uzun vadeli “kapsamlı koruma ve iyi yaşam çözümleri” sunma stratejisiyle uyumlu olup, AgeSA'yı sigorta ve bireysel emeklilik sektöründe daha bütünsel bir oyuncu konumuna taşımaktadır.

## Medisa – Sağlık Sigorta Sektöründe Stratejik Genişleme

**Kuruluş ve Stratejik Rol**. Medisa, Sabancı Holding ve Ageas'ın sağlık sektöründeki stratejik yatırımı kapsamında 2022 yılında kuruldu. Şirket; sağlık sigortacılığı, tele-sağlık, sağlıklı yaşam ve hastalık yönetimi gibi alanlarda faaliyet göstererek, geleneksel sigortacılığın ötesinde kapsamlı bir sağlık ekosistemi yaratmayı hedefliyor. Medisa, %100 AgeSA iştiraki olup, ödenmiş sermayesi 1,15 milyar TL'dir.

**Sabancı Grubu ile Sinerjiler**. Medisa'nın iş modeli, Sabancı Grubu'nun finansal hizmetler şirketleri (AgeSA, Aksigorta ve Akbank) ile sinerji yaratacak şekilde kurgulanmıştır. Bu yapı; çapraz satış fırsatları, entegre müşteri çözümleri ve emeklilik, hayat, elementer ve sağlık sigortası tarafında operasyonel verimlilikler sağlamaktadır.

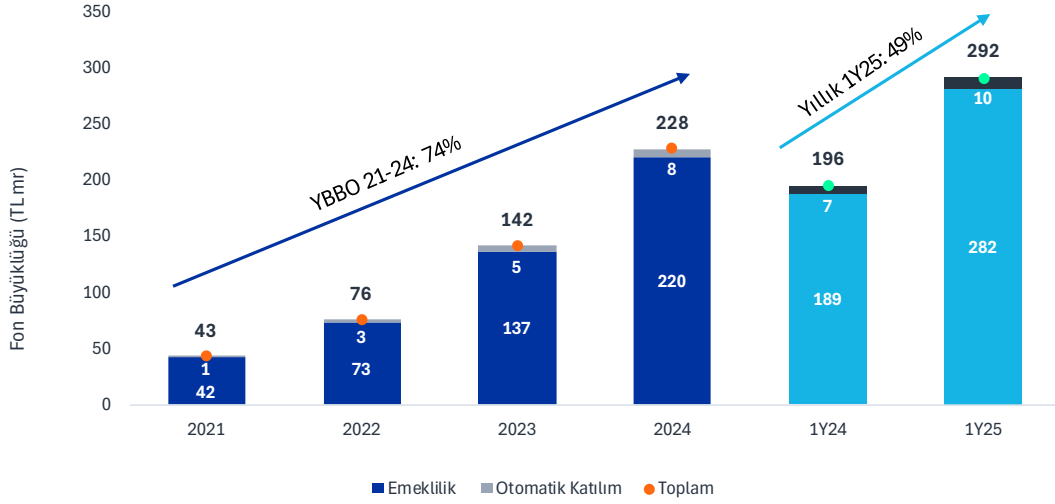
**Kapsamlı Sağlık Ekosistemi**. “Sağlıklı kalmak sürekli bir yolculuktur” prensibiyle hareket eden Medisa, yalnızca özel sağlık sigortası (ÖSS) ve tamamlayıcı sağlık sigortası (TSS) ürünleri sunmakla kalmayıp; dijital sağlık hizmetleri ve sağlıklı yaşam programlarını da hayata geçirmektedir. Gelişmiş teknolojik altyapısı, uzman kadrosu ve veri odaklı yaklaşımıyla doğru verinin doğru teşhisi, doğru teşhisin de etkili tedaviyi mümkün kıldığına inanmaktadır.

**Pazar Potansiyeli ve Büyüme Görünümü**. Türkiye'nin büyük nüfusu, düşük penetrasyon oranına sahip sağlık sigortası pazarı (Türkiye'de nüfusun yalnızca %10'u sağlık sigortasına sahip) ve erişilebilir sağlık hizmetlerine artan talep, Medisa'nın uzun vadeli büyüme potansiyeli için güçlü bir zemin oluşturmaktadır. Şirket, hem sağlık sigortası kapsamını genişletmeyi hem de dijital sağlık hizmetlerine erişimi artırmayı hedefleyerek, Türkiye'nin sağlık ekosisteminin geleceğini şekillendirmede önemli bir oyuncu olmayı amaçlıyor.

**Değerleme Yaklaşımı**. Medisa, AgeSA finansallarına geçtiğimiz çeyrek itibarıyla konsolide edilmeye başlanmış olup henüz operasyonlarının çok erken bir aşamasında. Bu nedenle nakit akışına dayalı değerleme modellerimize Medisa'nın operasyonlarını dahil etmedik, yalnızca defter değerini (BV) yansıttık. Operasyonel ölçeğin artması ve finansal görünürlüğün artmasıyla birlikte potansiyel değer katkısını yeniden değerlendireceğiz.

**Fon Büyüklüğü Büyümesi:** 2021–2024 döneminde AgeSA’nın Bireysel Emeklilik fon büyüklüğü %74 bileşik yıllık büyüme oranı (YBBO) kaydederek aynı dönemdeki %58’lik enflasyonun oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Bu durum, şirketin enflasyonun üzerinde güçlü reel büyüme yaratma kapasitesini net bir şekilde ortaya koymaktadır. 2025’in ikinci çeyreğinde AgeSA’nın fon büyümesi yıllık bazda %49 seviyesinde gerçekleşmiş, bu oran yine aynı dönemdeki %35 enflasyonu geride bırakmıştır. Enflasyonun üzerinde gerçekleşen bu istikrarlı reel büyüme, AgeSA’nın Türkiye BES liderliğini pekiştirmektedir. 2025’in ilk yarısı itibarıyla toplam fon büyüklüğü 292 milyar TL seviyesine ulaşmıştır.

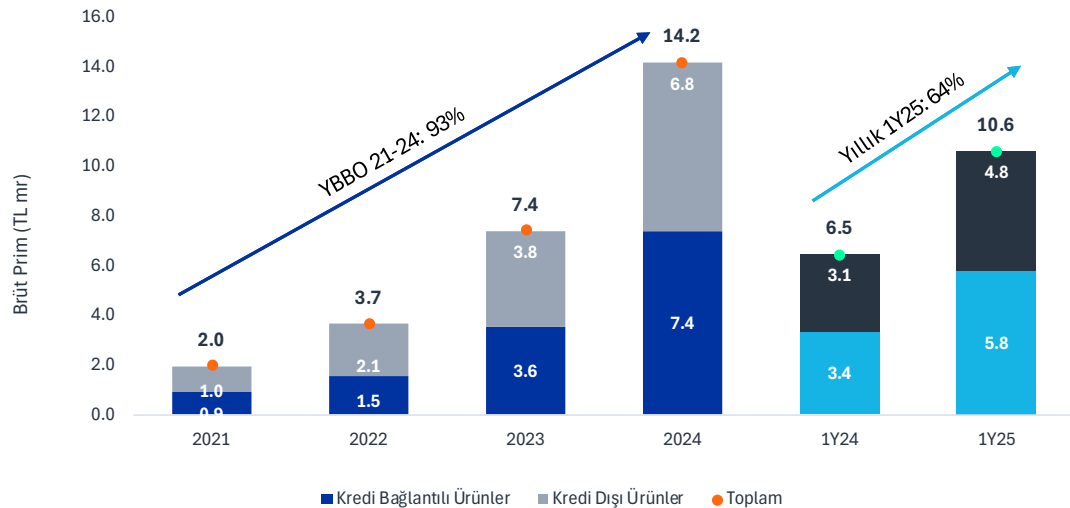
**Şekil 8: Agesa’nın Toplam Fon Büyüklüğü**



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

**Hayat Sigortası Prim Büyümesi:** 2021–2024 döneminde AgeSA’nın toplam brüt yazılan primleri %93 YBBO kaydederek aynı dönemdeki %58’lik enflasyonun oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Bu güçlü performans, şirketin sürdürülebilir reel büyüme yaratma kabiliyetini açıkça ortaya koymaktadır. 2025’in ikinci çeyreği itibarıyla AgeSA’nın brüt prim üretimi yıllık bazda %64 artış göstererek aynı dönemdeki %35’lik yıllık enflasyonun üzerinde kalmaya devam etmiştir. Bu da şirketin reel anlamda güçlü ivmesini koruduğunu göstermektedir. 2025’in ilk yarısı itibarıyla toplam brüt yazılan primler 10.6 milyar TL seviyesine ulaşmış olup, yıl sonu için öngörülen 20.4 milyar TL’lik tahminimizle uyumlu bir seyir izlemektedir. Bu istikrarlı büyüme trendi, AgeSA’nın yıl sonu hedeflerini gerçekleştirme, hatta aşma potansiyeline işaret etmektedir.

**Şekil 9: Agesa’nın Toplam Brüt Prim Üretimi**



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

**Çeyreklik Prim Performansı:** AgeSA, 2025 yılının ilk çeyreğinde 4.9 milyar TL, ikinci çeyreğinde ise 5.7 milyar TL brüt prim üretimi gerçekleştirmiştir. Böylece 2025 yılının ilk yarısında toplam brüt prim üretimi 10.6 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Kredi bağlantılı hayat sigortasının toplam primler içindeki payı 1Ç25'te %51 seviyesindeyken, yılın ilk yarısı itibarıyla %55'e yükselmiştir. Bu durum, kredi segmentinin artan ağırlığını ve bankasürans kanalının daha etkin kullanıldığını göstermektedir.

Çeyreklik bazda dahi prim üretimindeki artış kayda değerdir. Önümüzdeki dönemde faiz indirim döngüsünün kredi talebini artırmasıyla birlikte, kredi bağlantılı hayat sigortasının güçlü ivmesini koruyarak prim büyümesini hızlandırmaya devam etmesini bekliyoruz.

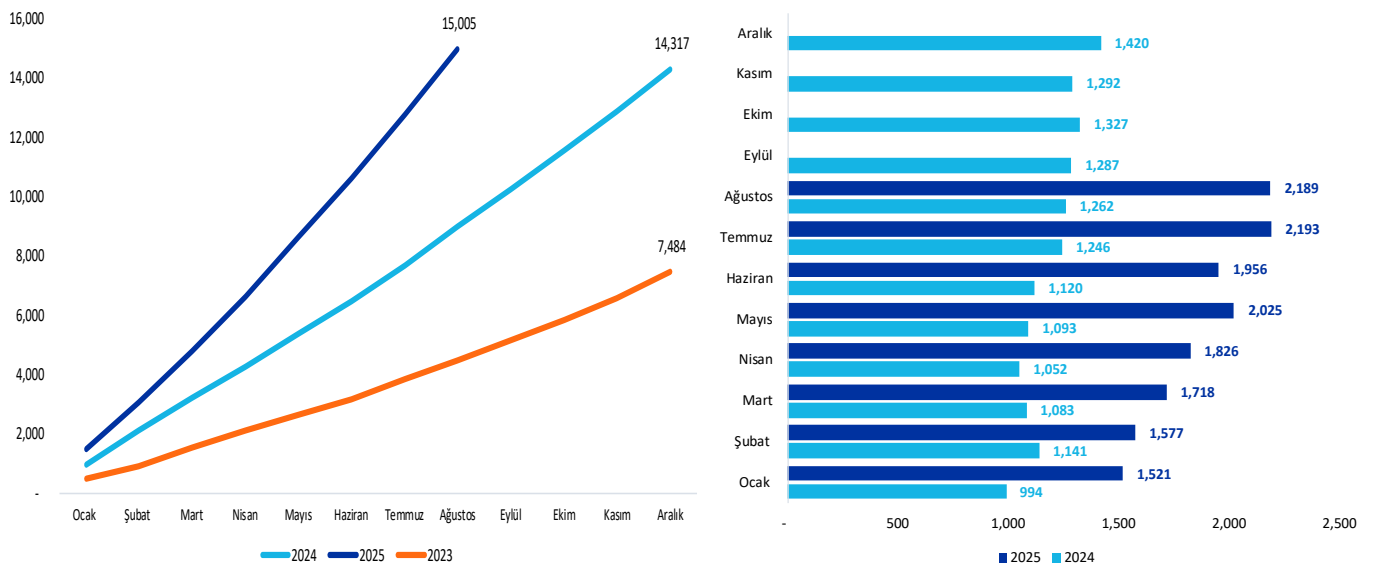
**Şekil 10: Brüt Prim—Kredi ve Kredi Dışı Dağılımı**



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

**Aylık ve Kümülatif Prim Trendi:** AgeSA'nın 2025 yılındaki performansının en dikkat çekici yönlerinden biri, aylık brüt prim üretimindeki güçlü seyrin devam etmesidir. 2023–2024 dönemine göre yıllık büyüme oranlarında bir miktar yavaşlama görülmüş olsa da, enflasyonun üzerinde reel prim büyümesinin 2025 yılında da sürdüğü net şekilde gözlenmektedir. Kümülatif bazda bakıldığında, Temmuz 2025 itibarıyla brüt prim üretimi yıllık bazda %66 artış göstererek 12.8 milyar TL'ye ulaşmıştır. Yalnızca Temmuz ayında ise AgeSA 2.2 milyar TL brüt prim üretmiş ve bu rakam yıllık bazda %76 büyümeye karşılık gelmiştir. Bu tablo, şirketin hem aylık hem de kümülatif üretimde güçlü ivmesini koruyabildiğini göstermektedir.

**Şekil 11: Brüt Yazılan Primlerin Aylık ve Kümülatif Trendi**



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

## IFRS ve SFRS Muhasebe Farklılıkları

Türkiye’de sigorta şirketleri, Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SDDK) tarafından zorunlu tutulan SFRS standartlarına göre raporlama yapmaktadır. SFRS, IFRS ile genel olarak uyumlu olsa da, AgeSA’nın raporlanan karlılığını önemli ölçüde etkileyen iki temel farklılık bulunmaktadır:

**Emeklilik Sözleşmelerinde Gider Kaydı (IFRS-15 ve SFRS Farkı):** SFRS standartlarına göre, yeni emeklilik sözleşmeleri için ödenen komisyonlar (özellikle AgeSA’nın Akbank ile yürüttüğü bankasürans modelinde ödenen komisyonlar), sözleşmenin imzalandığı yıl içerisinde tek seferde giderleştirilmektedir. Buna karşın IFRS 15 kapsamında, bu edinim maliyetleri sözleşme süresi boyunca eşit şekilde amorti edilmektedir.

Türkiye’de ortalama emeklilik sözleşmeleri yaklaşık 5 yıl vadeli iken, AgeSA’nın ürün kalitesi ve müşteri profili sayesinde sözleşme süreleri genellikle daha uzundur (6–9 yıl). Ortalama 7 yıl baz alınsa dahi, SFRS tüm gideri ilk yılda yazarken, IFRS bu maliyetleri sözleşme dönemi boyunca yaymaktadır. Dolayısıyla, her yıl yeni sözleşme imzalayarak büyüyen AgeSA gibi şirketler için, SFRS raporlaması emeklilik segmentinde teknik karı sistematik olarak aşağı çekmekte ve sürekli tekrar eden bir “ilk yıl gider yükü” yaratmaktadır.

**Faaliyet Giderlerinin Dağılımı (IFRS-17 ve SFRS Farkı):** IFRS 17’ye göre genel yönetim giderleri hayat, kredi bağlantılı ve kredi dışı hayat ürünleri arasında orantılı olarak (~%33’er) paylaştırılmaktadır. Ancak SFRS’de giderler yalnızca “hayat” ve “emeklilik” olarak ikiye bölündüğünden, emeklilik tarafına toplam faaliyet giderlerinin yaklaşık %50’si yüklenmektedir. Bu durum, emeklilik segmentinin raporlanan karlılığını daha da aşağı çekmektedir.

**Genel Etki:** Bu iki fark birlikte değerlendirildiğinde, AgeSA’nın SFRS altında emeklilik tarafında teknik zarar raporlamasının nedeni ortaya çıkmaktadır. Oysa gerçek resimde şirket hem katılımcı sayısını hem de fon büyüklüğünü artırarak karlı büyümektedir. IFRS 15 ve IFRS 17’nin uygulanmaya başlamasıyla birlikte AgeSA’nın gerçek karlılık gücü daha net yansıyacaktır.

Şu anda tahminlerimizi SFRS verileri üzerinden yapıyoruz; çünkü IFRS bazlı raporlamalar yatırımcı sunumları dışında tam anlamıyla erişilebilir durumda değil. Burada özellikle vurgulamak gerekir ki, IFRS 15’ten kaynaklanan olumsuz etki (komisyon giderlerinin tek seferde yazılması), IFRS 17’nin getirdiği gider dağılımı farkından yapısal olarak çok daha büyük bir baskı yaratmaktadır.

### Analist Görüşü

SFRS raporlaması altında açıklanan sonuçların, AgeSA’nın emeklilik tarafındaki gerçek karlılığını olduğundan düşük yansıttığını düşünüyoruz. Daha uzun vadeli kontratlar, düzenli katılımcı artışı ve ölçek avantajlarıyla şirket, gerçekte emeklilik segmentinde karlı bir yapıdadır. IFRS standartlarına geçiş, şirketin gerçek kar yaratma kapasitesini çok daha doğru yansıtacaktır.

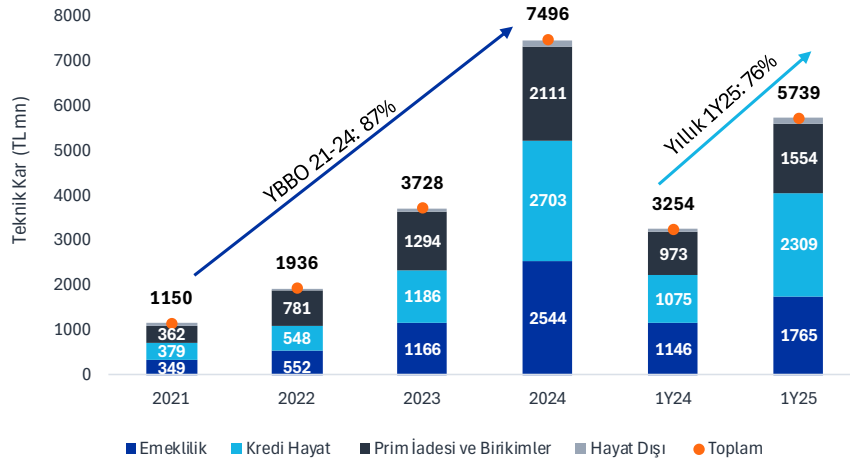
Önümüzdeki dönemde Türkiye’de IFRS 15 ve IFRS 17 uygulamalarının devreye girmesini bekliyoruz, ancak resmi bir takvim henüz açıklanmış değil. Önemli bir nokta; IFRS altında net kar, SFRS’ye göre daha yüksek görünecektir. IFRS 17’nin gider dağılımına etkisi şirket genelinde dengelenirken, IFRS 15 ile birlikte edinim maliyetlerinin (ilk yıl tek seferde gider yazmak yerine sözleşme ömrüne yayılması) düzenlenmesi, SFRS’de görülen tek seferlik olumsuzlukları ortadan kaldıracaktır. Bu nedenle, IFRS uygulaması altında hem teknik kar hem de net kar SFRS’ye kıyasla daha güçlü bir şekilde ortaya çıkacaktır.

### Toplam Teknik Kar

2021–2024 döneminde AgeSA’nın toplam teknik karı (emeklilik + hayat) YBBO %87 artış göstererek 2024 yıl sonu itibarıyla 7,5 milyar TL’ye ulaşmıştır. 2025’in ilk yarısında ise teknik kar 5,7 milyar TL olarak gerçekleşmiş ve yıllık bazda %76 artarak enflasyonun oldukça üzerinde bir performans sergilemiştir. Karşılaştırma açısından bakıldığında, aynı dönemde 2021–2024 enflasyon CAGR’ı %58, 2025 ilk yarısı yıllık enflasyonu ise %35 seviyesindedir. Bu durum, şirketin istikrarlı reel büyüme yaratma kapasitesini açıkça ortaya koymaktadır.

Önemle belirtmek gerekir ki bu teknik kar rakamları IFRS raporlaması temelinde hesaplanmış olup, bu raporlama altında emeklilik operasyonları karlılığa pozitif katkı sunmaktadır.

#### Şekil 12: IFRS Raporlaması—Teknik Kar

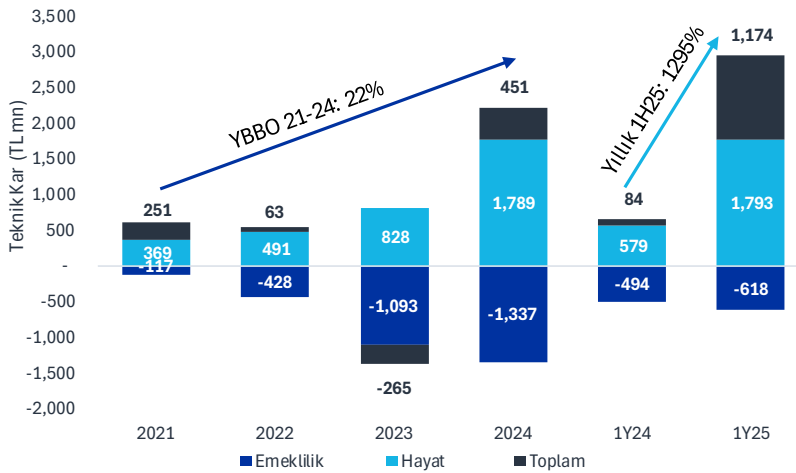


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Bununla birlikte, SFRS raporlaması altında emeklilik tarafı teknik zarar olarak görünmektedir. Bu durum, esasen IFRS-15 ve IFRS-17’nin uygulanmamasından kaynaklanan muhasebe farklılıklarının olumsuz etkisini yansıtmaktadır.

Karşılaştırmalı analiz ve bütünlük açısından, teknik kar rakamlarını hem IFRS raporlaması hem de SFRS raporlaması altında sunuyoruz.

#### Şekil 13: SFRS Raporlaması—Teknik Kar



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

## Agesa Hayat ve Emeklilik

Görüldüğü üzere, SFRS raporlaması altında emeklilik segmenti belirgin bir teknik zarar göstermekte ve bu durum toplam teknik karı aşağıya çekmektedir. 2021–2024 döneminde, SFRS raporlaması altında toplam teknik karın yıllık bileşik büyüme oranı yalnızca %22 seviyesinde kalmış, bu da muhasebe farklılıklarının yarattığı bozulmayı açıkça yansıtmıştır. Buna karşın, 1Y25 döneminde teknik kar yıllık bazda %1.295 artarak 1,1 milyar TL’yi aşmış ve IFRS metrikleri altında güçlü toparlanmayı ortaya koymuştur.

Not: Teknik karın küçük bir bölümü elementer sigortacılıktan da kaynaklanmakta olup, tutarlılık sağlamak amacıyla bu katkı analize hayat segmenti altında dahil edilmiştir.

#### Net Kar Karşılaştırması: IFRS Raporlaması ve SFRS Raporlaması

Net karın iki farklı raporlama standardı altında (IFRS ve SFRS) gelişimini sunarak, bu iki standart arasındaki farklılıkları vurguluyoruz. 2021–2024 döneminde IFRS yönetim raporlaması altında açıklanan net kar, her yıl SFRS’ye kıyasla daha yüksek gerçekleşmiştir.

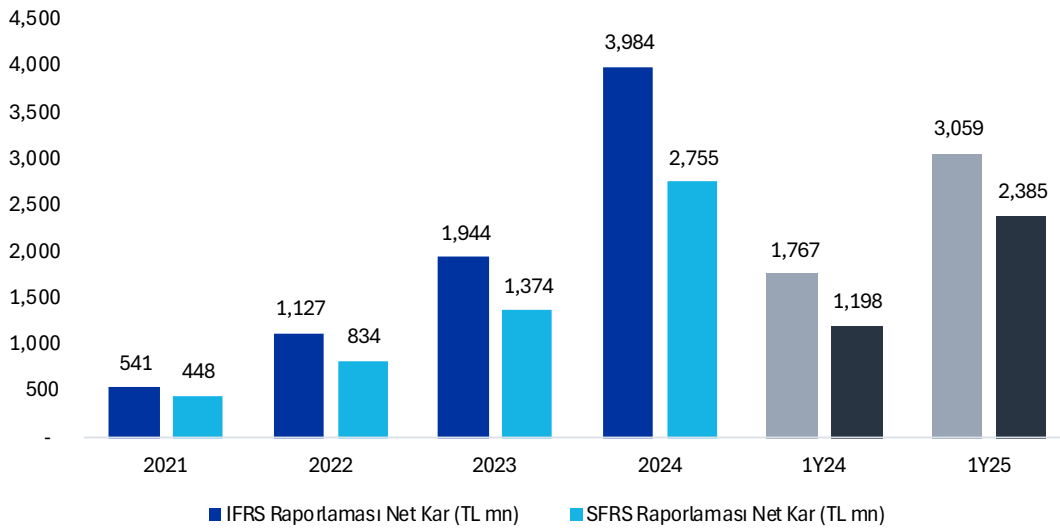
**Bu ayrışmanın temel nedeni, SFRS’de yeni imzalanan emeklilik sözleşmeleri için ödenen peşin komisyonların sözleşme süresine yayılarak amortize edilememesidir. Bunun yerine, komisyon giderlerinin tamamı sözleşmenin imzalandığı yılda tek seferde giderleştirilmekte ve her dönemde ciddi bir negatif etki yaratmaktadır.** Buna karşılık, IFRS altında bu maliyetler sözleşme süresine eşit şekilde dağıtılarak daha istikrarlı ve doğru bir kar patikası elde edilmektedir. Diğer muhasebe farklılıkları da bulunmakla birlikte, bunların net kar üzerindeki etkisi görece sınırlıdır.

**IFRS Raporlaması:** Net kar 2021–2024 arasında %95 YBBO ile artarken, 1Y25’te yıllık bazda %73 yükselmiştir.

**SFRS Raporlaması:** Net kar 2021–2024 arasında %83 YBBO ile artarken, 1Y25’te yıllık bazda %99 yükselmiştir.

Bu karşılaştırma, özellikle güçlü yeni sözleşme büyümesinin yaşandığı dönemlerde, SFRS raporlamasının net kar rakamlarını yapısal olarak baskıladığını; buna karşın IFRS’nin şirketin temel karlılığını daha doğru yansıttığını net biçimde ortaya koymaktadır.

#### Şekil 14: Net Kar Karşılaştırması—IFRS ve SFRS



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

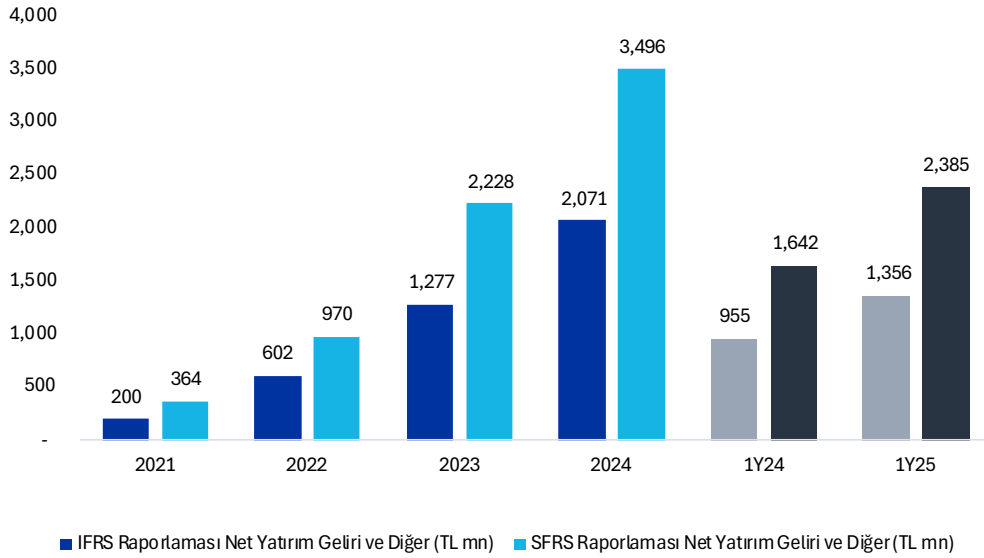
## Yatırım ve Diğer Gelirler

SFRS raporlamasına göre, yatırım ve diğer gelirler 2021–2024 döneminde güçlü bir artış göstermiş, %118 YBBO ile büyümüşür. Özellikle 2023 ve 2024 yıllarında yüksek nominal faiz oranlarının sağladığı getiri artışı bu yükselişte belirleyici olmuştur. 1Y25 itibarıyla yatırım gelirleri yaklaşık 2.4 milyar TL'ye ulaşmış ve yıllık bazda %42 büyüme kaydetmiştir.

IFRS raporlaması altında da büyüme trendi benzer olmakla birlikte, nominal seviyeler daha düşük gerçekleşmiştir. 1Y25 itibarıyla yatırım gelirleri 1.4 milyar TL seviyesinde olup, yıllık bazda %45 artış göstermiştir.

Ancak, 2025 yılında başlayan faiz indirim döngüsü ile birlikte yatırım gelirlerindeki yıllık büyümenin yavaşladığını görmeye başladık ve önümüzdeki dönemde bu yavaşlamanın devam etmesini bekliyoruz. Bu senaryo elementer sigorta sektörü için olumsuz olsa da, hayat tarafında faiz düşüşlerinin kredi bağlantılı ürünlere olan talebi artırması, yatırım gelirlerindeki baskıyı kısmen dengelemektedir.

Şekil 15: Net Yatırım Geliri ve Diğer Gelirler Karşılaştırması—IFRS ve SFRS



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

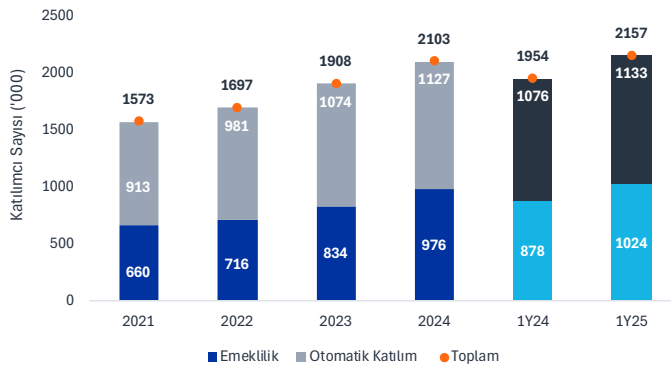
## AgeSA Geçmiş Performans ve 2Ç25 İtibarıyla Yıllık Karşılaştırma

### Katılımcı Sayısı

Bireysel Emeklilik Sistemi'nde (BES) toplam katılımcı sayısı 2021–2024 döneminde %14 YBBO ile büyümüştür. 1Y25 itibarıyla katılımcı tabanı yıllık bazda %17 artarak 1.024 milyona ulaşmış olup, 2025 yılsonunda 1.136 milyona çıkmasını öngörüyoruz. Katılımcı sayısı önemli bir gösterge olmakla birlikte (ve bizim BES fon büyüklüğü projeksiyonlarımızda bir girdi olarak kullanılmakta), AgeSA açısından bu metrik rakiplerine kıyasla daha az kritik önemdedir. Şirket, piyasa ortalamasına kıyasla daha uzun süreli sözleşmelere sahip, daha yüksek kaliteli müşteri gruplarını çekmektedir. Bu da katılımcı başına düşen fon büyüklüğünün (AuM) yapısal olarak daha yüksek olmasını sağlamaktadır. Otomatik Katılım (OKS) tarafında ise çalışanların sisteme katılımındaki trend, bireysel emeklilik katılımcı tabanı ile paralellik göstermektedir. Her iki sistem de Türkiye'deki emeklilik pazarının genel genişlemesini yansıtarak yukarı yönlü bir seyir izlemektedir.

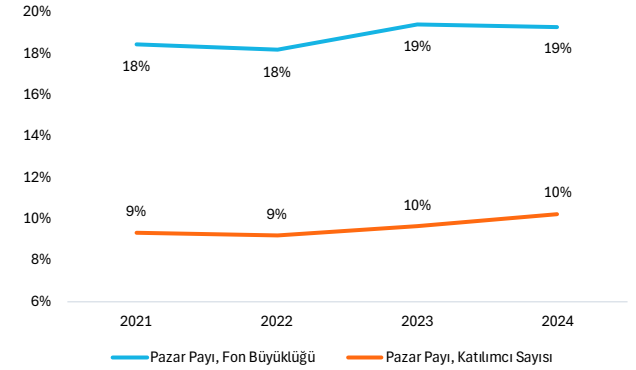
Bu durum piyasa payı verilerinde net şekilde görülmektedir: AgeSA, toplam emeklilik fon büyüklüğünde yaklaşık %19 pazar payına sahipken, toplam katılımcı sayısında yalnızca yaklaşık %10 pazar payına sahiptir. Bu da, AgeSA'nın iş modelinde katılımcı sayısından ziyade sözleşme kalitesi ve süresinin öne çıktığını bir kez daha kanıtlamaktadır.

Şekil 16: Katılımcı Sayısı—BES ve OKS



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

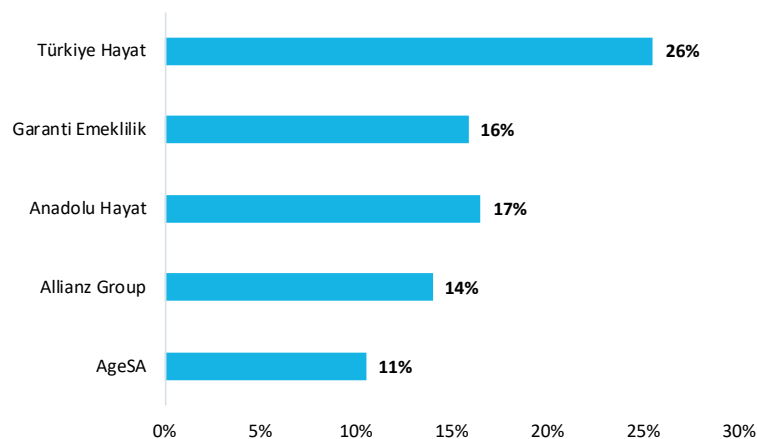
Şekil 17: Pazar Payı Kıyaslaması



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Sektördeki en büyük emeklilik şirketlerine bakıldığında, ilk beş oyuncu toplam katılımcıların yaklaşık %82'sini oluşturmaktadır. Özel şirketler arasında fon büyüklüğünde lider konumda olan AgeSA ise, bu grup içinde en düşük katılımcı payına sahiptir. Bu durum, daha önce de vurguladığımız üzere, AgeSA'nın sözleşmelerinin daha kaliteli ve katma değeri yüksek olduğunu; bunun da katılımcı başına düşen fon büyüklüğüne açık bir biçimde yansıdığını doğrulamaktadır.

Şekil 18: Sektör Kıyaslaması—Katılımcı Sayısı, 31.08.2025 itibarıyla

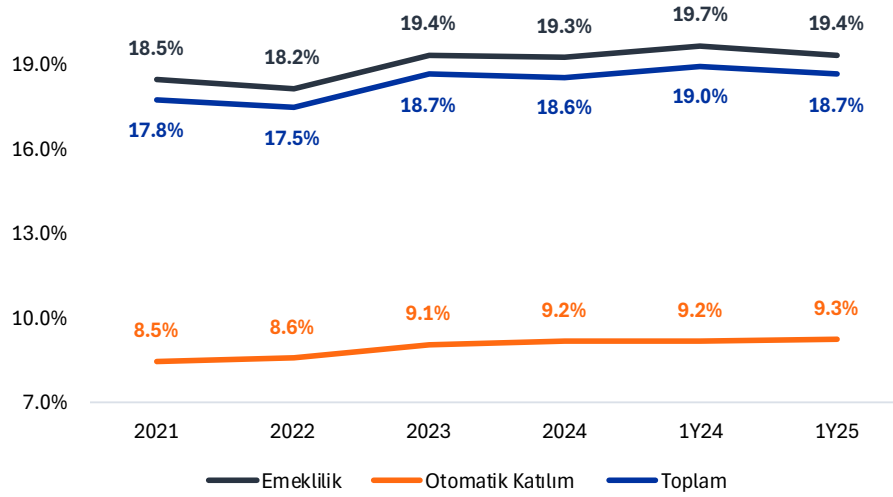


Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, İş Yatırım

## Emeklilik ve Prim Üretiminde Pazar Payı

BES segmentinde şirket, ortalama %19–20 pazar payı ile özel firmalar içinde lider konumunu sürdürmektedir. Daha önce de belirttiğimiz üzere, AgeSA fon büyüklüğü liderliğine görece daha az sözleşme ile ulaşmıştır; bu nedenle katılımcı sayısındaki pazar payı, fon büyüklüğü pazar payına kıyasla daha düşüktür. Benzer şekilde, Otomatik Katılım (OKS) tarafında da AgeSA'nın çalışan bazlı pazar payı daha düşük seviyededir; bu durum OKS'deki fon büyüklüğü pazar payının da BES'e göre daha düşük gerçekleşmesine yol açmaktadır. Toplam fon büyüklüğüne (BES + OKS) bakıldığında ise, AgeSA'nın pazar payı son yıllarda %18–19 bandında istikrarlı seyretmiş olup, bu da şirketin BES'te güçlü rekabetçi konumunu ortaya koymaktadır.

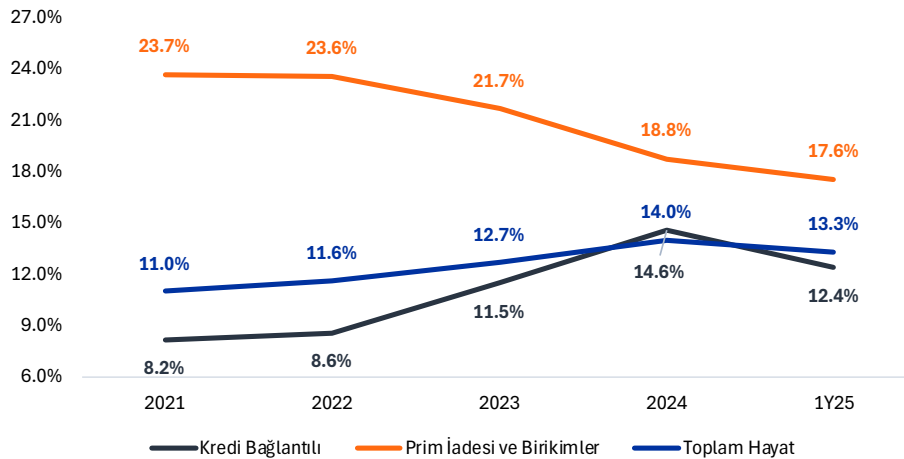
Şekil 19: Pazar Payı—BES ve OKS



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Prim İadesi ve Birikimler ürün grubunda AgeSA'nın pazar payı 2021'de %23,7 seviyesindeyken, kademeli bir düşüşle 2025 yılının ilk yarısı itibarıyla %17,6'ya gerilemiştir. Kredi bağlantılı ürünlerde ise 2021–2024 arasında istikrarlı bir artış gözlenmiş, ancak 2025 yılının ilk yarısında sınırlı bir düşüşle %12,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Her iki ürün grubunda da pazar payındaki bu sınırlı kayıplara rağmen AgeSA, toplam prim üretiminde özel sigorta şirketleri arasında liderliğini korumaktadır. Toplamda bakıldığında, 2025 yılının ilk yarısı itibarıyla AgeSA, toplam primlerin %13,3'ünü üretmiştir.

Şekil 20: Pazar Payı—Brüt Yazılan Primler



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

## Agesa Hayat ve Emeklilik

## Emeklilik Fonlarının Yapısı

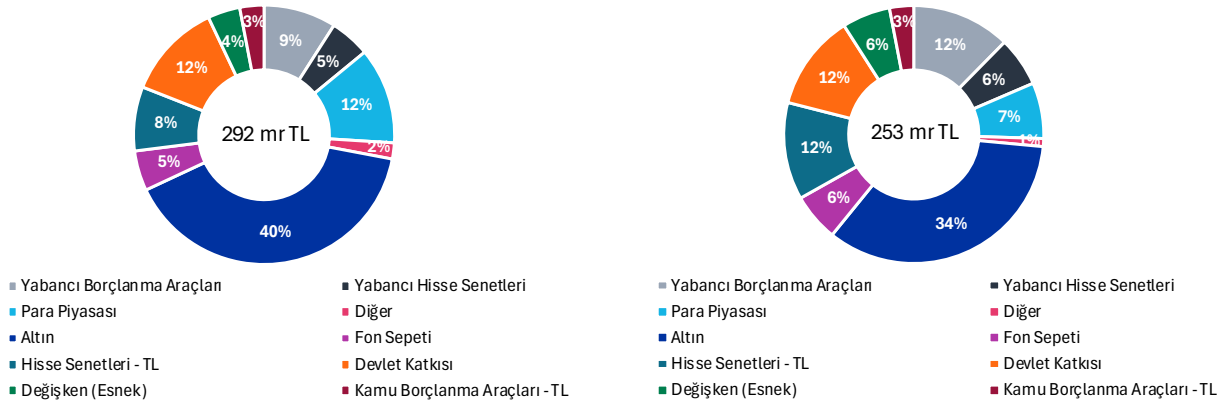
2025 yılının ilk yarısı itibarıyla AgeSA'nın emeklilik fonları 292 milyar TL seviyesine ulaşmıştır (sol pasta grafik). Fonların %40'ını altın oluşturmaktadır. İkinci en büyük bileşenler ise %12 payla devlet katkısı fonları ve para piyasası araçlarıdır.

2024 yıl sonu itibarıyla toplam fon büyüklüğü 253 milyar TL iken (sağ pasta grafik), altının payı %35 düzeyindeydi. Onu %12'lik paylarla yabancı borçlanma araçları, devlet katkısı ve TL hisse senetleri takip etmekteydi.

Fon dağılımındaki değişim, 2025 yılında altın ağırlığının arttığını, 19 Mart sonrası faiz oranlarının yeniden yükselişiyle birlikte para piyasası fonlarının da pay kazandığını göstermektedir. Yılın başında, BIST için daha olumlu bir beklentiyle TL hisse senetlerine yönelim artmışken, 19 Mart sonrası yükselen politik riskler nedeniyle hisse senedi ağırlığı bir miktar gerilemiştir.

Kur dağılımına bakıldığında ise önemli bir değişim olmamış; 2025 yılının ilk yarısı itibarıyla fonların %53'ü döviz, %47'si TL cinsinden dağılmıştır.

Şekil 21: Emeklilik Fon Dağılımı—1Y25 and 2Y24

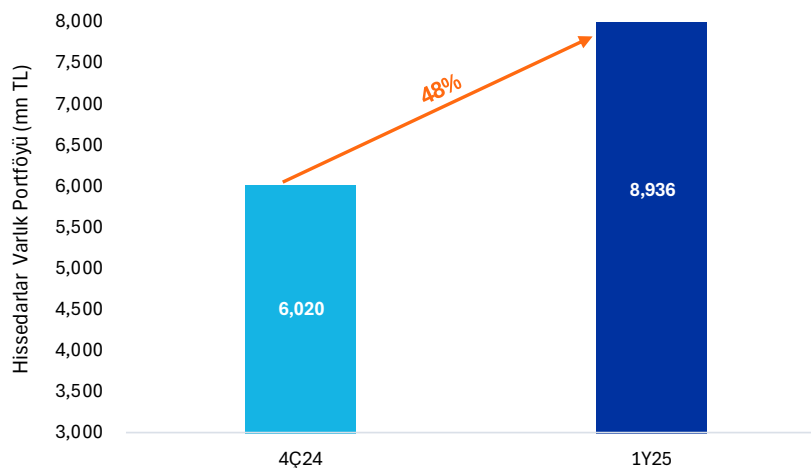


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

## Hissedar Varlık Portföyü

AgeSA'nın hissedar varlık portföyü büyüklüğü, 2024 yıl sonundaki yaklaşık 6 milyar TL seviyesinden 2025 yılının ilk yarısı itibarıyla yaklaşık 9 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu %48'lik artış, yalnızca güçlü bir varlık büyümesine işaret etmekle kalmamış, aynı dönemdeki %35'lik yıllık enflasyon oranını da aşarak hissedar varlıklarında reel olarak kayda değer bir artışı ortaya koymuştur.

Şekil 22: Hissedar Varlık Portföyü



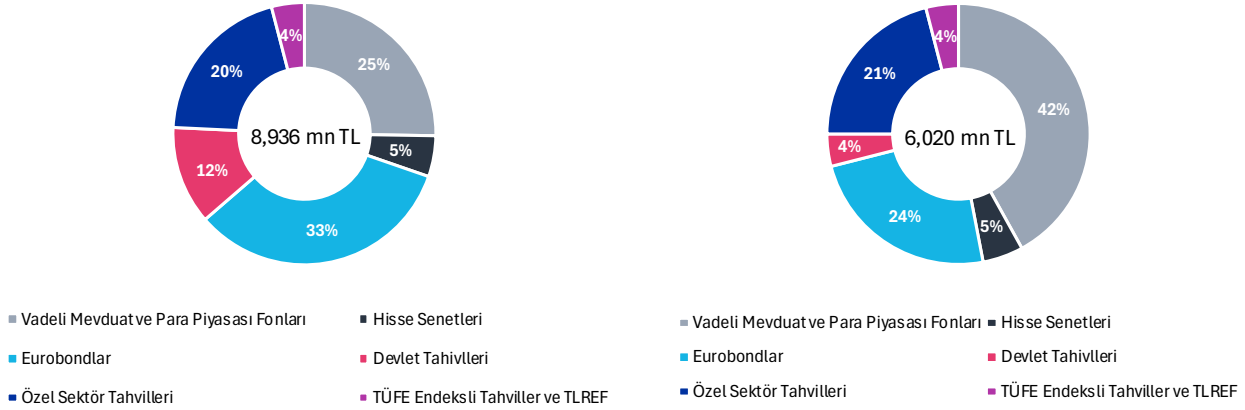
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

### Hissedar Varlık Portföy Dağılımı

2025 yılının ilk yarısı itibarıyla, AgeSA'nın hissedar varlık portföyünün kompozisyonu 2024 yıl sonuna kıyasla belirgin şekilde değişmiştir. Vadeli mevduat ve para piyasası fonlarının payı faiz oranlarındaki gerilemenin etkisiyle %42'den %25'e düşmüştür. Eurobondlar en büyük varlık sınıfı haline gelerek 4Ç24'teki %24 seviyesinden %33'e yükselmiştir. Devlet tahvillerinin payı da aynı dönemde %4'ten %12'ye keskin bir artış göstermiş, bu da kamu borçlanma araçlarına olan güçlü talebi yansıtmaktadır. Buna karşılık, kurumsal tahviller ile TÜFE'ye endeksli tahviller ve TL REF ürünlerinde anlamlı bir değişim gözlenmemiştir.

Bu dağılım değişiklikleri, portföyün daha temkinli bir şekilde konumlandığını ortaya koymaktadır. Kurumsal kredi riskinin azaltılmasıyla birlikte, kamu ve enflasyona karşı korumalı araçların payı artırılmıştır. Hissedar varlık portföyü AgeSA ve Ak Portföy (AK Asset Management) tarafından birlikte yönetilmektedir.

Şekil 23: Hissedar Varlık Portföyü—1Y25 and 2Y24

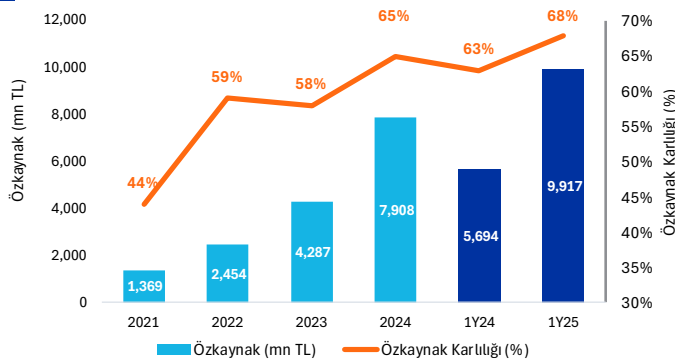


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

### Özkaynak ve Sermaye Yeterliliği

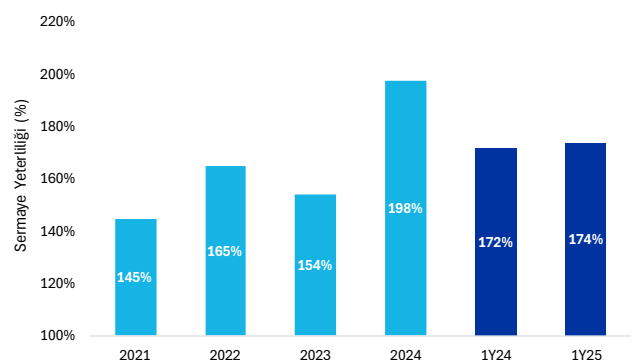
IFRS raporlamasına göre, AgeSA'nın özkaynakları 2024 yıl sonu itibarıyla yaklaşık 8 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiş ve 2021–2024 döneminde %79 YBBO ulaşmıştır. 2025 yılının ilk yarısında ise özkaynaklar %74 yıllık artışla 10 milyar TL seviyesine yaklaşarak enflasyonu belirgin şekilde geride bırakmış ve güçlü reel büyümeyi ortaya koymuştur. Özkaynak kârlılığı, 2021'deki %44 seviyesinden 1Y25'te %68'e yükselmiş, bu da AgeSA'nın kârlılığında ve özkaynak getirisi yaratma verimliliğinde önemli bir artışı yansıtmaktadır. Sermaye yeterliliği tarafında, oran 1Y25'te %174 seviyesine ulaşmış olup, son yılların ortalamasının bir miktar üzerinde seyretmiştir. Bu durum, şirketin güçlü bir sermaye pozisyonuna sahip olduğunu ve düzenleyici gerekliliklere karşı rahat bir tampon barındırdığını göstermektedir.

Şekil 24: Özkaynak ve Özkaynak Karlılığı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Şekil 25: Sermaye Yeterliliği (%)

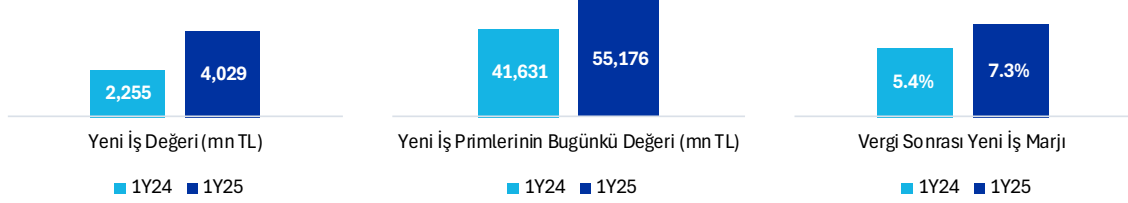


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

### Yeni İş Primlerinin Bugünkü Değeri (PVNBP) ve Yeni İş Değeri (VNB) Analizi (IFRS Raporlaması)

IFRS raporlamasına göre, AgeSA'nın Yeni İş Değeri (VNB) 2025 yılının ilk yarısında yıllık bazda %79 artarak yaklaşık 4 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Aynı dönemde, Yeni İş Primlerinin Bugünkü Değeri (PVNBP) %33 artış kaydederek 1Y24'teki 42 milyar TL'den 1Y25'te 55 milyar TL'ye yükselmiştir. Buna paralel olarak, Yeni İş Marjı (NBM) 160 baz puan artış göstererek 1Y24'teki %5,4 seviyesinden 1Y25'te %7,3'e çıkmıştır. Bu gelişme, yeni imzalanan sözleşmelerin kârlılığındaki iyileşmeyi yansıtmaktadır. Yeni İş Marjı, VNB'nin PVNBP'ye bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

#### Şekil 26: Yeni İş Değeri, Yeni İş Primlerinin Bugünkü Değeri ve Yeni İş Marjı



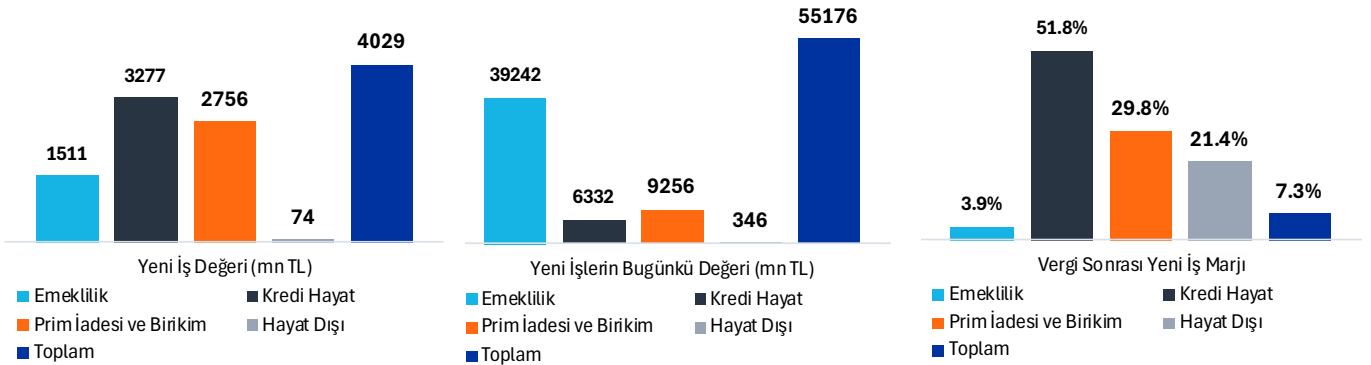
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Yeni İş Primlerinin Bugünkü Değeri kırılımına baktığımızda, en büyük katkının %71 ile emeklilik segmentinden geldiğini görüyoruz. Prim İadesi ve Birikimler %17 katkı sağlarken, kredi bağlantılı ürünlerin payı %11 olarak gerçekleşmiştir. Segment bazında Yeni İş Primlerinin Bugünkü Değeri toplamı şirketin toplam Yeni İş Primlerinin Bugünkü Değeri ile birebir örtüşürken, segment Yeni İş Değeri toplamı AgeSA'nın konsolide Yeni İş Değerine ulaşmamaktadır. Bunun nedeni, segment bazında yalnızca ilgili ürün veya kanalın satışına doğrudan bağlı giderlerin dikkate alınmasıdır. Konsolide seviyede ise belirli bir segmente atanmayan ek giderler de hesaba katıldığından, toplam VNB daha düşük çıkmaktadır.

Karlılık tarafında ise Yeni İş Marjlarının segmentler arasında ciddi farklılık gösterdiğini gözlemliyoruz. Kredi bağlantılı ürünler %52 ile en yüksek marjı üretirken, Prim İadesi ve Birikimler ürünleri %30 seviyesinde marj sağlamaktadır. Emeklilik segmenti ise yalnızca %4'ün biraz üzerinde bir marj ile konsolide ortalamanın altında kalmaktadır.

Bu dağılım, yüksek marjlı kredi bağlantılı satışlar ile daha çok hacim odaklı emeklilik iş kolu arasındaki karlılık farkını net bir şekilde ortaya koymaktadır.

#### Şekil 27: Yeni İş Değeri, Yeni İş Primlerinin Bugünkü Değeri ve Yeni İş Marjı—Segment Analizi



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

## Emeklilik—Dünya

### OECD Emeklilik Piyasası Trendleri: Büyümeye Dönüş, Ancak Düzensiz bir Toparlanma

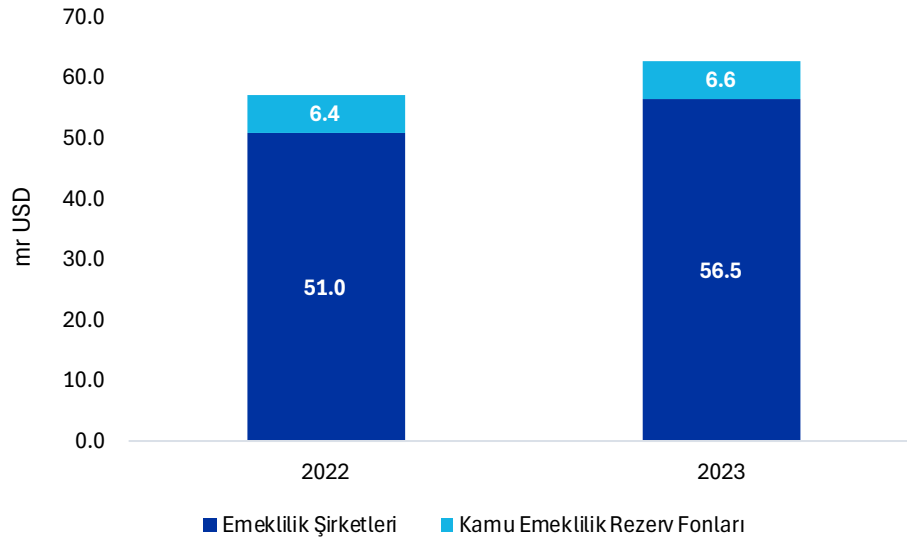
OECD'nin Pension Markets in Focus 2024 raporuna göre, OECD ülkelerinde emeklilik varlıkları 2023 yılında nominal bazda % 10 büyüyerek yıl sonunda 63,1 trilyon ABD dolarına ulaştı. Bu büyümenin ana sebepleri, özellikle hisse senedi piyasalarındaki toparlanmanın etkisiyle elde edilen güçlü yatırım getirileri ve katılımcılardan gelen düzenli katkı payları oldu. Ancak bu olumlu tabloya rağmen, OECD bölgesindeki toplam emeklilik varlıkları hâlen 2021 yılındaki zirvenin %5 altında seyrediyor. Bunun nedeni, 2022 yılında artan faiz oranları ve hisse senedi değerlerindeki düşüşle yaşanan kayıpların özellikle ABD ve Avrupa'nın bazı bölgelerinde henüz tam olarak telafi edilememiş olmasıdır.

2023'teki toparlanma, emeklilik varlıklarının uzun vadeli artış trendi ile uyumlu bir görünüm sergiliyor. Son yirmi yılda OECD ülkelerindeki emeklilik varlıkları üç kattan fazla artış gösterdi. Bu gelişmede yatırım performansının yanı sıra emeklilik kapsamını artırmaya, tasarruf oranlarını yükseltmeye ve sistemlerin finansal sürdürülebilirliğini güçlendirmeye yönelik kamu politikaları etkili oldu.

Ayrıca, tanımlanmış fayda (DB) planlarından tanımlanmış katkı (DC) planlarına yapısal kayış devam ediyor. DB planlarının fonlama oranları İngiltere ve ABD gibi ülkelerde rekor seviyelere ulaşsa da birçok işveren bu fırsatı değerlendirerek DB planlarını küçültmüş ve uzun vadeli yükümlülüklerle maruziyetini azaltmıştır. Bu durum, emeklilik sistemlerinin daha esnek ve birey bazlı katkı modellerine doğru evrilmesi yönündeki uzun vadeli eğilimi pekiştirmektedir.

2023 yılında hem emeklilik şirketleri hem de kamu emeklilik rezerv fonları varlık büyümesi kaydetmiş olsa da artışın büyük bölümü özel emeklilik şirketlerinin yönettiği planlardan gelmiştir.

**Şekil 28: OECD Ülkelerinin Emeklilik Varlık Büyümesi**



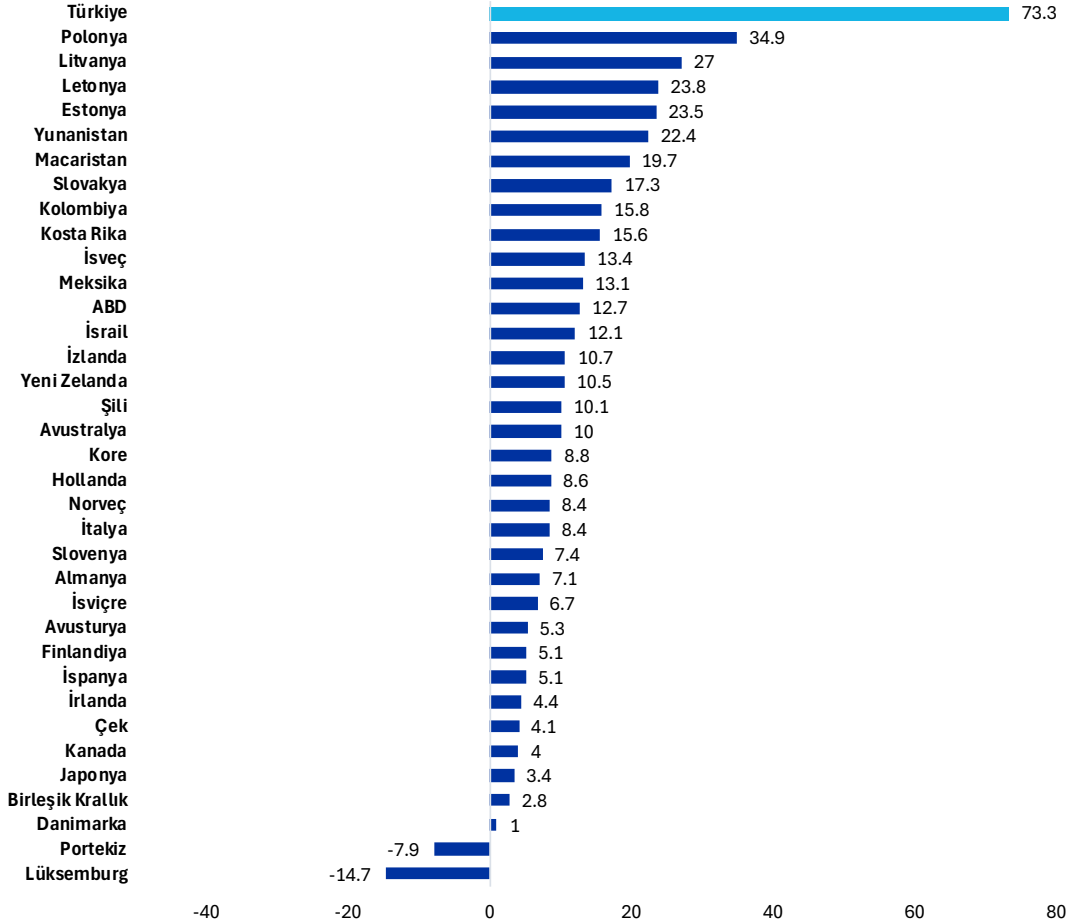
Kaynak: OECD, İş Yatırım

Emeklilik varlıklarındaki küresel artış eğilimi ve belirlenmiş fayda esas planlarından tanımlanmış katkı planlarına (DB'den DC'e geçiş) geçişin hızlanması, özellikle gelişmekte olan emeklilik piyasalarında faaliyet gösteren oyuncular için uzun vadeli büyüme potansiyelini güçlendirmektedir. Türkiye'de bireysel emeklilik sistemine katılım ve gönüllü tasarrufların artış trendi, AgeSA gibi lider şirketlerin bu küresel dönüşümden en güçlü şekilde faydalanacak oyuncular arasında yer almasını sağlamaktadır.

## Agesa Hayat ve Emeklilik

Aşağıdaki grafik, OECD ülkelerinde emeklilik şirketleri tarafından yönetilen varlıkların 2023 yılındaki yıllık büyümesini göstermektedir. 2023'te, Lüksemburg ve Portekiz hariç neredeyse tüm OECD ülkelerinde emeklilik varlıkları artış kaydetmiştir. Varlık büyümesi nominal terimlerle ve yerel para birimleri üzerinden ölçülmektedir. Bu iki ülkede gözlenen düşüş, kısmen belirli emeklilik planlarının kapanması ve sonrasında varlıkların devredilmesinden kaynaklanmaktadır. Türkiye, %73,3'lük dikkat çekici nominal büyüme ile listenin başında yer almış, Polonya (%34,9) ve Litvanya (%27,0) gibi diğer ülkeleri açık ara geride bırakmıştır.

**Şekil 29: OECD Ülkelerinin Emeklilik Büyümesi—2023**



Kaynak: OECD, İş Yatırım

Ülkeler arasında emeklilik şirketi varlıklarının büyüklüğü açısından önemli farklılıklar bulunmaktadır. En büyük varlık havuzları genellikle katılımın zorunlu veya yarı-zorunlu olduğu ülkelerde görülmektedir. Buna karşın, gönüllü ya da yeni kurulmuş emeklilik sistemlerine sahip ülkelerde varlık büyüklükleri daha sınırlı kalmaktadır. Bununla birlikte, ABD dikkat çekici bir istisna oluşturmaktadır. On yıllardır devam eden emeklilik tasarrufları sayesinde ABD’de emeklilik şirketleri 39 trilyon ABD doları tutarında varlık biriktirmiş olup, OECD genelindeki toplam emeklilik varlıklarının yaklaşık %70’ini tek başına oluşturmaktadır. Buna karşılık, bireysel/özel emeklilik sistemlerinin gönüllü veya görece yeni olduğu Yunanistan, Macaristan ve Türkiye gibi ülkeler, varlık birikimi açısından geride kalmaya devam etmektedir. Türkiye’de emeklilik varlıkları 2023 sonu itibarıyla yaklaşık 25 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiş olup, GSYH’nin yalnızca %2,8’ine karşılık gelmektedir.

### 2023'teki Güçlü Büyümeye Rağmen Türkiye'nin Emeklilik Pazarı Küresel Emsallerine Göre Hâlâ Yetersiz

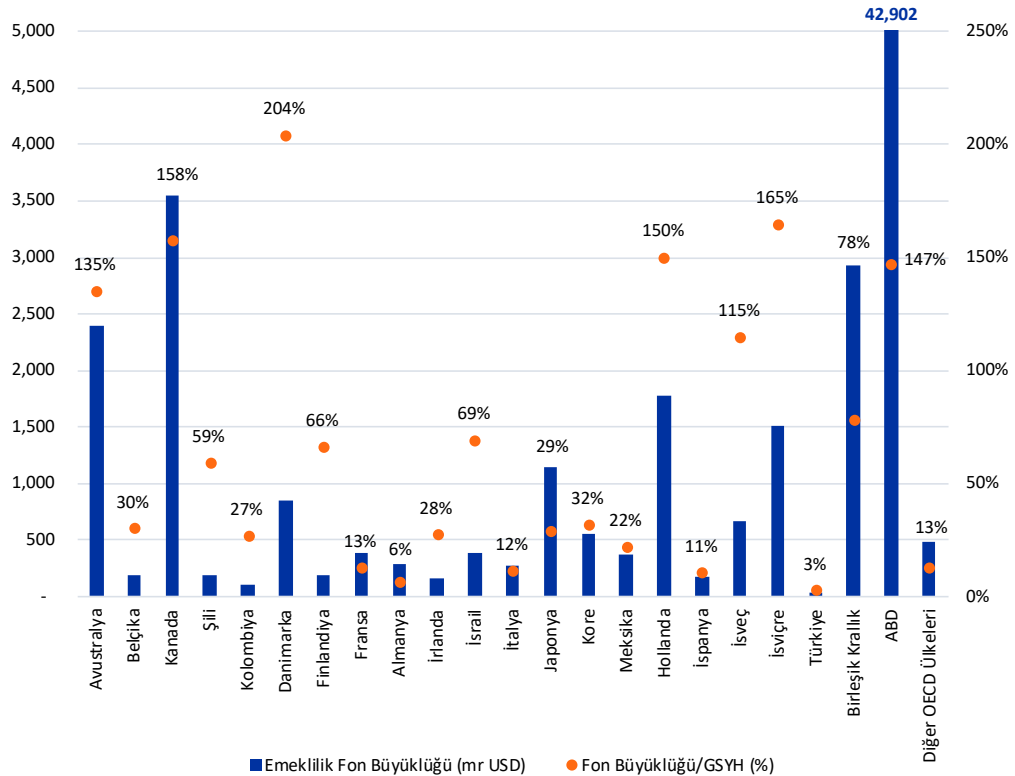
2024 itibarıyla OECD ülkeleri önemli büyüklükte emeklilik varlıklarını yönetmektedir. ABD, küresel ölçekte açık ara en büyük pazar konumundadır; 42 trilyon ABD doları tutarındaki emeklilik varlıkları yalnızca tüm OECD ülkelerinin toplamını aşmakla kalmayıp, aynı zamanda dünyanın en büyük bireysel/özel emeklilik pazarı olarak öne çıkmaktadır.

Her ne kadar Türkiye 2023 yılında OECD ülkeleri arasında en yüksek yıllık emeklilik varlık büyümesini kaydetmiş olsa da, emeklilik pazarının büyüklüğü hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere kıyasla hâlen sınırlıdır. 2024 yıl sonu itibarıyla Türkiye'nin emeklilik varlıkları 35 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiş olup, bu rakam GSYH'nin yalnızca %2,8'ine karşılık gelmektedir. Buna karşın Avustralya, Kanada, Danimarka, Hollanda, İsveç, İsviçre ve ABD gibi ülkelerde emeklilik varlıkları kendi GSYH'lerinin %100'ünün üzerine çıkmaktadır.

Bu durum, pazarları karşılaştırırken mutlak büyüklükten ziyade emeklilik varlıklarının GSYH'ye oranının daha doğru bir gösterge olduğunu ortaya koymaktadır. **OECD ortalaması %92 seviyesinde iken, Türkiye'nin önemli bir açığı bulunmaktadır; bu da bireysel emeklilik sektörünün uzun vadeli büyüme potansiyelini gözler önüne sermektedir.**

2024 yıl sonu itibarıyla Türkiye'de emeklilik sektörü liderinden biri olan AgeSA, bu düşük penetrasyon oranından faydalanabilecek eşsiz bir konuma sahiptir. Emeklilik varlıklarının yalnızca nominal anlamda değil, aynı zamanda GSYH'ye oran olarak da büyümesi, uzun vadeli yapısal bir potansiyel sunmakta; finansal okuryazarlık, kayıtlı istihdam ve gönüllü katkılarının artmasıyla birlikte sektörün önümüzdeki dönemde ciddi bir büyüme ivmesi yakalayabileceğini göstermektedir.

**Şekil 30: OECD Ülkelerin Emeklilik Fon Büyüklüğü (USD mr) ve GSYH'e Oranı(%)—2024**



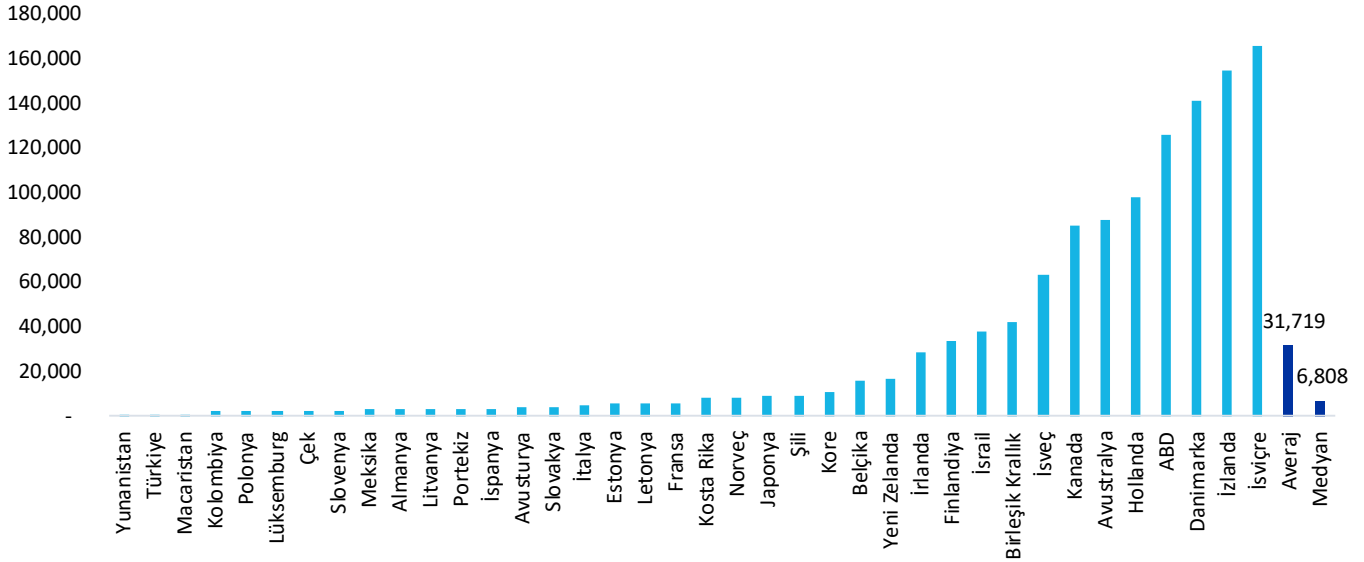
Kaynak: OECD, İş Yatırım

“Diğer OECD Ülkeleri”, Avusturya, Kosta Rika, Çekya, Estonya, Yunanistan, Macaristan, İzlanda, Letonya, Litvanya, Lüksemburg, Yeni Zelanda, Norveç, Polonya, Portekiz, Slovakya ve Slovenya’yı kapsamaktadır. Bu grup için fon büyüklüğü/GSYH oranı, ağırlıklı ortalama yöntemiyle hesaplanmıştır. Grafik ölçekli çizilmemiştir, ABD verileri görsel netlik sağlamak için ayarlanmıştır.

## Agesa Hayat ve Emeklilik

Türkiye, kişi başına düşen fon büyüklüğü açısından OECD ülkeleri arasında sondan ikinci sırada yer almaktadır. Türkiye’de kişi başına düşen fon büyüklüğü yalnızca 405 USD iken, listenin en sonunda yer alan Yunanistan’da bu rakam 269 USD’dir. Buna karşın, OECD ortalaması 31.000 USD, medyan ise 6.000 USD’yi aşmaktadır. Bu veriler, Türkiye’nin kişi başına fon büyüklüğünün OECD ortalamasının yaklaşık 78 kat, medyanın ise 17 kat altında olduğunu ortaya koymaktadır. Böylesine geniş bir fark, Türkiye’nin bireysel emeklilik sisteminin uzun vadede uluslararası standartlara kademeli olarak yakınsamasıyla birlikte önemli bir büyüme potansiyeline işaret etmektedir.

**Şekil 31: OECD Ülkelerinde Kişi Başına Düşen Fon Büyüklüğü—2024**



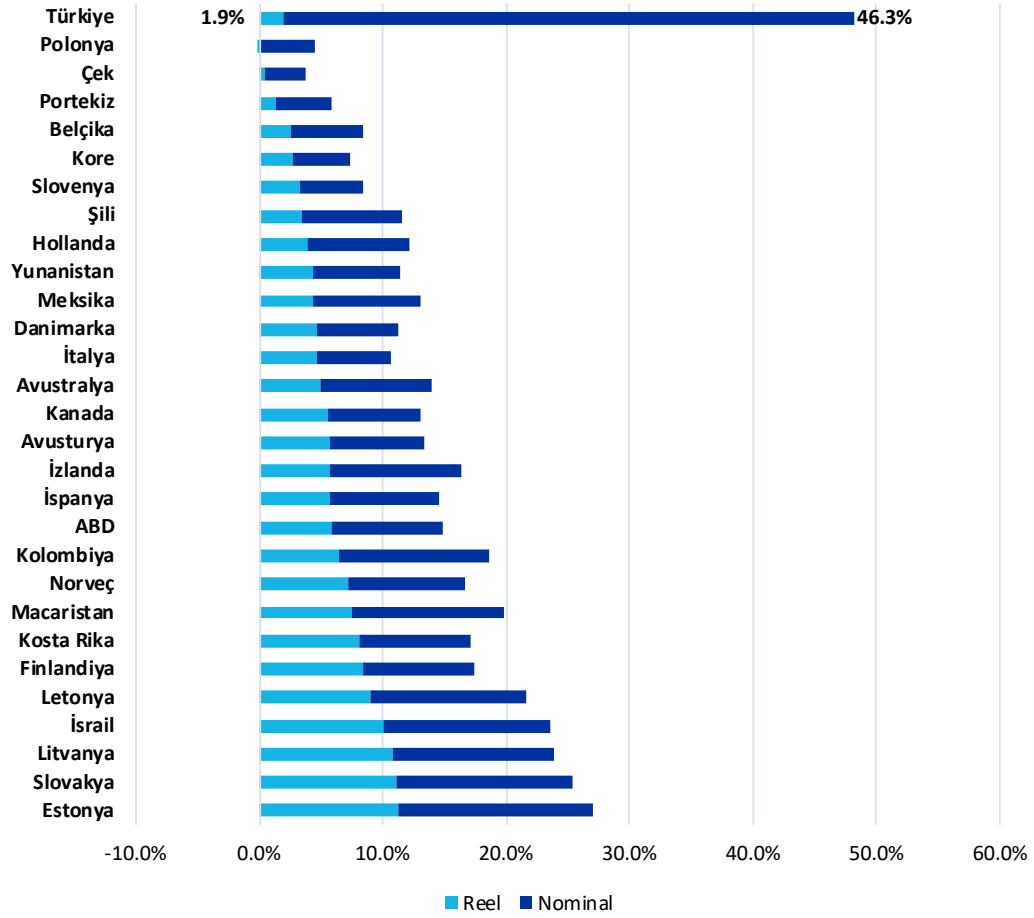
Kaynak: OECD, İş Yatırım

2023 yılında gözlenen varlık büyümesinin önemli bir kısmı güçlü yatırım performansından kaynaklandı. OECD genelinde emeklilik şirketleri ve kamu emeklilik rezerv fonları neredeyse tüm ülkelerde pozitif nominal getiriler kaydetti ve çoğu ülkede bu getiriler enflasyonu da aştı. OECD ve OECD dışı ülkelerde ortalama nominal getiriler %10 civarında olurken, yüksek enflasyon nedeniyle reel getirilerde farklılık oluştu: OECD’de ortalama %4,8, OECD dışı ülkelerde ise %1,5 seviyesinde gerçekleşti. OECD kamu emeklilik rezerv fonlarında reel getiri ortalama %5’in biraz üzerinde seyretti. **Türkiye ise bu dönemde dikkat çekti: Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM) verilerine göre, 2023’te nominal getiriler yüksek olmasına rağmen kalıcı yüksek enflasyon nedeniyle reel getiriler –%3 seviyesinin altında kaldı.**

2024 yılında ise tablo değişmeye başladı. OECD ülkelerinde pozitif nominal getiriler devam ederken, hisse senedi piyasalarının dayanıklılığı ve küresel finansal koşullardaki gevşeme destekleyici oldu. **Reel getiriler çoğu ülkede pozitif kaldı. Türkiye, bu kez negatif tarafta bir istisna olmaktan çıktı. EGM verilerine göre, yüksek enflasyona rağmen %2 civarında pozitif reel getiri kaydedildi.** Nominal getirilerin enflasyonu aşmasıyla, uzun yıllar sonra reel anlamda değer korunmuş oldu.

2025 görünümüne baktığımızda ise bu trendin güçlenmesi öngörülmüyor. **Türkiye’de enflasyonun kalıcı olarak gerileme sinyalleri vermesi ve Merkez Bankası’nın kademeli faiz indirim döngüsüne girmesiyle reel getirilerin daha da iyileşmesi bekleniyor.** Bu makro ortam, bireylerin uzun vadeli tasarruf ürünlerine olan güvenini artırarak gönüllü katkıları teşvik etmesi açısından önemli. Yapısal olarak düşük penetrasyonlu bir emeklilik pazarında bu gelişmeler, AgeSA gibi sektör liderleri için anlamlı bir büyüme potansiyeli sunuyor.

Şekil 32: Varlığa Dayalı Emeklilik Sözleşmelerinin Yatırım Getiri Oranları—2024



Kaynak: OECD, EGM, İş Yatırım

2024 yılında Türkiye’deki emeklilik fonlarının portföylerinin büyük kısmı bono ve tahvillere (sabit getirili enstrümanlara) yönelmişti. Yüksek volatilité ve yüksek enflasyon ortamında, yüksek faizlerden faydalanmak en rasyonel stratejilerden biri oldu. Dolayısıyla, fon portföyleri uzun vadeli emeklilik tasarruf araçlarının aşırı riskten kaçınması gerektiği gerçeğiyle uyumlu olarak, düşük risk profili nedeniyle sabit getirili varlıklara ağırlık vermeye devam etti.

2025 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası faiz indirim döngüsünü başlatmış olsa da faizler hâlâ yüksek seviyelerde kalarak pozitif reel getiri sunmayı sürdürdü. Bu durum, sabit getirili enstrümanlara olan eğilimi güçlendirdi. Mart ayında gelen faiz artırımıyla birlikte gevşeme döngüsünün kısmen ötelenmesi—artan siyasi ve makroekonomik belirsizliklerin de etkisiyle—fonların temkinli duruşunu pekiştirdi ve hisse senetlerine sınırlı bir ağırlık verilmesine yol açtı.

2025’in ikinci yarısına bakıldığında, siyasi istikrar varsayımı altında Merkez Bankası’nın kademeli parasal gevşemeye yeniden başlaması bekleniyor. Bu gelişme emeklilik fonlarının hisse senetlerine yönelmesi için bir kapı aralayabilir. Ancak, fonların genel olarak ihtiyatlı duruşunu koruması ve hisse senedi ağırlıklı portföy yapısına anlamlı bir kaymanın 2026’dan önce gerçekleşmemesi daha olası görünüyor.

## Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi (BES)

Türkiye’de emeklilik sistemi, bireylerin (çalışan veya çalışmayan) emeklilik döneminde mevcut yaşam standartlarını korumalarına yardımcı olmak amacıyla güvenli bir tasarruf ve yatırım aracı olarak kurgulanan Bireysel Emeklilik Sistemi (BES) çerçevesinde işlemektedir. Katılımcılar sisteme aylık ödemeler ya da toplu yatırımlar yoluyla dahil olmakta, bu birikimler hayat ve emeklilik şirketleri tarafından kurulan emeklilik yatırım fonlarında değerlendirilmektedir.

Katılımcılar, risk iştahlarına göre farklı fon türleri arasında dağılım yapabilme esnekliğine sahiptir. Örneğin, daha düşük risk tercih eden katılımcılar ağırlıklı olarak sabit getirili menkul kıymetlere yönelmiş “defansif fonları” seçerken, daha yüksek risk almayı isteyen katılımcılar hisse senetleri ağırlıklı “agresif fonları” tercih etmektedir. Bunların dışında, farklı risk-getiri profillerine uygun geniş bir fon çeşitliliği sunulmaktadır. BES, katılımcılara altın, yabancı hisse senetleri, para piyasası araçları, Euro-bond’lar ve Borsa İstanbul’daki hisseler gibi çok çeşitli yatırım enstrümanlarına erişim imkânı sağlayarak emeklilik birikimlerinin farklı varlık sınıflarına dağıtılmasına imkân tanımaktadır.

### Devlet Katkısı

Bireysel katkılara ek olarak sistem, devlet katkısından da faydalanmaktadır. Katılımcıların yatırdığı tutarın %30’u oranında ek katkı devlet tarafından yapılmakta ve bu uygulama, Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi’ne (BES) katılımı teşvik etmeyi amaçlamaktadır. Devlet katkısı, ayrı bir hesapta tutulmakta ve katılımcının risk tercihlerine göre ilgili emeklilik fonlarına yönlendirilmektedir. Örneğin, bir yatırımcı kendi katkısını daha defansif bir fona aktarırken, devlet katkısını daha agresif bir fonda değerlendirmeyi tercih edebilir.

Emeklilik şirketleri, devlet katkısı üzerinden yalnızca fon işletim veya yönetim gideri kesintisi yapabilmekte olup bu oran fon büyüklüğünün en fazla %0,35’i ile sınırlıdır. Bu katkılar, şirketlere doğrudan gelir sağlamaktan ziyade katılımcılar için bir teşvik unsuru niteliğindedir.

### Otomatik Katılım Sistemi (OKS)

2017 yılında yürürlüğe giren Otomatik Katılım Sistemi (OKS), çalışanların işverenleri aracılığıyla bireysel emeklilik planına otomatik olarak dahil edilmesini sağlayan bir uygulamadır.

Bu sistemde işverenler, çalışanları adına bireysel emeklilik sözleşmeleri açmakta ve mevzuatta belirtilen katkı tutarını ödemektedir. Katkılar, çalışanın brüt maaşının en az %3’ü oranında otomatik olarak kesilmekte ve çalışanın bireysel emeklilik hesabına yönlendirilmektedir.

Çalışan katkılarına ek olarak devlet, %30 oranında ek katkı sağlamaktadır. Ayrıca, sisteme ilk girişte bir defaya mahsus olmak üzere 1.000 TL tutarında devlet katkısı verilmektedir.

OKS’nin temel amacı, bireyleri geleceğe yönelik tasarruf yapmaya teşvik etmek ve uzun vadeli tasarruf kültürünü yaygınlaştırmaktır. Bu sayede çalışanların emeklilik dönemlerinde, çalışma hayatına daha yakın bir refah seviyesini koruyabilmeleri için ek bir gelir kaynağı sağlanmaktadır. Çalışanlar sisteme otomatik olarak dahil edilmekle birlikte, iki aylık cayma süresi içinde herhangi bir cezai yaptırım olmaksızın sistemden ayrılma hakkına sahiptirler.

## Agesa Hayat ve Emeklilik

1 Ocak 2017 itibarıyla kamu ve özel sektörde 45 yaş altındaki tüm çalışanlar, mevcut bireysel emeklilik sözleşmeleri olup olmadığının bakılmaksızın işverenleri aracılığıyla otomatik olarak sisteme dahil edilmeye başlanmıştır. 22 Ocak 2022’den itibaren ise 45 yaş üstü kamu ve özel sektör çalışanları da talep etmeleri halinde sisteme gönüllü olarak katılabilmektedir.

Otomatik Katılım Sistemi, ABD, Birleşik Krallık, Yeni Zelanda, İtalya ve Şili gibi birçok ülkede de uygulanmaktadır. Türkiye’de bu sistem kapsamında çalışanların brüt maaşlarının en az %3’ü işverenleri aracılığıyla kesilerek emeklilik şirketlerine yönlendirilmektedir.

Sistemde işveren katkısı bulunmamakla birlikte, %30 oranındaki devlet katkısı burada da geçerlidir. Mevcut bireysel emeklilik sisteminde, kişi başına alınabilecek en yüksek devlet katkısı yıllık brüt asgari ücretin %30’u ile sınırlıyken, OKS’de her yeni sözleşme ayrı değerlendirilmektedir. Bu sayede çalışanlar mevcut bireysel emeklilik sözleşmelerinden aldıkları devlet katkısına ek olarak, yeni OKS sözleşmelerinden de devlet katkısı alma imkânına sahiptir.

Fon işletim gideri kesintisi dışında (AuM’nin en fazla %0,85’i) sistemde herhangi bir ek masraf bulunmamaktadır. Çalışanlar, sisteme girişten sonraki iki aylık cayma süresi içerisinde katkılarının tamamını geri alarak sistemden ayrılabilirler. Cayma hakkını kullanmayıp sistemde kalanlar ise, hak ediş koşullarına bağlı olarak 1.000 TL tutarındaki başlangıç devlet katkısından yararlanmaktadır.

Emeklilik döneminde ek bir teşvik de söz konusudur: 10 yıl sistemde kalarak 56 yaşını dolduran ve toplu para yerine en az 10 yıl boyunca düzenli maaş ödemesi almayı tercih eden katılımcılara, birikimlerinin %5’i oranında ek devlet katkısı sağlanmaktadır.

### Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES)

2026–2028 Orta Vadeli Program (OVP) kapsamında, Otomatik Katılım Sistemi’nin ikinci basamak emeklilik sistemi olan Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES)’ne dönüştürülmesi planlanmaktadır. Bu sistemde katkılar çalışan, işveren ve devlet tarafından ortaklaşa yapılacaktır. Amaç, emeklilik dönemindeki gelir kaybını telafi etmek, yaşam standartlarını korumak, ek emeklilik geliri yaratmak ve hane halkı tasarruflarını artırmaktır.

Sistemde çalışan, işveren ve devletin zorunlu katkıları emeklilik fonlarına yönlendirilecek; çalışanlar ise fon dağılımını ve kompozisyonunu seçme hakkına sahip olacaktır. Örneğin, bir çalışan maaşının %3’ünü TES’e ayırdığında, işveren aynı tutarda %3 katkı sağlayacak, devlet ise bu toplam (çalışan + işveren katkısı) üzerinden %30 oranında ek katkı sunacaktır. TES’in 2026 yılının ikinci çeyreğinde yürürlüğe girmesi beklenmektedir.

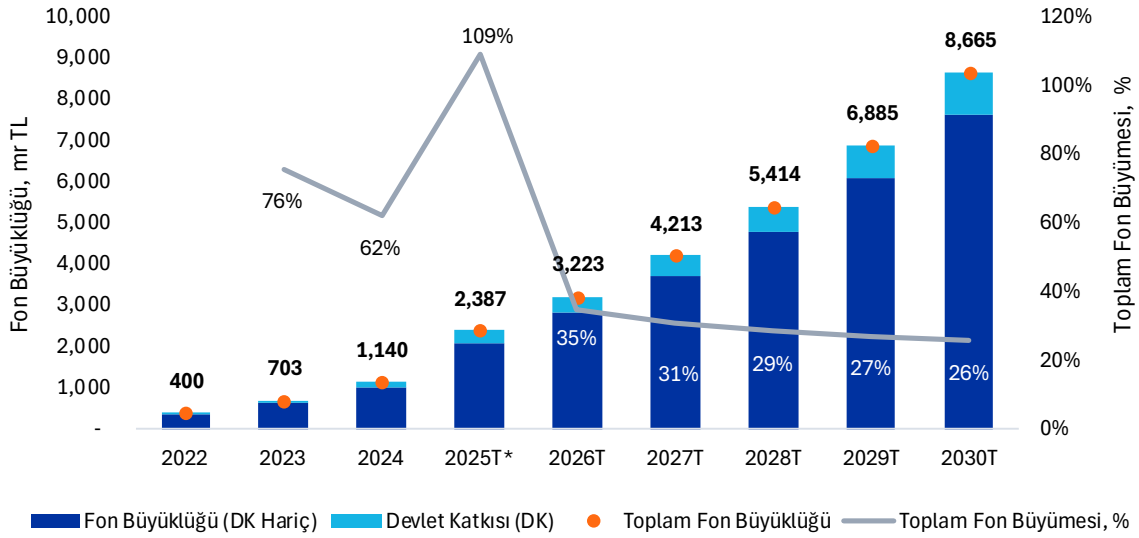
Değerlememize bu sistemi dahil etmedik; zira uygulama detayları henüz netleşmiş değildir. Ancak yürürlüğe girmesi halinde, TES emeklilik sektörü için yapısal bir dönüm noktası olacak ve katılımcı sayısı ile fon büyüklüğünde ciddi artışlara yol açacaktır. Bu da özellikle AgeSA gibi pazar liderleri için önemli bir yukarı yönlü potansiyel taşımaktadır.

Her ne kadar regülatör tarafından fon yönetim ücretlerinde tavan getirilmesi (örneğin mevcut BES’e kıyasla daha düşük seviyeler) ihtimali olsa da, fon büyüklüğündeki kayda değer artış net pozitif bir etki yaratacaktır. Bununla birlikte, SFRS muhasebe standartları altında (IFRS 15 uygulanmadığı için) komisyonların peşin giderleştirilmesi, emeklilik tarafında teknik zararı artırabilir. Bu durum kısa vadede raporlanan karlılığı baskılasa da, sistemin ekonomik gerçekleri sektör ve AgeSA için uzun vadede oldukça olumlu olacaktır.

## Türkiye’de BES Büyümesi

Aşağıdaki grafik, Türkiye’de emeklilik fonu varlıklarının (devlet katkıları ayrı gösterilmiştir) yıllık büyüme ile birlikte gelişimini ortaya koymaktadır. 2022 yılında 400 milyar TL seviyesinde bulunan toplam fon büyüklüğü, 2024 sonunda 1.140 milyar TL’ye ulaşarak enflasyonla paralel bir artış kaydetmiştir. 2025 yıl sonu için toplam fon büyüklüğünün yaklaşık 2.300 milyar TL’ye ulaşması öngörülmektedir. Projeksiyon döneminde yıllık büyüme oranlarının kademeli olarak yavaşlaması beklenmekle birlikte, enflasyonun üzerinde kalacağı tahmin edilmektedir. 31.08.2025 itibarıyla, devlet katkıları dâhil özel emeklilik sektöründeki toplam fon büyüklüğü 1.591 milyar TL’ye ulaşmıştır.

Şekil 33: Türkiye BES Fon Büyüklüğü Projeksiyonu



Kaynak: EGM, İş Yatırım

Bu görünümün temel nedeni, Türkiye’de emeklilik fonu varlıklarının hâlâ gelişmiş piyasalara kıyasla oldukça düşük seviyelerde bulunmasıdır. Daha önce de gösterildiği üzere, toplam fon büyüklüğü ile birlikte AuM/GDP ve kişi başına AuM gibi temel göstergeler sistemin düşük penetrasyonunu ortaya koymaktadır. Uzun vadede, Türkiye’deki Bireysel Emeklilik Sistemi’nin benzer ölçekli ekonomilerde gözlemlenen fon büyüklüklerine doğru yakınsamasını bekliyoruz.

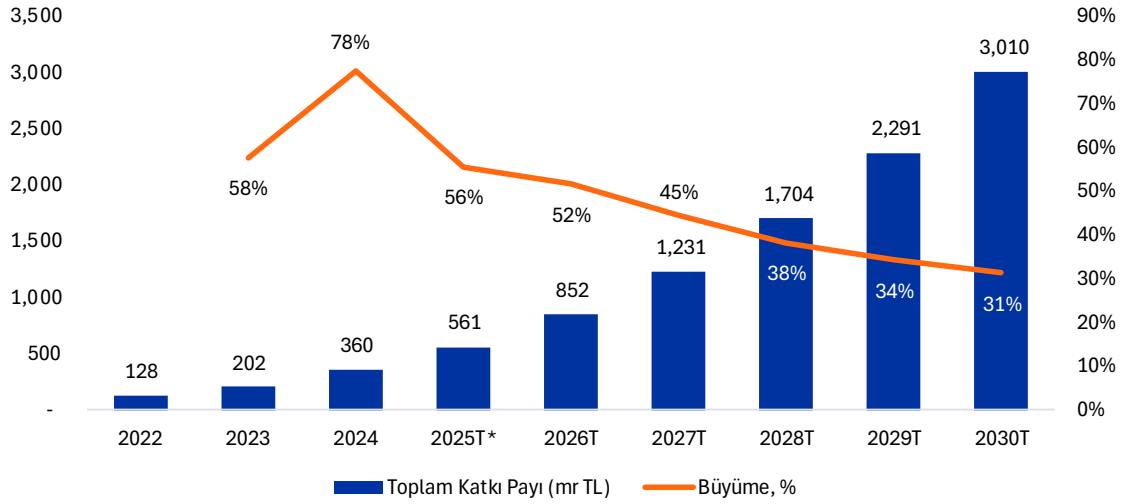
Her ne kadar yeni oyuncular pazardan pay kapmaya çalışsa da, köklü emeklilik şirketlerinin sahip oldukları uzun vadeli avantajlarla mevcut konumlarını koruyacaklarını düşünüyoruz. Bu noktada, AgeSA fon büyüklüğü açısından en büyük özel şirket konumunda olup, onu Anadolu Hayat ve Emeklilik izlemektedir.

## Agesa Hayat ve Emeklilik

## Katkı Payı Büyümesi

Toplam katkı payları 2022–2024 döneminde büyük ölçüde enflasyonla paralel bir seyir izleyerek 2024 yıl sonu itibarıyla 360 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Önümüzdeki dönemde ise katkı paylarının enflasyonun üzerinde büyümesini bekliyoruz. Bu beklentimizin arkasında, Türkiye’deki emeklilik sisteminin büyüklüğünün kademeli olarak küresel benzerlerine yakınsaması görüşümüz yatmaktadır. Ayrıca, devlet katkısının hâlâ görece yeni bir teşvik unsuru olması nedeniyle, bu alanda atılabilecek ilave kamu desteklerinin de büyüme görünümünü güçlendireceğini düşünüyoruz.

Şekil 34: Türkiye BES Toplam Katkı Payları Projeksiyonu

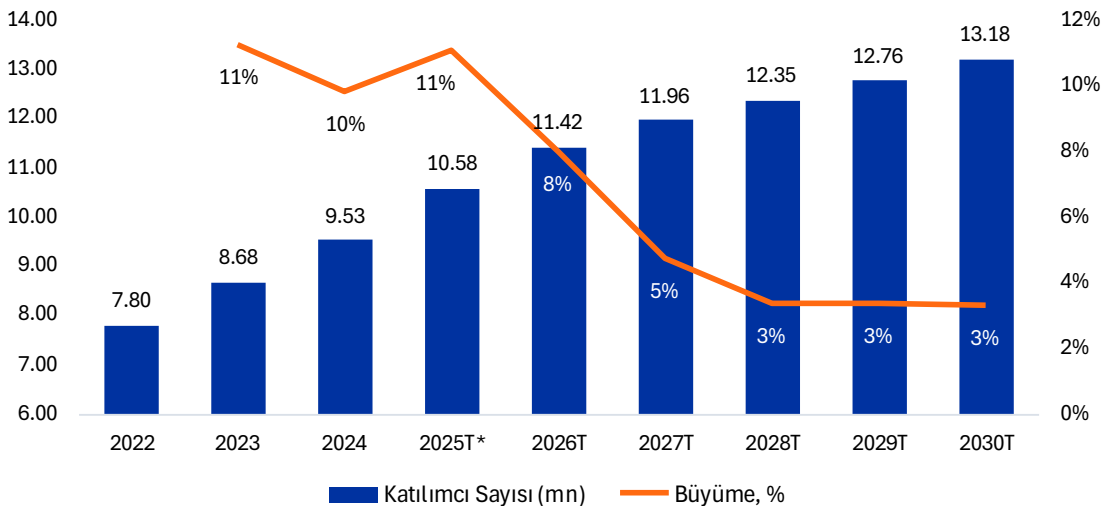


Kaynak: EGM, İş Yatırım

## Katılımcı Sayısı

Emeklilik sistemindeki katılımcı sayısı 2022–2024 döneminde yıllık ortalama %10–11 büyüme kaydederek 2024 yıl sonu itibarıyla 9,53 milyon kişiye ulaşmıştır. 2025 yılında da %11’lik ek bir artışla toplam katılımcı sayısının 10,58 milyona çıkmasını öngörüyoruz. Konservatif varsayımlarımız altında, projeksiyon döneminin geri kalanında büyümenin kademeli olarak yavaşlayacağını tahmin ediyoruz. Bununla birlikte, yukarı yönlü riskler mevcut: Türkiye’de ekonomik büyümenin hızlanması, işgücünün genişlemesi ve yaşam standartlarının artması, katılımcı sayısında beklentilerin üzerinde bir artışı destekleyebilir.

Şekil 35: Türkiye BES Katılımcı Sayısı Projeksiyonu



Kaynak: EGM, İş Yatırım

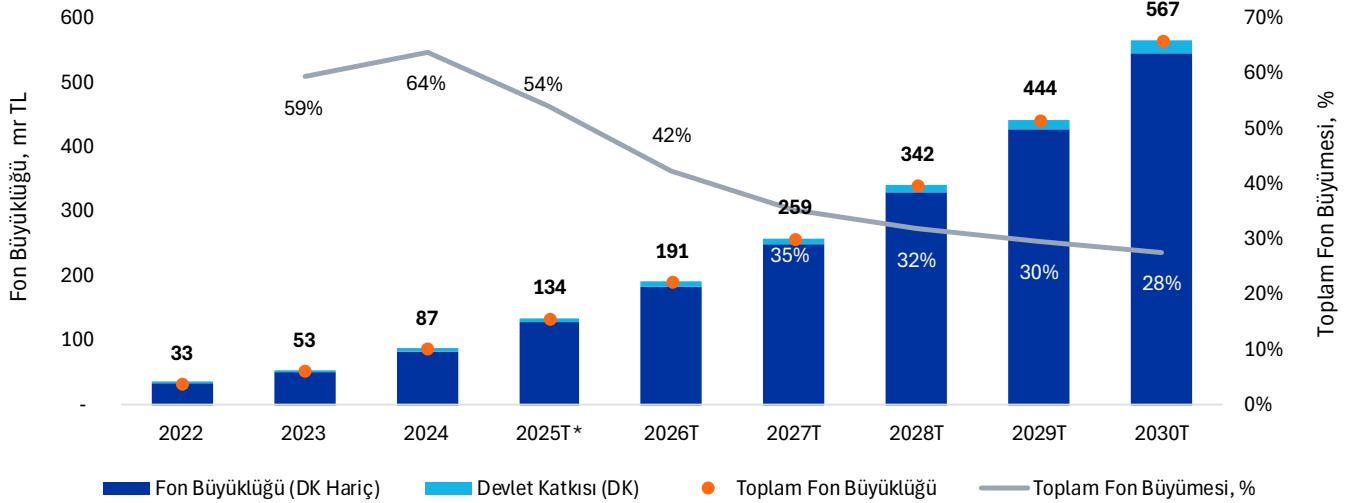
## Otomatik Katılım Sistemi Fon Büyüklüğü

Otomatik Katılım sistemi iki temel kaynaktan oluşmaktadır: çalışan katkıları ve devlet katkısı. Bu katkılar emeklilik fonları aracılığıyla yatırıma yönlendirilmekte, katılımcılar sistemden çıkmadığı sürece fon büyüklüğü artmaya devam etmektedir. Bugün itibarıyla Otomatik Katılım, Bireysel Emeklilik Sistemi toplam fon büyüklüğünün yaklaşık %8'ini oluşturmaktadır.

Devlet katkısı uygulamasına kıyasla daha yeni bir düzenleme olmasına rağmen, Otomatik Katılım 2022–2024 döneminde hızlı yıllık büyüme kaydetmiştir. 2025 yıl sonunda Otomatik Katılım fon büyüklüğünün 134 milyar TL'ye ulaşması beklenmektedir. Projeksiyon döneminde ise sistemin yapısal genişlemesi sayesinde enflasyonun üzerinde bir büyüme öngörülmektedir.

Otomatik Katılım özellikle güçlü kurumsal yapılara sahip şirketlerde daha yaygın uygulanmaktadır. Türk ve yabancı şirketlerin kurumsallaşma süreçlerinin hızlanması ve çalışan haklarının giderek daha fazla önem kazanmasıyla bu trendin önümüzdeki dönemde güçleneceğini düşünüyoruz. Ayrıca Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı yatırım (FDI) girişlerinin hızlanması, şirketlerin sisteme katılımını artırarak büyümeyi destekleyebilir. Bunun yanında, belirli büyüklüğün üzerindeki şirketler için Otomatik Katılım uygulamasını zorunlu kılacak olası düzenlemeler de sistemin yukarı yönlü risklerini artıran faktörler arasında yer almaktadır.

Şekil 36: Türkiye OKS Fon Büyüklüğü Projeksiyonu



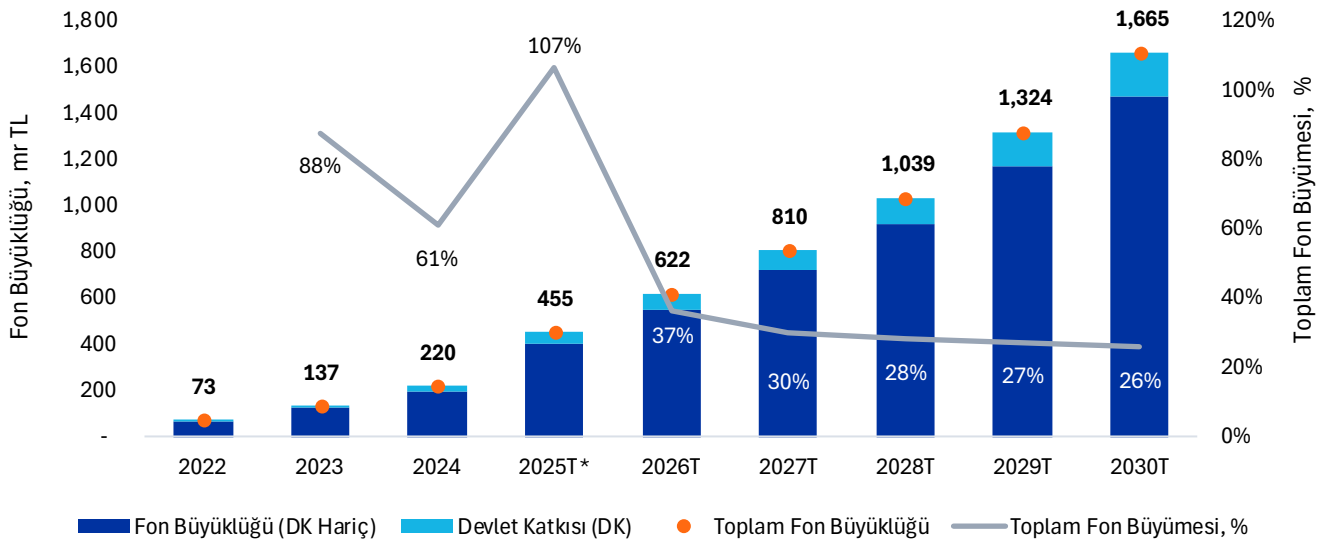
Kaynak: EGM, İş Yatırım

## Emeklilik—AgesSA

**AgeSA BES Fon Büyüklüğü:** AgeSA’nın BES fon büyüklüğü, 2022–2024 döneminde enflasyonun üzerinde güçlü bir büyüme göstererek 2024 yıl sonu itibarıyla 220 milyar TL’ye ulaşmıştır. 2025 yılı için projeksiyonumuz, %107 artışla toplam fon büyüklüğünün 455 milyar TL’ye yükselmesi yönündedir. 31.08.2025 itibarıyla AgeSA’nın toplam fon büyüklüğü 308 milyar TL seviyesine ulaşmıştır.

Projeksiyon döneminde temkinli bir varsayımla AgeSA’nın büyümesinin Türkiye genel emeklilik piyasası ile paralel seyredeceğini öngörüyoruz. Bununla birlikte, mevcut durumda fon büyüklüğü açısından sektör lideri olan AgeSA’nın önemli bir “ilk hareket avantajına” sahip olduğunu vurgulamak gerekir. Şirketin bu liderlik konumunu kullanarak büyüyen sektörde ek pazar payı elde etme potansiyeli, tahminlerimize yönelik yukarı yönlü bir risk unsuru olarak öne çıkmaktadır.

### Şekil 37: AgeSA BES Fon Büyüklüğü Projeksiyonu

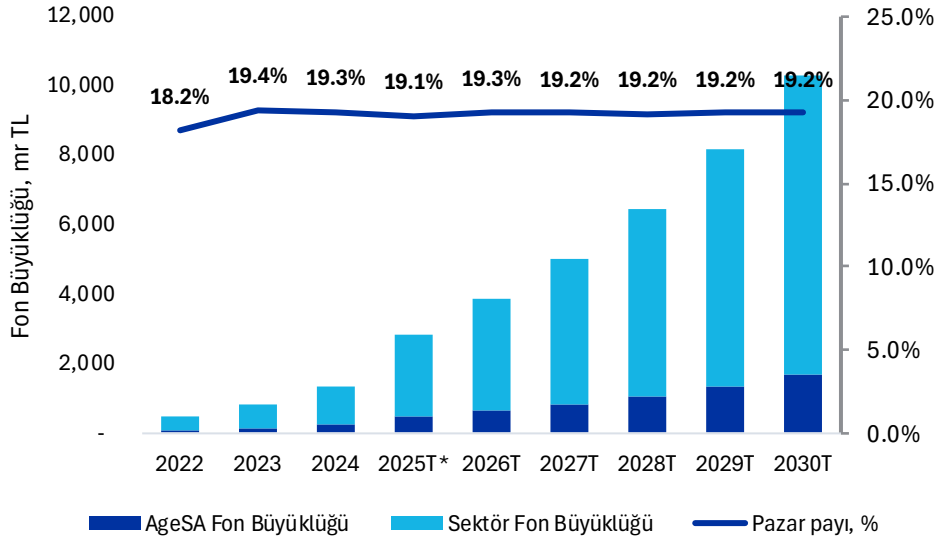


Kaynak: EGM, İş Yatırım

**AgeSA’nın Pazar Konumu ve Projeksiyonu:** AgeSA, Türkiye’de toplam BES fon büyüklüğünün yaklaşık %19’unu elinde bulundurarak sektörün özel şirketler içerisinde açık ara lideri konumundadır. AgeSA’nın emeklilik fonu projeksiyonlarını yaparken yukarıdan aşağıya (top-down) bir yaklaşım kullandık. Buna göre, sektörün toplam fon büyüklüğü görünümünü; GSYH büyümesi, enflasyon ve katılımcı artışı gibi makroekonomik ve demografik faktörlere dayalı olarak türettik.

Sonrasında, AgeSA’nın fon büyüklüğü projeksiyonunu, sabit varsayılan pazar payını bu sektör tahminine uygulayarak hesapladık. Projeksiyon dönemi boyunca AgeSA’nın pazar payını sabit tutarak, şirketin liderlik konumunu koruyacağı ancak ek pazar payı kazanımı elde etmeyeceği yönünde temkinli bir varsayım benimsedik.

Şekil 38: AgeSA'nın Fon Büyüklüğü Pazar Payı



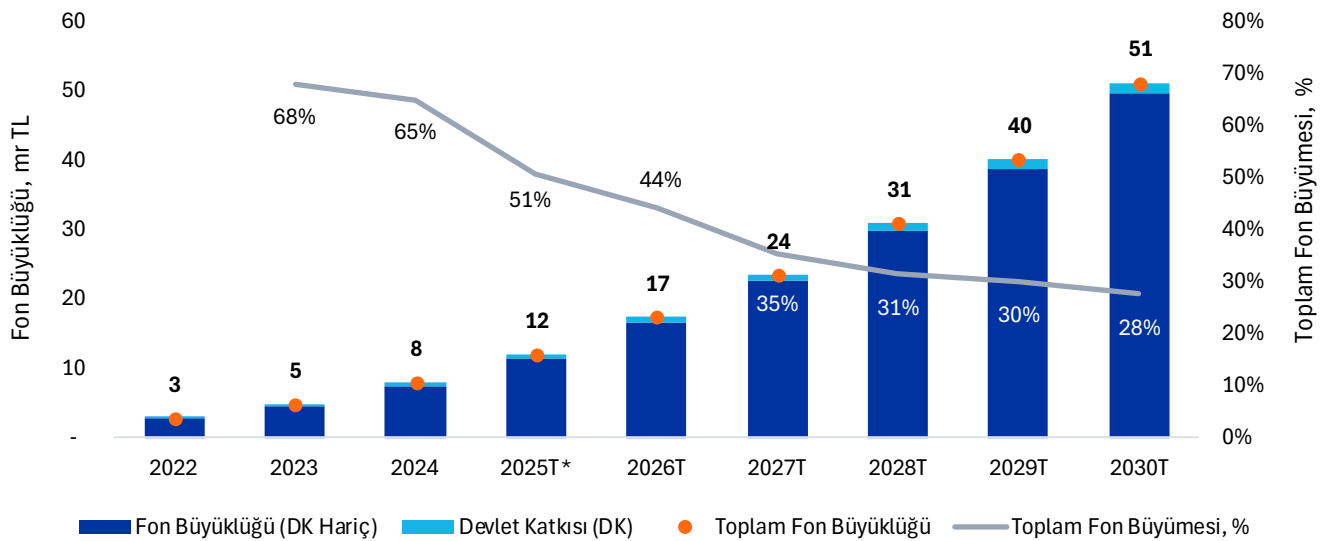
Kaynak: EGM, İş Yatırım

**OKS Fon Büyüklüğü:** Otomatik Katılım Sistemi (OKS), AgeSA'nın toplam emeklilik fon varlıkları içinde görece küçük bir paya sahiptir; toplam fon büyüklüğünün (BES + OKS) yalnızca yaklaşık %3'ünü oluşturmaktadır. Ancak görece küçük ölçeğine rağmen, OKS fonları enflasyonun üzerinde güçlü bir yıllık büyüme sergilemiş ve bu trendin projeksiyon döneminde de devam etmesini bekliyoruz.

Pazar genelinde bakıldığında, AgeSA'nın OKS fonu Türkiye toplam OKS fon büyüklüğünün yaklaşık %9'una karşılık gelmektedir. Bu oran, şirketin segmentte anlamlı bir varlık gösterdiğini ortaya koymaktadır. Katılımcı tarafında da güçlü bir ivme görülmektedir: 2022–2024 döneminde katılımcı sayısı yaklaşık %17'lik bileşik yıllık büyüme oranıyla artmış ve 2024 yılsonu itibarıyla 10 milyona yaklaşmıştır. 2025 yılında da benzer bir hızla büyüyerek yaklaşık 12 milyona ulaşmasını öngörüyoruz.

Daha uzun vadede ise katılımcı sayısındaki büyümenin yavaşlamasını fakat yine de pozitif seyretmesini beklemekteyiz.

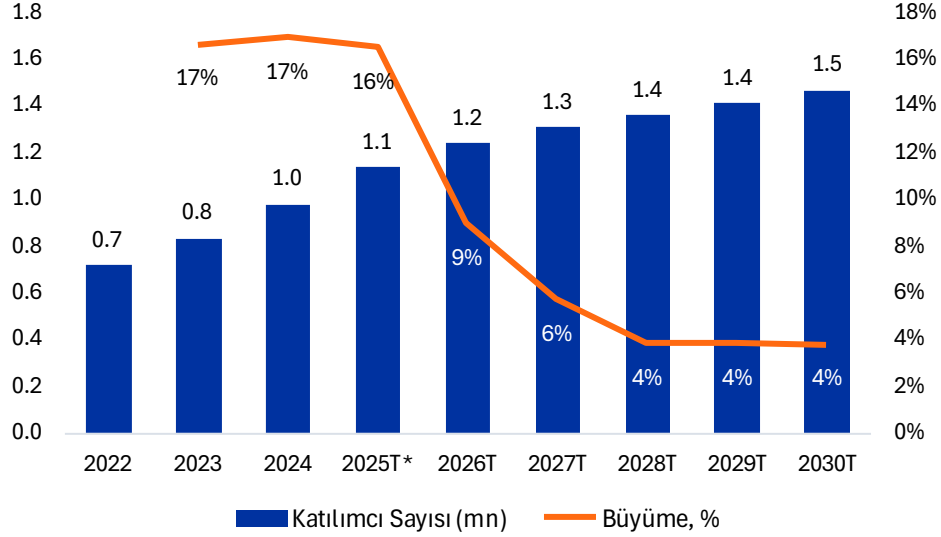
Şekil 39: AgeSA OKS Fon Büyüklüğü Projeksiyonu



Kaynak: EGM, İş Yatırım

**AgeSA BES Katılımcı Büyümesi:** AgeSA'nın emeklilik fonlarındaki katılımcı sayısı 2022–2024 döneminde yıllık ortalama %17 artarak 2024 yılsonu itibarıyla yaklaşık 1,0 milyon kişiye ulaşmıştır. 2025 yılı için %16'lık yıllık büyüme öngörmekteyiz; buna göre toplam katılımcı sayısının yaklaşık 1,1 milyon kişiye çıkmasını bekliyoruz. 2025 sonrasına ilişkin projeksiyonlarımızda ise daha temkinli bir yaklaşım benimsiyor ve kalan dönemde varsayılan yıllık büyüme oranını kademeli olarak aşağı çekiyoruz.

**Şekil 40: AgeSA BES Katılımcı Sayısı Projeksiyonu**

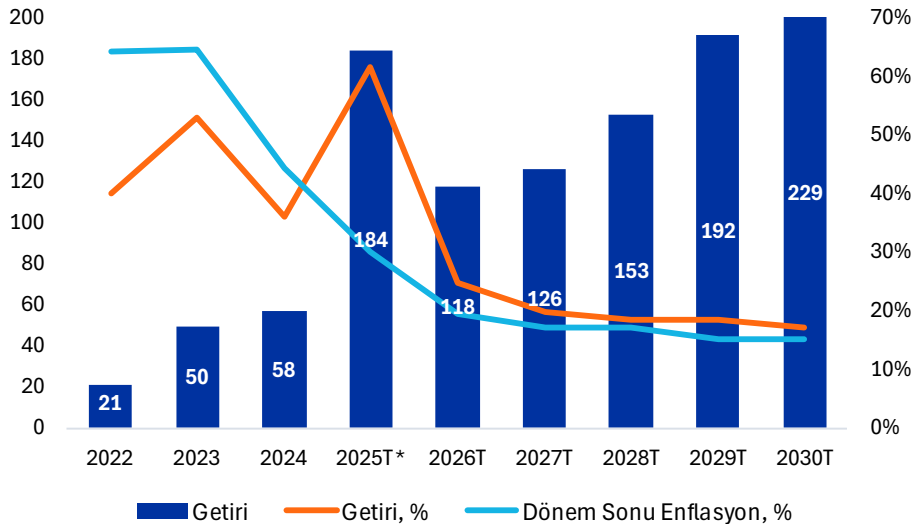


Kaynak: EGM, İş Yatırım

**AgeSA BES Getirileri:** AgeSA'nın toplam BES yıllık getirisini hesaplamak için, yıl sonu fon büyüklüğü ile bir önceki yılın fon büyüklüğü tutarı ve yıl içinde yapılan toplam katkıların toplamı arasındaki farkı esas aldık. Yüzdesel getiriye ulaşmak için ise, elde edilen bu getiri rakamını yılın ortalama fon büyüklüğüne (yıl başı ve yıl sonu fon büyüklük değerlerinin ortalaması) böldük. Bu hesaplamaya devlet katkısı (DK) dahil edilmemiştir.

Beklendiği üzere, nominal getiriler yıllar içinde toplam fon büyüklüğü büyümesine paralel olarak artış göstermiştir. 2022–2024 döneminde toplam fon büyüklüğü üzerinden elde edilen nominal getiriler oldukça yüksek gerçekleşirken, aynı dönemde enflasyonun olağanüstü seviyelerde seyretmesi nedeniyle reel getiriler negatife dönmüştür. 2025 yılsonundan itibaren ise projeksiyon döneminin tamamında getirilerin yılsonu TÜFE'nin üzerinde gerçekleşmesi beklenmekte olup, bu da reel performansın yeniden pozitif bölgeye geçtiğini işaret etmektedir.

**Şekil 41: AgeSA BES Getirileri Projeksiyonu**



Kaynak: EGM, İş Yatırım

## Emeklilik Teknik Gelir Dağılımı

AgeSA'nın emeklilik tarafındaki teknik gelirleri üç ana kalemden oluşmaktadır: fon işletim ücretleri, yönetim ücretleri ve giriş & diğer ücretler.

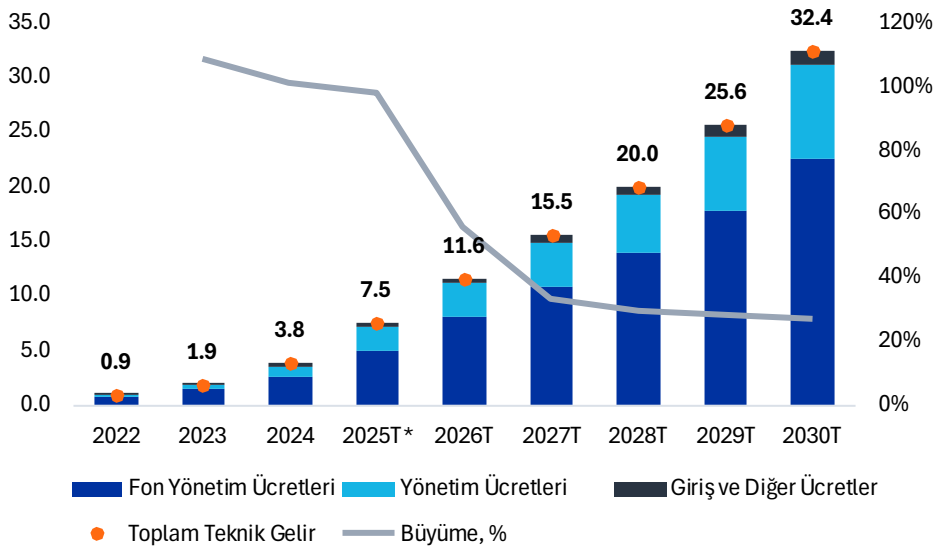
**Fon Yönetim Ücretleri:** Fon yönetim ücretleri 2022 yılında toplam teknik gelirin %84'ünü oluştururken, sonraki yıllarda bu oran kademeli olarak azalarak 2024 yılsonu itibarıyla %69'a gerilemiştir. Projeksiyon döneminde bu payın 2025 hariç (%67) sabit kalarak %69 seviyesinde devam edeceğini öngörüyoruz. Fon yönetim ücretleri, devlet katkısı (DK) hariç ortalama toplam fon büyüklüğü üzerinden hesaplanmaktadır. 2022–2024 döneminde efektif oran yaklaşık %1,60 seviyesinde gerçekleşmiş olup, projeksiyon döneminde %1,62 olarak varsayılmıştır. Fon büyüklüğündeki artışa paralel olarak fon yönetim ücreti gelirlerinin de artış trendini sürdürmesini bekliyoruz.

**Yönetim Ücretleri:** Teknik gelirler içinde ikinci büyük kalemi oluşturan yönetim ücretlerinin payı son yıllarda istikrarlı bir şekilde artarak 2024 sonunda %25'e ulaşmıştır. Projeksiyonlarımızda yönetim ücretlerini, devlet katkısı hariç ortalama toplam fon büyüklüğü üzerinden %0,65 oranıyla hesaplıyor ve payının dönemin tamamında genel olarak sabit kalacağını varsayıyoruz.

**Giriş ve Diğer Ücretler:** Bu kalem, toplam teknik gelirlerin yalnızca yaklaşık %5'ini oluşturmaktadır. Sınırlı büyüklüğü nedeniyle projeksiyon döneminde değişmeyeceğini ve değerlemeye etkisinin ihmal edilebilir düzeyde kalacağını öngörüyoruz.

2023 ve 2024 yıllarında emeklilik teknik gelirleri yıllık bazda %100'ün üzerinde artış göstermiştir. Bu güçlü performans, esasen fon büyüklüğündeki hızlı büyümeden kaynaklanmıştır. 2025 yılsonu için emeklilik teknik gelirlerinin %58 artışla 6 milyar TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz. Takip eden yıllarda büyümenin kademeli olarak yavaşlamasını beklese de, projeksiyon dönemi boyunca enflasyonun üzerinde seyretmesini öngörmekteyiz.

Şekil 42: Emeklilik Teknik Gelir Kırılımı ve Projeksiyonu



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

## Emeklilik Teknik Gider Dağılımı

AgeSA'nın emeklilik tarafındaki teknik giderleri üç ana kalemden oluşmaktadır: fon işletim giderleri, operasyonel giderler ve diğer giderler.

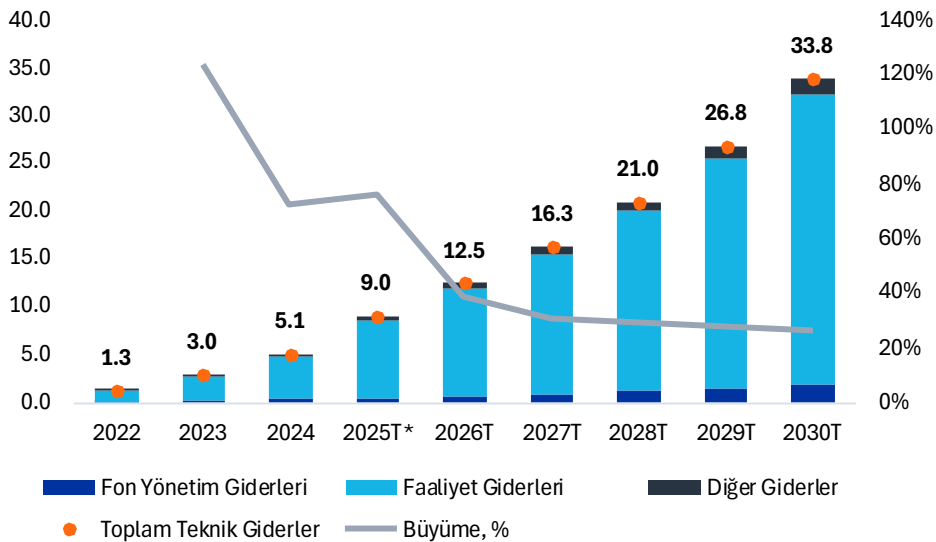
**Fon Yönetim Giderleri:** 2022–2024 döneminde fon yönetim giderleri toplam teknik giderlerin %7–9'unu oluşturmuş, 2024 yılında 0,4 milyar TL ile %7,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Projeksiyon döneminde bu payın %6 seviyesinde sabit kalacağını varsayıyoruz. Fon yönetim giderlerinin fon yönetim gelirlerine oranı 2022–2024 arasında %14–15 bandında seyretmiştir. 1Y25 gerçekleştirmelerine dayanarak bu oranı %9 seviyesinde sabitledik. Bu yaklaşım, büyüyen fon büyüklüğüne paralel olarak fon yönetim giderlerinin göreceli payında kademeli bir düşüş beklentimizi yansıtmaktadır.

**Faaliyet Giderleri:** Faaliyet giderleri, teknik giderlerin en büyük bileşenidir ve başlıca kalem personel maliyetleridir (özellikle maaşlar). 2023 yılında enflasyonun etkisiyle bu kalem %100'ün üzerinde artış göstermiş, 2024'te ise %71 artışla yine enflasyonun üzerinde gerçekleşmiştir. Projeksiyon döneminde operasyonel giderlerin enflasyonun üzerinde büyümeye devam etmesini bekliyoruz. Tarihsel olarak fon büyüklüğüne oranla %1,5–2,0 aralığında seyreden operasyonel giderleri, projeksiyon döneminde %1,8 olarak aldık ve her yıl yaklaşık 0,005 puanlık sınırlı iyileşme varsaydık. Büyüyen fon büyüklüğünün ölçek ekonomisi yaratma potansiyeli yukarı yönlü risk oluştursa da, modelimizde muhafazakâr kalmayı tercih ettik. Ayrıca, SFRS altında operasyonel giderler emeklilik tarafına daha yüksek oranda yansımaktadır. IFRS 17'nin uygulanmasıyla birlikte bu yükün daha dengeli dağıtılması beklenmektedir; bu da raporlama dönemlerinde karşılaştırılabilirliği artırarak emeklilik tarafındaki karlılığı yukarı çekecektir.

**Diğer Giderler:** Tarihsel olarak toplam giderler içinde sınırlı paya sahip olan bu kalemi, AuM'ye oran üzerinden ileriye taşıdık. Bu nedenle değerlendirme açısından etkisinin ihmal edilebilir düzeyde kalacağını düşünüyoruz.

Teknik giderler 2023'te %123, 2024'te %72 oranında yıllık artış göstermiştir. 2025 yılsonu için %83 artışla 9,0 milyar TL seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz. 2027'den itibaren ise yıllık büyümenin %30 seviyelerinde dengelenmesini bekliyoruz.

Şekil 43: Emeklilik Teknik Gider Kırılımı ve Projeksiyonu

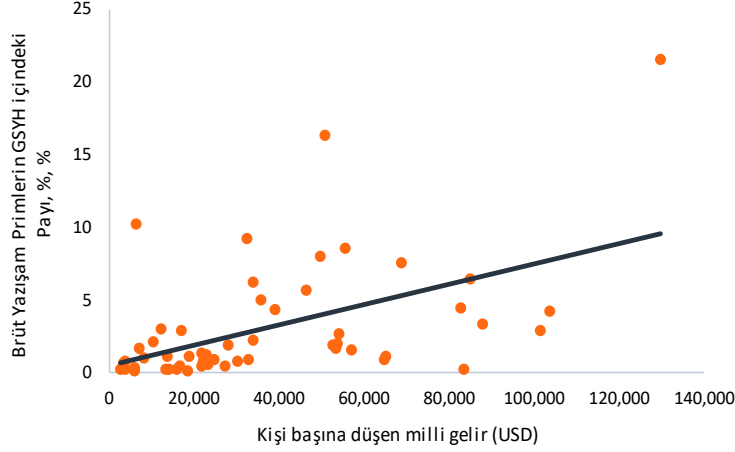


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

## Hayat Sigortası—Dünya

Küresel ölçekte en dikkat çekici bulgu, kişi başına düşen milli gelir (USD) ile prim üretiminin GSYH içindeki payı arasındaki güçlü korelasyondur. OECD verilerinin de ortaya koyduğu üzere bu ilişki neredeyse doğrudan orantılıdır: kişi başına gelir arttıkça, primlerin GSYH'ye oranı da yükselmektedir. OECD ülkeleri arasında yalnızca birkaç istisna dışında bu eğilim geçerlidir. Bu durum, daha yüksek gelir seviyelerinin hanelere hayat sigortası ve tasarruf ürünlerine daha fazla kaynak ayırma imkânı verdiğini desteklemektedir. Hesaplanan korelasyon katsayısı 0,50 düzeyindedir; bu da orta düzeyde fakat anlamlı bir pozitif ilişkiye işaret etmektedir.

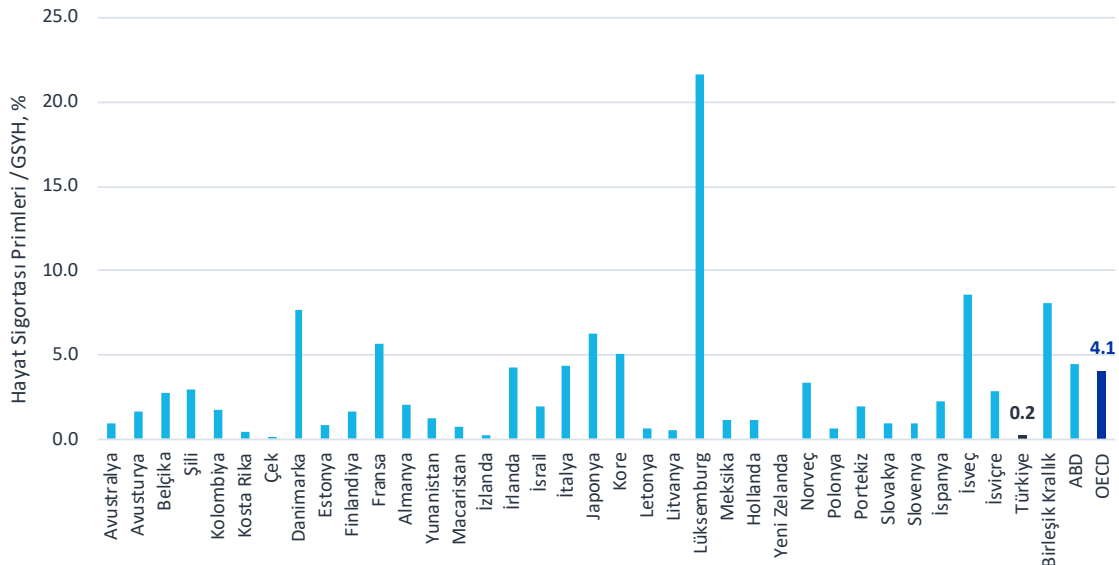
**Şekil 44: Brüt Yazılan Primlerin GSYH içindeki Payı ve Kişi Başına Düşen Milli Gelir arasındaki ilişki**



Kaynak: OECD, İş Yatırım

Ülkeler karşılaştırıldığında Türkiye, OECD içinde en düşük hayat sigortası penetrasyonuna sahip ülkelerden biri konumundadır. Toplam prim üretiminin GSYH içindeki payı yalnızca %0,23 seviyesindedir. Diğer uçta ise Lüksemburg yaklaşık %22 ile ilk sırada yer almakta; İsveç, Danimarka, Birleşik Krallık, ABD ve diğer gelişmiş piyasalar onu takip etmektedir. OECD ortalaması %4,1 düzeyindedir. Bu tablo, Türkiye'nin hem OECD ortalamasına hem de lider ülkelere kıyasla önemli bir farkı olduğunu göstermektedir. Bu ciddi makas, Türk hayat sigortası pazarının yakalama potansiyelini açıkça ortaya koymaktadır. Hane halkı servetinin ve finansal farkındalığın artmasıyla birlikte sektörün bu farkın bir kısmını kapatması ve AgeSA gibi piyasa liderleri için uzun vadeli büyüme potansiyeli yaratması beklenmektedir.

**Şekil 45: OECD Ülkeleri—Primlerin GSYH içindeki Payı**

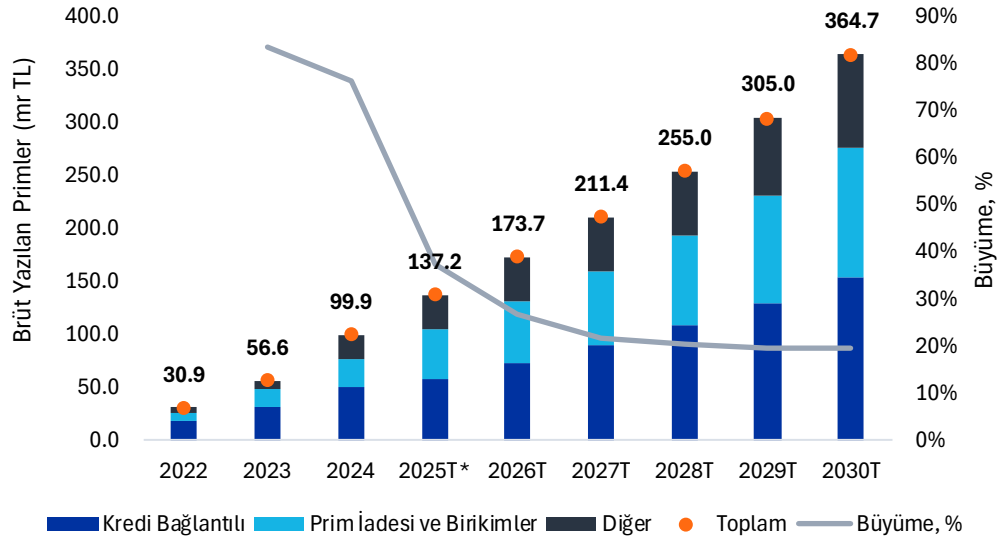


Kaynak: OECD, İş Yatırım

## Hayat Segmenti Büyümesi

Sektör genelindeki prim üretimi verilerine göre, kredi bağlantılı ürünler tarihsel olarak Türkiye’de toplam hayat sigortası primlerinin yaklaşık %50–60’ını oluşturmuştur. Önümüzdeki dönemde ise RoP & Birikim ve diğer ürün gruplarının toplam üretim içindeki ağırlıklarını kademeli olarak artırmalarını bekliyoruz. **2024 yılında toplam hayat sigortası prim üretimi TL 100 milyara ulaşmış ve GSYH’nin %0,23’üne denk gelmiştir.** 2022–2024 döneminde enflasyonun üzerinde reel büyüme kaydedilmiştir.

Şekil 46: Türkiye Hayat Sigortası Prim Üretimi Projeksiyonu



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Projeksiyon döneminde toplam prim üretimini, 2024 hacimlerini Türkiye GSYH’sine sabitleyip GSYH büyümesine paralel artırarak muhafazakâr bir şekilde modelledik. Bu yaklaşım, kredi döngülerinden gelebilecek ek katkıyı hesaba katmadığı için yukarı yönlü potansiyeli olduğundan düşük yansıtmaktadır. Merkez Bankası’nın faiz indirim döngüsünü sürdürmesi halinde, bireysel kredi büyümesinin hızlanması ve buna bağlı olarak kredi bağlantılı ürünlerin daha güçlü bir ivme kazanması beklenmektedir. AgeSA’nın güçlü pazar konumu dikkate alındığında, bu senaryo tahminlerimiz için anlamlı bir yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

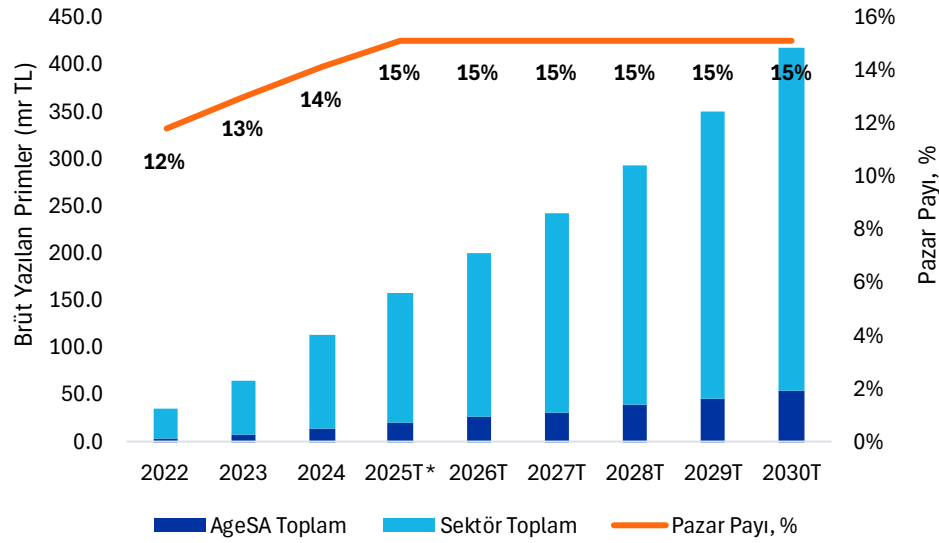
## Prim İadesi Ürünü Nedir?

Prim İadesi ürünleri, hayat sigortasına tasarruf boyutu ekleyen özel bir sigorta türüdür. Müşteri, 6 veya 12 yıllık sabit vadeli poliçeler kapsamında primlerini USD cinsinden öder. Sigortalı olay bu süre içinde gerçekleşirse, poliçe belirlenen koruma tutarını öder. Ancak müşteri vade sonuna kadar herhangi bir talepte bulunmadan poliçeyi tamamlarsa, ödenen primlerin %100’ü USD cinsinden iade edilir. Böylece müşteri katkıda bulunduğu tutarı kaybetmemiş olur. RoP ürünlerinin bir diğer cazip yönü, sağladıkları vergisel avantaj ile birlikte orta vadeli birikim aracı olmalarıdır. Bu ürünler hem finansal koruma sağlar hem de vade sonunda yatırılan primlerin tamamının geri alınabilmesi imkânı sunar.

## Hayat Segmentinde Pazar Payı

AgeSA’nın pazar payı son üç yılda istikrarlı şekilde artarak 2024 yıl sonu itibarıyla %14’e ulaşmıştır. 2025’te sektör ortalamasının üzerinde büyümesi nedeniyle, önümüzdeki dönemde pazar payının yaklaşık %15 seviyesine çıkmasını öngörüyoruz. Projeksiyonlarımızda önce sektör büyümesini tahmin ettik, ardından AgeSA’nın pazar payını %15 seviyesinde sabit tutarak şirketin gelecek prim üretimini hesapladık.

Şekil 47: AgeSA Pazar Payı—Brüt Yazılan Primler



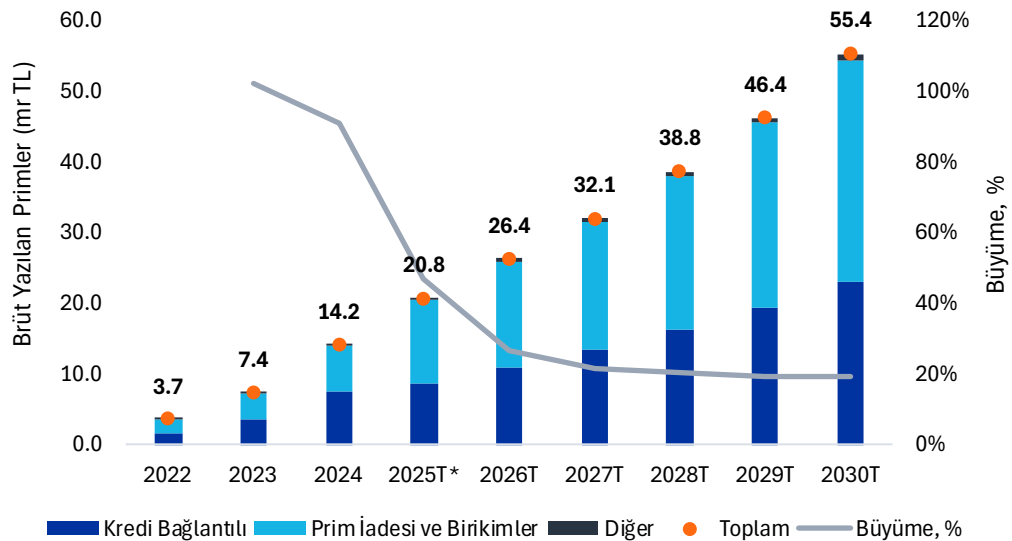
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

#### Prim Büyümesi ve Ürün Dağılımı

AgeSA, 2022–2024 döneminde enflasyonun oldukça üzerinde büyüme kaydederek 2024 yıl sonu itibarıyla 14,2 milyar TL brüt prim üretimi gerçekleştirmiştir. Ürün dağılımına bakıldığında, Prim İadesi ve Birikimler segmenti çoğu yılda toplam primlerin yaklaşık %55'ini oluşturmuş, yalnızca 2024'te bu dengede bir miktar değişim görülmüştür. Bununla birlikte, Prim İadesi ve Birikimler ile kredi bağlantılı ürünler görece dengeli bir görünüm sergilemiş ve projeksiyon döneminde de paralel şekilde gelişmeye devam etmeleri beklenmektedir.

Önümüzdeki yıllarda prim büyümesinin kademeli olarak yavaşlamasını öngörmekteyiz; ancak büyümenin enflasyonun hafif üzerinde seyretmesi beklenmektedir. Burada özellikle vurgulanması gereken husus, sektör dinamikleridir: olası bir kredi büyümesi, AgeSA'nın Türkiye hayat sigortası pazarındaki güçlü konumu sayesinde toplam prim üretimi üzerinde anlamlı bir yukarı yönlü etki yaratabilecektir.

Şekil 48: AgeSA'nın Prim Üretimi Projeksiyonu



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

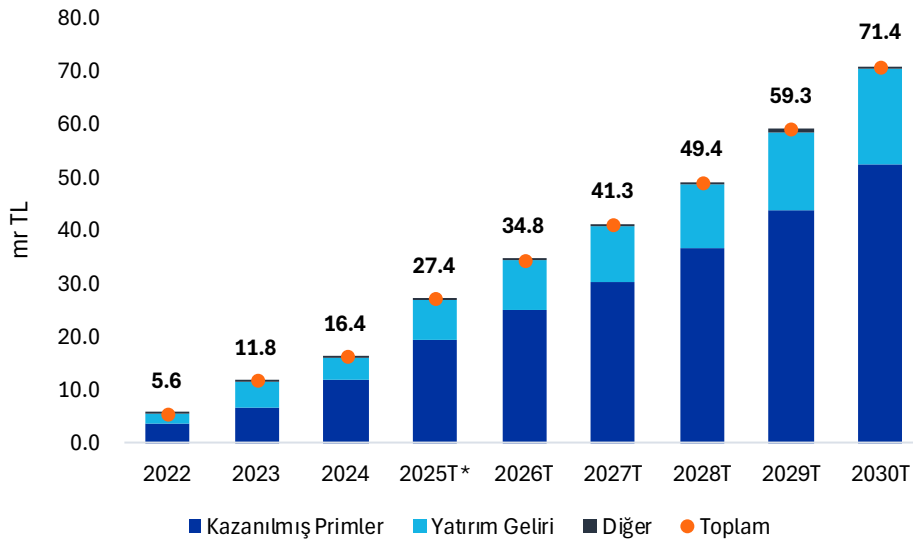
## Agesa Hayat ve Emeklilik

## Hayat Teknik Gelir Dağılımı

Hayat tarafında teknik gelirler esas olarak kazanılmış primler ve yatırım gelirlerinden oluşmaktadır; diğer gelir kalemleri toplam içinde oldukça düşük bir paya sahiptir. 2024 yıl sonu itibarıyla toplam hayat teknik gelirlerinin yaklaşık %74'ü kazanılmış primlerden, geri kalanının neredeyse tamamı yatırım gelirlerinden kaynaklanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca bu dağılımın büyük ölçüde sabit kalmasını beklemekteyiz.

2023'te %100'ün üzerinde büyüyen hayat teknik gelirleri, yatırım gelirlerindeki zayıf performans nedeniyle 2024'te %38'e gerileyerek 16,4 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2025 için %65'lik bir artış tahmin ediyoruz; bunun ana nedeni güçlü prim büyümesidir. Orta-uzun vadede ise büyümenin kademeli olarak normalize olacağını, ancak prim ivmesi sayesinde enflasyonun üzerinde kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

## Şekil 49: Hayat Teknik Gelir Kırılımı ve Projeksiyonu



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

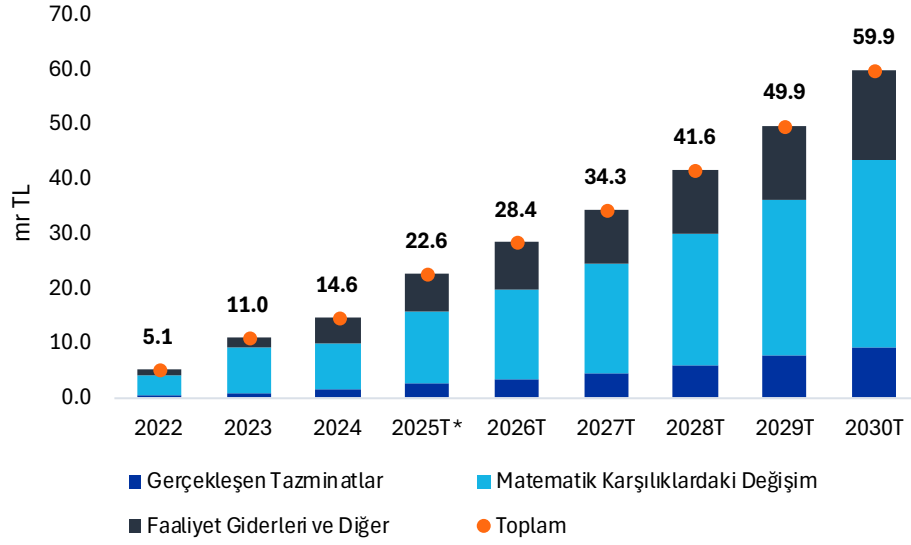
## Hayat Teknik Gider Dağılımı

Gider tarafında en büyük kalem matematiksel karşılıklardaki değişimlerdir ve tarihsel olarak toplam hayat teknik giderlerinin yaklaşık %70'ini oluşturmuştur. Projeksiyon dönemi boyunca bu payın kademeli olarak %57 seviyelerine gerilemesi, buna karşılık faaliyet giderlerinin ağırlığının artması beklenmektedir.

Hayat teknik giderleri 2023'te %100'ün üzerinde artmış, 2024'te ise %33'e yavaşlayarak 14,6 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu yavaşlama, özellikle 2024'te matematiksel karşılıkların sabit kalmasından kaynaklanmıştır. 2025 için öngörümüz, artan faaliyet giderlerinin etkisiyle yeniden daha yüksek bir gider büyümesidir. 2025 sonrasındaki dönemde ise gider büyümesinin kademeli olarak yavaşlayacağını, ancak özellikle ücret baskısı nedeniyle enflasyonun üzerinde kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Nitelikli personel maaşları bu kalemde en baskın unsur olup, genellikle TÜFE'nin üzerinde artış göstermektedir.

Ayrıca IFRS 17 geçişinin olası etkisine dikkat çekmek gerekir. Mevcut SFRS altında faaliyet giderlerinin daha büyük bir kısmı emeklilik tarafına yüklenmekte, bu da emeklilik marjlarını aşağı çekmektedir. IFRS 17'ye geçişle birlikte giderler iş kollarına daha dengeli dağıtılacak ve hayat segmentinin üzerine daha fazla yük binecektir. Bu durum, emeklilik tarafındaki raporlama çarpıklıklarını azaltacak olsa da hayat segmenti teknik marjları üzerinde ek baskı yaratabilecektir.

Şekil 50: Hayat Teknik Gider Kırılımı ve Projeksiyonu



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

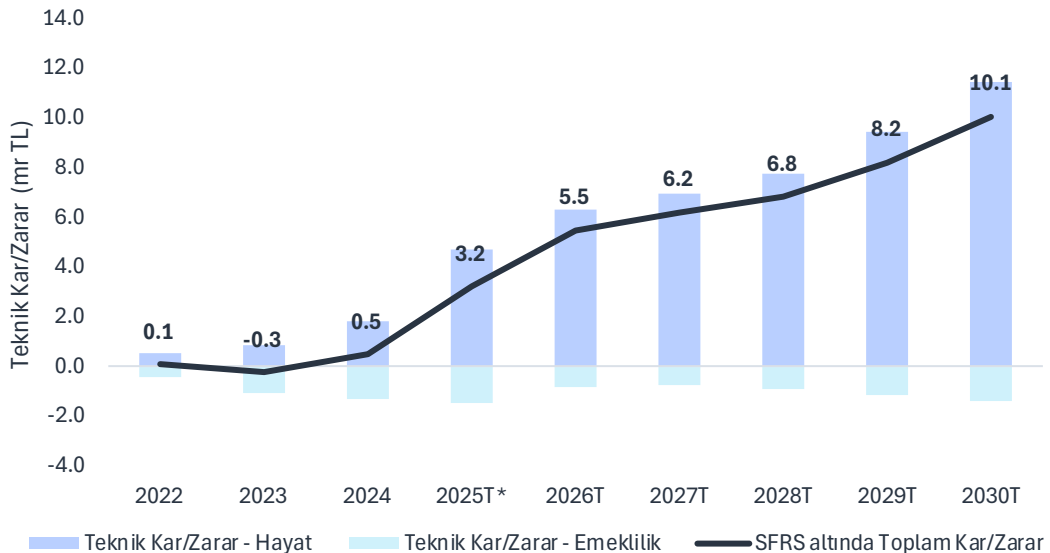
#### Toplam Teknik Kar

SFRS altında teknik zarar yazan emeklilik tarafının aksine, hayat segmenti pozitif teknik kar üretmektedir. Bu ayrışmanın temel nedeni muhasebe standartlarındaki farklılıktır: Emeklilik karlılığı IFRS 15'in uygulanmaması nedeniyle ciddi şekilde bastırılırken, hayat tarafındaki teknik marjlar IFRS 17 eksikliğinden dolayı olduğundan yüksek görünmektedir.

Emeklilik tarafında yeni sözleşmeler imzalandıkça, komisyon giderlerinin SFRS kapsamında sözleşme süresine yayılmadan anında giderleştirilmesi teknik zararı artırmaktadır. Bu da işin özünde karlı olmasına rağmen, büyümenin kayıpları büyüttüğü yönünde yanıltıcı bir tablo yaratmaktadır. Hayat sigortasında ise IFRS 17 uygulanmadığından, faaliyet giderlerinin daha az paylaştırılması geçici olarak teknik karı yukarı çekmektedir.

Genel olarak AgeSA teknik olarak karlı bir konumda olup, toplam teknik kar 2024 yılında yaklaşık TL 500mn seviyesine ulaşmıştır. Önümüzdeki dönemde kârlılığın istikrarlı şekilde artmaya devam etmesini bekliyoruz. Önemli olarak, IFRS 17 uygulamaya geçtiğinde emeklilik marjlarının pozitifte dönmesini, böylece konsolide teknik karın şirketin gerçek operasyonel gücünü daha doğru yansıtacak şekilde güçlenmesini öngörüyoruz.

Şekil 51: Toplam Teknik Kar



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

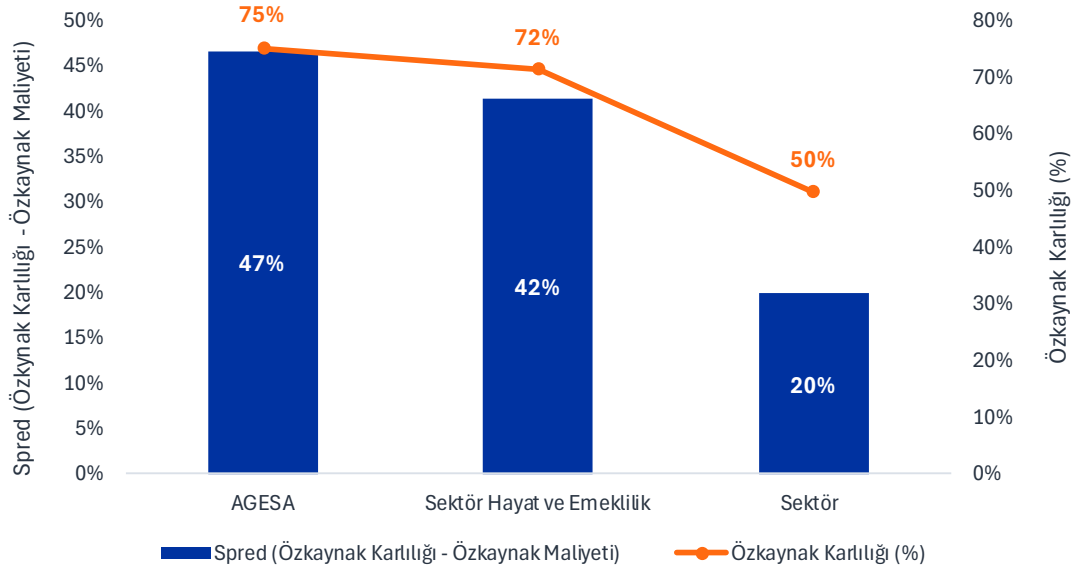
## Özkaynak Karlılığı ve Spred Analizi

AgeSA'nın özkaynak karlılığını ve spread'ini (özkaynak karlılığı - özkaynak maliyeti), hem hayat ve emeklilik şirketleri hem de genel sigorta sektörü ile karşılaştırdık. Elde ettiğimiz birinci sonuç, hayat ve emeklilik şirketlerinden oluşan sektör ortalamasının da karlılık bütün sigorta şirketlerinin dahil olduğu sektör ortalamasının oldukça üzerinde. Sektörde hayat ve emeklilik şirketlerinin ortalama özkaynak karlılığı %72 seviyesinde iken, bu oran genel sigorta sektörü ortalaması olan %50'nin oldukça üzerindedir. AgeSA ise her iki grubun da üzerinde, %75 özkaynak karlılığı ile öne çıkmaktadır. Bu, şirketin özkaynak maliyetine göre yaklaşık 47 puanlık bir spread yaratarak yapısal karlılık avantajını net şekilde ortaya koymaktadır.

Hesaplamalarda tutarlılık için özkaynak karlılığı, son 12 ay net kar / ortalama özkaynak (1Y24 & 1Y25) formülü ile alınmıştır. Son 12 ay net kar ise 1Y25 net kar + 2Y24 net kar – 1Y24 net kar olarak tanımlanmıştır. Özkaynak maliyeti hesaplamasında sektörler için beta 1, AgeSA için ise Bloomberg Terminal'den alınan 36 aylık regresyon verisi (0,75 beta) kullanılmıştır.

Sonuç olarak, AgeSA'nın özkaynak karlılığının özkaynak maliyetini önemli ölçüde aşması, şirketin sektörel ortalamaların üzerinde konumlandığını ve yapısal karlılık gücünü teyit etmektedir.

Şekil 52: Özkaynak Karlılığı ve Spred Analizi



Kaynak: TSB, Bloomberg Terminal, İş Yatırım

## Özkaynak Karlılığı, Özkaynak Maliyeti, ve PD/DD Çarpanlarının Kıyaslanması

AgeSA'nın özkaynak karlılığı, özkaynak maliyeti ve fiyat/defter değeri (PD/DD) çarpanlarını Borsa İstanbul'da işlem gören diğer sigorta şirketleriyle karşılaştırdık.

**Metodoloji:** Her bir şirket için beta katsayısı, son 36 aylık hisse senedi getirilerinin piyasa endeksine göre regresyonu ile hesaplanmıştır. Beta değerlerinden hareketle, özkaynak maliyeti CAPM modeli ile türetilmiş; %6'lık sabit bir piyasa risk primi (ERP) ve %24 risksiz getiri oranı varsayılmıştır. Özkaynak maliyeti farklılıkları esas olarak beta değerlerinden kaynaklanmakta olup, tüm şirketler aynı sigorta sektöründe faaliyet gösterdiği için betaların — dolayısıyla özsermaye maliyetlerinin — birbirine oldukça yakın olduğu görülmektedir. PD/DD çarpanları Bloomberg Terminal'den alınmıştır. ROE ise son 12 ay net kar / ortalama özkaynak (1Y24 & 1Y25) formülüyle hesaplanmıştır; veriler Türkiye Sigorta Birliği'nden derlenmiştir. Bu karşılaştırma, AgeSA'nın hem karlılık hem de piyasa çarpanları açısından emsallerine göre konumunu değerlendirmemizi sağlamaktadır.

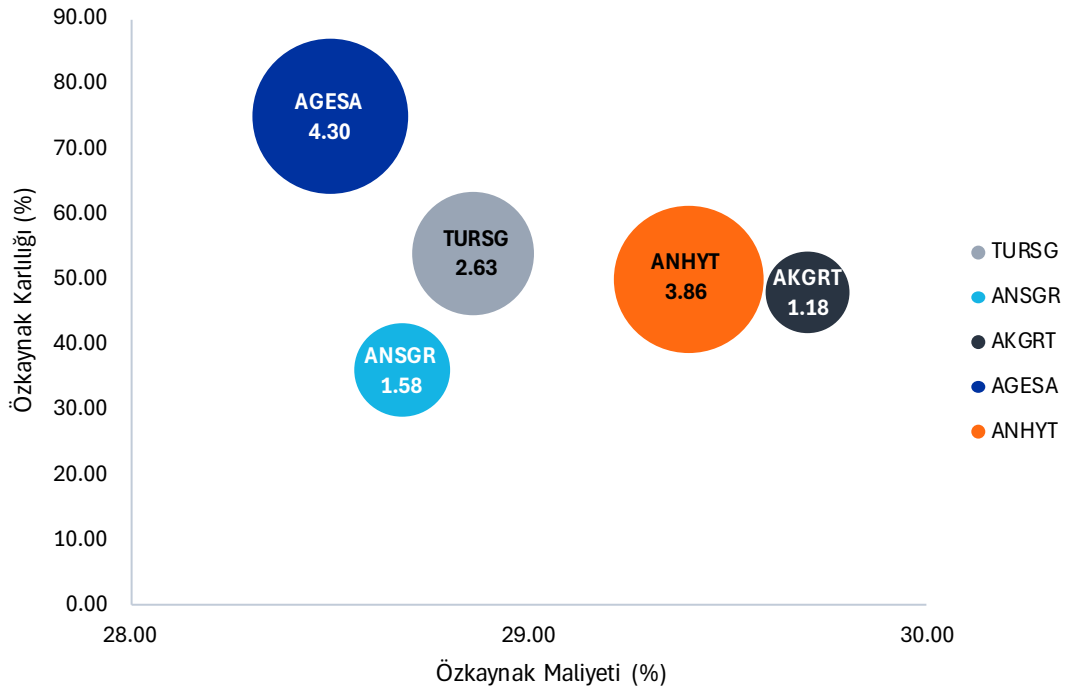
## Agesa Hayat ve Emeklilik

**Sonuçlar:** AgeSA, emsalleri arasında en yüksek özkaynak karlılığına sahip olup aynı zamanda en yüksek PD/DD çarpanından işlem görmektedir. İkinci en güçlü oyuncu Anadolu Hayat ve Emeklilik (ANHYT) olurken, elementer sigorta şirketleri (ANSGR, TURSG, AKGRT) daha düşük PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir. Bu durum, yüksek faiz ortamının normalleşmesiyle birlikte yatırım gelirlerindeki yavaşlama beklentilerini yansıtmaktadır.

**Hayat ve Emeklilik Primi:** Hayat ve emeklilik şirketleri (ANHYT ve AgeSA) görece primli işlem görmektedir. Bu primi açıklayan unsurlar:

- Kredi büyümesi ivmesi: Faiz indirim döngüsü ile perakende kredi talebinin artması, kredi bağlantılı ürünleri destekleyecektir.
- Yapısal tasarruf büyümesi: Makro sıkılaşmanın gevşemesiyle birlikte uzun vadeli tasarruflar için ilk kanal olan emeklilik sistemine yönelimin artması beklenmektedir.
- Regülasyon katalizörleri: %30 devlet katkısının yanı sıra, 2026–2028 Orta Vadeli Program kapsamında devreye alınması planlanan Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES) sektöre ek bir destek sağlayacaktır.

**Şekil 53: Özkaynak Karlılığı, Özkaynak Maliyeti ve PD/DD Çarpan Analizi**



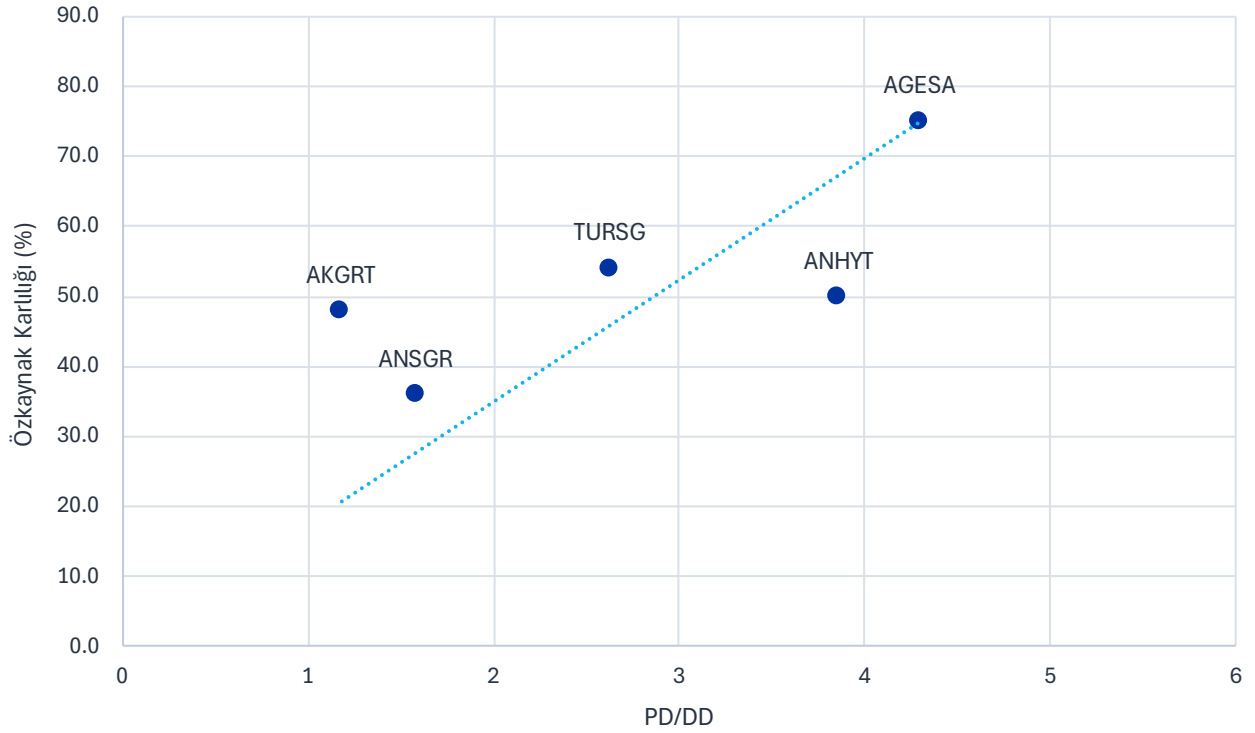
Kaynak: TSB, Bloomberg Terminal, İş Yatırım

**Analist Görüşü:** AgeSA'nın primli değerlemesini normal buluyoruz. Bu görüşümüzün temelinde şirketin bireysel emeklilik fon büyüklüğünde sahip olduğu güçlü liderlik konumu, hayat sigortası tarafında kaydettiği güçlü prim üretimi, ayrıca sektör için olumlu regülasyon adımları ve makroekonomik trendler yer almaktadır. Bu unsurlar, şirket için anlamlı bir yukarı yönlü potansiyel yaratmaktadır.

## Özkaynak Karlılığı ve PD/DD Kıyaslanması

Halka açık sigorta şirketleri arasında yaptığımız özkaynak karlılığı ve PD/DD karşılaştırması, hayat ve emeklilik şirketlerinin elementer sigorta şirketlerine kıyasla primli işlem gördüğünü ortaya koymaktadır. Scatterplot grafiği, AgeSA'nın tam olarak trend çizgisi üzerinde yer aldığını, yani mevcut PD/DD çarpanının sahip olduğu özkaynak karlılığı seviyesi ile uyumlu olduğunu göstermektedir. Elementer sigorta şirketleri sahip oldukları özkaynak karlılığına kıyasla görece iskontolu görünürken, Anadolu Hayat ve Emeklilik (ANHYT) çizginin biraz altında işlem görmekte, bu da sahip olduğu özkaynak karlılığına karşılık biraz primli işlem gördüğünü gösteriyor.

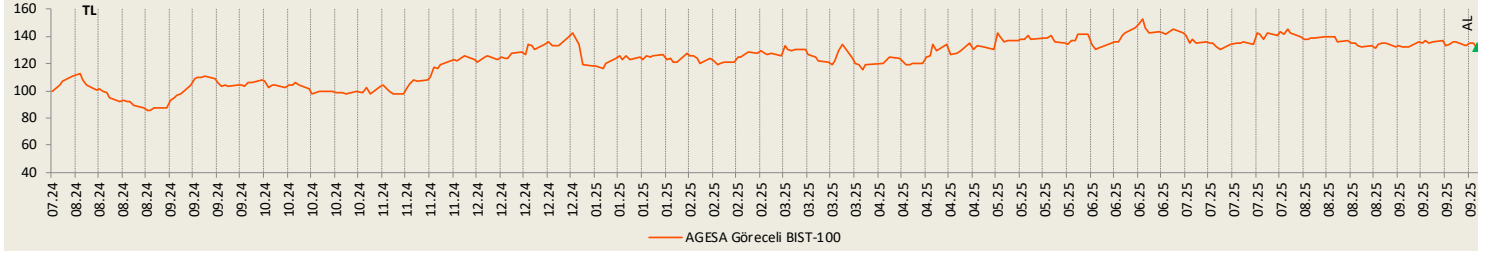
Şekil 54: Özkaynak Karlılığı ve PD/DD Kıyaslanması



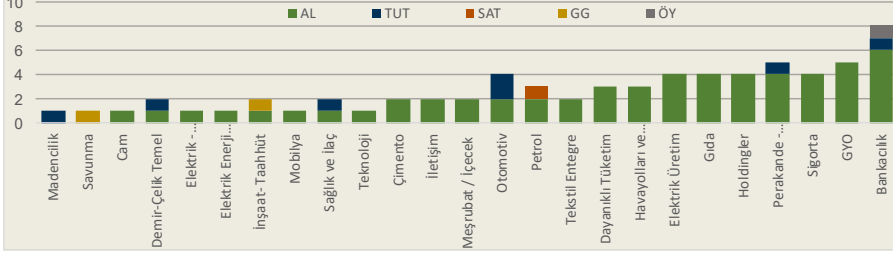
Kaynak: TSB, Bloomberg Terminal, İş Yatırım

## Agesa Hayat ve Emeklilik

## Göreceli Getiri / Öneriler



## Şirket Sayısı



## Takip Listesi Dağılımı



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.