

Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.

25.12.2025

Hedef Fiyat Değişikliği

AL

Yükselme Potansiyeli 77%

Anadolu Hayat için hedef fiyatımızı TL 187,20/hisse seviyesine (önceki: TL 159.20/hisse) revize ediyoruz; bu da mevcut fiyata göre %77 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Anadolu Hayat, ölçeği, güçlü karlılığı ve yapısal büyüme profili sayesinde Türkiye'nin hızla büyüyen bireysel emeklilik ve hayat sigortası pazarlarına erişim için en güçlü araçlardan biri olmaya devam ediyor. Bireysel emeklilikte yaklaşık %17.5 fon büyüklüğü payı ve hayat sigortasında sağlam konumlanması ile şirket; elverişli demografik yapı, sektörün düşük penetrasyonu ve devam eden devlet teşviklerinden etkin şekilde faydalanabilecek bir konumda bulunuyor. Buna ek olarak, faiz oranlarında beklenen düşüşün perakende kredi faaliyetlerini canlandırmasını ve Anadolu Hayat'ın en karlı ürün grubu olan kredi bağlantılı hayat sigortalarına olan talebi artırmasını bekliyoruz. 2026 yılında devreye alınması planlanan Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi, fon büyüklüğü birikimini önemli ölçüde hızlandıracak ilave bir yapısal katalizör olarak öne çıkıyor.

Bireysel Emeklilikte Güçlü Konum. Anadolu Hayat, Türkiye bireysel emeklilik sisteminde yaklaşık %17.5 fon büyüklüğü payı ile özel şirketler arasında ikinci en büyük oyuncu konumunda bulunuyor. Katılımcı payı yaklaşık %16.4 ile fon büyüklüğü payının bir miktar altında kalsa da, şirketin daha yüksek değerli müşteri profili ve daha uzun vadeli sözleşmeleri, katılımcı başına düşen fon büyüklüğünün rakiplerine kıyasla daha yüksek olmasını sağlıyor. Bu yapı, Anadolu Hayat'ın sistem içindeki rekabetçi konumunu güçlendiriyor.

Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi'nden (TES) Potansiyel Yukarı Yönlü Risk. OVP'e göre TES'in 2Ç26'da devreye alınması planlanıyor. Çalışan, işveren ve devlet katkılarıyla finanse edilecek bu sistemin, hayata geçirilmesiyle birlikte emeklilik fon büyüklüğünde önemli bir ivmelenme yaratmasını bekliyoruz. Anadolu Hayat, OKS tarafındaki güçlü müşteri tabanı (%16,4 pazar payı) ile TES kapsamında oluşacak iş hacminden anlamlı pay alabilecek bir konumda bulunuyor. Baz senaryo analizimiz, TES'in devreye girmesi halinde Anadolu Hayat için mevcut %77 seviyesindeki yükseliş potansiyelinin %142'ye kadar çıkabileceğini gösteriyor.

Devam Eden Faiz İndirim Döngüsü Kredi Bağlantılı Ürünleri Destekliyor. Türkiye'de devam eden faiz indirim sürecinin, özellikle bireysel ve KOBİ kredilerinde büyümeyi desteklemesini bekliyoruz. Bu görünüm, kredi bağlantılı hayat sigortalarına olan talebi artıracaktır. Anadolu Hayat'ın en karlı iş kolu olan bu segmentin, söz konusu kredi ivmesinden güçlü şekilde faydalanarak karlılık ve kazanç momentumuna anlamlı katkı sağlamasını öngörüyoruz.

Demografik Dinamiklerle Desteklenen Yapısal Büyüme Potansiyeli. Türkiye bireysel emeklilik pazarı, OECD ülkelerine kıyasla oldukça düşük penetrasyona sahip. Fon büyüklüğünün GSYH'ye oranı ve kişi başına düşen tutar belirgin şekilde geride kalırken, bu fark sektör için güçlü bir yapısal büyüme potansiyeline işaret ediyor.

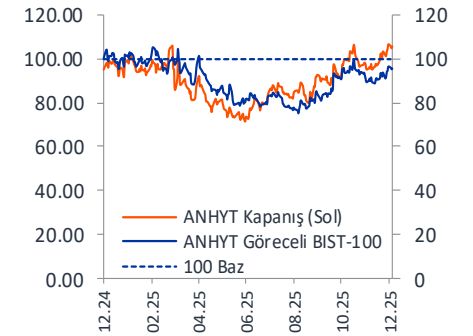
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	105.50
12 Aylık Hedef Fiyat*	187.20
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	159.20
Piyasa Değeri (mn)	45,365
Halka Açık PD (mn)	6,832
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	104.8
Hisse sayısı (Adet mn)	430
Takas Saklama Oranı (%)	15
Yabancı Oranı (%)	16

*Güncelleme tarihi: 24.12.2025

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	10.5	7.4	7.6
ABD \$	9.5	-11.4	-11.4
BIST-100 Relatif	6.1	-6.9	-8.2

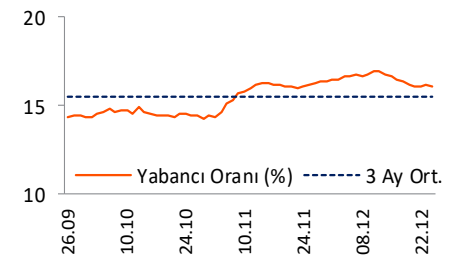
Çarpanlar	2024	2025	2026
F/K	11.1	8.3	5.7
PD/DD	4.7	3.5	2.6

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 71.00 106.50

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	16.19
-------------------	----------	-------



Dr.Bulent Sengonul
bsengonul@isyatirim.com.tr
+90 212 350 25 66
Alpar Ata Turhan
aaturhan@isyatirim.com.tr
+90 212 350 23 98

Anadolu Hayat

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Türkiye İş Bankası A.Ş.	63.92
Anadolu Anonim Türk Sigortası	20
Diğer	16.08

Ferdi veya grup bireysel emeklilik faaliyetlerinde bulunmak, bu kapsamda emeklilik fonları kurmak, kuracağı fonlara ilişkin olarak fon içtüzüğü oluşturmak, emeklilik sözleşmeleri, yıllık gelir sögortası sözleşmeleri, portföy yönetimi sözleşmeleri, fon varlıklarının saklanması için saklayıcı ile saklama sözleşmeleri akdetmek, işgal konuları ile ilgili diğer sözleşmeleri akdetmek.

Gelir Tablosu (TL mn)	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T
Teknik Gelir - Hayat	16,105	27,352	39,382	55,005	73,972
Kazanılmış Primler	11,075	18,222	27,881	39,924	53,590
Yatırım Gelirleri	4,690	8,553	10,616	13,841	18,717
Diğer Teknik Gelir	340	577	886	1,240	1,665
Teknik Gider - Hayat	(14,473)	(24,689)	(35,620)	(50,312)	(67,992)
Gerçekleşen Hasarlar	(2,316)	(4,068)	(6,021)	(8,886)	(12,314)
Matematik Karşılığındaki Değişim	(8,750)	(14,638)	(19,795)	(29,144)	(39,120)
Faaliyet Gideri ve Diğer	(3,408)	(5,983)	(9,804)	(12,282)	(16,558)
Teknik Kar/Zarar - Hayat	1,632	2,662	3,762	4,693	5,979
Teknik Gelir - Emeklilik	3,729	5,536	9,305	12,436	16,479
Fon Yönetim Ücreti	2,256	3,242	5,444	7,282	9,653
Yönetim Ücreti	1,042	1,543	2,665	3,557	4,708
Giriş Aidat Geliri	247	446	683	912	1,209
Diğer	185	305	513	686	909
Teknik Gider - Emeklilik	(3,228)	(4,782)	(8,221)	(10,756)	(14,226)
Fon Yönetim Gideri	(82)	(119)	(204)	(272)	(361)
Faaliyet Gideri	(2,946)	(4,391)	(7,647)	(9,996)	(13,216)
Diğer	(201)	(272)	(371)	(488)	(649)
Teknik Kar/Zarar - Emeklilik	501	754	1,085	1,680	2,253
Toplam Teknik Kar/Zarar	2,133	3,417	4,847	6,374	8,232
Yatırım Gelirleri	3,743	3,958	5,790	7,852	10,325
Yatırım Giderleri	(340)	(457)	(566)	(674)	(816)
Diğer Gelir/Gider	-33	481	604	730	876
Vergi Öncesi Kar/Zarar	5,502	7,399	10,675	14,282	18,617
Vergi	(1,432)	(1,695)	(2,669)	(3,570)	(4,654)
Net Kar/Zarar	4,070	5,550	8,006	10,711	13,962
Bilanço (TL mn)	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,413	8,447	11,418	16,094	22,002
Kısa Vadeli Finansal Varlıklar	9,705	12,714	15,765	18,761	22,700
Riski Hayat Poliçesi Sahiplerine ait Finansal Yatırımlar	23,520	38,158	57,954	87,098	126,218
Kısa Vadeli Alacaklar	4,873	6,384	7,916	9,420	11,398
Uzun Vadeli Finansal Varlıklar	19	24	30	36	43
Maddi ve Maddi Olmayan Varlıklar	529	693	859	1,022	1,237
Uzun Vadeli Alacaklar	215,602	346,260	553,158	730,512	974,052
Diğer	283	370	459	546	661
Toplam Varlıklar	259,944	413,051	647,559	863,488	1,158,311
Kısa Vadeli Borçlar	5,064	6,949	8,996	11,189	13,749
Teknik Karşılıklar	29,107	42,412	63,931	95,613	138,139
Uzun Vadeli Borçlar	215,602	350,397	555,829	731,128	972,348
Diğer	495	661	830	1,001	1,205
Toplam Yükümlülükler	250,268	400,418	629,587	838,931	1,125,441
Ödenmiş Sermaye	430	430	430	430	430
Kar Rezervleri	5,176	6,653	9,536	13,416	18,478
Net Dönem Karı	4,070	5,550	8,006	10,711	13,962
Toplam Özkaynak	9,676	12,632	17,972	24,557	32,871
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynak	259,944	413,051	647,559	863,488	1,158,311

Rasyolar	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T
Özkaynak Karlılığı (%)	51.0	49.8	52.3	50.4	48.6
Hisse Başına Kazanç Büyümesi (%)	46.5	36.4	44.3	33.8	30.4
F/K (x)	10.9	8.2	5.7	4.2	3.2
PD/DD (x)	5.6	3.6	2.5	1.8	1.4
Temettü Verimi (%)	2.4	5.7	7.3	10.6	14.2

Yukarıda sunulan finansal tablolar TES etkisini içermemektedir.

YATIRIM TEZİ

Bireysel Emeklilikte Güçlü Pazar Payı. Anadolu Hayat, toplam bireysel emeklilik fon büyüklüğünde yaklaşık %17,5 pay ile özel sektör oyuncuları arasında ikinci büyük şirket konumunda bulunuyor. Katılımcı payı yaklaşık %16 ile biraz daha düşük olsa da, şirketin daha yüksek gelir grubuna hitap eden müşteri profili ve daha uzun vadeli sözleşmelere sahip olması, katılımcı başına düşen fon büyüklüğünün rakiplerinin geneline kıyasla daha yüksek olmasını sağlıyor.

2021–2024 döneminde Anadolu Hayat'ın fon büyüklüğü yıllık bileşik %71 büyümeye kaydetti; bu performans aynı dönemdeki %58 enflasyon YBBO'sunun belirgin şekilde üzerinde gerçekleşti ve yüksek enflasyon ortamına rağmen anlamlı reel büyümeye ortaya koydu. Bu güçlü momentum 3Ç25'te de devam etti; fon büyüklüğü yıllık bazda %57 arttı (aynı dönemde enflasyon: %35). 31 Ekim 2025 itibarıyla toplam fon büyüklüğü 318 milyar TL seviyesini aşmış durumda. Önümüzdeki dönemde, sektör genelindeki büyümeye, düzenleyici teşvikler ve Anadolu Hayat'ın güçlü konumu sayesinde fon büyüklüğü büyümesinin enflasyonun üzerinde devam etmesini bekliyoruz.

Anadolu Hayat, 18 yaş altı BES segmentinde de güçlü bir pazar payına sahip (%23). Burada vurgulamak istediğimiz nokta, henüz iş gücüne katılmamış bireylerin bile sistemde yer almaya başlaması. Bu katılımcılar yaş aldıkça ve mevcut, görece daha ileri yaş grupları sistemden çıktıkça, Anadolu Hayat'ın bu genç katılımcıları uzun vadeli müşteriler olarak elinde tutma potansiyeli bulunuyor. Bu durum, katılımcı sayısı ve gelecekte oluşacak fon büyüklüğü pazar payı açısından şirkete yapısal bir avantaj yaratıyor. Ayrıca, Anadolu Hayat'ın 18 yaş altı katılımcıları sisteme dahil etme ve BES'e yönlendirme konusundaki başarısı; pazarlama, müşteri edinimi ve marka algısındaki güçlü yönlerini ortaya koyuyor. Bu stratejinin sürdürülmesi, yeni katılımcı gruplarının sisteme girmesiyle birlikte önümüzdeki yıllarda bu avantajı daha da güçlendirebilir.

Oyun Değiştirici Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES). 2026 yılının ikinci çeyreğinde devreye girmesi planlanan Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES), Anadolu Hayat açısından önemli bir yukarı yönlü risk barındırıyor. İşveren, çalışan ve devlet katkılarının birlikte yapıldığı bu yeni yapı, katılımcı sayısını ciddi ölçüde artırma ve fon büyüklüğü büyümesini hızlandırma potansiyeline sahip. Bu nedenle, sektörün önde gelen oyuncuları için belirgin bir avantaj yaratması bekleniyor.

Eğer Otomatik Katılım Sistemi (OKS), TES'e dönüşürse, mevcut OKS katılımcıları otomatik olarak TES'e aktarılacak. Bu durum, güçlü OKS müşteri tabanına sahip emeklilik şirketlerine yapısal bir rekabet avantajı sağlıyor. Anadolu Hayat'ın OKS katılımcı payı yaklaşık %16 olduğu için, sistem dönüşümü gerçekleştiğinde şirketin mevcut katılımcı havuzu önemli bir üstünlük oluşturuyor.

TES modellemesinde SGK 4A ve 4C kapsamındaki çalışanları dahil ettik ve 2026 itibarıyla 45 yaş altı tüm çalışanların sisteme katılabileceğini varsaydık. İlk yıl için penetrasyon oranını %60 olarak belirledik ve bu oranın 2029'da %100 seviyesine ulaşacağı kademeli bir artış öngördük. Bu varsayımlar altında, 2026 yılında yaklaşık 11,5 milyon kişinin TES'e katılmasını bekliyoruz. Anadolu Hayat'ın ise 2025 yılı itibarıyla yaklaşık 1,8 milyon OKS müşterisi bulunuyor. TES'e yeni giriş yapacak çalışanlar (yani OKS'den otomatik geçiş yapmayacak grup) için şirketler arasında yoğun bir rekabet oluşmasını bekliyoruz. Özellikle kurumsal müşteri kazanımı bu süreçte kritik rol oynayacak.

Bununla birlikte, ölçek açısından daha büyük şirketlerin bu rekabette doğal bir avantaja sahip olduğu düşünülüyor. Anadolu Hayat, güçlü OKS tabanı, yüksek operasyonel kapasitesi ve kurumsal deneyimi ile TES'ten en fazla faydalanabilecek şirketler arasında yer alıyor. TES'in potansiyel etkilerini (fon büyüklüğü artışı, karlılık katkısı ve uzun vadeli değer yaratımı gibi) raporun takip eden bölümlerinde ayrıntılı şekilde değerlendirdik.

Son olarak, TES'in potansiyel etkilerini baz değerlemeye dahil etmedik. TES'i, yalnızca senaryo analizi kapsamında ele aldık ve şirket değerini önemli ölçüde arttırabilecek ek bir katalizör olarak değerlendirdik.

Destekleyici Düzenlemeler. Türkiye’deki bireysel emeklilik sistemi, %30 devlet katkısı ve OKS üzerine kurulu son derece destekleyici bir düzenleyici yapıya sahip. Bu düzenlemeler katılımı genişletiyor, katkı akışını daha öngörülebilir hale getiriyor ve fon büyüklüğü artışının sürdürülebilirliğini güçlendiriyor. Emeklilik şirketleri devlet katkısından doğrudan çok sınırlı gelir elde etse de, bu teşvik sisteme girişleri belirgin şekilde artırıyor. Ayrıca, devlet katkısı birikimlerine uygulanan çıkış kısıtları katılımcıların sistemde daha uzun süre kalmasını sağlıyor; bu da uzun vadeli büyüme görünümünü destekliyor.

OKS tarafında, işveren katılımının istikrarlı biçimde genişlemesi ve her yıl artan sözleşme sayısı katkı hacmini yukarı taşıyor. Çalışanların hem işveren kaynaklı OKS hem de gönüllü BES katkılarını birlikte değerlendirmesiyle bu artışın güçlenmesini bekliyoruz.

Anadolu Hayat açısından, bireysel emeklilik sisteminin genişlemesi doğrudan daha yüksek fon yönetim geliri anlamına geliyor; zira yönetim ücretleri fon büyüklüğü artışıyla ölçekleniyor. Baz senaryomuz yalnızca sınırlı operasyonel verimlilik artışı içeriyor olsa da, fon büyüklüğündeki beklentilerin üzerindeki bir ivmelenme faaliyet gideri/fon büyüklüğü oranında kayda değer bir düşüş sağlayabilir ve karlılık üzerinde yukarı yönlü risk yaratabilir.

Mevcut SFRS çerçevesinde, artan sözleşme hacmi emeklilik segmentinin teknik karlılığı üzerinde baskı oluşturuyor; bunun temel nedeni giderlerin peşin olarak muhasebeleştirilmesi. Ancak IFRS 15 devreye girdiğinde, aynı dinamikler daha yüksek raporlanan karlılığa dönüşecek ve şirket açısından ek bir yapısal destekleyici unsur oluşturacaktır.

Kredi Bağlantılı Ürünlerde Büyüme Potansiyeli. Devam eden para politikasındaki gevşeme döngüsünün, özellikle kredi büyümesine yönelik limitlerin önümüzdeki dönemlerde gevşetilmesiyle birlikte, kredi faaliyetlerinde bir toparlanmayı desteklemesi bekleniyor. Anadolu Hayat, İş Bankası ile olan güçlü banka sigortacılığı iş birliği sayesinde bu görünümünden anlamlı şekilde faydalanabilecek konumda olup, bankanın bireysel kredi performansı ile yüksek korelasyona sahip kredi bağlantılı hayat sigortası portföyünü ölçeklendirme potansiyeline sahip.

Kredi bağlantılı ürünleri Anadolu Hayat’ın en karlı iş kolu olarak değerlendiriyoruz; hem yüksek öngörülebilirlik sunuyor hem de orta vadede marj genişlemesinin ana sürükleyicilerinden biri oluyor. Şirket, kritik hastalık teminatı içeren ürünleri de 2026 yılında devreye almayı planlamakta olup, bu doğrultuda gerekli altyapı çalışmaları halihazırda yürütülmektedir. Söz konusu ürünlerin 2026 itibarıyla ve takip eden yıllarda finansallara kayda değer katkı sağlaması beklenmektedir. Buna ek olarak, bankasürans kanalının etkinliğini artırmaya ve dijital satışları güçlendirmeye yönelik devam eden çalışmaların da orta vadede sonuçlara olumlu yansımaları öngörülmektedir.

Gevşeme döngüsü beklentilerin üzerinde hızlanırsa, bireysel kredi büyümesi — dolayısıyla kredi bağlantılı prim üretimi — projeksiyonlarımızın da ötesine geçebilir ve karlılık görünürlüğüne ilave yukarı yönlü risk yaratabilir.

Anadolu Hayat ayrıca işsizlik sigortası branşında sektörün lider oyuncularından biri konumunda ve bu alanda prim üretimini artırmayı hedefliyor. İşsizlik hayat sigortalarının yüksek karlılık profili göz önüne alındığında, şirketin bu segmentte büyümeye devam ederek hem kazanç görünürlüğünü hem de rekabet avantajını güçlendirmesini bekliyoruz.

Demografik Dinamiklerden Kaynaklanan Yapısal Büyüme Potansiyeli. Türkiye’nin bireysel emeklilik pazarı, OECD standartlarına kıyasla hala oldukça düşük bir penetrasyon seviyesine sahip ve bu durum sektörde ciddi bir yapısal büyüme alanı bırakmakta. Bireysel emeklilik fon büyüklüğünün GSYH’ye oranı yaklaşık %3 seviyesinde olup, %90’ı aşan OECD ortalamasından oldukça uzakta bulunuyor. Kişi başına fon büyüklüğü de küresel emsallerin önemli ölçüde gerisinde; yaklaşık 405 ABD doları ile Türkiye, OECD ülkeleri arasında en düşük ikinci sırada yer almakta—OECD ortalamasının yaklaşık 78 kat, medyanın ise 17 kat altında. Bu fark, bireysel emeklilik sisteminin uzun vadede taşıdığı güçlü büyüme potansiyelini açık şekilde ortaya koyuyor.

Demografik dinamikler de bu büyüme görünümünü desteklemekte. Türkiye'nin genç ve genişleyen nüfus yapısı, artan işgücüne katılım oranı ve gelir seviyesi yükselen orta sınıfı, potansiyel BES katılımcı havuzunun giderek genişlemesine olanak sağlıyor. Finansal okuryazarlığın artması ve uzun vadeli emeklilik planlamasına yönelik farkındalığın yükselmesiyle birlikte, bireysel emeklilik sistemine yönelim de güçlenmekte.

Son yıllardaki makroekonomik dalgalanmalar, güvenli ve uzun vadeli tasarruf araçlarına olan talebi artırmış durumda; bu da emeklilik ürünlerinin cazibesini pekiştiriyor. Ayrıca daha önce değindiğimiz üzere, %30 devlet katkısı teşviki ve otomatik katılım yapısı, hem katılım oranlarını hem de sistemde kalıcılığı artırmak üzere tasarlanmış olup, fon büyüklüğündeki sürdürülebilir artışı desteklemekte. Bu çerçevede, güçlü pazar konumu ve yerleşik dağıtım ağıları sayesinde Anadolu Haya'tın, uzun vadeli bu yapısal yakınsama sürecinin en önemli fayda sağlayıcılarından biri olmasını bekliyoruz.

RİSKLER

Muhasebe Standartlarından Kaynaklanan Bozulmalar (SFRS ve IFRS). Anadolu Hayat için en önemli risklerden biri, yerel muhasebe standartları (SFRS) ile IFRS arasındaki farklılıkların yarattığı bozulmalardan kaynaklanmakta.

- IFRS 15 uygulanmaması: Yeni başlayan emeklilik sözleşmeleri için ödenen peşin komisyonlar — örneğin İşbankası'na yapılan banka sigortacılığı komisyonları — sözleşmenin ekonomik ömrüne yayılmak yerine, sözleşmenin düzenlendiği yılda tek seferde giderleştirilmektedir. Şirket katılımcı tabanını genişletmeye devam ettikçe, bu uygulama emeklilik segmentindeki raporlanan teknik karı mekanik olarak aşağı çekmektedir.
- IFRS 17 uygulanmaması: IFRS 17, genel yönetim giderlerinin farklı iş kolları arasında nasıl dağıtılması gerektiğini tanımlar. Anadolu Hayat, farklı iş kollarından gelir üretmektedir ve IFRS 17'ye geçişle birlikte, SFRS-4 çerçevesine kıyasla genel faaliyet giderlerinin iş kolları arasında farklı şekilde dağıtılmasını bekliyoruz. Bu değişimin, gider dağılımının daha dengeli bir yapıya kavuşmasını sağlayacağı öngörülmektedir.

Faaliyet giderlerinin sözleşme süresine yayılması, gelecekteki karları yapay biçimde şişirmeden cari dönem karlılığını anlamlı şekilde artıracaktır. IFRS 15 tam olarak uygulanana kadar, Anadolu Haya'tın gerçek karlılığı mevcut SFRS çerçevesinde olduğundan düşük görünmeye devam etmektedir; standartların devreye girmesiyle birlikte raporlanan sonuçlar şirketin gerçek kazanç kapasitesini daha sağlıklı yansıtacaktır.

Makroekonomik Riskler ve Katılımcı Davranışı Riski. Makroekonomik belirsizlik (özellikle enflasyondaki oynaklık, faiz politikasındaki yön değişiklikleri ve daha geniş ölçekte siyasi riskler) yatırım getirileri üzerinde baskı yaratmakta ve emeklilik portföylerinde hisse senedi ağırlıklarının sınırlı kalmasına neden olabilmektedir. Devlet katkısı bakiyelerine uygulanan çıkış cezaları erken ayrılmaları caydırmakta olsa da, katılımcıların ekonomik stres dönemlerinde sistemden çıkmayı tercih etmesi mümkün görünmektedir. Yükselen enflasyon ve reel harcanabilir gelirler üzerindeki baskı, kısa vadeli nakit ihtiyacını artırarak sistemden çıkışları tetikleyebilmekte ve net katkı büyümesinin hızını yavaşlatabilmektedir.

Devlet Katkısının Azalma Riski. Yakın zamanda yayımlanan kararname, Cumhurbaşkanı'na devlet katkısını çalışan katkısının % 50'sine kadar artırma ya da %0'a kadar indirme yetkisi vermektedir. Bu yetkinin ikinci yönde kullanılması durumunda, sistemin büyüme dinamikleri önemli ölçüde sekteye uğrayabilir. Bununla birlikte, mevcut devlet katkısı mekanizmasının tamamen ortadan kaldırılması ihtimalini göreceli olarak düşük görmekteyiz.

Rekabet Dinamikleri. Pazara yeni oyuncuların girmesi veya mevcut şirketlerin daha agresif fiyatlandırma stratejileri benimsemesi, Anadolu Haya'tın pazar payı üzerinde kademeli bir baskı oluşturabilir.

Değerleme

Değerleme Yöntemleri

Değerleme çalışmamızda, emeklilik ve hayat segmentleri için ayrı modeller oluşturduk (ölçeği oldukça sınırlı olduğu için küçük çaplı hayat dışı portföyü hayat segmentine dahil ettik) ve her bir segmentin teknik karlılığını bu modeller üzerinden tahmin ettik. Teknik olmayan tarafta ise yatırım gelirleri ve diğer faaliyet gelirlerini modelleyerek vergi öncesi kara ulaştık. Tüm projeksiyon döneminde %25 kurumlar vergisi oranı kullanılarak net kar tahminlerine ulaştık.

Değerleme kısmında ise Temettü İskonto Modeli ve Artık Getiri yöntemlerini kullandık ve her iki yönteme eşit ağırlık (%50 / %50) vererek nihai hedef fiyatımızı hesapladık.

Temettü İskonto Modeli Varsayımları. Bu yaklaşımımızda %60 temettü dağıtım oranı kullandık. Bu oran son üç yılın ortalama dağıtımının biraz üzerinde olsa da, yönetimin açıkladığı temettü politikasına uyumlu görünüyor. Terminal yıl için ise muhafazakar kalmak için %40 temettü dağıtım oranı kullandık.

İskonto katsayısını ise CAPM metodolojisi ile hesaplanan özsermaye maliyetini kullanarak türettik. Burada:

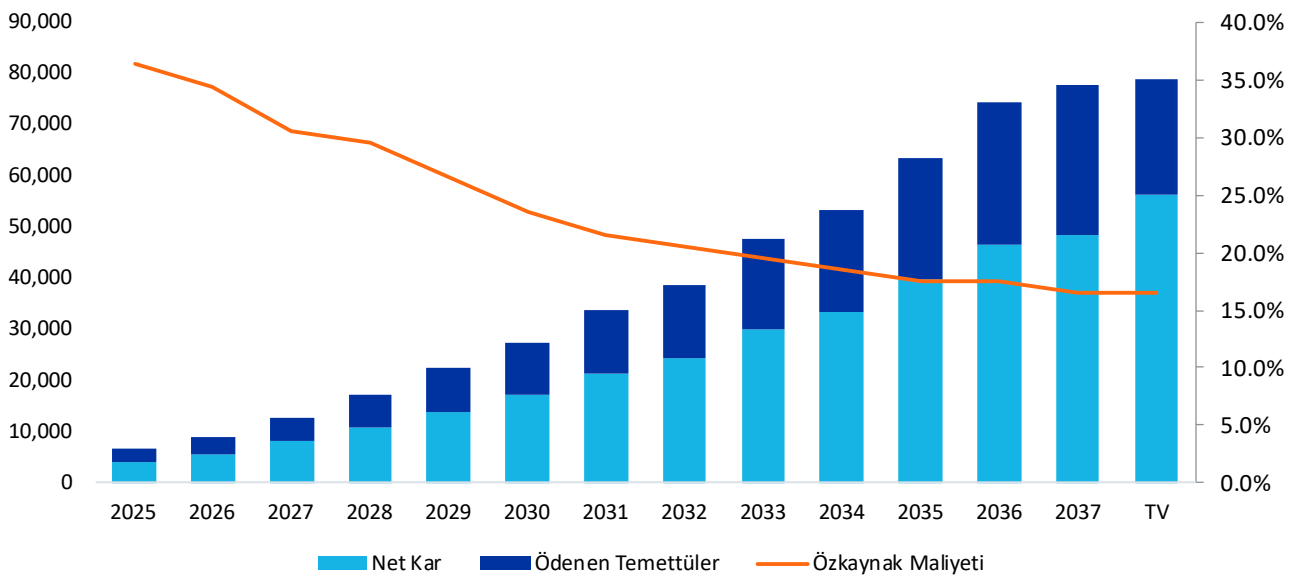
- Risksiz getiri oranı: 10 yıllık Türkiye devlet tahvili getirisine ilişkin projeksiyonlarımıza dayanıyor.
- Beta: Bloomberg Terminal üzerinden alınan 36 aylık regresyon betasına göre 0,92 kullanıldı.
- Piyasa Risk Primi: İhtiyatlı varsayım ile %6 aldık.

CAPM ile hesapladığımız özsermaye maliyetini kullanarak projeksiyon dönemindeki temettüleri iskonto ederek bugünkü değerlerine ulaştık. 14 yıllık projeksiyon döneminde terminal yıl olarak 2038'i aldık ve terminal büyüme oranını %10 varsaydık.

Temettülerin bugünkü değeri yaklaşık 33,8 milyar TL, terminal değer bugünkü değeri 27,5 milyar TL hesapladık. Böylece ulaştığımız toplam adil özsermaye değeri yaklaşık 61,3 milyar TL seviyesinde.

Hisse başına (430 milyon adet pay) ve 2026 yılı özsermaye maliyeti ile ileri taşıdığımızda, hedef fiyatımız 191,70 TL olarak hesaplıyoruz; bu da mevcut 105,50 TL hisse fiyatına göre %82 yukarı potansiyele işaret ediyor. Temettü iskonto modeline göre PD/DD çarpanı ise 4,85x'e denk geliyor.

Şekil 1: Temettü İskonto Modeli

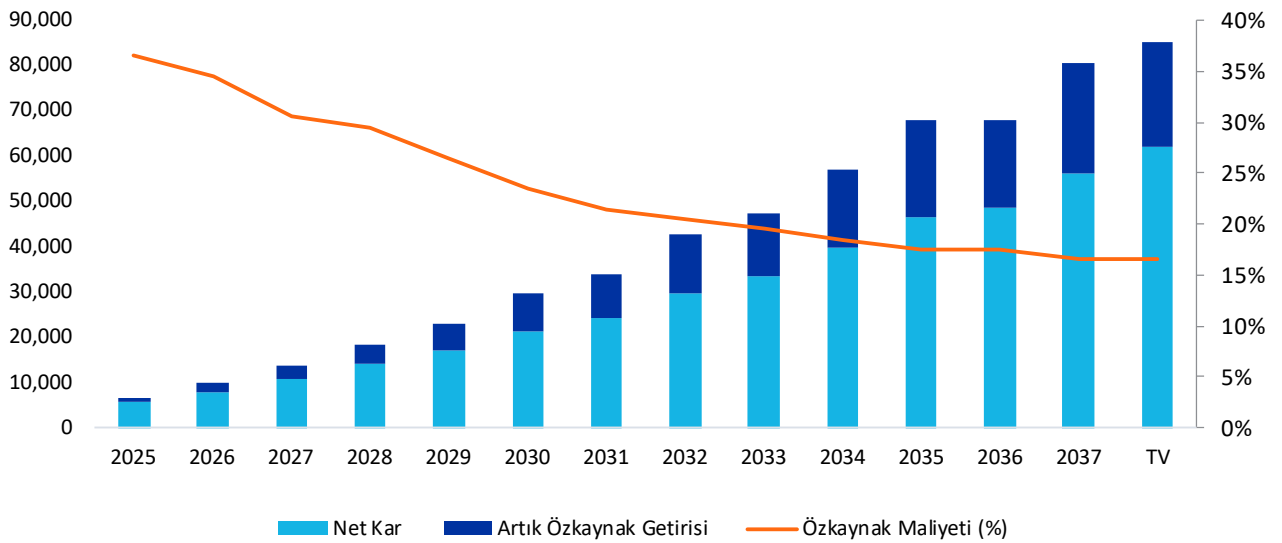


Kaynak: İş Yatırım

Artık Getiri Değerleme Varsayımları. Artık Getiri değerlememizde de, CAPM metodolojisi ile hesaplanan özsermaye maliyeti ni kullandık. Önce projekte edilen özsermaye defter değeri üzerinden, özsermaye maliyeti ile çarparak özsermaye yükünü bir hesapladık. Daha sonra, tahmin edilen net kardan bu özsermaye yükünü çıkararak artık getiriyi hesapladık. Bu artık getiri akışlarını, terminal yıl olan 2038'e kadar uzanan 14 yıllık projeksiyon dönemi boyunca özsermaye maliyeti ile iskonto ettik. Artık getirilerin bugünkü değerini yaklaşık 21,6 milyar TL, iskonto edilmiş terminal değeri ise yaklaşık 24,2 milyar TL olarak hesapladık. 2025 yıl sonu tahmin edilen özsermaye değerini de eklediğimizde, ulaştığımız adil özsermaye değeri yaklaşık 58,4 milyar TL.

Hisse başına (430 milyon adet pay) düşen fiyatı 2026 yılının özsermaye maliyetiyle bir yıl ileri taşıyarak 182,70 TL hedef fiyata ulaştık. Bu da mevcut 105,50 TL hisse fiyatına göre %73 yukarı potansiyel anlamına geliyor. Artık getiri yöntemine göre PD/DD çarpanı ise 4,62x seviyesinde.

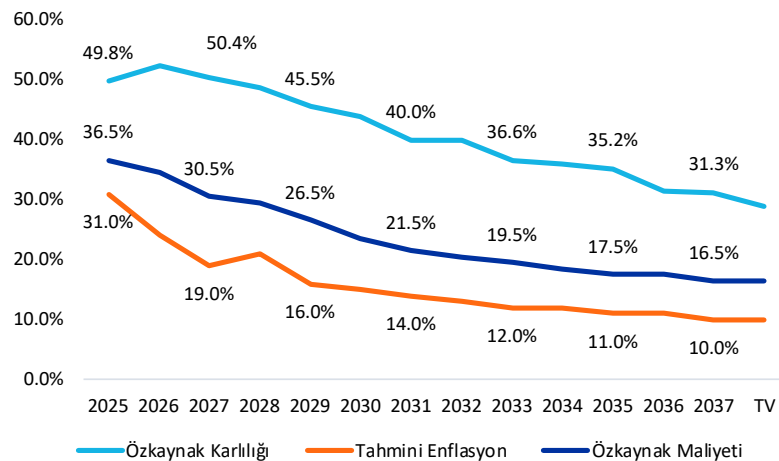
Şekil 2: Artık Getiri Değerleme Yöntemi



Kaynak: İş Yatırım

Artık getiri ve temettü iskonto modellerine %50 / %50 ağırlık verilmesiyle, hisse başına 187,20 TL seviyesinde bir blended hedef fiyat hesaplıyoruz. Bu da %77 yukarı potansiyel anlamına geliyor. Her iki değerlendirme yaklaşımında da, ortalama özkaynak karlılığının 2025'teki yüksek seviyelerden terminal yılda %30 civarına doğru normalleşmesi bekliyoruz. Bunun nedeni ise gösterge tahvil faizlerindeki düşüş beklentisinin zaman içinde özsermaye maliyetini azaltmasından kaynaklanıyor.

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 Özkaynak	12,632	17,972	24,557	32,871	42,471	54,220	66,592	82,973	99,438	120,130	144,112	166,005	194,592	233,511
Net Kar	5,550	8,006	10,711	13,962	17,131	21,178	24,163	29,902	33,381	39,609	46,560	48,558	56,381	62,019
Ödenen Temettüler	2,579	3,330	4,804	6,427	8,377	10,278	12,707	14,498	17,941	20,028	23,766	27,936	29,135	22,552
Özkaynak Maliyeti (%)	37%	35%	31%	30%	27%	24%	22%	21%	20%	19%	18%	18%	17%	17%
İskonto Faktörü	1.00	0.74	0.57	0.44	0.35	0.28	0.23	0.19	0.16	0.14	0.12	0.10	0.08	0.07
Temettülerin Bugünkü Değeri	645	2,475	2,736	2,826	2,912	2,892	2,942	2,785	2,884	2,716	2,743	2,744	2,456	380,482
Özkaynak Karlılığı (%)	50%	52%	50%	49%	45%	44%	40%	40%	37%	36%	35%	31%	31%	29%
Sürdürülebilir Büyüme (%)	10%													
Uzun Vadeli Özkaynak Maliyeti (%)	17%													
Özsermaye Değeri	61,291													
Temettülerin Bugünkü Değeri	33,756													
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	27,522													
İştirakler	13													
Dolaşımdaki Hisse Sayısı	430													
12 Aylık Hedef Fiyat	191.7													
Mevcut Hisse Fiyatı	105.5													
Yukarı Potansiyel	82%													

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	12,632	17,972	24,557	32,871	42,471	54,220	66,592	82,973	99,438	120,130	144,112	166,005	194,592	233,511
Net Kar	5,550	8,006	10,711	13,962	17,131	21,178	24,163	29,902	33,381	39,609	46,560	48,558	56,381	62,019
Özkaynak Maliyeti (-)	4,613	6,204	7,495	9,703	11,263	12,753	14,331	17,026	19,410	22,248	25,249	29,084	32,147	38,576
Artık Özkaynak Getirisi	936	1,802	3,216	4,259	5,867	8,426	9,832	12,876	13,970	17,361	21,312	19,473	24,234	23,443
Kümülatif Özkaynak Maliyeti	1.00	1.59	2.08	2.69	3.40	4.20	5.11	6.16	7.36	8.72	10.25	12.04	14.03	16.35
Bugünkü Değer	234	1,133	1,549	1,584	1,724	2,005	1,925	2,092	1,899	1,991	2,080	1,617	1,727	395,505
Özkaynak Değeri	58,396													
Yatırılan Özkaynak	12,632													
Artık Getirilerin Bugünkü Değeri	21,560													
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	24,191													
İştirakler	13													
Dolaşımdaki Hisse Sayısı	430													
12 Aylık Hedef Fiyat	182.7													
Mevcut Hisse Fiyatı	105.5													
Yukarı Potansiyel	73%													

Kaynak: İş Yatırım

Şekil 6: Anadolu Hayat Değerleme

	Temettü İskonto Modeli	Artık Getiri Modeli
12 Aylık Hedef Fiyat	191.7	182.7
Ağırlıklı Ortalama Hedef Fiyat		187.2
Yukarı Potansiyel		77%

Kaynak: İş Yatırım

*2025 yılına ilişkin finansalların yalnızca bir çeyreği kaldığı için, her iki değerlendirme yönteminde de 2025 yılına ait bugünkü değer hesaplamalarında sadece değerlerin %25'i dikkate alınmıştır.

Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES)—Sayısal Analiz

Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi'nin (TES), 2026 yılının ikinci çeyreğinde mevcut Otomatik Katılım Sistemi'nin (OKS) yerini alması bekleniyor. Zorunlu bir yapı olarak hayata geçirilmesi halinde TES'in, SGK 4A ve 4C kapsamındaki çalışanları içeren önemli bir emeklilik fon havuzu yaratacağı öngörülmüyor. Sistemin; %3 çalışan katkısı, %3 işveren katkısı ve çalışanın katkısı üzerinden uygulanan mevcut %30 devlet katkısı ile işlemesi bekleniyor.

TES'in etkisini niceliksel olarak hesaplarken, 4A ve 4C çalışanlarının tamamı modele dahil edilmedi; 45 yaş ve üzeri çalışanlar kapsam dışında bırakıldı. Ayrıca, muhafazakar bir yaklaşım benimsemek amacıyla ilk yıllar için kademeli bir penetrasyon varsayımı kullanıldı. Sistem tasarımı henüz netleşmemiş olsa da, mevcut bilgiler ışığında en makul ve tutarlı varsayımlar ile bir çerçeve oluşturduk.

Bu bölümde ise sayısal analiz ile sistemin sektör açısından neden bir "oyun değiştirici" olabileceğini ve özelinde Anadolu Hayat için yaratabileceği emeklilik teknik kar artışının ölçeğini ortaya koyuyoruz.

Sistemdeki Katılımcı Sayısı—Sektör

TES'e başlangıçta dahil olacak kişi sayısını tahmin edebilmek için öncelikle 2022–2024 döneminde SGK 4A ve 4C kapsamındaki aktif çalışanların toplam nüfusa oranını hesapladık. Bu oran söz konusu dönemde istikrarlı şekilde yaklaşık %25 seviyesinde gerçekleşti; yani toplam nüfusun yaklaşık dörtte biri 4A ve 4C kapsamında aktif olarak çalışıyordu. Projeksiyonlarımızda bu oranı sabit tuttuk ve yıllık yalnızca %0,2–0,3 aralığında nüfus artışı varsayan muhafazakar bir nüfus tahmini kullandık.

Ardından, bu aktif çalışanların kaçının 45 yaş ve altında olduğunu inceledik. 2022–2024 döneminde, 45 yaş altı çalışanlar toplam 4A ve 4C çalışanlarının ortalama %86'sını oluşturdu. Bu oranı kullanarak TES'e dahil olabilecek (45 yaş ve altı) çalışan sayısını projekte ettik.

**Yetkili kurumlardan 45 yaş üzeri bireylerin TES kapsamı dışında bırakılacağına dair resmi bir açıklama bulunmamakla birlikte, piyasa beklentileri bu yöndedir. Bu nedenle muhafazakar kalmak adına söz konusu varsayımı kullandık. Dolayısıyla, fili uygulamada kapsama alınacak katılımcı sayısı için yukarı yönlü risk bulunmaktadır.*

Son aşamada kademeli bir penetrasyon varsayımı uyguladık: 2026 için %60, 2027'de %85, 2028'de %95 ve 2029 itibarıyla %100 penetrasyon. Bu yaklaşım sayesinde, 2026'dan itibaren TES kapsamında sisteme dahil olması beklenen toplam çalışan sayısını nicel olarak tahmin ettik.

Şekil 7: Katılımcı Sayısı

Katılımcı Sayısı	2022G	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Toplam Nüfus	88,628,896	88,658,861	88,629,282	88,523,000	88,768,150	89,017,735	89,252,517	89,512,800	89,775,277
Toplam Aktif Sigortalı (4A&4C)	23,091,628	22,257,188	22,558,876	22,275,781	22,420,360	22,483,399	22,542,698	22,608,438	22,674,733
Toplam nüfusa oranı %	26%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
45 yaş ve altı çalışanların oranı	83%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%
45 yaş ve altı Toplam Aktif Sigortalılar	19,135,822	19,122,995	19,345,355	19,102,587	19,226,571	19,280,630	19,331,482	19,387,857	19,444,708
Penetrasyon %					60%	85%	95%	100%	100%
TES Katılımcı Sayısı					11,535,943	16,388,535	18,364,908	19,387,857	19,444,708

Kaynak: İş Yatırım

**Uzun projeksiyon dönemi nedeniyle, okunabilirliği korumak amacıyla TES'e ilişkin analizlerimizi görsel olarak yalnızca 2030 yılına kadar sunuyoruz. Bu tarihten sonra hiçbir parametrede değişiklik yapılmadığını; büyüme oranları ve varsayımların projeksiyon döneminin geri kalanında da sabit tutulduğunu belirtmek isteriz.*

Uygunluk kriterlerini sağlayan tüm çalışanların sisteme aynı anda girmesinin düşük olasılıklı olması nedeniyle penetrasyon oranını kademeli olarak artırdık. OKS uygulamasında olduğu gibi — şirketlerin çalışan sayılarına göre aşamalı şekilde sisteme dahil edilmesi ve büyük ölçekli işverenlerin önce başlaması örneğinde olduğu gibi — devletin TES için de benzer bir geçiş takvimi benimsemesini olası görüyoruz. Sistemin detaylarına ilişkin henüz resmi bir yol haritası açıklanmadığından, bu mantıkla uyumlu olacak şekilde kademeli bir penetrasyon patikası kullandık. Bu çerçevede, uygun işgücünün tamamının sisteme dört yıllık bir sürede dahil olacağını varsayıyoruz; bunun dahi muhafazakar bir yaklaşım olabileceğini düşünüyoruz.

Total Katkı Payı—Sektör

Katılımcı sayısını hesapladıktan sonra toplam katkı tutarını tahmin ettik. İlk olarak 2022–2024 döneminde geçerli olan ortalama asgari brüt ücreti hesapladık ve 4A kapsamındaki çalışanların ortalama aylık gelirinin asgari ücrete oranını inceledik. Bu oran söz konusu dönemde ortalama %200'ün biraz üzerinde gerçekleşti ve projeksiyon dönemi boyunca %203 seviyesinde sabit tuttuk.

Asgari ücret projeksiyonlarında, yıl sonu enflasyon tahminlerimize ek olarak 200 baz puanlık ilave artış varsaydık. Bazı yıllarda ise yargısal ayarlamalar yaptık; örneğin seçim yıllarında bu ilaveyi 200 baz puan yerine 500 baz puan olarak aldık. 2026 yılı için asgari ücret zammı %27 olarak açıklandığı için bu oranı kullandık. Projeksiyon dönemi boyunca, tahmin edilen asgari ücret ve sabit %203 oranı kullanılarak aktif 4A çalışanlarının ortalama gelirini hesapladık.

Ardından katkı yapısını uyguladık: %3 çalışan katkısı, %3 işveren katkısı ve çalışan katkısı üzerinden %30 devlet katkısı. Bu varsayımlar altında kişi başına aylık katkı tutarını hesapladık; aylık tutarı 12 ile çarparak yıllık katkı miktarına ulaştık.

**Gelir verileri yalnızca aktif 4A çalışanları için mevcut olduğundan, hesaplamaların temelini bu grup oluşturdu. Aktif 4C çalışanlarının da benzer gelir seviyelerine sahip olduğunu varsaydık. 4A çalışanlarının toplam sigortalı işgücünün büyük bölümünü oluşturması nedeniyle, bu varsayımın sonuçları anlamlı ölçüde bozmadığını düşünüyoruz.*

Son olarak, kişi başına yıllık katkı tutarını yukarıda hesapladığımız uygun çalışan sayısı ile çarparak, sisteme yıllık bazda girmesi beklenen toplam katkı tutarını elde ettik.

Şekil 8: Toplam Yıllık Katkı Payı

Toplam Katkı Payı	2022G	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ortalama Brüt Asgari Ücret	5,738	11,711	20,003	26,006	33,027	40,953	50,373	59,440	69,545
4A Ortalama Aylık Gelir	11,546	24,339	39,902	52,751	66,994	83,073	102,180	120,572	141,070
Brüt Asgari Ücrete Oranı %	201%	208%	199%	203%	203%	203%	203%	203%	203%
Çalışan Katkı Payı					2,010	2,492	3,065	3,617	4,232
Katkı Payı Oranı %					3%	3%	3%	3%	3%
İşveren Katkı Payı					2,010	2,492	3,065	3,617	4,232
Katkı Payı Oranı %					3%	3%	3%	3%	3%
Devlet Katkısı					603	748	920	1,085	1,270
Katkı Payı Oranı %					30%	30%	30%	30%	30%
Kişi başı Toplam Katkı Payı - aylık					4,623	5,732	7,050	8,319	9,734
Kişi başı Toplam Katkı Payı - yıllık					55,471	68,784	84,605	99,834	116,806
Toplam Katkı Payı (milyar TL)					320	1,127	1,554	1,936	2,271
Çalışan ve İşveren Katkı Payı					278	980	1,351	1,683	1,975
Devlet Katkısı					42	147	203	252	296

Kaynak: İş Yatırım

Devlet katkıları ayrı bir fonda yönetildiği ve farklı bir ücret yapısına tabi olduğu için, nakit akışlarını iki ayrı kategori altında değerlendiriyoruz: (i) çalışan ve işveren katkıları ve (ii) devlet katkıları.

2026 yılı için toplam katkılar TL 320 milyar seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Bunun TL 42 milyarı devlet katkılarında, kalan TL 278 milyarı ise çalışan ve işveren katkılarında oluşmaktadır. TES'in 2026 yılının ortasında devreye alınacağını varsaydığımız için, toplam katkı tutarlarını yarım yıl etkisini yansıtacak şekilde oransal olarak böldük. İlk yıllarda penetrasyonun hızlı artması nedeniyle toplam katkılarda belirgin bir sıçrama öngörüyoruz. Penetrasyonun %100'e ulaşmasının ardından ise büyümenin daha ılımlı seyretmesini; artışın ağırlıklı olarak nüfus büyümesi ve asgari ücret artışlarıyla şekillenmesini bekliyoruz.

Toplam Fon Büyüklüğü–Sektör

Bu aşamada fon büyüklüğü hesaplamalarına geçiyoruz ve devlet katkısı fonları ile devlet katkısı dışı fonları ayrı ayrı ele alıyoruz. Modelimizde, 2026 yılında yapılan katkılar üzerinden elde edilecek getiriye, toplam katkı tutarını bileşik yıllık getiri ile çarparak hesaplıyoruz. TES'in yıl ortasında başlayacağı varsayımıyla, 2026 yılı katkılarında yıllık getirinin yalnızca yarısını uyguluyoruz.

İzleyen yıllarda da yıllık katkılar bileşik getiri oranı ile çarpmaya devam ediyor, ancak katkılar yıl geneline eşit şekilde yayıldığı varsayımıyla yine yarım yıllık getiri uyguluyoruz. Böylece katkılar yılın başında değil, yıl boyunca sisteme girdiği gerçeğini yansıtıyoruz. Tam yıllık bileşik getiri ise yalnızca bir önceki yıl sonu fon büyüklüğüne uygulanıyor.

Son olarak yıl sonu fon büyüklüğünü; (i) önceki yıl sonu fon büyüklüğü, (ii) yıl içinde yapılan toplam katkılar ve (iii) elde edilen toplam getiri (katkılar için yarım yıllık getiri + yıl başı fon büyüklüğü için tam yıllık getiri) kalemlerini toplayarak hesaplıyoruz.

Şekil 9: Toplam Fon Büyüklüğü

Toplam Fon Büyüklüğü (mr TL)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Devlet Katkısı (DK)	42	147	203	252	296
Getiri Miktarı	4	21	51	98	146
Toplam TES Devlet Katkısı Fon Büyüklüğü	46	214	468	818	1,261
Toplam Katkı Payı (DK hariç)	278	980	1,351	1,683	1,975
Getiri Miktarı	28	138	342	654	975
Toplam TES Fon Büyüklüğü (DK hariç)	307	1,425	3,118	5,455	8,405
Toplam TES Fon Büyüklüğü (mr TL)	353	1,639	3,585	6,273	9,666
USD/TRY (yıl sonu)	51	59	71	80	90
Toplam TES Fon Büyüklüğü (mr USD)	7	28	50	78	107

Kaynak: İş Yatırım

2026 yıl sonu için fon büyüklüğünü TL 353 milyar olarak tahmin ediyoruz. Bunun TL 46 milyarı devlet katkısı fonlarından, TL 307 milyarı ise devlet katkısı dışı fonlardan oluşuyor. Fon büyüklüğü zaman içinde oldukça hızlı artıyor; ilk aşamada artan penetrasyon oranları etkili olurken, orta ve uzun vadede asıl belirleyici unsur biriken varlıklar üzerindeki bileşik getiri etkisi oluyor. Her yıl daha yüksek bir başlangıç fon büyüklüğü ile girilmesi, güçlü ve kümülatif bir büyüme dinamiği yaratıyor.

Örneğin, toplam fon büyüklüğü 2030 yılında TL 9,666 trilyon seviyesine ulaşıyor; bu da 2026'ya kıyasla yaklaşık 27 katlık bir artışa işaret ediyor. Yıl sonu USD/TL varsayımlarımız kullanıldığında ise fon büyüklüğü 2026'da USD 7 milyar seviyesinden 2030'da USD 107 milyar seviyesine yükseliyor; bu da dolar bazında yaklaşık 15 katlık bir büyümeye karşılık geliyor.

Şekil 10: Ortalama Getiri

Ağırlıklı Getiri Oranı	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Fon Büyüklüğü Dağılımı					
TL	60%	63%	65%	67%	67%
FX	40%	37%	35%	33%	33%
Getiri Oranı					
TL	29%	23%	21%	21%	19%
FX	8%	8%	8%	7%	7%
Ağırlıklı Getiri Oranı	20%	17%	16%	17%	15%

Kaynak: İş Yatırım

Ağırlıklı getiri oranını hesaplamak için çok aşamalı bir yöntem izledik. İlk olarak fon büyüklüğü kompozisyonunu tahmin ettik. Mevcut BES portföylerine büyük ölçüde paralel bir dağılım varsayımıyla, 2026 için %60 TL / %40 döviz kompozisyonu aldık ve izleyen yıllarda TL payının kademeli olarak arttığını varsaydık. 2029 itibarıyla ise dağılımı %67 TL / %33 döviz seviyesinde sabitleyerek projeksiyon döneminin geri kalanında değiştirmedik.

Getiri varsayımları tarafında, TL cinsi varlıklar için para piyasası faiz tahminlerimize +300 baz puan, döviz cinsi varlıklar için ise uzun vadeli (30 yıl) USD Eurobond getiri tahminlerini kullandık. Bu iki bileşeni ağırlıklandırarak her yıl için yıllık ağırlıklı ortalama getiri oranını hesapladık. Portföyde TL varlıkların daha yüksek ağırlığa sahip olması nedeniyle, yüksek TL para piyasası faizlerinin etkisiyle blended getiri oranı ilk yıllarda görece yüksek seyrediyor; ancak TL faizlerinde düşüş beklentimiz doğrultusunda zaman içinde kademeli olarak geriliyor. Projeksiyon döneminin son yılında blended getiri oranı %11 seviyesinde dengeleniyor. Bu noktaya kadar sistemi sektör geneli için top-down bir yaklaşımla ele aldık. Bundan sonraki aşamada, aynı çerçeveyi Anadolu Hayat özelinde uygulamaya geçiyoruz.

Sistemdeki Katılımcı Sayısı—Anadolu Hayat

Anadolu Hayat için katılımcı sayısını tahmin ederken, 2022–2024 döneminde gözlenen OKS pazar payını baz aldık. Bu dönemin ortalamasına paralel şekilde pazar payını %16 seviyesinde sabit tuttuk ve bu oranı daha önce hesapladığımız sektör geneli katılımcı projeksiyonlarına uyguladık. Böylece, projeksiyon dönemi boyunca Anadolu Hayat'ın sisteme dahil etmesini beklediğimiz katılımcı sayısını tahmin ettik.

Şekil 11: Katılımcı Sayısı

Katılımcı Sayısı	2022G	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
TES Katılımcı Sayısı					11,535,943	16,388,535	18,364,908	19,387,857	19,444,708
Katılımcı Sayısı Pazar Payı - ANHYT	14%	15%	15%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
ANHYT TES Katılımcı Sayısı					1,831,894	2,602,480	2,916,325	3,078,769	3,087,796

Kaynak: İş Yatırım

Bu çerçevede, 2026 yıl sonu itibarıyla Anadolu Hayat'ın TES tabanı içinde yaklaşık 1,8 milyon katılımcıya ulaşmasını bekliyoruz. Penetrasyon oranlarının izleyen yıllarda artmasıyla birlikte katılımcı sayısının hızla yükselerek yaklaşık 3 milyon kişi seviyesine yaklaşacağını; bu noktadan sonra ise katılımcı tabanının doygunluk seviyesinde yatay seyredeceğini varsayıyoruz.

Toplam Katkı Payı—Anadolu Hayat

Şekil 12: Toplam Katkı Payı

Toplam Katkı Payı	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
ANHYT Toplam Katkı Payı (mr TL)	51	179	247	307	361
Çalışan ve İşveren Katkı Payı	44	156	215	267	314
Devlet Katkısı	7	23	32	40	47

Kaynak: İş Yatırım

Sektör geneli hesaplamalarda kullandığımız metodolojiyle tutarlı olacak şekilde, Anadolu Hayat'ın toplam katkı paylarını farklı ücret yapıları nedeniyle devlet katkısı ve devlet katkısı hariç katkılar olarak ikiye ayırarak hesapladık. Devlet katkıları için, daha önce hesapladığımız kişi başına aylık katkı tutarını, Anadolu Hayat'ın projekte edilen katılımcı sayısı ile çarptık ve yıllık hale getirmek için 12 ile çarptık.

Devlet katkısı hariç toplam katkılarda ise çalışan ve işveren katkılarını bir araya getirdik, yıllıklaştırdık ve yine Anadolu Hayat'ın katılımcı tabanı ile çarptık. Sektör modelinde olduğu gibi, sistemin 2026 yılının ortasında devreye gireceği varsayımıyla 2026 yılı için yarım yıl düzeltmesi uyguladık.

Bu hesaplama ile 2026 yılında Anadolu Hayat'a toplamda yaklaşık 51 milyar TL katkı payı girişi olacağını tahmin ediyoruz.

Toplam Fon Büyüklüğü—Anadolu Hayat

Bir sonraki adımda, sektör seviyesinde izlediğimiz metodolojiye paralel olarak, Anadolu Hayat'ın fon büyüklüğünü (fon büyüklüğü) hesapladık ve yine devlet katkısı fonları ile devlet katkısı hariç fonları ayrı ayrı ele aldık. Önceki adımda hesaplanan devlet katkısı tutarları üzerinden, sektörde kullandığımız ağırlıklı ortalama getiri oranını uygulayarak bu fonların yarattığı getiriyi hesapladık. Aynı getiri varsayımlarını devlet katkısı hariç fonlar için de kullandık.

Her yıl için toplam fon büyüklüğünü şu kalemlerin toplamı olarak hesapladık: (i) bir önceki yıl sonu fon büyüklüğü, (ii) ilgili yıl içinde yapılan toplam katkılar ve (iii) yatırım getirileri. Getiri hesaplamasında, yıl içinde yapılan katkılara katkılarının yıl geneline yayıldığı varsayımıyla getiri oranının yarısını, önceki yıl sonu fon büyüklüğüne ise tam yıllık getiri oranını uyguladık.

Şekil 13: Toplam Fon Büyüklüğü

Toplam Fon Büyüklüğü (mr TL)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Devlet Katkısı	7	23	32	40	47
Getiri Miktarı	1	3	8	16	23
Toplam TES Devlet Katkısı Fon Büyüklüğü	7	34	74	130	200
Toplam Katkı Payı (DK hariç)	44	156	215	267	314
Getiri Miktarı	5	22	54	104	155
Toplam TES Fon Büyüklüğü (DK hariç)	49	226	495	866	1,335
Toplam TES Fon Büyüklüğü (mr TL)	56	260	569	996	1,535
Fon Büyüklüğü Pazar Payı %	16%	16%	16%	16%	16%
USD/TRY (yıl sonu)	51	59	71	80	90
Toplam TES Fon Büyüklüğü (mr USD)	1	4	8	12	17
Kişi Başına Fon Büyüklüğü - ANHYT	30,576	99,981	195,232	323,543	497,082

Kaynak: İş Yatırım

Bu çerçevede, Anadolu Hayat'ın fon büyüklüğü ilk yıllarda son derece hızlı bir büyümeye gösteriyor. Toplam fon büyüklüğü 2026'da 56 milyar TL'den 2027'de 260 milyar TL'ye, 2030 yılında ise 1.535 milyar TL'ye ulaşıyor. Bu, yaklaşık 27 katlık bir artışa işaret ediyor. Bu güçlü ivme, sektör genelinde gözlenen dinamiklere paralel şekilde, esas olarak biriken fon büyüklüğü tabanının hızla genişlemesinden kaynaklanıyor. Anadolu Hayat'ın fon büyüklüğü pazar payını %16 olarak aldık ve projeksiyon dönemi boyunca sabit tuttuk.

Yıl sonu USD/TL kuru varsayımlarımız kullanıldığında, Anadolu Hayat'ın fon büyüklüğü 2026'da 1 milyar USD'den 2030'da 17 milyar USD'ye yükseliyor; bu da dolar bazında yaklaşık 17 katlık bir artış anlamına geliyor. Katılımcı başına fon büyüklüğüne baktığımızda ise, bu tutarın 2026'da yaklaşık 30.000 TL'den 2030 sonunda yaklaşık 497.000 TL'ye yükseldiğini görüyoruz. Bu dönemde katılımcı sayısı sınırlı artmasına rağmen, fon büyüklüğündeki güçlü genişleme sayesinde katılımcı başına fon büyüklüğü yaklaşık 15 kat artıyor.

Teknik Kar—Anadolu Hayat

Bu bölümde, TES kapsamında Anadolu Hayat'ın yaratmasını beklediğimiz teknik karı analiz ediyoruz. Bir önceki bölümde hesapladığımız fon büyüklüğü verilerini baz alarak, ilgili fon yönetim ücret oranlarını uygulayıp teknik gelirleri hesaplıyoruz.

Devlet katkısı fonları için, mevcut BES sisteminde uygulanan %0,35'lik fon yönetim ücreti tavanını kullanıyoruz ve TES altında bu oranın değişmesini beklemiyoruz. Devlet katkısı fon büyüklüğünün bu oranla çarpılması, devlet katkısı havuzundan elde edilen teknik geliri veriyor.

Devlet katkısı hariç fon büyüklüğü için benzer bir yaklaşım izliyoruz. TES kapsamında uygulanacak fon yönetim ücret oranı henüz netleşmiş değil. Ancak bu oranın devlet tarafından sınırlandırılması ve özellikle yeni kurumsal müşteriler için yoğun rekabet nedeniyle görece düşük seviyelerde oluşması olası. Halihazırda OKS'te uygulanan ücret oranı %0,85 seviyesinde. Bu nedenle TES ücret oranının %0,85 ile %0,35 aralığında şekilleneceğini varsayıyoruz.

TES altında oluşacak fon büyüklüğünün çok yüksek olması nedeniyle, ücret oranlarında aşağı yönlü riskin yukarı yönlü riske kıyasla daha olası olduğunu düşünüyoruz. Bu çerçevede: baz senaryoda %0,425 (aralığın orta noktası), iyimser senaryoda %0,50, kötümser senaryoda %0,35 ücret oranı kullanıyoruz.

Devlet katkısı hariç fon büyüklüğünün baz senaryo ücret oranı ile çarpılması, bu havuzdan elde edilen teknik geliri veriyor. Devlet katkısı ve devlet katkısı hariç fonlardan elde edilen gelirlerin toplamı, Anadolu Hayat'ın TES kaynaklı toplam fon yönetim gelirini oluşturuyor.

Teknik giderleri hesaplarken, toplam fon büyüklüğüne %0,10 oranında fon yönetim gideri uyguluyoruz. Bu oran düşük görünse de, TES'in emeklilik şirketleri için anlamlı bir ilave operasyonel maliyet yaratmasını beklemiyoruz. OKS sayesinde gerekli altyapı (personel, IT, yazılım, katkı tahsil süreçleri vb.) zaten mevcut. Fon büyüklüğü hızla artarken bu gider oranının zamanla düşmesi dahi mümkün; ancak muhafazakar kalmak adına baz senaryoda %0,10 oranını sabit tutuyoruz. Buradaki riskin büyük ölçüde pozitif olduğunu (gerçekleşen gider oranının daha düşük olabileceğini) düşünüyoruz.

Şekil 14: Teknik Kar

Teknik Kar	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Toplam TES Devlet Katkısı Fon Büyüklüğü	7	34	74	130	200
<i>Fon Yönetim Gelir Oranı %</i>	<i>0.35%</i>	<i>0.35%</i>	<i>0.35%</i>	<i>0.35%</i>	<i>0.35%</i>
Toplam TES Fon Büyüklüğü (DK hariç)	49	226	495	866	1,335
<i>Fon Yönetim Gelir Oranı %</i>	<i>0.450%</i>	<i>0.450%</i>	<i>0.450%</i>	<i>0.450%</i>	<i>0.450%</i>
Teknik Gelir (mn TL)	122	1,137	2,488	4,353	6,707
<i>Fon Yönetim Gider Oranı %</i>	<i>0.10%</i>	<i>0.10%</i>	<i>0.10%</i>	<i>0.10%</i>	<i>0.10%</i>
Teknik Gider (mn TL)	-28	-260	-569	-996	-1,535
Teknik Kar (mn TL)	94	877	1,918	3,356	5,172

Kaynak: İş Yatırım

Son aşamada, TES teknik karını, teknik gelirlerden teknik giderleri düşerek hesaplıyoruz. İlk yıldaki katkı tutarı görece sınırlı olsa da, hızla büyüyen ve biriken fon büyüklüğünün bileşik etkisi, projeksiyon dönemi boyunca güçlü bir kar artışı yaratıyor.

Bu çerçevede, TES kaynaklı teknik karın 2026 yılında 94 milyon TL'den, 2030 yılında 5,2 milyar TL'ye yükseldiğini görüyoruz.

Not: TES'in 2026 yılının ortasında devreye gireceği varsayımı nedeniyle, 2026 yılı için kullanılan tüm ücret oranları yarım yıl etkisini yansıttak şekilde %50 oranında azaltılmıştır.

Değerleme ve Senaryo Analizi

Değerleme çerçevemizde, TES kaynaklı teknik karı emeklilik segmenti teknik karına ekliyoruz. TES'in yarattığı ilave şirket değerini (hedef fiyat etkisini) hesaplarken standart değerleme modelimizi kullanıyoruz; yapılan tek değişiklik, emeklilik teknik karının artık BES + OKS yerine BES + TES içermesi.

Vergi öncesi karın diğer tüm bileşenlerini sabit tutuyoruz. Hayat teknik karı ve yatırım gelirleri, TES'in dahil edilmediği senaryo ile birebir aynı kalıyor ve senaryo analizimizin tamamında bu kalemleri değiştirmiyoruz. Buradaki temel amacımız, TES'in değerleme üzerindeki izole etkisini ölçmek ve diğer iş kollarından kaynaklanabilecek gürültüyü elimine etmek.

Değerleme tarafında, Temettü İndirgeme Modeli ile Artık Getiri yöntemlerini kullanmaya devam ediyoruz ve her iki yönetime %50 ağırlık vererek bileşik hedef fiyatı hesaplıyoruz.

TES analizinde değiştirdiğimiz temel varsayımlar aşağıdaki üç parametre ile sınırlı:

(1) Fon Yönetim Gelir Oranı:

- Baz senaryo: 0.425%
- İyimser senaryo: 0.50%
- Kötümser senaryo: 0.35% (Devlet katkılarına uygulanan ücret tavanına eşit olup, en muhafazakar varsayımı temsil ediyor.)

(2) Katılımcı Sinerjisi:

Burada, Anadolu Hayat'ın OKS katılımcı pazar payını referans alıyoruz.

- Baz senaryo: 16%
- İyimser senaryo: +300 baz puan
- Kötümser senaryo: -300 baz puan

Buradaki mantık şu şekilde: TES altında küçük oyuncular pazar payı kazanmakta zorlanırsa, oluşacak boşluğun en büyük hayat ve emeklilik şirketleri tarafından doldurulmasını bekliyoruz ve Anadolu Hayat bu grupta öne çıkıyor. OKS'ye kıyasla anlamlı bir pazar payı kaybını olası görmesek de, senaryo analizinin bütünlüğü açısından bu ihtimali modele dahil ediyoruz.

(3) Fon Yönetim Gider Oranı:

- Baz senaryo: 0.10%
- İyimser senaryo: İlk 5 yıl %0,10, sonraki dönemde %0,05
- Kötümser senaryo: 0.20%

Fon yönetim gelir oranı büyük ölçüde regülasyonla belirleneceği için ayrıca detaylı bir gerekçe gerektirmiyor. Fon yönetim giderleri tarafında ise baz senaryoda sabit gider/fon büyüklüğü oranı kullanıyoruz. Ancak fon büyüklüğü zamanla biriktikçe operasyonel kaldıraç sayesinde bu oranın aşağı gelmesini bekliyoruz. Aksi yöndeki riskleri yakalamak adına, giderlerin yüksek kaldığı bir kötümser senaryoyu da modele ekliyoruz.

Senaryo analizinde, yukarıda belirtilen parametreler dışında hiçbir varsayımı değiştirmiyoruz. Değerleme modelindeki tüm diğer girdiler sabit tutuluyor. Böylece elde edilen sonuçların, yalnızca TES'e ilişkin varsayım değişikliklerinden kaynaklandığından emin oluyoruz.

Öncelikle 2026 yılında TES'in etkisini ele alalım. İlk yıl için penetrasyon oranını %60 olarak varsaydığımız ve henüz birikmiş bir fon büyüklüğü havuzu oluşmadığı için, 2026'daki etki — hatta takip eden birkaç yılda dahi — görece sınırlı kalıyor. Ancak 2027'ye geçildiğinde ivmelenme net biçimde ortaya çıkıyor: TES kaynaklı emeklilik teknik karı yalnızca bir yıl içinde yaklaşık on kat artıyor.

2026 yılı için, üç senaryo altında toplam fon büyüklüğünü (TL ve USD), katılımcı sayısını, teknik karı ve fon büyüklüğü pazar payını sunuyoruz. İyimser, baz ve kötümser senaryolar arasında sonuçların anlamlı ölçüde ayrıışmaması, TES'in en muhafazakar senaryoda dahi Anadolu Hayat için yapısal olarak pozitif olduğunu teyit ediyor.

Şekil 15: Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi—ANHYT 2026T

ANHYT TES	Baz	2026 İyimser	Kötümser
Toplam Fon Büyüklüğü (mr TL)	56.0	66.6	45.4
Toplam Fon Büyüklüğü (mr USD)	1.1	1.3	0.9
Katılımcı Sayısı	1,831,894	2,177,972	1,485,816
Teknik Kar (mn TL)	94	127	34
Pazar Payı - Fon Büyüklüğü	16%	19%	13%

Kaynak: İş Yatırım

Bir sonraki grafikte, TES senaryoları altında emeklilik teknik karının — dolayısıyla net karın — nasıl evrildiğini gösteriyoruz. Daha önce de belirtildiği üzere, ilk yıldaki etki sınırlı kalıyor. Ancak sistem ölçek kazandıkça ve fon büyüklüğü biriktikçe, senaryolar arasındaki fark giderek daha görünür hale geliyor.

Devamında, iki farklı değerlendirme yönteminden elde edilen hedef fiyatları ve bunlara karşılık gelen yukarı potansiyelleri paylaşıyoruz. Karşılaştırma amacıyla, TES'in dahil edilmediği baz değerlememizi de ekliyoruz. 2026'da farklar sınırlı görünse de, zaman içinde TES kaynaklı fon büyüklüğü birikiminin emeklilik teknik karını belirgin biçimde artırmasıyla değerlendirme etkisi oldukça anlamlı hale geliyor.

- **TES hariç değerlemede yukarı potansiyel: %77**
- **Baz TES senaryosunda yukarı potansiyel: %142**
- **Kötümser senaryoda yukarı potansiyel: %101**
- **İyimser senaryoda yukarı potansiyel: %183**

Karşılaştırmayı tamamlamak adına, özkaynak karlılığı, hisse başına kazanç büyümesi ve PD/DD çarpanları gibi temel metrikleri de sunuyoruz. Bu sayede TES'in, Anadolu Hayat'ın uzun vadeli finansal profili üzerindeki etkisi daha net görülebiliyor.

Görüldüğü üzere, hayat teknik geliri ve yatırım gelirleri, TES'in dahil edilmediği senaryo da dahil olmak üzere tüm senaryolar da değişmeden kalıyor. Değerlemede gözlenen farklar tamamen TES etkisinden kaynaklanıyor; bu da sistemin yarattığı ilave değeri açık ve izole biçimde ortaya koymamıza olanak tanıyor.

Şekil 16: ANHYT 2026T—TES

2026T	TES'siz	Baz	İyimser	Kötümser
Vergi Öncesi Kar (mn TL)	10,675	10,687	10,733	10,637
Emeklilik Segmenti	1,085	1,097	1,143	1,048
Hayat Segmenti	3,762	3,762	3,762	3,762
Yatırım Gelirleri	5,828	5,828	5,828	5,828
Net Kar	8,006	8,015	8,050	7,978
Temettü (2027)	4,804	4,809	4,830	4,787
Temettü Dağıtım Oranı	60%	60%	60%	60%
Temettü İskonto Hedef Fiyat	191.7	249.9	287.1	212.8
Artık Getiri Hedef Fiyat	182.7	260.4	310.6	211.4
Blended Hedef Fiyat	187.2	255.1	298.9	212.1
Mevcut Hisse Fiyatı	105.5	105.5	105.5	105.5
Yükselme Potansiyeli	77%	142%	183%	101%
Hisse başına Kar Büyümesi	44.3%	44.4%	45.0%	43.8%
Özkaynak Karlılığı	52.3%	52.4%	52.5%	52.2%
F/K	5.67	5.66	5.64	5.69
PD/DD	2.52	2.52	2.52	2.53
Temettü Verimi	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%

Kaynak: İş Yatırım

2026 yılında TES'li ve TES'siz senaryolar arasındaki farkın sınırlı görünmesinin temel nedeni, yılın ikinci yarısında OKS'nin sona erecek olmasıdır. TES'nin devreye girdiği senaryolarda, 2026 yılında yalnızca ilk 6 ay boyunca OKS gelirleri korunurken, yılın ikinci yarısında TES etkisi devreye girmektedir. Ancak, TES'in başlangıç yılında penetrasyon oranlarının düşük olması nedeniyle bu katkı oldukça sınırlı kalmaktadır.

Buna karşılık, TES'siz senaryoda OKS sistemi yılın tamamında devam ettiği için, son 6 ayda da OKS kaynaklı gelirler elde edilmeye devam etmektedir. Bu asimetrik yapı nedeniyle, 2026 yılında emeklilik teknik kârı açısından TES'li ve TES'siz senaryolar arasındaki fark görece düşük kalmaktadır.

Baz senaryoda, 2026 yılı emeklilik teknik kârı TES'siz değerlemeye kıyasla yalnızca 12 milyon TL daha yüksek gerçekleşmektedir. İyimser senaryoda bu fark 58 milyon TL'ye çıkarken, kötümser senaryoda ise TES kaynaklı gelirlerin, OKS'den elde edilecek potansiyel gelirin altında kalması nedeniyle, emeklilik teknik kârı TES'siz senaryoya göre 37 milyon TL daha düşük oluşmaktadır.

2027 yılına bakıldığında, TES'in etkisi çok daha belirgin hale geliyor. Fon büyüklüğü tabanının genişlemesi, emeklilik teknik karında daha keskin bir artışa yol açıyor. Bu aşamada, ücret oranları, katılım sinerjisi ve gider oranlarına ilişkin farklı varsayımlar sonuçlar üzerinde anlamlı ayrışmalar yaratmaya başlıyor ve senaryolar arasındaki farklar daha net gözlemleniyor.

TES'in ANHYT üzerindeki etkisini incelediğimizde, 2027 yılında fon büyüklüğünün kötümser senaryoda 208 milyar TL'ye, iyimser senaryoda ise 305 milyar TL'ye ulaştığını görüyoruz. Bu seviyeler, 2026'ya kıyasla yaklaşık beş katlık bir artışa işaret ediyor. Bu ivme projeksiyon dönemi boyunca devam ediyor ve biriken fon büyüklüğü havuzunun bileşik etkisiyle ilerleyen yıllarda daha da güçleniyor.

Aynı zamanda, TES kaynaklı teknik kar artışının 2026'ya kıyasla çok daha belirgin hale geldiğini gözlemliyoruz. Bu fark, her yıl giderek açılıyor ve sistem ölçek kazandıkça projeksiyon dönemi boyunca daha da görünür hale geliyor.

Şekil 17: Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi—ANHYT 2027T

ANHYT TES	Baz	2027 İyimser	Kötümser
Toplam Fon Büyüklüğü (milyar TL)	260.2	309.4	211.0
Toplam Fon Büyüklüğü (milyar USD)	4.4	5.2	3.6
Katılımcı Sayısı	2,602,480	3,094,136	2,110,824
Teknik Kar (milyar TL)	877	1,177	317
Pazar Payı - Fon Büyüklüğü	16%	19%	13%

Kaynak: İş Yatırım

2027 yılında, TES'li ve TES'siz senaryolar arasındaki ayrışma hem vergi öncesi kar hem de net kar seviyesinde daha net biçimde ortaya çıkıyor. Emeklilik segmenti anlamlı şekilde ölçek kazanmaya başladıkça, TES'in yarattığı ilave katkı standart değerlememize (TES hariç) kıyasla daha ayırt edilebilir hale geliyor. Bu tabloda değerlendirme çıktıları değişmiyor; burada asıl vurgulanan nokta, kar bileşenlerinin zaman içinde nasıl evrildiği ve TES'in bu yapı üzerindeki etkisidir.

2026'ya kıyasla, emeklilik teknik karındaki artış TES'in katkısının hızlanarak güçlendiğini net biçimde ortaya koyuyor. Baz senaryoda, emeklilik segmenti 2026'da 1,1 milyar TL'den 2027'de 2,3 milyar TL'ye yükseliyor. Bu artışın bir kısmı BES'in doğal büyümesinden kaynaklansa da, en sağlıklı karşılaştırma TES hariç değerlemeye bakıldığında elde ediliyor: TES olmaması durumunda, emeklilik segmenti 2027'de yalnızca 1,7 milyar TL seviyesine ulaşacaktı.

2,3 milyar TL ile 1,7 milyar TL arasındaki fark (yaklaşık 600 milyon TL), tamamen TES'in saf etkisini temsil ediyor ve fon büyüklüğü tabanı bileşik şekilde büyüdükçe TES'in ne kadar yapısal bir dönüştürücü haline geldiğini açıkça gösteriyor.

TES'in net kar üzerindeki etkisi bir yıl içinde 600 milyon TL seviyesine ulaşsa da, bu tutar sistemin yalnızca ilk ve ikinci yılı arasındaki farkı yansıtır. Fon büyüklüğünün zaman içinde bileşik şekilde büyümesiyle birlikte bu etkinin giderek artmasını bekliyoruz.

Örneğin, modelimize göre, 2030 yılında TES'in dahil edildiği baz senaryoda emeklilik segmenti teknik karı 9,7 milyar TL seviyesine ulaşırken, TES'in olmadığı ve yalnızca BES + OKS yapısının korunduğu senaryoda teknik kar 4,5 milyar TL ile sınırlı kalıyor.

Bu çerçevede, TES'in katkısıyla emeklilik segmenti teknik karının 2030 itibarıyla yaklaşık iki katına çıkacağını öngörüyoruz.

Şekil 18: ANHYT 2027T—TES

2027T	TES'siz	Baz	İyimser	Kötümser
Vergi Öncesi Kar (mn TL)	14,282	14,914	15,316	14,373
Emeklilik Segmenti	1,680	2,313	2,714	1,772
Hayat Segmenti	4,693	4,693	4,693	4,693
Yatırım Gelirleri	7,908	7,908	7,908	7,908
Net Kar	10,711	11,186	11,487	10,780
Temettü (2027)	6,427	6,712	6,892	6,468
Temettü Dağıtım Oranı	60%	60%	60%	60%
Temettü İskonto Hedef Fiyat	191.7	249.9	287.1	212.8
Artık Getiri Hedef Fiyat	182.7	260.4	310.6	211.4
Blended Hedef Fiyat	187.2	255.1	298.9	212.1
Mevcut Hisse Fiyatı	105.5	105.5	105.5	105.5
Yükselme Potansiyeli	77%	142%	183%	101%
Hisse başına Kar Büyümesi	33.8%	39.6%	42.7%	35.1%
Özkaynak Karlılığı	50.4%	52.0%	53.0%	50.7%
F/K	4.24	4.06	3.95	4.21
PD/DD	1.85	1.81	1.79	1.84
Temettü Verimi	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%

Kaynak: İş Yatırım

Analist Görüşü: Bu bölümdeki temel amacımız, TES'in Türkiye emeklilik sektörünü ne ölçüde yeniden şekillendirebileceğini sayısal olarak ortaya koymak. Sektör genelinde fon büyüklüğünün olağanüstü bir hızla artmasını bekliyoruz; bu büyümeden Anadolu Hayat ve AgeSA gibi lider hayat ve emeklilik şirketleri ana fayda sağlayıcılar olacaktır.

Baz TES senaryosunda, hedef fiyatımız TES hariç 187,2 TL/hisse seviyesinden 255,1 TL/hisse seviyesine yükseliyor; bu da yukarı potansiyelin %77'den %142'ye çıkması anlamına geliyor. Her ne kadar bir kötümser senaryo da sunuyor olsak da, TES'e ilişkin varsayımlarımızın zaten muhafazakar olduğunu özellikle vurgulamak isteriz. Yapısal olarak TES, yüksek yukarı yönlü potansiyel ve sınırlı uzun vadeli aşağı yönlü risk barındırıyor.

Bununla birlikte, Anadolu Hayat için verdiğimiz AL tavsiyesinin TES'e bağlı olmadığını açıkça belirtmek isteriz. TES, sektör için oyun değiştirici bir yapısal katalizör olmakla birlikte, TES olmaksızın da Anadolu Hayat; hayat sigortası ve emeklilikte lider konumu, güçlü uzun vadeli büyüme hikayesi, sağlam karlılığı ve görece düşük betası ile sektörün en güçlü oyuncularından biri konumunda.

Bu bölümde TES'i sayısal ve analitik bir çerçevede anlatmayı hedefledik. Sistemle ilgili pek çok detay henüz netleşmediği için, mümkün olan en makul ve muhafazakar varsayımları kullanarak bir analiz oluşturduk.

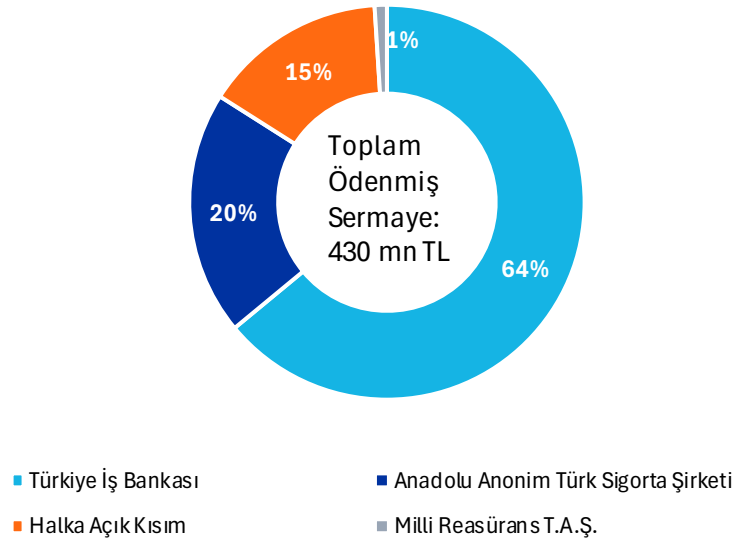
Şirket Profili

Anadolu Hayat ve Emeklilik, 1990 yılında Türkiye'nin ilk hayat sigortası şirketi olarak kurulmuş olup, hayat sigortası ve bireysel emeklilik segmentlerinde sektörün önde gelen oyuncularından biridir. Şirket; İstanbul'daki genel merkezi, İstanbul, Ankara, Adana, Bursa, İzmir, Kocaeli, Antalya, Trabzon ve Diyarbakır'daki bölge satış ofisleri, Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'ndeki şubesi, doğrudan satış ekibi, 400'ün üzerinde acentesi ve İş Bankası ile Türk Bankası'nın geniş şube ağlarını kapsayan çok kanallı bir dağıtım yapısı üzerinden faaliyet göstermektedir.

Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin bir iştiraki olan Anadolu Hayat'ın payları, ANHYT kodu ile Borsa İstanbul'da işlem görüyor. Şirket aynı zamanda BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne dahil edilen sektördeki ilk sigorta ve emeklilik şirkettir; bu durum, sürdürülebilirlik odaklı uygulamalardaki liderliğini ve ESG ilkeleriyle uyumlu uzun vadeli değer yaratma taahhüdünü ortaya koymaktadır.

Anadolu Hayat'ın ödenmiş sermayesi 430 milyon TL'dir. En büyük pay sahibi %64 oranıyla Türkiye İş Bankası olup, onu %20 pay ile Anadolu Sigorta takip etmektedir. Yaklaşık %17'lik pay serbest dolaşımdadır. Ayrıca, Milli Reasürans A.Ş. şirketin %1 hissesine sahiptir. İş Bankası'nın 21.02.2023 itibarıyla serbest dolaşımdan %1,92 oranında hisse alımı sonrasında güncel serbest dolaşım oranı yaklaşık %15 seviyesindedir. Anadolu Hayat ayrıca İş Portföy Yönetimi A.Ş.'de %20 oranında iştirak payına sahiptir.

Şekil 19: Ortaklık Yapısı (%)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Faaliyet Profili. Anadolu Hayat, bireylerin tasarruf, yatırım ve korunma ihtiyaçlarına yönelik geniş bir ürün yelpazesi sunuyor. Şirketin ürün ve hizmet portföyü şu alanları kapsıyor:

- **Bireysel Emeklilik (BES):** Bireysel ve grup emeklilik planları için geniş fon çeşitliliği ve danışmanlık hizmetleri.
- **Otomatik Katılım (OKS):** Çalışanların işverenleri aracılığıyla sisteme otomatik olarak dahil edildiği, ancak iki aylık cayma süresi içinde cezai yaptırım olmadan çıkış hakkını koruduğu emeklilik yapısı.
- **Hayat ve Ferdi Kaza Sigortası:** Bireyleri ve aileleri beklenmedik risklere karşı korumaya yönelik ürünler.

2024 yıl sonu itibarıyla Anadolu Hayat'ın yönettiği bireysel emeklilik fon büyüklüğü 203,6 milyar TL'ye ulaşarak yıllık %60 artış kaydetti ve şirket %18 pazar payı ile özel sektör oyuncularında ikinci sırada yer alıyor. Hayat sigortacılığı tarafında ise şirket 2024 yılında 12,4 milyar TL prim üretti; yıllık bazda %76 büyümeye ile %13 pazar payına sahip.

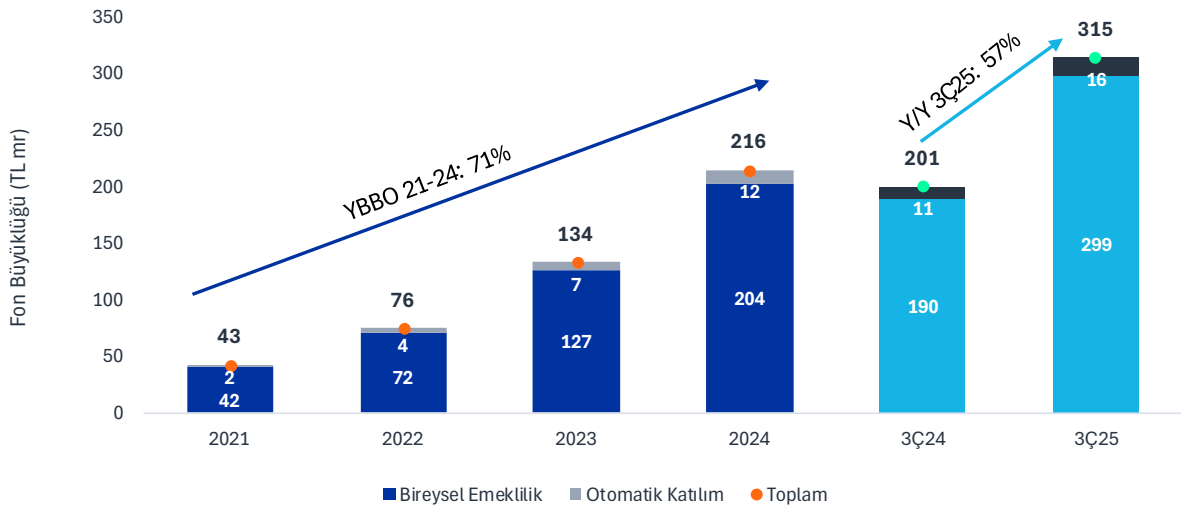
Anadolu Hayat

Dağıtım Ağı ve Dijitalleşme. Anadolu Hayat, Türkiye'nin en geniş doğrudan satış ekiplerinden birini yönetiyor; buna ek olarak güçlü İşbankası bankasürans iş birliği ile birlikte acente, telesatış, mobil ve kurumsal kanallar tarafından desteklenen çok kanallı bir dağıtım yapısına sahip. Şirket, dijital dönüşüm ve müşteri deneyimine büyük önem veriyor; operasyonel verimliliği ve etkileşimi artırmak amacıyla yapay zeka tabanlı araçlar, veri analitiği ve gelişmiş dijital platformlardan yararlanıyor. Teknoloji, sürdürülebilirlik ve sosyal sorumluluğa verdiği önem, ulusal ve uluslararası birçok ödülle de teyit edilmiş durumda.

Finansal Performans & Büyüme. SFRS finansallarına göre Anadolu Hayat 2024 yılında 4,1 milyar TL net kar elde etti ve yıllık bazda %47 büyüme kaydetti. Şirket, hem bireysel emeklilik fon büyüklüğünde hem de hayat sigortası prim üretiminde, demografik avantajlar, destekleyici regülasyonlar ve geniş ürün yelpazesinin etkisiyle enflasyonun oldukça üzerinde bir büyüme ivmesi yakalamaya devam ediyor.

Fon Büyüklüğü. Anadolu Hayat'ın bireysel emeklilik fon büyüklüğü 2021–2024 döneminde yıllık bileşik %71 büyüdü; aynı dönemde enflasyonun yıllık bileşik %58 artmış olduğu düşünüldüğünde, reel büyüme kabiliyeti oldukça dikkat çekiyor. 3Ç25'te fon büyüklüğü yıllık %57 artarak yine aynı dönemin %35'lik enflasyonunun belirgin şekilde üzerinde gerçekleşti. Bu güçlü reel büyüme trendi, Anadolu Hayat'ın Türkiye bireysel emeklilik pazarındaki konumunu daha da pekiştiriyor. 3Ç25 itibarıyla toplam fon büyüklüğü 315 milyar TL'ye ulaşmış durumda.

Şekil 20: Anadolu Hayat Fon Büyüklüğü

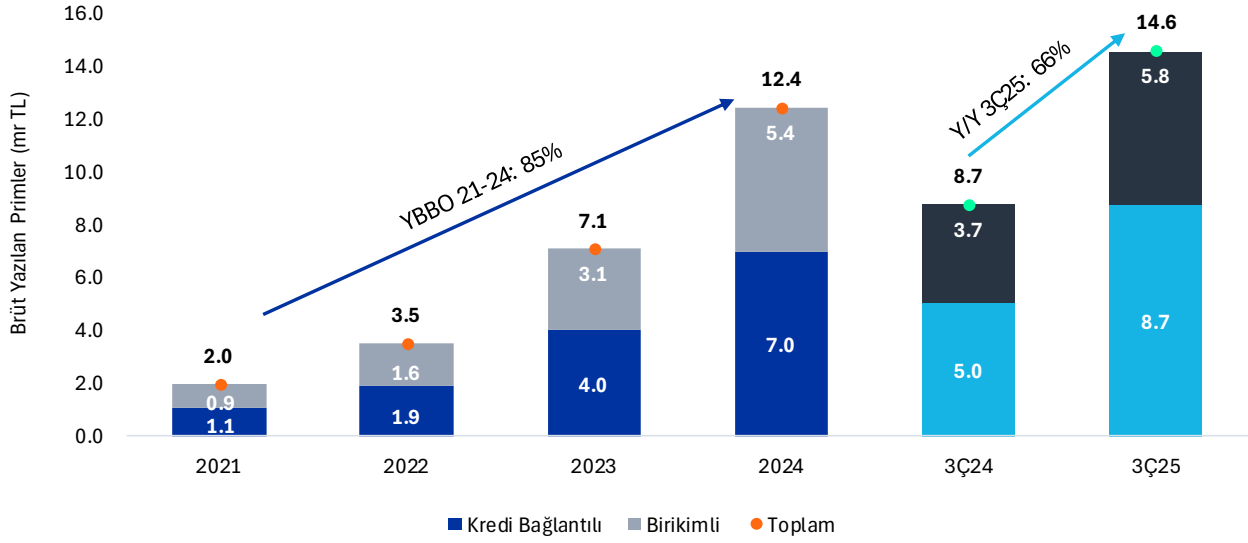


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Hayat Sigortası Prim Büyümesi. 2021–2024 döneminde Anadolu Hayat'ın brüt prim üretimi (kredi bağlantılı ve kredi dışı ürünlerin toplamı) yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) bazında %85 artış kaydetti ve aynı dönemdeki %58'lik enflasyon YBBO'sunu belirgin şekilde aşarak şirketin güçlü ve sürdürülebilir reel büyüme yaratma kapasitesini ortaya koydu. 3Ç25'te brüt prim üretimi yıllık %66 yükseldi ve yine dönemin %35'lik enflasyonunun üzerinde gerçekleşerek şirketin güçlü reel büyüme ivmesini destekledi.

Kredi bağlantılı ve bağlantısız segmentlerde toplam prim üretimi 3Ç25 itibarıyla 14,6 milyar TL'ye ulaştı; bu rakam, 2025 yıl sonu için öngördüğümüz 19,7 milyar TL projeksiyonu ile büyük ölçüde uyumlu. Bu istikrarlı performans, Anadolu Hayat'ın yıl sonu hedeflerini yakalama konusunda güçlü bir pozisyonda olduğunu gösteriyor.

Şekil 21: Anadolu Hayat Brüt Yazılan Primler

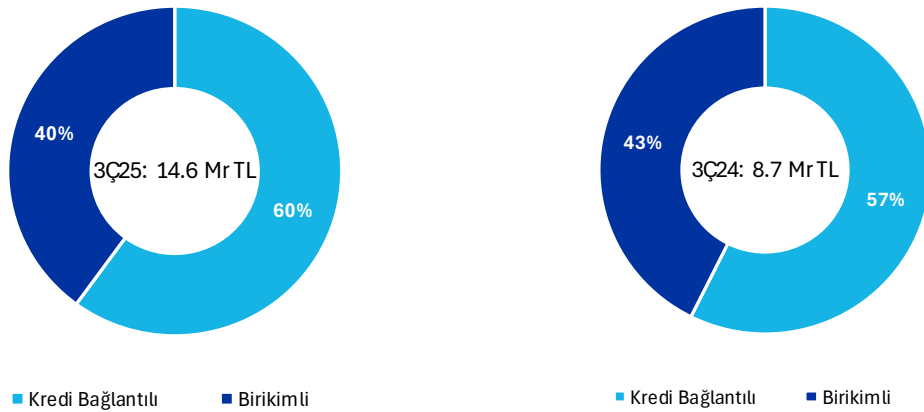


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Çeyreklik Prim Üretimi. Anadolu Hayat, 2Ç25'te 4,6 milyar TL brüt prim üretimi kaydetmiş, 3Ç25'te ise bu rakam 5,6 milyar TL'ye ulaşmıştır. Böylece yılbaşından itibaren toplam prim üretimi 14,6 milyar TL seviyesine gelmiştir. Kredi bağlantılı hayat sigortalarının toplam prim üretimi içindeki payı 3Ç24'teki %57 seviyesinden 3Ç25'te %60'a yükselmiş, bu da hem kredi segmentinin artan ağırlığını hem de bankasürans kanalının daha etkin kullanıldığını göstermektedir. Çeyreklik büyüme de güçlü seyrini korumuş olup, şirketin operasyonel ivmesinin sağlamlığını teyit etmektedir.

İleriye dönük olarak, devam eden faiz indirim döngüsünün kredi talebini desteklemesini ve bunun da kredi bağlantılı prim üretimini daha da hızlandırmasını beklediğimiz için, bu segmentin gücünü koruyacağı öngörülmektedir.

Şekil 22: Hayat Sigorta Kırılımı

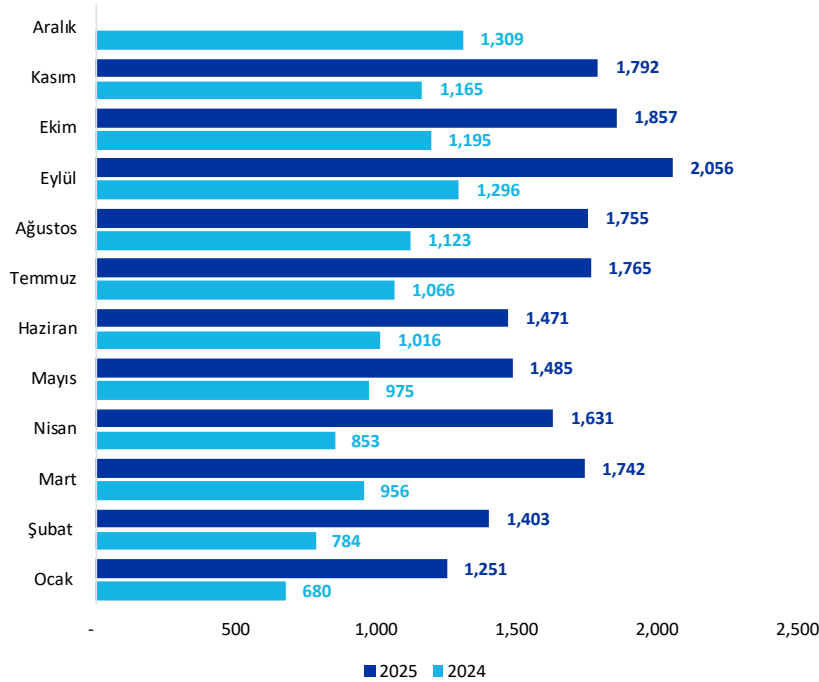
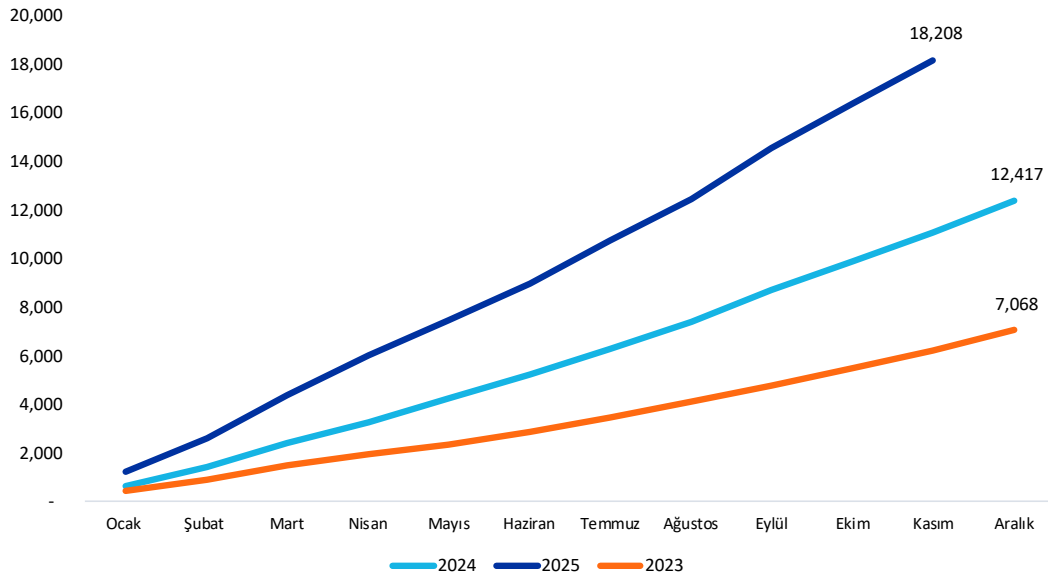


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Aylık ve Kümülatif Prim Eğilimleri. Anadolu Hayat'ın 2025 performansının en dikkat çekici yönlerinden biri, aylık brüt prim üretimindeki istikrarlı güçlülüktür. 2023–2024 döneminde yıllık büyüme oranları bir miktar yavaşlamış olsa da, enflasyonun oldukça üzerinde gerçekleşen reel prim artışı 2025 yılında da belirgin şekilde devam etmektedir.

Kümülatif bazda bakıldığında, brüt prim üretimi Kasım 2025 itibarıyla yıllık bazda %64 artış göstermiş ve 18,2 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Sadece Kasım ayında ise şirket 1,8 milyar TL brüt prim üretmiş, bu da yıllık bazda güçlü bir %54 artışa işaret etmektedir. Bu görünüm, Anadolu Hayat'ın hem aylık üretimde hem de yılbaşından bugüne performansta güçlü ivmesini koruduğunu açıkça ortaya koymaktadır.

Şekil 23: Brüt Yazılan Primler, Aylık ve Kümülatif Trendi

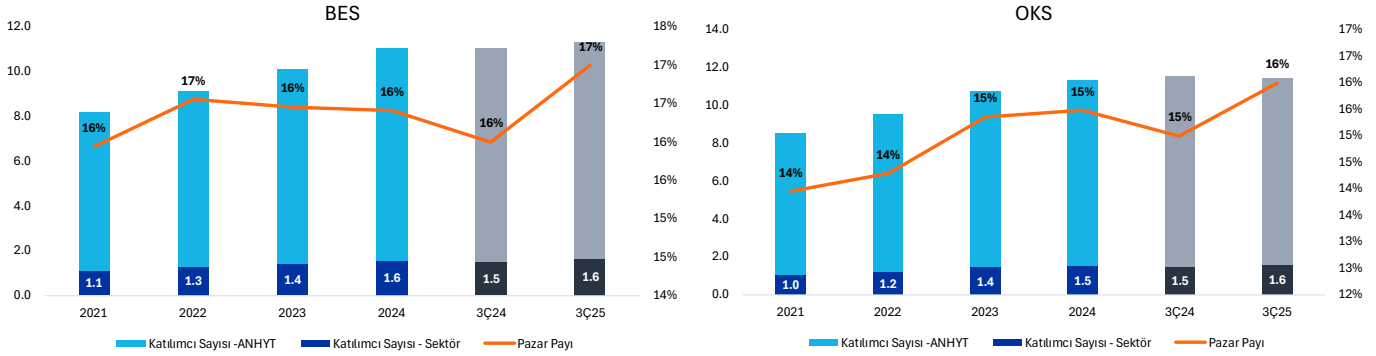


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Bireysel Emeklilik ve OKS Katılımcı Sayısı. Bireysel emeklilik sistemine katılım yıllar içinde istikrarlı bir artış göstermeye devam etmektedir. Anadolu Hayat'ın müşteri sayısı 2021 yılında 1,1 milyon iken 3Ç25 itibarıyla 1,6 milyon seviyesine ulaşmış ve şirket bu dönemde %16–17 bandında bir pazar payını korumuştur.

OKS segmentinde ise katılımcı sayısı 2021–2024 döneminde yıllık ortalama %10 YBBO ile büyümüştür. Anadolu Hayat aynı dönemde OKS müşteri tabanını 1,0 milyondan 1,6 milyona yükseltmiş ve yaklaşık %15–16 seviyelerinde istikrarlı bir pazar payı elde etmiştir.

Şekil 24: BES ve OKS Katılımcı Sayısı

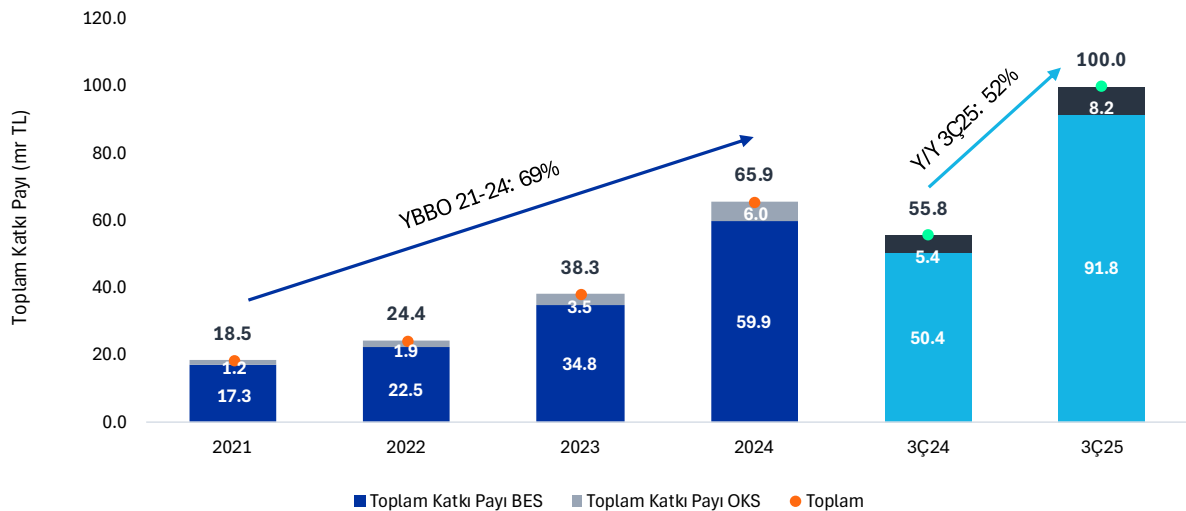


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

2024 yıl sonu itibarıyla Anadolu Hayat, OKS toplam müşteri sayısının yaklaşık %15'ini oluşturmaktadır. Bu güçlü konum, Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi'ne (TES) geçiş süreci öncesinde stratejik açıdan büyük önem taşımaktadır. Sistem yürürlüğe girdiğinde mevcut OKS katılımcıları otomatik olarak TES'e aktarılacaktır. Dolayısıyla, Anadolu Hayat'ın OKS tarafındaki güçlü pazar payı, yeni sistemde anlamlı bir karlılık potansiyeline dönüşebilir. Geçmişte çok belirleyici bir metrik olmasa da, TES'e geçişle birlikte OKS müşteri tabanının önemi belirgin şekilde artacak ve şirket için daha kritik bir avantaj haline gelecektir.

Toplam Katkı Payı – Bireysel Emeklilik ve OKS. Toplam katkı paylarının %90'ından fazlası halen gönüllü BES sisteminden gelmeye devam ediyor; OKS'nin payı ise toplam fon büyüklüğündeki ağırlığına paralel şekilde görece sınırlı kalıyor. Toplam katkı payları 2021–2024 döneminde %69 YBBO ile büyüyerek aynı dönemdeki %58'lik enflasyon YBBO'sunun belirgin şekilde üzerinde gerçekleşti. 3Ç25 itibarıyla katkı payları yıllık bazda %52 arttı ve 100 milyar TL seviyesine ulaştı; bu da sistemin güçlü temel büyüme dinamiklerini bir kez daha teyit ediyor.

Şekil 25: Toplam Katkı Payı BES ve OKS



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Vergi Öncesi Kar (VÖK) Kırılımı

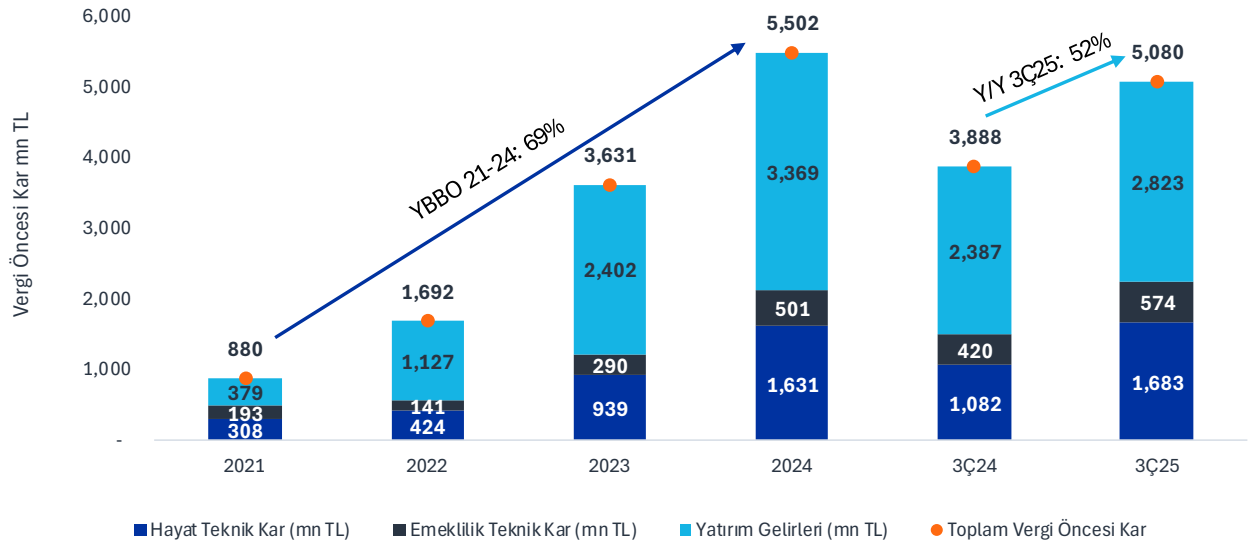
2021–2024 döneminde Anadolu Hayat’ın vergi öncesi karı (BES, hayat ve yatırım gelirleri toplamı) %69 YBBO ile büyüyerek 2024 sonunda 5,5 milyar TL seviyesine ulaştı. 3Ç25 itibarıyla VÖK 5,1 milyar TL olarak gerçekleşti; yıllık bazda %52 artış ile enflasyonun oldukça üzerinde seyretti. Karşılaştırma açısından, 2021–2024 dönemindeki enflasyon YBBO’su %58, 3Ç25 yıllık enflasyonu ise %33 oldu; bu da şirketin reel kar yaratma kapasitesinin istikrarlı şekilde devam ettiğini gösteriyor.

2021 yılında toplam VÖK’ün %43’ünü yatırım gelirleri oluşturuyordu ve takip eden yıllarda da ana karlılık kalemi olmaya devam etti; 3Ç25 itibarıyla payı %56’ya yükseldi. VÖK’e en büyük ikinci katkı hayat teknik karı olup toplamın yaklaşık %33’ünü oluşturuyor. BES teknik karı ise özellikle IFRS 15 ve IFRS 17’nin uygulanmamasından kaynaklanan SFRS muhasebe etkileri nedeniyle en düşük katkısı yapmaya devam ediyor.

Önümüzdeki döneme ilişkin beklentilerimiz, Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES) devreye girdikçe BES segmentinin VÖK içindeki payının anlamlı şekilde artacağı yönünde. Projeksiyonlarımıza göre BES teknik karı 2026 yılında toplam VÖK’ün %33’üne, 2030 yılında ise yaklaşık %50’sine ulaşarak dönem sonunda ana kar kalemi haline gelecek.

Baz senaryomuzda (TES etkisinin dahil edilmediği değerlemede) BES segmentinin VÖK içindeki payı yine artıyor ancak TES’li senaryoya kıyasla çok daha yavaş. Bu varsayımlara göre BES teknik karının toplam VÖK’e %50 katkı yapması ancak 2035 yılında mümkün oluyor.

Şekil 26: Vergi Öncesi Kar Kırılımı

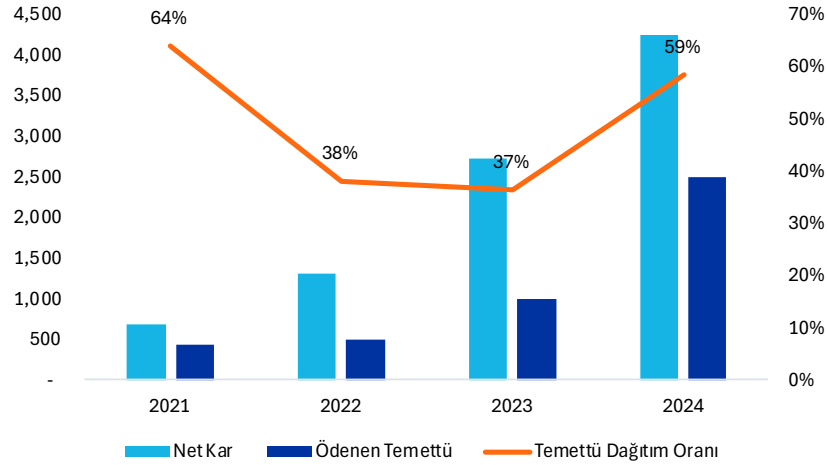


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Net Kar ve Ödenen Temettü

Anadolu Hayat'ın net karı 2021–2024 döneminde %84 YBBO ile büyüyerek 2024 sonunda 4,2 milyar TL seviyesine ulaştı. 3Ç25 itibarıyla net kar 3,8 milyar TL oldu ve 2025 yılının yaklaşık 5,4 milyar TL net kar ile kapanması bekleniyor. Bu dönemde şirket güçlü bir temettü dağıtım politikasını da sürdürdü. 2024 yılında temettü ödeme oranı yaklaşık %59 seviyesindeydi ve 2021–2024 döneminde temettü ödemeleri %78 YBBO ile arttı. Yönetim, önümüzdeki yıllarda asgari %60 temettü ödeme oranını koruma niyetinde olduğunu belirtiyor.

Şekil 27: Net Kar ve Ödenen Temettü

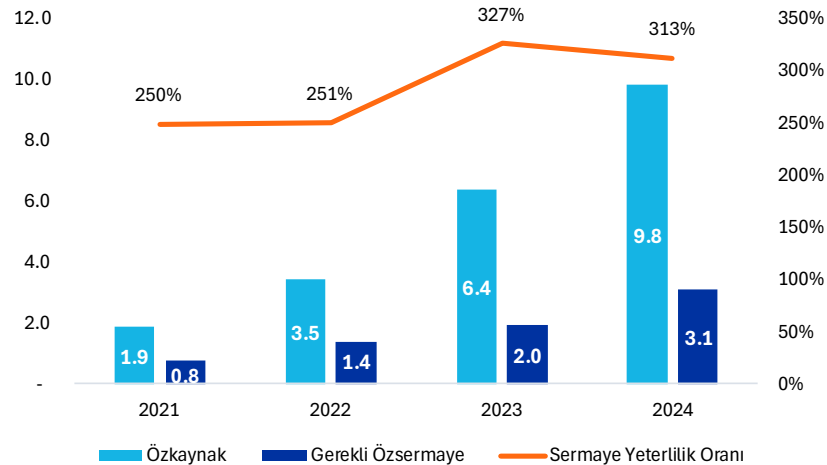


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Özkaynaklar ve Sermaye Yeterlilik Oranı

Anadolu Hayat'ın toplam özkaynakları 2021 yılında 1,9 milyar TL seviyesindeyken 2024 yıl sonu itibarıyla 9,8 milyar TL'ye yükseldi; bu da aynı dönem için enflasyon YBBO'sunun oldukça üzerinde, %73 YBBO'ya karşılık geliyor. Sermaye yeterlilik oranları sigortacılıkta bankacılığa kıyasla daha az kritik olmakla birlikte, şirket bilançosunda ihtiyatlı bir duruş sergilemeye devam ediyor. Dönem içinde SYR en düşük %251 seviyesine gerilerken, 2024 yılını %313 gibi güçlü bir seviyede tamamladı.

Şekil 28: Özkaynak ve Sermaye Yeterlilik Oranı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

IFRS ve SFRS Muhasebe Farkları

Türkiye’de sigorta şirketleri finansal tablolarını, Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDĐK) tarafından belirlenen muhasebe çerçevesi olan SFRS’ye göre hazırlamaktadır. SFRS, genel olarak IFRS ile uyumlu olmakla birlikte, iki kritik alanda önemli farklılıklar bulunmaktadır. Bu ayrışmalar Anadolu Hayat’ın karlılığının raporlanma biçimi üzerinde anlamlı etkilere sahiptir:

Emeklilik Sözleşmelerine İlişkin Giderlerin Muhasebeleştirilmesi (IFRS-15 ve SFRS): SFRS kapsamında, yeni emeklilik sözleşmeleri için ödenen komisyonlar—büyük ölçüde Anadolu Hayat’ın İşbank ile yürüttüğü bankasürans iş birliği kapsamında oluşan maliyetler—sözleşmenin kurulduğu yıl tamamıyla giderleştirilir. IFRS 15’e göre ise bu maliyetler aktifleştirilmeli ve sözleşmenin ekonomik ömrü boyunca eşit şekilde amorti edilmelidir. Anadolu Hayat her yıl düzenli olarak yeni katılımcı kazandığından, SFRS’nin önden yüklemeli gider yaklaşımı raporlanan emeklilik teknik karını yapay olarak baskılamaktadır. IFRS 15 altında ise bu giderler yıllara yayılacağı için karlılık daha dengeli ve gerçek performansı yansıtır hale gelir. IFRS 15’in uygulanmasıyla birlikte, daha yüksek düzeyde gider erteleme yapılabilmesinin, mevcut muhasebe uygulamalarının teknik kâr üzerindeki baskısını önemli ölçüde azaltacağını düşünüyoruz.

Faaliyet Giderlerinin Dağılımı (IFRS-17 ve SFRS): IFRS 17, genel yönetim giderlerinin farklı iş kolları arasında nasıl dağıtılması gerektiğini tanımlar. Anadolu Hayat, farklı iş kollarından gelir üretmektedir ve IFRS 17’ye geçişle birlikte, SFRS-4 çerçevesine kıyasla faaliyet giderlerinin iş kolları arasında farklı şekilde dağıtılmasını bekliyoruz. Bu değişimin, gider dağılımının daha dengeli bir yapıya kavuşmasını sağlayacağı öngörülmektedir.

Genel etki: İleriye dönük tahminlerimizde henüz tam IFRS raporlaması bulunmadığından SFRS verilerini esas aldık. Bununla birlikte komisyon giderlerinin dönemsellik farkı nedeniyle IFRS 15 etkisinin IFRS 17’deki gider dağıtım etkisine kıyasla çok daha yapısal ve belirgin olduğunu vurgulamak gerekir.

Analist Görüşü

SFRS bazlı finansalların, Anadolu Hayat’ın emeklilik operasyonlarındaki gerçek karlılığı anlamlı ölçüde olduğundan düşük gösterdiğini düşünüyoruz. Şirketin uzun vadeli sözleşme yapısı, düzenli katılımcı artışı ve ölçek ekonomileri dikkate alındığında, emeklilik segmenti yapısal olarak güçlü bir karlılık üretme kapasitesine sahiptir. IFRS’e geçiş, bu gerçek performansın finansallara çok daha doğru ve net yansımaya olanak sağlayacaktır.

Önümüzdeki dönemde Türkiye’de IFRS 15 ve IFRS 17 uygulamalarının devreye girmesini bekliyoruz, ancak resmi bir takvim henüz açıklanmış değil. IFRS altında net karın SFRS’e göre daha yüksek görünmesini bekliyoruz. IFRS 15 ile birlikte edinim maliyetlerinin (ilk yıl tek seferde gider yazmak yerine sözleşme ömrüne yayılması) düzenlemesi, SFRS’de görülen tek seferlik olumsuzlukları ortadan kaldıracaktır. Bu nedenle, IFRS uygulaması altında hem teknik kar hem de net kar SFRS’e göre daha güçlü bir şekilde ortaya çıkacaktır.

Emeklilik—Dünya

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

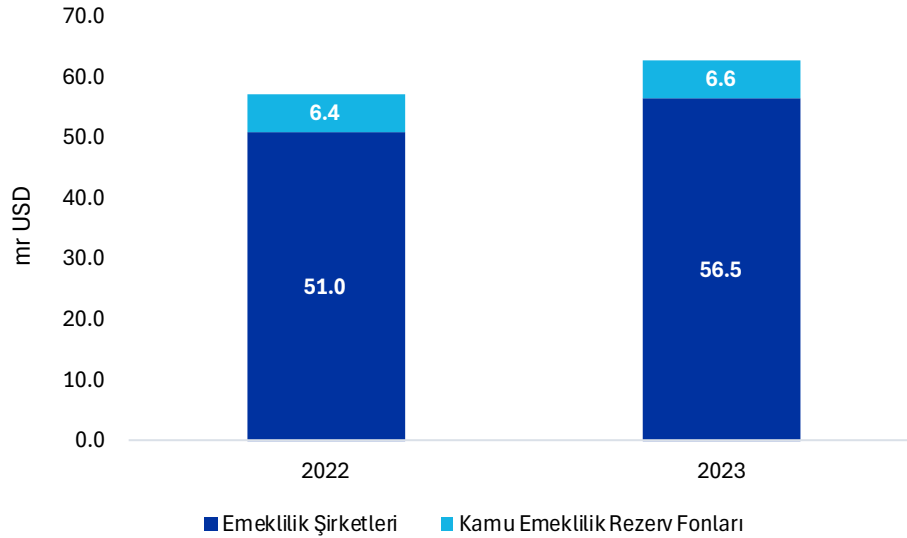
OECD'nin Pension Markets in Focus 2024 raporuna göre, OECD ülkelerindeki emeklilik varlıkları 2023 yılında nominal olarak % 10 büyüyerek yıl sonunda 63,1 trilyon ABD dolarına ulaştı. Bu artışın temel belirleyicileri, özellikle küresel hisse senetlerindeki toparlanmanın desteklediği olumlu piyasa performansı ile katılımcılardan gelen net fon girişlerinin devam etmesi oldu. Ancak kayda değer bu toparlanmaya rağmen, OECD bölgesindeki toplam emeklilik varlıkları halen 2021 zirvesinin yaklaşık %5 altında; zira 2022 yılında artan faiz oranları ve gerileyen hisse senedi değerlemeleri nedeniyle yaşanan sert yatırım kayıpları, ABD ve bazı Avrupa ülkeleri gibi büyük piyasalarda henüz tam anlamıyla telafi edilmedi.

2023'te görülen bu iyileşme, emeklilik varlık birikimindeki uzun vadeli yukarı yönlü trende uyumlu bir görünüm sunuyor. Son yirmi yılda OECD emeklilik varlıkları üç kattan fazla artış gösterdi. Bu büyümenin arkasında, olumlu yatırım getirileri ile emeklilik kapsamını artırmayı, tasarruf oranlarını yükseltmeyi ve sistemlerin finansal sürdürülebilirliğini güçlendirmeyi amaçlayan politika uygulamaları yer alıyor.

Tanımlanmış fayda (DB) planlarından tanımlanmış katkı (DC) planlarına geçiş de yıl boyunca devam etti. ABD ve Birleşik Krallık gibi ülkelerde DB planlarının fonlama oranları rekor seviyelere yükselmiş olsa da birçok işveren bu dönemi DB planlarını küçültmek veya kapatmak için fırsat olarak değerlendirdi ve uzun vadeli yükümlülük riskini azalttı. Bu gelişme, emeklilik sistemlerinin daha esnek ve bireysel katkıya dayalı modellere doğru yapısal dönüşümünü pekiştiriyor.

2023'teki varlık büyümesi hem özel emeklilik şirketlerinde hem de kamu emeklilik rezerv fonlarında gözlemlendi; ancak artışın büyük bölümü özel emeklilik sağlayıcılarının yönettiği fonlardan geldi.

Şekil 29: OECD Ülkelerinin Emeklilik Varlık Büyümesi



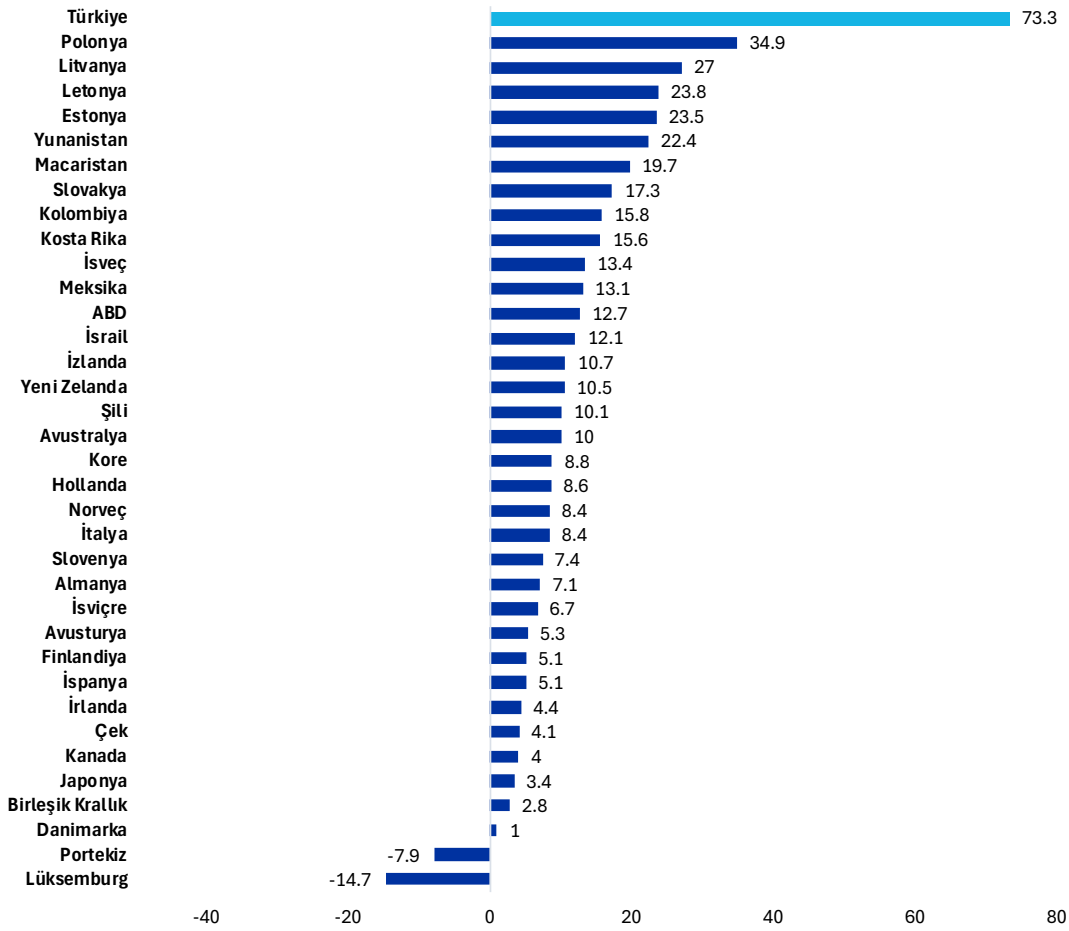
Kaynak: OECD, İş Yatırım

Emeklilik varlıklarındaki küresel büyüme ve DB'den DC sistemlerine hızlanan geçiş, Anadolu Hayat gibi şirketler için uzun vadeli olumlu bir görünümü destekliyor. Bu eğilim özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan emeklilik piyasaları açısından önem taşıyor; zira bireysel emeklilik katılımı ve gönüllü uzun vadeli tasarruf eğilimi giderek daha fazla ivme kazanıyor.

Aşağıdaki grafik, OECD ülkelerinde emeklilik fonu yöneticileri tarafından yönetilen varlıkların 2023 yılındaki yıllık bazda büyümesini göstermektedir. OECD üyelerinin neredeyse tamamında emeklilik varlıkları yıl içinde artış kaydederken, Lüksemburg ve Portekiz bu eğilimin dışında kalmıştır. Bu iki ülkede gözlenen gerileme, bazı emeklilik planlarının kapatılması ve buna bağlı olarak varlıkların sistem dışına taşınmasıyla kısmen açıklanmaktadır.

Nominal değerler ve yerel para birimleri baz alındığında, Türkiye tüm OECD ülkeleri arasında en güçlü büyümeyi kaydederek emeklilik varlıklarını %73,3 oranında artırmıştır. Bu performans, Polonya (%34,9) ve Litvanya (%27,0) gibi diğer yüksek büyüme gösteren ülkelerin de belirgin şekilde önünde yer almaktadır.

Şekil 30: OECD Ülkelerinin Emeklilik Büyümesi—2023



Kaynak: OECD, İş Yatırım

Emeklilik fonu yöneticilerinin yönettiği varlıkların büyüklüğü ülkeler arasında önemli farklılıklar göstermektedir. En büyük varlık havuzları, katılımın zorunlu veya yarı zorunlu olduğu piyasalarda yoğunlaşmaktadır. Buna karşın, katılımın gönüllü olduğu veya özel emeklilik sistemlerinin daha yakın dönemde geliştiği ülkelerde varlık büyüklükleri daha sınırlı kalmaktadır — ancak Amerika Birleşik Devletleri bu eğilimin önemli bir istisnasıdır. ABD’de uzun yıllara yayılan düzenli tasarruf birikimi, emeklilik fonu yöneticilerinin yaklaşık 39 trilyon ABD doları tutarında varlık toplamalarını sağlamış olup, bu rakam OECD genelindeki toplam emeklilik fonu varlıklarının yaklaşık %70’ine karşılık gelmektedir.

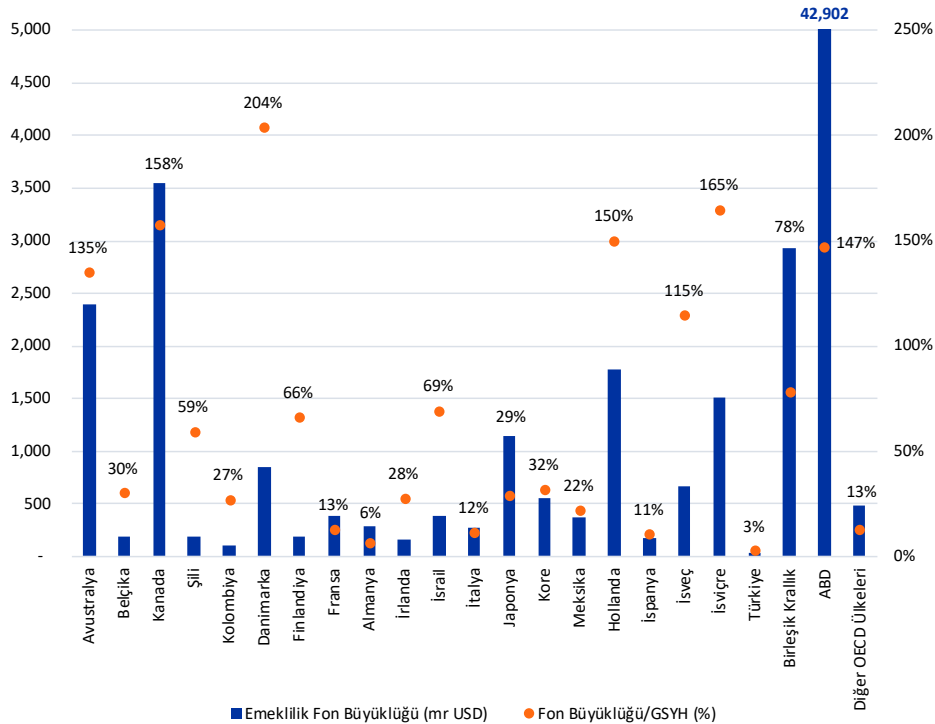
Öte yandan, özel emeklilik yapılarının gönüllü olduğu veya nispeten genç olduğu Yunanistan, Macaristan ve Türkiye gibi ülkeler varlık birikimi açısından geride kalmaya devam etmektedir. Türkiye’de emeklilik fonu varlıkları 2023 yıl sonu itibarıyla yaklaşık 25 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiş olup, GSYH’nin yaklaşık %2,8’ine denk gelmektedir.

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

2024 itibarıyla OECD ülkeleri toplamda oldukça yüksek düzeyde emeklilik fonu varlığını yönetmektedir ve Amerika Birleşik Devletleri açık ara en büyük oyuncu konumundadır. ABD'deki emeklilik fonu yöneticileri yaklaşık 42 trilyon ABD doları tutarında varlığı yönetmekte olup, bu büyüklük yalnızca dünyanın en büyük özel emeklilik piyasası olmakla kalmamakta, aynı zamanda diğer tüm OECD ülkelerinin toplamından daha büyük bir hacme işaret etmektedir. Her ne kadar Türkiye 2023 yılında OECD üyeleri arasında yıllık bazda en yüksek emeklilik varlık artışını kaydetmiş olsa da, toplam pazar büyüklüğü hem gelişmiş ülkelere hem de gelişmekte olan birçok ülkeye kıyasla halen sınırlı görünmektedir. 2024 yıl sonu itibarıyla Türkiye'deki emeklilik fonu varlıkları 35 milyar ABD doları seviyesine ulaşmış olup, bu tutar GSYH'nin yalnızca %2,8'ine denk gelmektedir. Buna karşılık Avustralya, Kanada, Danimarka, Hollanda, İsveç, İsviçre ve Amerika Birleşik Devletleri gibi ülkelerde emeklilik fonu varlıkları ulusal GSYH'nin %100'ünün üzerinde seyretmektedir.

Bu karşılaştırma, emeklilik fonu büyüklüklerinin mutlak değerlerinden ziyade GSYH'ye oranla değerlendirilmesinin önemini ortaya koymaktadır. **OECD genelinde emeklilik fonu varlıkları ortalama olarak GSYH'nin %92'sine karşılık gelmekte olup, Türkiye'nin bu anlamda ciddi bir farkı kapatma potansiyeli bulunduğunu göstermektedir — dolayısıyla bireysel emeklilik sisteminin büyüme alanı oldukça geniştir.** 2024 yıl sonu itibarıyla Türkiye emeklilik pazarının önde gelen oyuncularından biri olan Anadolu Hayat, bu düşük penetrasyonun yarattığı fırsatları değerlendirmek için güçlü bir konuma sahiptir. Emeklilik fonu varlıklarında yalnızca nominal artış değil, GSYH'ye oranla da görülecek yapısal büyüme potansiyeli, finansal okuryazarlığın artması, kayıtlı istihdamın genişlemesi ve gönüllü katkıların yükselmesi ile uzun vadeli anlamlı büyüme katalizörü oluşturuyor.

Şekil 31: OECD Ülkelerin Emeklilik Fon Büyüklüğü (USD mr) ve GYSH'e Oranı (%)—2024

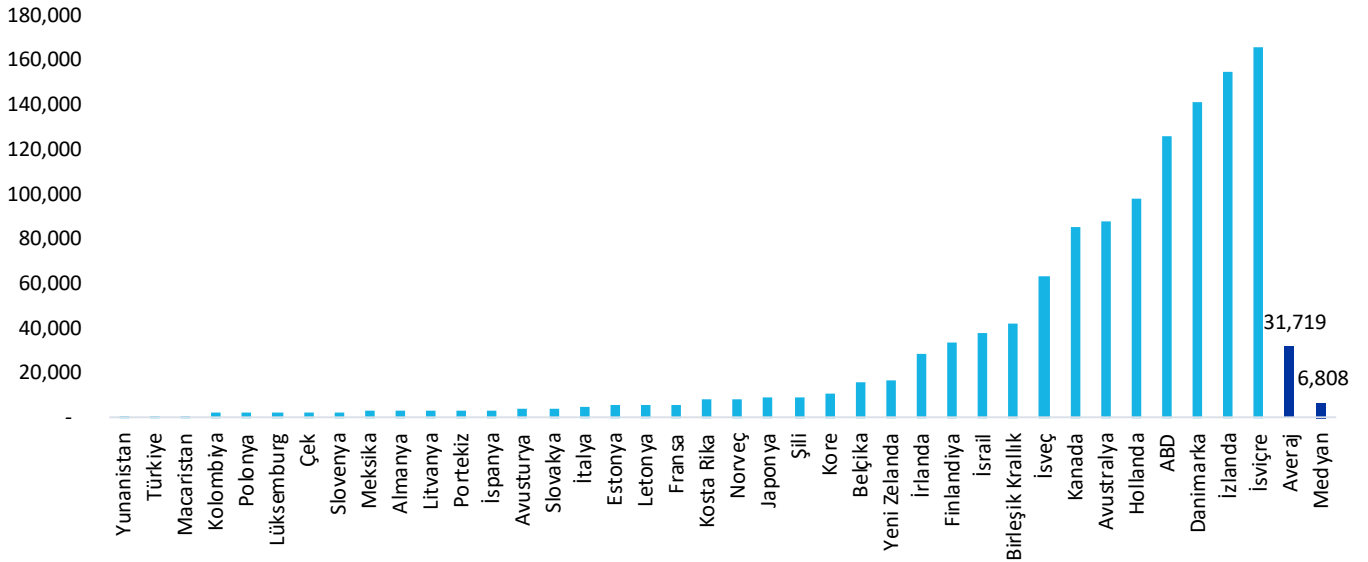


Kaynak: OECD, İş Yatırım

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

Türkiye, kişi başına düşen emeklilik fon büyüklüğü açısından OECD ülkeleri arasında sondan ikinci sırada yer almakta olup, kişi başına yalnızca 405 ABD doları seviyesindedir. Bu değer, 269 ABD doları ile son sırada bulunan Yunanistan'ın hemen üzerindedir. Karşılaştırmak gerekirse, OECD ortalaması 31.000 ABD dolarını aşarken, medyan değer kişi başına 6.000 ABD dolarının üzerindedir. Bu durum, Türkiye'nin kişi başına düşen emeklilik varlıklarının OECD ortalamasının yaklaşık 78 kat, medyanın ise 17 kat altında olduğunu göstermektedir. Aradaki bu belirgin fark, Türkiye'nin bireysel emeklilik sisteminin uzun vadede küresel standartlara kademeli olarak yakınsaması açısından kayda değer bir büyüme potansiyeline işaret etmektedir.

Şekil 32: OECD Ülkelerinde Kişi Başına Düşen Fon Büyüklüğü — 2024



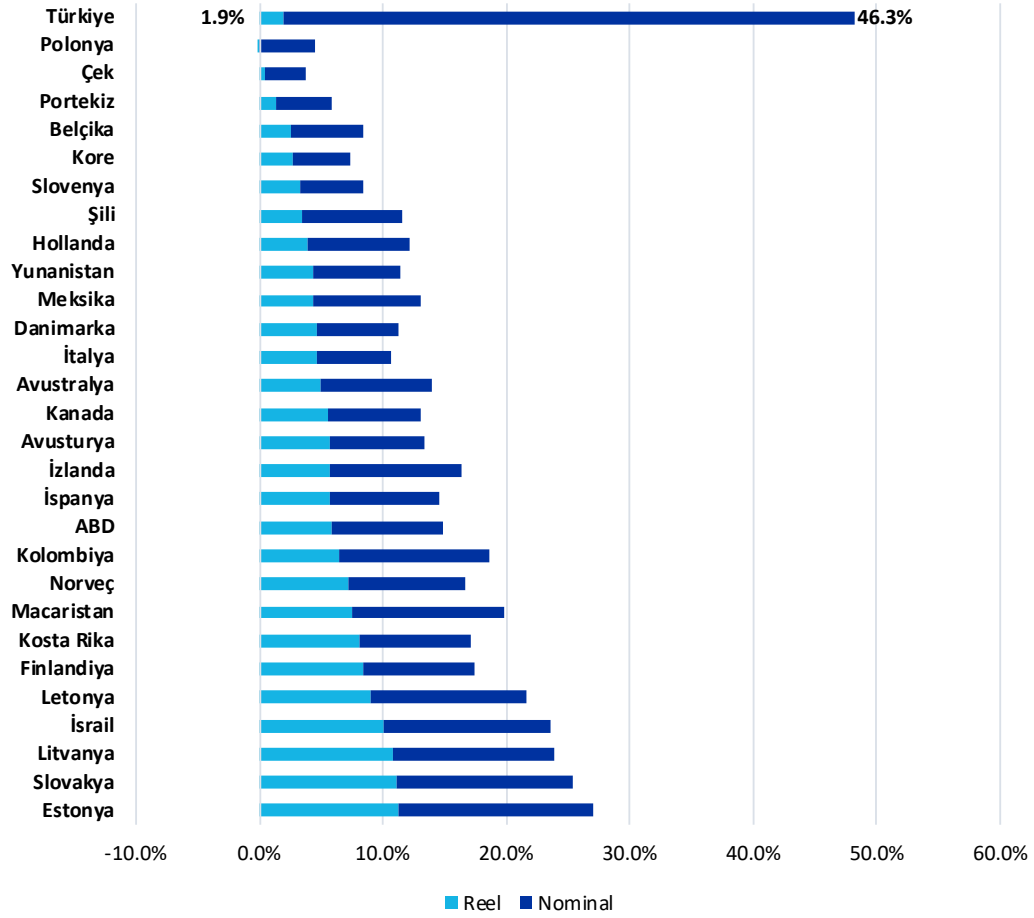
Kaynak: OECD, İş Yatırım

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, Anadolu Hayat gibi sektör liderleri için anlamlı bir büyüme potansiyeli sunuyor.

Şekil 33: Varlığa Dayalı Emeklilik Sözleşmelerinin Yatırım Getiri Oranları—2024



Kaynak: OECD, EGM, İş Yatırım

2024 yılında Türkiye’deki emeklilik fon portföyleri ağırlıklı olarak bono ve tahvillere yöneldi; bu durum, sabit getirili enstrümanlara yönelik belirgin tercihi yansıtır. Yüksek oynaklık ve kalıcı enflasyon ortamında yüksek faiz oranlarını sabitlemek rasyonel bir strateji oldu. Bu nedenle emeklilik fonları, uzun vadeli tasarruf araçları için uygun olan düşük risk profili nedeniyle sabit getirili varlıklara güçlü bir ağırlık vermeyi sürdürdü.

Her ne kadar Merkez Bankası 2025’te faiz indirimlerine başlamış olsa da, faizler hala pozitif reel getiri sağlayacak kadar yüksekti ve bu durum sabit getiriyi cazip kılmaya devam etti. Mart ayında yapılan faiz artışı —muhtemelen artan siyasi ve makroekonomik belirsizlikler nedeniyle— gevşeme döngüsünü geçici olarak durdurdu ve fonların temkinli duruşunu, düşük hisse senedi iştahını pekiştirdi.

2025’in ikinci yarısına bakıldığında, siyasi koşulların istikrara kavuşması halinde Merkez Bankası’nın kademeli faiz indirimlerine geri dönmesi bekleniyor. Bu durum emeklilik fonlarının sınırlı da olsa hisse senedi ağırlığını artırmasına alan açabilir. Yine de genel anlamda temkinli yaklaşımın süreceğini, daha anlamlı bir hisse senedi rotasyonunun ancak 2026 sonrasında mümkün olacağını öngörüyoruz.

Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi (BES)

Türkiye’de ikinci basamak emeklilik sistemi, bireylerin —çalışma durumundan bağımsız olarak— emeklilik döneminde mevcut yaşam standartlarını korumalarına yardımcı olmayı amaçlayan güvenli bir tasarruf ve yatırım mekanizması olan Bireysel Emeklilik Sistemi (BES) kapsamında yürütülmektedir. Katılımcılar düzenli katkı paylarıyla veya toplu ödemelerle sisteme dahil olur ve biriken tasarruflar, hayat ve emeklilik şirketleri tarafından yönetilen emeklilik yatırım fonlarında değerlendirilir.

Sistem içerisinde katılımcılar, risk tercihlerine göre fon dağılımlarını şekillendirebilmektedir. Daha muhafazakar yatırımcılar genellikle ağırlıklı olarak sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan defansif fonları tercih ederken, daha yüksek getiri potansiyeli arayan katılımcılar hisse senedi ağırlıklı agresif fonlara yönelmektedir. Bu iki temel yapının ötesinde, farklı risk-getiri profillerine uygun çok çeşitli fon türleri bulunmaktadır.

Bireysel Emeklilik Sistemi ayrıca altın, yabancı hisse senetleri, para piyasası fonları, Eurobond’lar ve yerli hisse senetleri gibi geniş bir yelpazeye yayılan yatırım araçlarına erişim imkanı sunarak katılımcıların emeklilik birikimlerini çoklu varlık sınıfları arasında çeşitlendirmesine olanak tanımaktadır.

Devlet Katkısı

Bireysel katkıların yanı sıra sistem, devlet katkısı mekanizması üzerinden kamu desteğinden de faydalanmaktadır. Devlet, katılımcıların yatırdığı tutarın %30’u kadar ilave katkı sağlayarak Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi’ne katılımı artırmayı amaçlamaktadır. Devlet tarafından yapılan bu katkılar ayrı bir hesapta izlenmekte ve katılımcının seçtiği risk profilini yansıtan fonlarda değerlendirilir. Örneğin, katılımcı kendi birikimlerini daha muhafazakar bir fonda tutarken, devlet katkısını daha agresif bir fonda değerlendirmeyi tercih edebilir.

Emeklilik şirketlerinin devlet katkısı bakiyeleri üzerinden tahsil edebileceği ücretler sınırlandırılmış olup, bu tutarlara uygulanan fon işletim ve yönetim gideri kesintileri Azami %0,35 ile sınırlandırılmıştır.

Önemle belirtmek gerekir ki devlet katkısı, şirketler için anlamlı bir doğrudan gelir kalemi yaratmamakta; sistemdeki katılımı teşvik etmeyi amaçlayan bir destek mekanizması olarak kurgulanmıştır.

Otomatik Katılım Sistemi (OKS)

Otomatik Katılım (OKS), 2017 yılında yürürlüğe giren ve çalışanların işverenleri aracılığıyla otomatik olarak bir bireysel emeklilik planına dahil edilmesini sağlayan bir mekanizmadır. Bu kapsamda işverenler, çalışanları adına emeklilik sözleşmelerini başlatmakta ve brüt maaşın %3’ü oranındaki yasal asgari katkı payı otomatik olarak kesilerek çalışanların bireysel emeklilik hesaplarına yönlendirilmektedir.

Çalışan katkılarının yanı sıra, devlet de yatırılan tutarın %30’u kadar ilave katkı sağlamaktadır. Ayrıca sisteme ilk kez giren katılımcılara TL 1.000 tutarında tek seferlik devlet teşviki verilmektedir. OKS’nin temel amacı, uzun vadeli tasarruf eğilimini güçlendirmek ve bireylerin emeklilik dönemine daha hazırlıklı olmasını teşvik ederek çalışma dönemine yakın bir yaşam standardının korunmasına katkı sağlamaktır.

Çalışanlar sisteme otomatik olarak dahil edilmekle birlikte, herhangi bir cezai yaptırım olmaksızın iki aylık cayma süresi içerisinde sistemden ayrılma hakkına sahiptir.

1 Ocak 2017 itibarıyla, kamu ve özel sektör ayrımı olmaksızın 45 yaş altındaki tüm çalışanlar, mevcut bir bireysel emeklilik sözleşmeleri bulunsu dahi, işverenleri tarafından otomatik olarak OKS kapsamındaki bir emeklilik planına dahil edilmektedir. 22 Ocak 2022’den itibaren ise, 45 yaş üzerindeki çalışanlar da isterlerse gönüllü olarak sisteme katılabilmektedir.

Otomatik Katılım sistemi; ABD, Birleşik Krallık, Yeni Zelanda, İtalya ve Şili gibi ülkelerde uygulanan benzer modellerle büyük ölçüde uyumludur. Bu uluslararası uygulamalara paralel olarak, Türkiye’de çalışanlar brüt maaşlarının yaklaşık %3’ünü bordro kesintisi yoluyla emeklilik şirketlerine yönlendirmektedir.

OKS’de işveren katkısı zorunlu değildir; buna karşın %30 devlet katkısı bu sistemde de geçerlidir. Geleneksel BES’te devlet katkısının üst sınırı, kişi başına yıllık brüt asgari ücretin %30’u ile sınırlıyken, OKS’de her sözleşme ayrı ayrı değerlendirildiği için çalışanlar mevcut BES sözleşmelerindeki devlet katkısı haklarını kaybetmeden ek katkı almaya devam edebilirler.

Fon işletim gider kesintisinin fon büyüklüğünün %0,85’i ile sınırlı olması dışında, OKS katılımcıları için başka bir ücret alınmamaktadır. İlk iki ay içinde sistemden ayrılan çalışanlara, ödedikleri katkılar tamamıyla iade edilmektedir. Sistemde kalmaya devam eden kişiler ise, ilgili hak ediş koşullarına bağlı olarak TL 1.000’lik ek devlet teşviğine hak kazanır.

Emeklilik dönemine yönelik ilave bir teşvik de bulunmaktadır:

Sistemde en az 10 yıl kalan, 56 yaşını dolduran ve toplu ödeme almak yerine en az 10 yıl süreli bir yıllık gelir sigortası tercih eden katılımcılar, biriken tasarrufları üzerinden ek %5 devlet katkısı almaktadır.

Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi:

Türkiye’nin 2026–2028 Orta Vadeli Programı’na (OVP) göre, Otomatik Katılım Sistemi (OKS), çalışan–işveren–devlet katkılarının birlikte yapıldığı ikinci basamak bir yapı olan Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi’ne (TES) dönüştürülecektir. Bu yeni sistemin temel hedefi, bireylerin emeklilik döneminde yaşayabilecekleri gelir kaybını telafi etmek, çalışma hayatı sonrası yaşam standartlarını korumak, ek emeklilik geliri sağlamak ve uzun vadeli hanehalkı tasarruflarını güçlendirmektir.

Yeni model kapsamında, üç tarafın (çalışan, işveren ve devlet) zorunlu katkıları emeklilik fonlarına yönlendirilecektir. Çalışanlar, fon seçimi ve dağılımı üzerinde karar yetkisine sahip olmaya devam edecektir. Örneğin, bir çalışan maaşının %3’ünü sisteme aktarırsa, işveren de ek %3 katkıda bulunacak; devlet ise çalışan katkısının %30’u kadar ek katkı sağlayacaktır. TES’in 2026 yılının ikinci çeyreğinde devreye girmesi beklenmektedir.

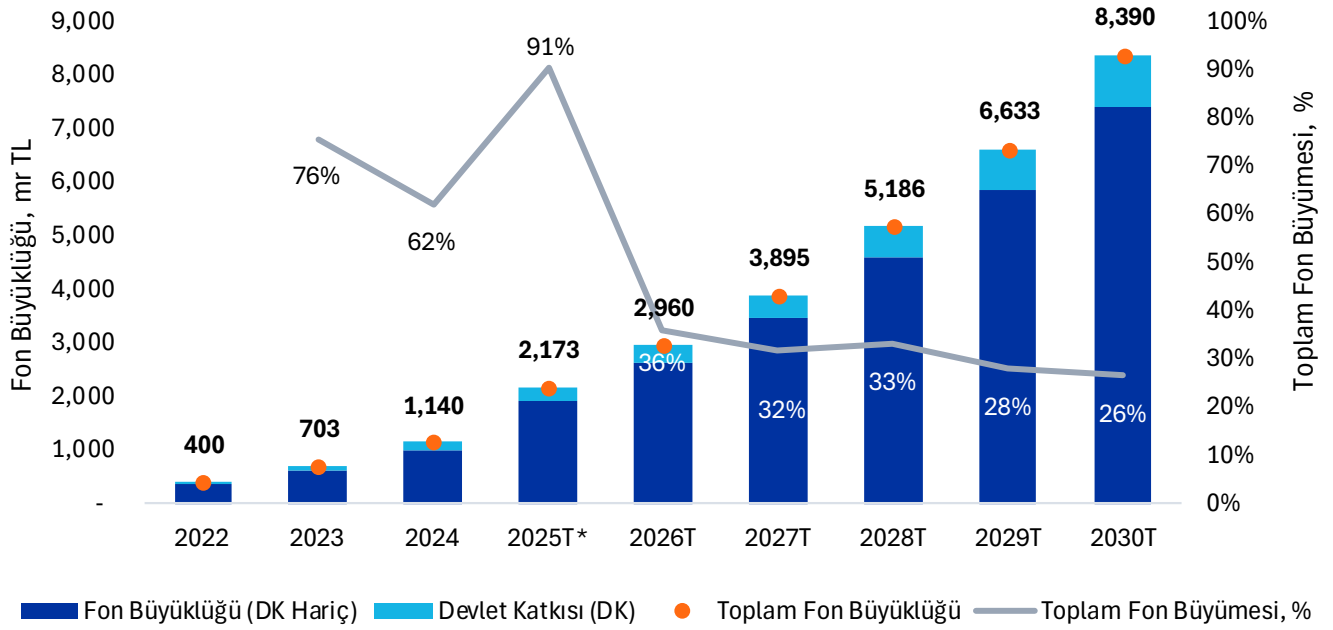
TES henüz uygulamaya ilişkin resmi detaylar açıklanmadığı için değerlememize dahil edilmemiştir. Bununla birlikte, sistem yürürlüğe girdiğinde sektör için yapısal bir katalizör niteliği taşıyacak olup, hem katılımcı sayısında hem de fon büyüklüğünde kayda değer bir artış yaratması beklenmektedir. Pazar lideri konumundaki Anadolu Hayat gibi büyük ölçekli şirketler bu genişlemeden en fazla fayda sağlayabilecek oyuncular olarak öne çıkmaktadır. Düzenleyicilerin yönetim ücreti tarafında (örneğin BES’teki seviyelere göre daha düşük fon işletim ücreti tavanı gibi) sınırlamalar getirmesi muhtemel olsa da, fon büyüklüğünde oluşacak ciddi artışın şirketler için net pozitif olacağı görüşündeyiz.

Diğer taraftan, mevcut SFRS raporlama standartları altında, TES’in devreye alınması emeklilik teknik karlılığındaki geçici baskıyı artırabilir. Bunun temel nedeni, IFRS 15 uygulanmadığı için yeni sözleşmelere ilişkin komisyon giderlerinin yine ilk yılda peşin olarak giderleştirilmeye devam edecek olmasıdır. Bu durum kısa vadede teknik karları aşağı çekebilecek muhasebe kaynaklı bir bozulma yaratsa da, TES’in ekonomik etkisi son derece olumludur ve uzun vadede Anadolu Hayat ile sektör geneli için önemli bir büyüme potansiyeli sunmaktadır.

Türkiye’de BES Büyümesi

Aşağıdaki grafik, Türkiye’deki emeklilik fonlarının zaman içindeki gelişimini (devlet katkısı ayrı gösterilerek) ve yıllık fon büyüklüğü artışını sunmaktadır. Toplam fon büyüklüğü, 2022 yılında 400 milyar TL seviyesindeyken, enflasyon ile paralel bir artış göstererek 2024 sonunda 1.140 milyar TL’ye ulaşmıştır. 2025 yıl sonu için toplam fon büyüklüğünün yaklaşık 2.170 milyar TL seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz. Projeksiyon döneminde yıllık büyüme oranlarının kademeli olarak normalleşmesini beklemekle birlikte, tahminlerimiz büyümenin enflasyonun üzerinde gerçekleşmeye devam edeceğine işaret ediyor. 31 Ekim 2025 itibarıyla, devlet katkısı dahil bireysel emeklilik sistemindeki toplam fon büyüklüğü 1.811 milyar TL seviyesine ulaşmıştır.

Şekil 34: Türkiye BES Fon Büyüklüğü Projeksiyonu



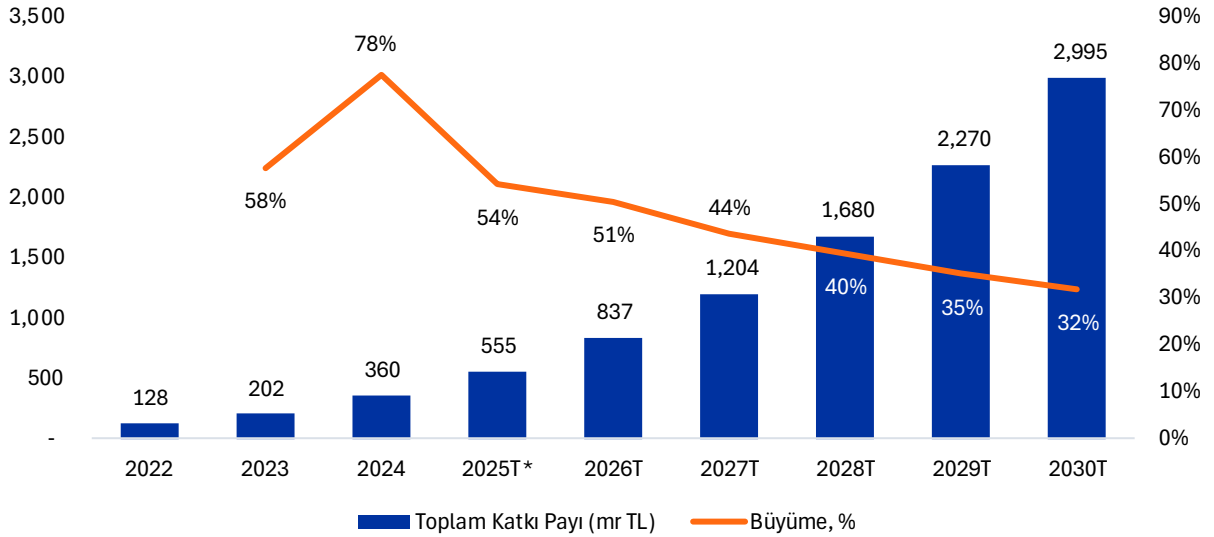
Kaynak: EGM, İş Yatırım

Bu görünümü destekleyen temel unsur, Türkiye’deki emeklilik fon büyüklüğü ile gelişmiş ülke piyasaları arasındaki belirgin farktır. Daha önce vurguladığımız üzere, gerek toplam fon büyüklüğü gerekse fon büyüklüğü/GSYH ve fon büyüklüğü/kışı başı göstergeleri, sistemin hala erken aşamalarında olduğunu açıkça göstermektedir. Uzun vadede, Türkiye’nin Bireysel Emeklilik Sistemi’nin, ölçek ve demografik yapıları benzer ekonomilerde gözlenen fon seviyelerine doğru kademeli bir yakınsama göstermesini bekliyoruz.

Pazara yeni oyuncuların girmeye çalışması muhtemel olsa da, yapısal üstünlüklere sahip yerleşik şirketlerin liderliklerini koruyacağı görüşündeyiz. **Halihazırda özel sektör oyuncuları arasında yaklaşık %17.5 fon büyüklüğü payı ile ikinci sırada yer alan Anadolu Hayat’ın, bu uzun vadeli büyüme trendinden en güçlü fayda sağlayacak şirketlerden biri olmasını bekliyoruz.**

Katkı Payı Büyümesi

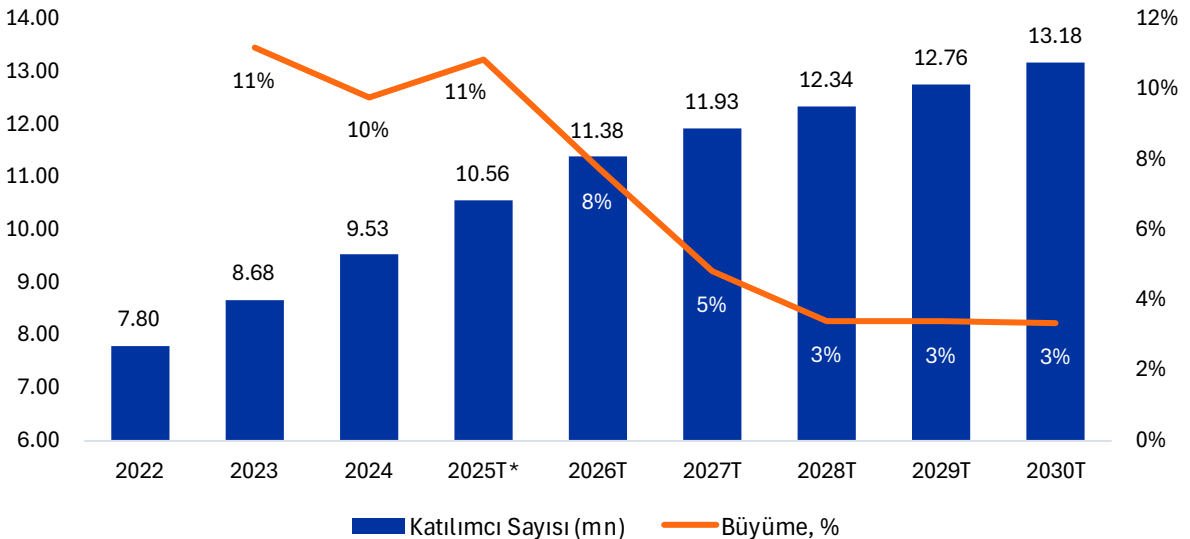
Toplam katkı payları, 2022–2024 döneminde enflasyonla uyumlu bir artış sergileyerek 2024 yıl sonunda 360 milyar TL seviyesine ulaştı. İleriye dönük olarak, Türkiye’deki bireysel emeklilik sisteminin ölçeğinin küresel benzerlerine doğru kademeli bir artış göstereceği yönündeki beklentimiz doğrultusunda, katkı payı büyümesinin projeksiyon dönemi boyunca enflasyonun üzerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Ayrıca, devlet katkısı uygulaması görece yeni olması nedeniyle, bu alanda gelebilecek ilave kamu teşviklerinin büyümeyi destekleyici bir unsur olarak devreye girmeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Şekil 35: Türkiye BES Toplam Katkı Payları Projeksiyonu

Kaynak: EGM, İş Yatırım

Katılımcı Sayısı

Katılımcı sayısı, 2022–2024 döneminde yaklaşık %10–11 oranında artarak 2024 yılında 9,53 milyon kişiye ulaştı. 2025 yılı için, katılımcı sayısının %11 artışla yaklaşık 10,56 milyon seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Konservatif varsayımlarımız doğrultusunda, projeksiyon döneminin geri kalanında büyümenin kademeli azalmasını öngörüyoruz. Bununla birlikte, yukarı yönlü risklerin de güçlü şekilde devam ettiğini belirtmek gerekiyor: Ekonomik büyümenin hızlanması, işgücüne katılımın artması ve Türkiye’de yükselen yaşam standartları, sisteme beklenenden daha yüksek oranda yeni katılımcı girişine neden olabilir.

Şekil 36: Türkiye BES Katılımcı Sayısı Projeksiyonu

Kaynak: EGM, İş Yatırım

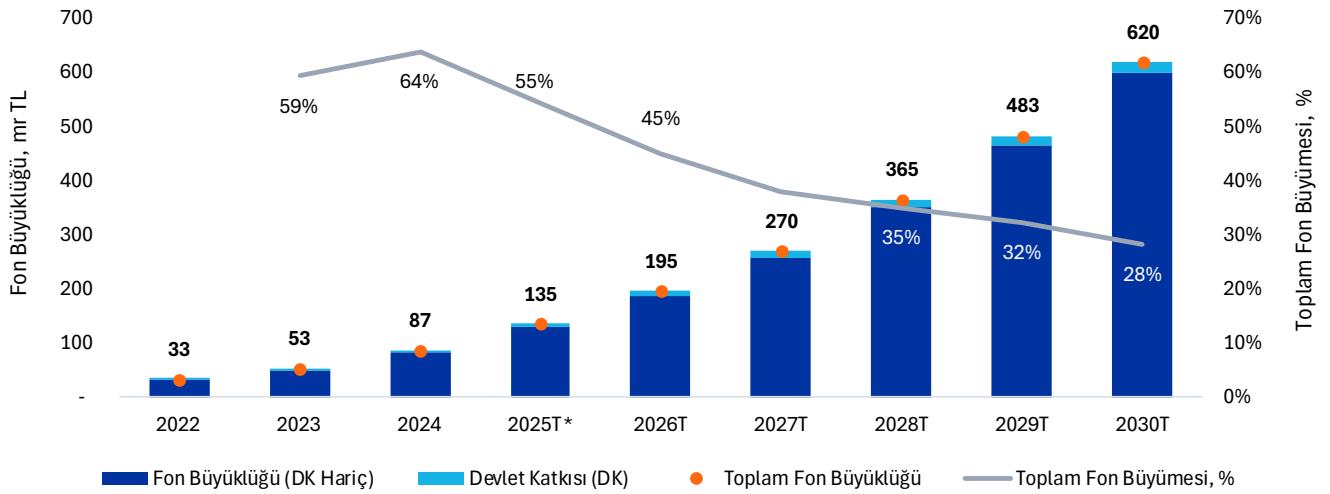
Otomatik Katılım Sistemi Fon Büyüklüğü

Otomatik Katılım (OKS) sistemi iki temel katkı kaynağından oluşmaktadır: çalışan katkıları ve devlet katkıları. Bu tutarlar emeklilik fonları aracılığıyla yatırıma yönlendirilmekte olup, katılımcılar sistemde kaldığı sürece fon büyüklükleri artmaya devam etmektedir. Mevcut durumda OKS, Bireysel Emeklilik Sistemi içindeki toplam fon büyüklüğünün yaklaşık %8'ini oluşturmaktadır.

Geniş kapsamlı devlet katkısı programına kıyasla hala daha yeni bir uygulama olmasına rağmen, OKS 2022–2024 döneminde oldukça hızlı bir büyüme sergilemiştir. 2025 yıl sonu itibarıyla OKS kapsamındaki toplam fon büyüklüğünün 135 milyar TL seviyesine ulaşması beklenmektedir. Projeksiyon döneminin tamamında, sistemin yapısal olarak genişlemesine paralel şekilde, segmentin enflasyonun üzerinde büyümeyi sürdürmesini tahmin ediyoruz.

OKS katılımı özellikle kurumsal yapısı daha gelişmiş şirketlerde yüksek seyretmektedir. Hem yerli hem de uluslararası şirketlerin giderek daha fazla kurumsallaşması ve çalışan haklarının daha fazla önem kazanması ile bu eğilimin güçleneceğini öngörüyoruz. Ayrıca, Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı yatırım (FDI) girişlerinin artması—kurumsal katılımı hızlandırabileceği için—büyüme açısından ilave bir yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Buna ek olarak, belirli bir ölçeğin üzerindeki şirketler için OKS uygulamasını zorunlu kılacak yeni düzenlemeler de segmentin büyümesini destekleyebilecek potansiyel unsurlar arasında yer almaktadır.

Şekil 37: Türkiye OKS Fon Büyüklüğü Projeksiyonu



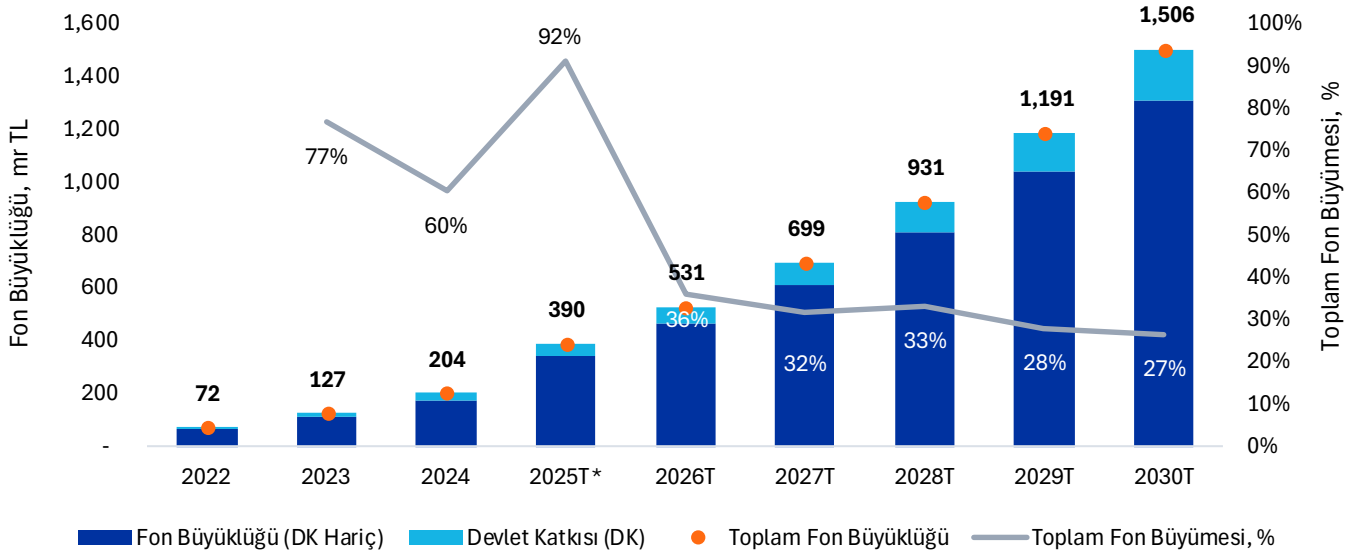
Kaynak: EGM, İş Yatırım

Emeklilik—Anadolu Hayat

Anadolu Hayat BES Fon Büyüklüğü: Anadolu Hayat'ın emeklilik fon büyüklüğü 2022–2024 döneminde güçlü ve enflasyonun üzerinde bir büyüme göstermiş olup, 2024 yıl sonu itibarıyla 204 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. 2025 yılı için toplam fon büyüklüğünde %92 oranında bir artış öngörüyor ve yıl sonunda 390 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. 31 Ekim 2025 itibarıyla fon büyüklüğü halihazırda 315 milyar TL seviyesine ulaşmıştır.

Projeksiyon döneminin tamamında temkinli bir yaklaşım benimseyerek Anadolu Hayat'ın büyümesinin genel Türk emeklilik piyasasındaki genişleme ile paralel seyredeceğini varsayıyoruz. Bununla birlikte, şirket fon büyüklüğüne göre özel sektör oyuncularında ikinci sırada yer almakta olup, belirgin bir ölçek ve rekabet avantajına sahiptir. Sektör büyüdükçe Anadolu Hayat'ın bu konumunu kullanarak ek pazar payı kazanması için alan görüyoruz; bu da tahminlerimiz açısından yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır.

Şekil 38: Anadolu Hayat BES Fon Büyüklüğü Projeksiyonu



Kaynak: EGM, İş Yatırım

Anadolu Hayat'ın Pazar Konumu ve Projeksiyonu: Anadolu Hayat, Türkiye'deki toplam bireysel emeklilik fon büyüklüğünün yaklaşık %17.5'ini kontrol ederek özel sektör oyuncularında varlık büyüklüğüne göre ikinci sırada yer almaktadır. Anadolu Hayat'ın gelecekteki emeklilik fon büyüklüğünü tahmin ederken top-down bir yaklaşım kullandık: Önce sektör geneli için fon büyüklüğü görünümünü belirledik; bu tahmin yapılırken GSYH büyümesi, enflasyon ve katılımcı sayısındaki artış gibi temel makroekonomik ve demografik unsurlar dikkate alındı. Ardından, Anadolu Hayat için varsaydığımız pazar payı bu sektör projeksiyonuna uygulanarak şirket özelindeki tahmin üretildi.

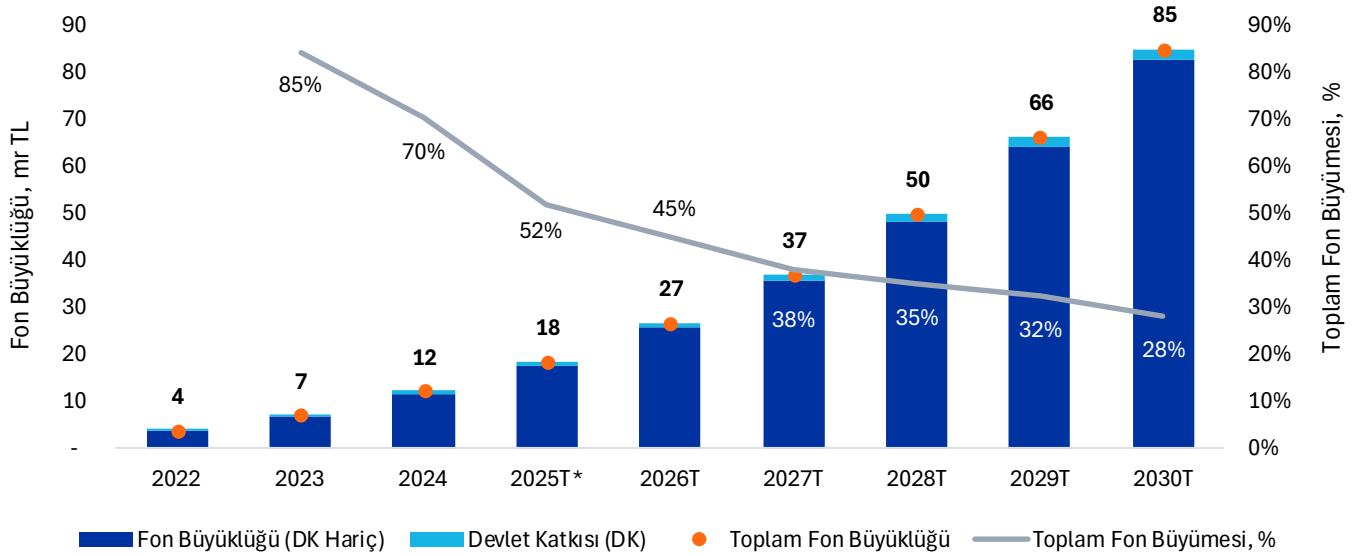
Projeksiyon döneminde, Anadolu Hayat'ın pazar payını sabit tuttuk; bu da şirketin güçlü rekabetçi konumunu koruyacağını ancak ilave pazar payı kazanmayacağını varsayan temkinli bir yaklaşımı yansıtmaktadır.

OKS Fon Büyüklüğü: Otomatik Katılım (OKS), Anadolu Hayat'ın toplam emeklilik fon portföyü içinde göreceli olarak küçük bir paya sahiptir ve şirketin toplam fon büyüklüğünün (BES + OKS) yaklaşık %5'ini oluşturmaktadır. Sınırlı ağırlığına rağmen OKS fonu yıllık bazda enflasyonun üzerinde güçlü bir büyüme göstermeye devam etti ve Tamamlayıcı Emeklilik Sistem'nin (TES) devreye girmedeği varsayımıyla, bu ivmenin projeksiyon dönemi boyunca da sürmesi beklenmektedir.

Sektör genelinde değerlendirildiğinde, Anadolu Hayat'ın OKS fonu Türkiye'deki toplam OKS fon büyüklüğünün yaklaşık %14'ünü temsil etmekte olup, şirketin bu segmentteki anlamlı konumunu göstermektedir. Katılımcı tarafında da şirket kayda değer bir büyüme elde etti; katkı payı ödeyen katılımcı sayısı 2022–2024 döneminde yaklaşık %37 YBBO ile artarak 2024 sonunda 1,5 milyon seviyesine ulaştı.

2025 yılı için katılımcı sayısındaki artışın benzer bir hızda devam edeceğini ve toplamda 1,6 milyon seviyesine çıkacağını öngörüyoruz. Daha uzun vadede büyümenin kademeli olarak yavaşlaması ancak pozitif kalması beklenmektedir. 2024 yıl sonu itibarıyla, Anadolu Hayat Türkiye'deki tüm OKS katılımcılarının yaklaşık %16'sına sahiptir.

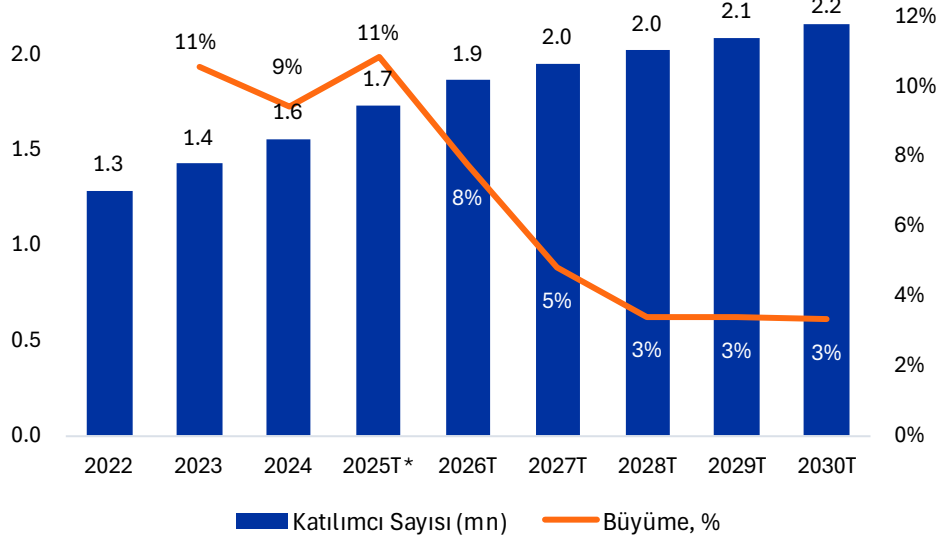
Şekil 39: Anadolu Hayat OKS Fon Büyüklüğü Projeksiyonu



Kaynak: EGM, İş Yatırım

Anadolu Hayat'ın BES Katılımcı Büyümesi: Anadolu Hayat'ın bireysel emeklilik katılımcı sayısı 2022–2024 döneminde yıllık ortalama yaklaşık %10 artarak 2024 yıl sonu itibarıyla 1,6 milyon seviyesine ulaştı. 2025 yılı için katılımcı sayısının yıllık bazda %11 artarak 1,7 milyon kişiye ulaşmasını bekliyoruz. 2026 sonrasına yönelik projeksiyonlarımızda ise daha temkinli bir yaklaşım benimsiyor ve katılımcı büyüme oranını dönem boyunca kademeli olarak azaltıyoruz.

Şekil 40: Anadolu Hayat BES Katılımcı Sayısı Projeksiyonu

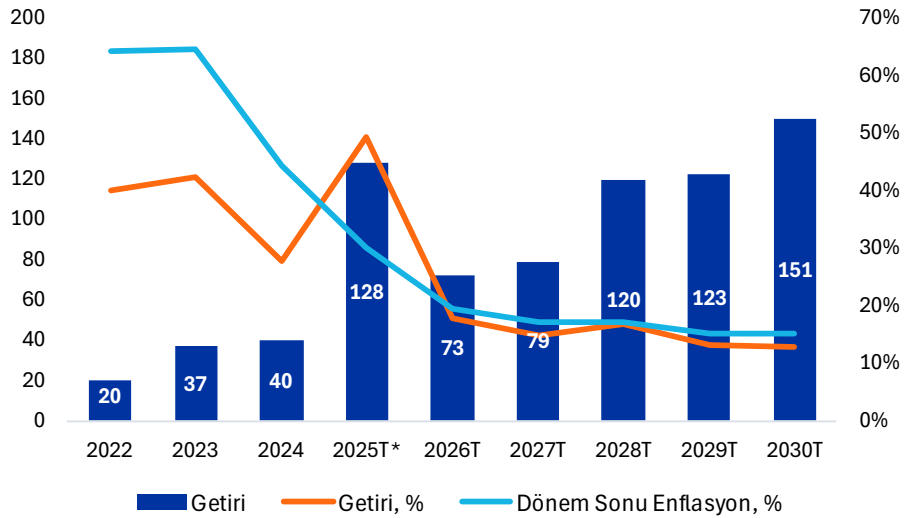


Kaynak: EGM, İş Yatırım

Anadolu Hayat BES Getirileri: Anadolu Hayat'ın yıllık emeklilik fon getirisi, dönem sonu fon büyüklüğünün bir önceki yılın fon büyüklüğü ile dönem içinde yapılan toplam katkılarının toplamıyla karşılaştırılmasıyla hesaplandı. Elde edilen getiri, yıl içindeki ortalama fon büyüklüğüne bölünerek yüzdesel getiri oranı olarak ifade edildi. Burada devlet katkısı (DK) analiz kapsamı dışında tutuldu.

Beklentilere paralel olarak, nominal getiriler toplam fon büyüklüğündeki artışla birlikte yükseldi. 2022–2024 döneminde Toplam Fon Büyüklüğü Üzerinden Getiri (%) nominal olarak güçlü görünse de, bu dönemdeki olağanüstü yüksek enflasyon nedeniyle reel getiriler negatif gerçekleşti. 2025 yılında ise Anadolu Hayat, TÜFE'nin oldukça üzerinde nominal getiriler elde etti. 2026 ve sonrasında, projeksiyon dönemi boyunca getirilerin ağırlıklı olarak enflasyona paralel seyredeceğini varsayarak daha ihtiyatlı bir yaklaşım benimsiyoruz.

Şekil 41: Anadolu Hayat BES Getirileri Projeksiyonu



Kaynak: İş Yatırım

Emeklilik Teknik Gelir Dağılımı

Anadolu Hayat'ın emeklilik tarafındaki teknik geliri üç temel gelir kaleminden oluşuyor: fon işletim ücretleri, yönetim ücretleri ve giriş ve diğer ücretler.

Fon Yönetim Ücretleri: 2022 yılında toplam teknik gelirin %67'sini oluşturan fon işletim gideri kesintilerinin payı, sonraki yıllarda kademeli olarak gerileyerek 2024 yıl sonu itibarıyla %61 seviyesine indi. Projeksiyon döneminde bu oranı 2025 yılı hariç yaklaşık %62 seviyesinde sabit tutuyoruz (2025 için tahmini oran %59). Bu kesintiler, devlet katkısı hariç ortalama fon büyüklüğü üzerinden hesaplanıyor. 2022–2024 döneminde efektif oran yaklaşık %1,45 olurken, projeksiyon döneminde bu oranın %1,30 seviyesinde gerçekleşmesini tahmin ediyoruz. Fon büyüklüğündeki artış devam ettikçe fon işletim gideri kesintilerinden elde edilen gelir de doğal olarak yükselmeye devam ediyor.

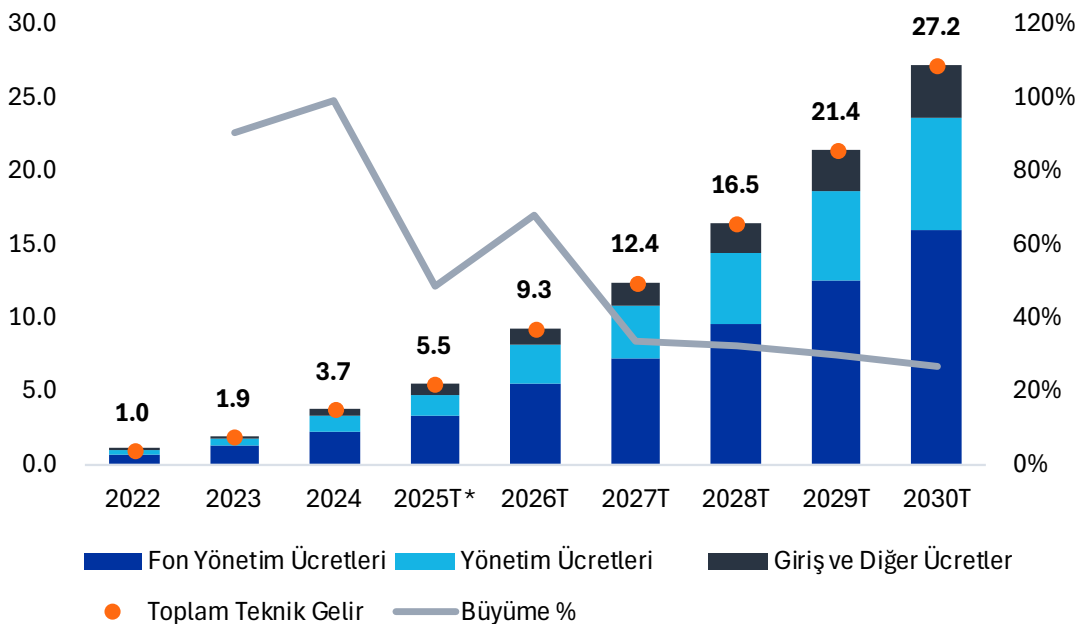
Devlet katkısı fon büyüklüğü üzerinden elde edilen kesinti gelirini ise ayrı hesaplıyoruz; bu tutara %0,35 oranındaki tavan uygulanıyor ve çıkan sonuç toplam yönetime ilişkin kesinti gelirine ekleniyor. Daha düşük fon büyüklüğü ve anlamlı şekilde düşük oran nedeniyle bu kalemin toplam fon işletim kesintisi gelirleri içindeki payı oldukça sınırlı kalıyor.

Yönetim Ücretleri: Bu kalem, emeklilik teknik gelirinin ikinci en büyük bileşeni olup, payı istikrarlı şekilde artarak 2024 yıl sonunda %28 seviyesine ulaştı. Projeksiyonlarımızda yönetim gideri kesintilerini, devlet katkısı hariç ortalama fon büyüklüğü üzerine %0,59 oranı uygulayarak hesaplıyoruz ve bu kalemin payının dönem boyunca geniş ölçüde sabit kalarak %25 seviyesinde devam edeceğini varsayıyoruz.

Giriş ve Diğer Ücretler: Toplam teknik gelirin yaklaşık %13'ünü oluşturan bu kalem görece küçük bir büyüklüğe sahip. Bu nedenle projeksiyon boyunca payın sabit kalacağını varsayıyoruz.

Genel olarak, güçlü fon büyüklüğü artışının etkisiyle emeklilik teknik geliri 2023 ve 2024 yıllarında yıllık bazda %90'ın üzerinde büyüdü. 2025 yıl sonu için emeklilik teknik gelirinin 5,5 milyar TL seviyesine ulaşmasını ve yıllık bazda %48 artmasını bekliyoruz. Sonraki yıllarda büyümenin kademeli olarak normalleşeceğini öngörsek de projeksiyon dönemi boyunca enflasyonun üzerinde kalmasını beklemeye devam ediyoruz.

Şekil 42: Emeklilik Teknik Gelir Kırılımı ve Projeksiyonu



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Emeklilik Teknik Gider Dağılımı

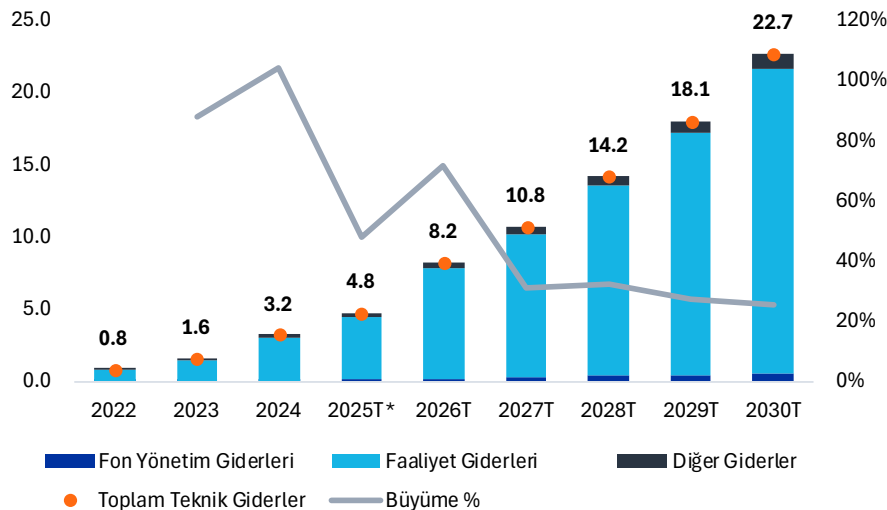
Gider tarafında, Anadolu Hayat'ın teknik giderleri üç ana kalemden oluşuyor: fon işletim giderleri, faaliyet giderleri ve diğer giderler.

Fon Yönetim Giderleri: 2022–2024 döneminde fon yönetim giderleri teknik giderlerin yaklaşık %2–3'ünü oluşturdu. 2024 yılında bu giderler 0,1 milyar TL seviyesinde gerçekleşerek giderlerin %2,5'ine karşılık geldi. Projeksiyon döneminde bu payı %3 seviyesinde sabit tutuyoruz. Ayrıca fon yönetim giderlerinin fon yönetim gelirlerine oranını da hesapladık; bu oran 2022–2024 döneminde %3–4 bandında seyretti. İhtiyatlı kalmak için projeksiyon döneminde bu oranı %3,7 seviyesinde sabitleyoruz.

Faaliyet Giderleri: Faaliyet giderleri, emeklilik teknik giderlerinin en büyük kalemini oluşturmakta olup ağırlıklı olarak personel ve komisyon giderlerinden kaynaklanmaktadır. Yüksek enflasyon nedeniyle faaliyet giderleri 2023'te yıllık %90'ın, 2024'te ise %106'nın üzerinde artmıştır. Projeksiyon döneminde giderlerin enflasyonun üzerinde büyümeye devam etmesini öngörüyoruz ve tahminlerimizi tarihsel olarak %1,0–%1,5 aralığında seyreden fon büyüklüğü oranı üzerinden oluşturduk. Faaliyet giderleri / fon büyüklüğü oranı geçmiş yıllarda ortalama %1,2 seviyesinde gerçekleşti. Ancak muhafazakar bir yaklaşım benimseyerek, modellemelerde bu oranı başlangıçta %1,4 olarak varsaydık ve projeksiyon dönemi boyunca her yıl 1 baz puanlık kademeli bir verimlilik kazanımı öngördük. Bu varsayımın temel gerekçesi, fon büyüklüğü arttıkça faaliyet giderlerinin fon büyüklüğüne oranla doğal olarak gerilemesini beklememizdir. Ayrıca, ölçek ekonomilerinin etkisi göz önüne alındığında, verimlilik kazanımının daha yüksek gerçekleşmesi oldukça olasıdır. SFRS kapsamında faaliyet giderleri olduğundan daha yüksek görünmektedir; zira IFRS 17, giderlerin hayat ve emeklilik segmentlerine daha orantılı bir şekilde dağıtılmasını gerektirir. Dolayısıyla IFRS'e geçişle birlikte emeklilik segmentine düşen gider yükünün azalması, gerçek karlılığı daha net ortaya koyacaktır. AgeSA'nın aksine, Anadolu Hayat emeklilik segmentinde teknik kar açıklamaktadır. Bunun temel nedeni, şirketin İşbankası üzerinden yaptığı satışların güçlü olması ve bankaya ödenen komisyon oranlarının bireysel acentelere göre anlamlı şekilde daha düşük kalmasıdır. Bu, Anadolu Hayat'ın dağıtım maliyetlerini yapısal olarak azaltmakta ve emeklilik teknik karlılığı desteklemektedir.

Diğer Giderler: Bu kategori tarihsel olarak toplam giderler içinde küçük bir paya sahiptir. Projeksiyon döneminde bu kalemi toplam fon büyüklüğüne uygulanan tarihsel oran üzerinden modelliyoruz ve değerlendirme açısından etkisinin sınırlı kalmasını bekliyoruz. Toplam teknik giderler 2023 yılında %88, 2024 yılında ise %104 artış gösterdi. 2025 yıl sonunda artış hızının %47 seviyesine gerilemesini ve toplam giderlerin 4,7 milyar TL seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. 2027 sonrasında teknik gider büyümesinin yıllık yaklaşık %30 seviyesinde istikrar kazanacağını öngörüyoruz.

Şekil 43: Emeklilik Teknik Gider Kırılımı ve Projeksiyonu

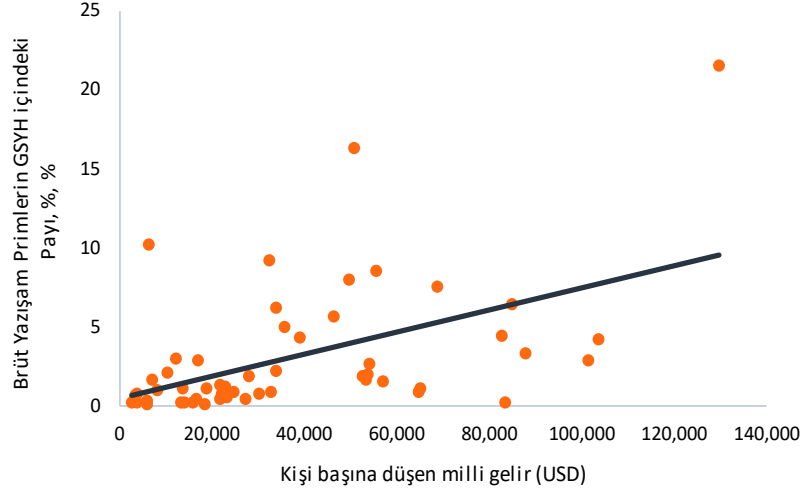


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Hayat Sigortası—Dünya

Küresel ölçekte bakıldığında, OECD verilerinin açık biçimde ortaya koyduğu en dikkat çekici bulgulardan biri, kişi başına GSYH ile prim üretiminin GSYH'ye oranı arasındaki güçlü ilişkidir. Bu ilişki neredeyse doğrusal bir yapıya sahiptir: kişi başına gelir arttıkça prim/GSYH oranı da yükselme eğilimindedir. OECD ülkeleri arasında yalnızca birkaç istisna bulunmaktadır. Bu trend, artan gelir seviyelerinin hanehalklarının hayat sigortası ve uzun vadeli tasarruf ürünlerine daha fazla kaynak ayırabilme kapasitesini artırdığını destekler niteliktedir. 0,50 olarak hesaplanan korelasyon anlamlı bir pozitif ilişkiye işaret etmektedir.

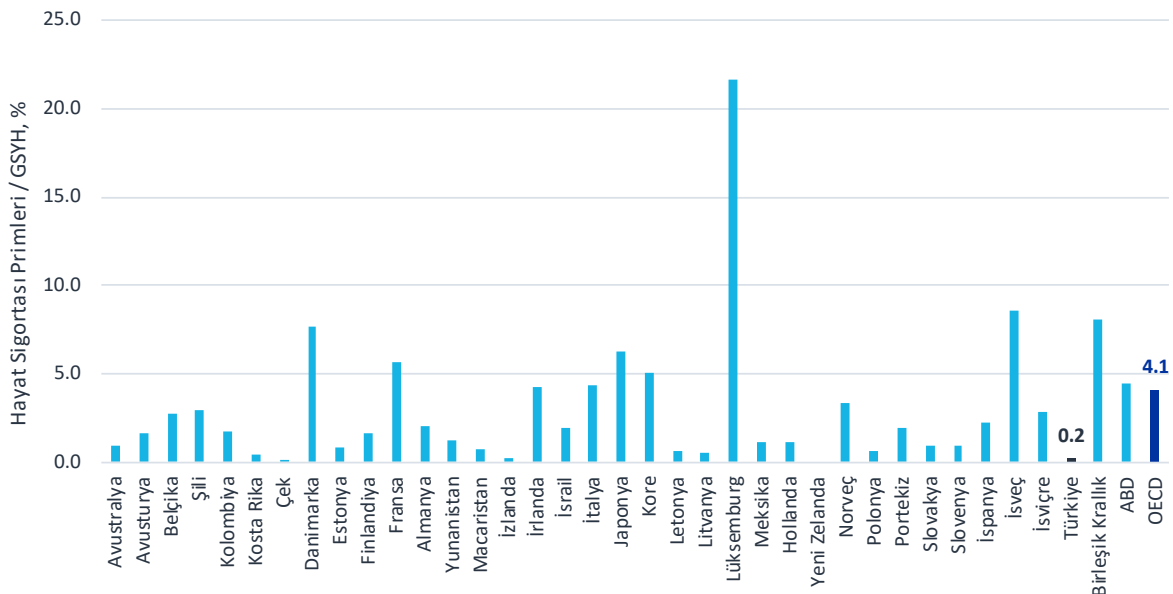
Şekil 44: Brüt Yazılan Primlerin GSYH içindeki Payı ve Kişi Başına Düşen Milli Gelir arasındaki ilişki



Kaynak: OECD, İş Yatırım

Ülke karşılaştırmasında Türkiye, 2024 yılı itibarıyla prim/GSYH oranında OECD'nin en düşük ülkelerinden biri konumundadır; penetrasyon oranı yalnızca %0,23 seviyesindedir. Spektrumun diğer ucunda ise yaklaşık %22 ile Lüksemburg yer alırken, İsveç, Danimarka, Birleşik Krallık, ABD ve diğer gelişmiş piyasalar da anlamlı derecede yüksek penetrasyon oranları sergiliyor. OECD ortalamasının %4,1 olması, Türkiye ile gelişmiş ülkeler arasındaki belirgin farkı daha da net ortaya koymaktadır. Bu geniş makas, Türkiye hayat sigortası sektöründe önemli bir uzun vadeli büyüme potansiyeline işaret eder. Hanehalkı gelirlerinin artması ve finansal farkındalığın derinleşmesiyle birlikte Türkiye'nin bu farkın bir kısmını zaman içinde kapatması mümkündür. Bu, özellikle Anadolu Hayat gibi sektörün önde gelen oyuncularını için uzun vadede destekleyici bir büyüme zemini oluşturur.

Şekil 45: OECD Ülkeleri—Primlerin GSYH içindeki Payı

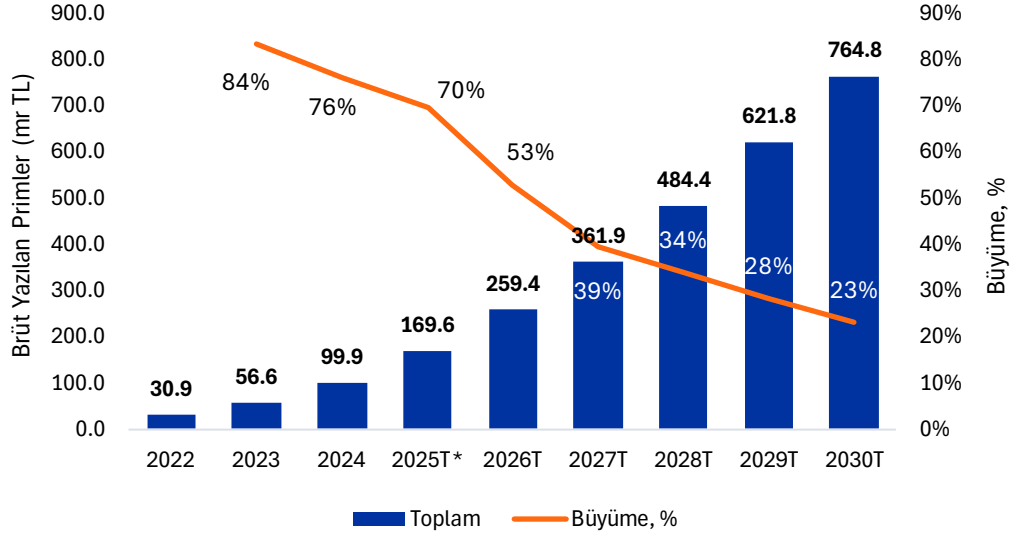


Kaynak: OECD, İş Yatırım

Hayat Segmenti Büyümesi

Sektör genelindeki prim üretim verilerine göre, kredi bağlantılı poliçeler Türkiye’de toplam hayat sigortası primlerinin geleceksel olarak %50–60’ını oluşturur. Önümüzdeki yıllarda, birikimli ürünlerin toplam ürün karması içindeki payını kademeli olarak artırmayı bekliyoruz. 2024 yılında toplam hayat sigortası prim üretimi 100,0 milyar TL’ye ulaştı; bu rakam GSYH’nin % 0,23’üne denk geliyor ve 2022–2024 döneminde enflasyonun üzerinde gerçekleşerek güçlü bir büyüme sergiledi.

Şekil 46: Türkiye Hayat Sigortası Prim Üretimi Projeksiyonu



Kaynak: Türkiye Sigortalar Birliği, İş Yatırım

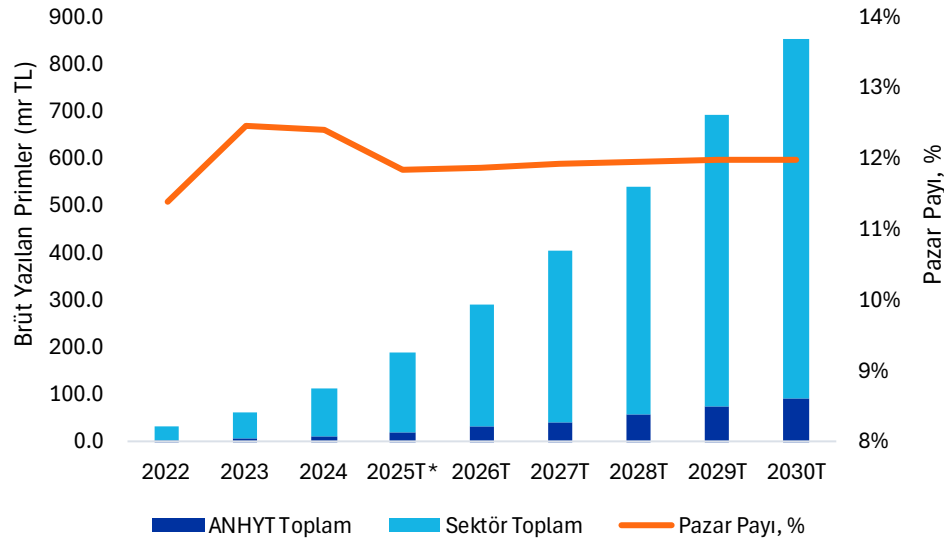
Önceki yıllarda toplam hayat primleri GSYH’nin %0,20–0,24 bandında seyrediyordu. 2025 yılında ise prim üretimi oldukça güçlü bir performans gösteriyor. 31.10.2025 itibarıyla 141 milyar TL’yi geçen primlerin bu yılı yaklaşık 170 milyar TL ile kapamasını öngörüyoruz. Bu da yıl sonu tahmini GSYH’nin yaklaşık %0,28’ine karşılık geliyor. Bu güçlü ivmenin projeksiyon dönemi boyunca devam etmesini bekliyoruz. Modelleme amacıyla hayat primi/GSYH oranını kademeli olarak artırdık ve bu oranı 2030 yılında %0,43 seviyesine ulaştırdık; projeksiyon döneminin devamında ise bu seviyeyi sabit tuttuk. Bu varsayım temkinli bir yaklaşıma yansıtılmakta olup, kredi döngüsünden gelebilecek ilave pozitif etkileri büyük ölçüde sınırlı tutmaktadır. Merkez Bankası faiz indirim döngüsüne devam ederse, bireysel kredi büyümesinin hızlanması ve buna bağlı olarak kredi bağlantılı hayat ürünlerinin güçlenmesi olası. Anadolu Hayat’ın bu segmentteki güçlü konumu dikkate alındığında, böyle bir senaryo baz senaryomuzla göre anlamlı bir yukarı yönlü potansiyel yaratır.

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. Bu 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 imkanı sunar.

Hayat Segmentinde Pazar Payı

Anadolu Hayat’ın hayat sigortası pazar payı son üç yılda yükselerek 2024 yıl sonunda %12,4 seviyesine ulaştı. Ancak 2025’te şirketin sektör primleri içindeki payı bir miktar gerileyerek yaklaşık %11,6 seviyesinde gerçekleşti. Rekabetin giderek yoğunlaştığı pazar dinamikleri — Anadolu Hayat’ın güçlü konumuna rağmen — dikkate alındığında, öngörü döneminde temkinli davranıyor ve pazar payının sabit kalacağını varsayıyoruz.

Şekil 47: Anadolu Hayat Pazar Payı—Brüt Yazılan Primler

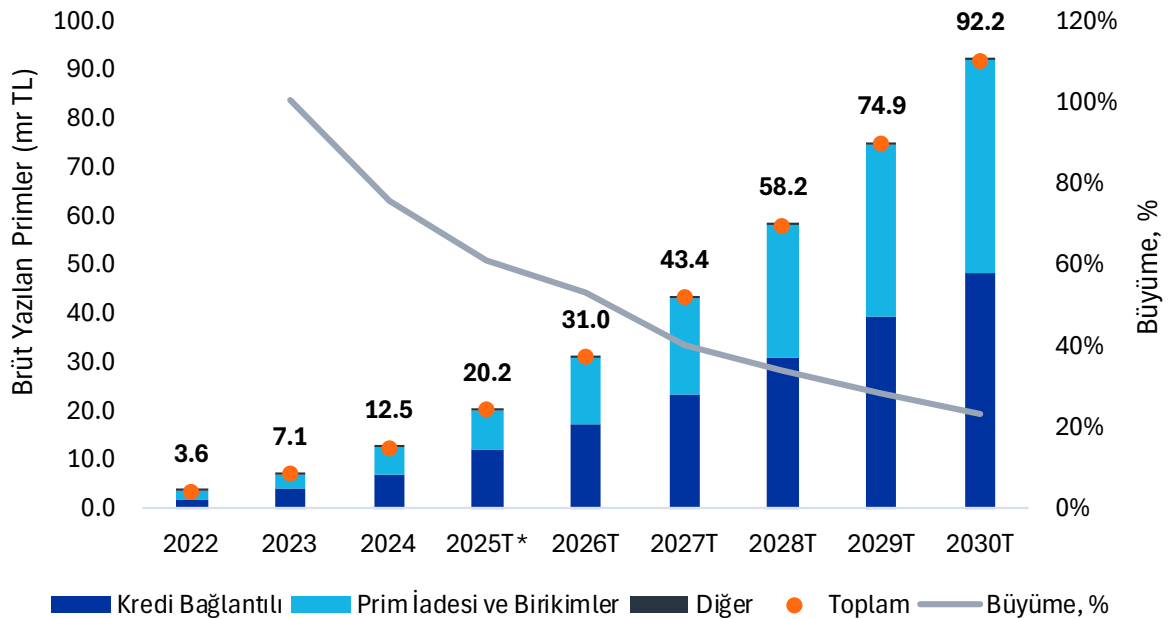


Kaynak: Türkiye Sigortalar Birliği, İş Yatırım

Prim Büyümesi ve Ürün Dağılımı

2022–2024 döneminde Anadolu Hayat, enflasyonun oldukça üzerinde bir prim büyümesi yakalayarak 2024 yıl sonunda 12,5 milyar TL brüt prim üretimine ulaştı. Ürün karmasına bakıldığında, kredisiz ürünler segmenti her yıl toplam primlerin yaklaşık %44'ünü oluşturdu. Bununla birlikte, birikimli ile kredi bağlantılı ürünler arasındaki denge görece yakın seyretti ve projeksiyon döneminde her iki kategorinin de paralel bir şekilde gelişmesini bekliyoruz. Önümüzdeki yıllarda prim büyümesinin kademeli olarak yavaşlamasını öngörsek de, artışın enflasyonun üzerinde kalmasını bekliyoruz. Ayrıca sektör dinamiklerinin—özellikle kredi aktivitesindeki değişimlerin—Anadolu Hayat'ın prim performansını anlamlı ölçüde etkileyebileceğini vurgulamak gerekiyor. Şirketin Türkiye hayat sigortası pazarındaki güçlü konumu dikkate alındığında, kredi döngüsündeki olası hareketler prim büyümesi üzerinde önemli bir belirleyici olabilir.

Şekil 48: Anadolu Hayat'ın Prim Üretimi Projeksiyonu

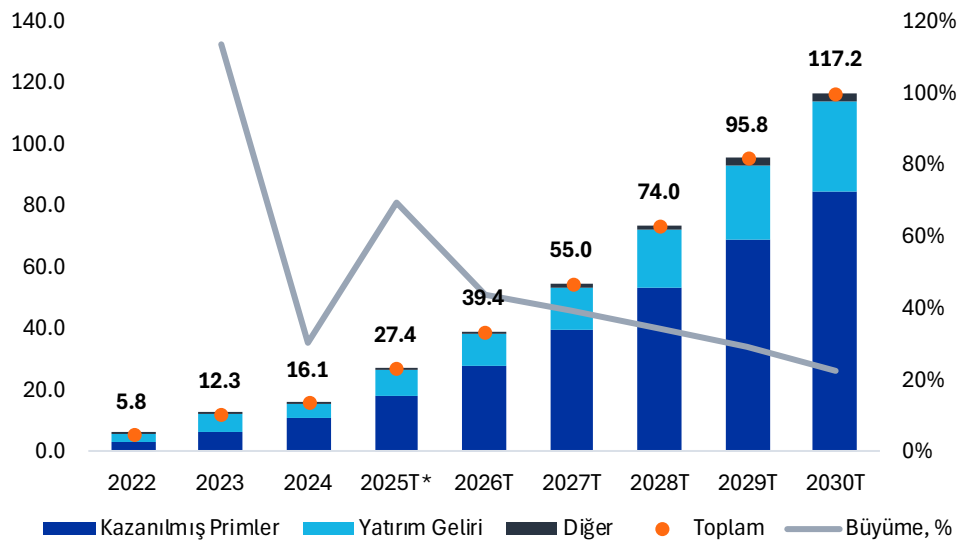


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Hayat Teknik Gelir Dağılımı

Hayat tarafında teknik gelir ağırlıklı olarak kazanılmış primler ve yatırım gelirlerinden oluşuyor; diğer kalemlerin toplam içindeki payı oldukça sınırlı. 2024 yıl sonu itibarıyla kazanılmış primler toplam hayat teknik gelirlerinin yaklaşık %69'unu oluştururken, kalan neredeyse tüm bölüm yatırım gelirlerinden geldi. Bu gelir bileşiminin öngörü döneminde büyük ölçüde değişmeden kalmasını bekliyoruz. 2023'te %130'un üzerinde gerçekleşen güçlü artışın ardından, hayat teknik gelirlerindeki büyüme 2024'te %31'e yavaşladı. Bu normalleşme büyük ölçüde yatırım gelirlerindeki daha zayıf performanstan kaynaklandı ve toplam hayat teknik geliri 16,1 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. 2025 için teknik gelirlerde %70 civarında güçlü bir toparlanma öngörüyoruz; bunun temel sürükleyicisi sağlam prim üretimi olacak. 2025 sonrasında ise büyümenin kademeli olarak normalleşmesini fakat kazanılmış primlerdeki ivme sayesinde enflasyonun üzerinde kalmaya devam etmesini bekliyoruz.

Şekil 49: Hayat Teknik Gelir Kırılımı ve Projeksiyonu



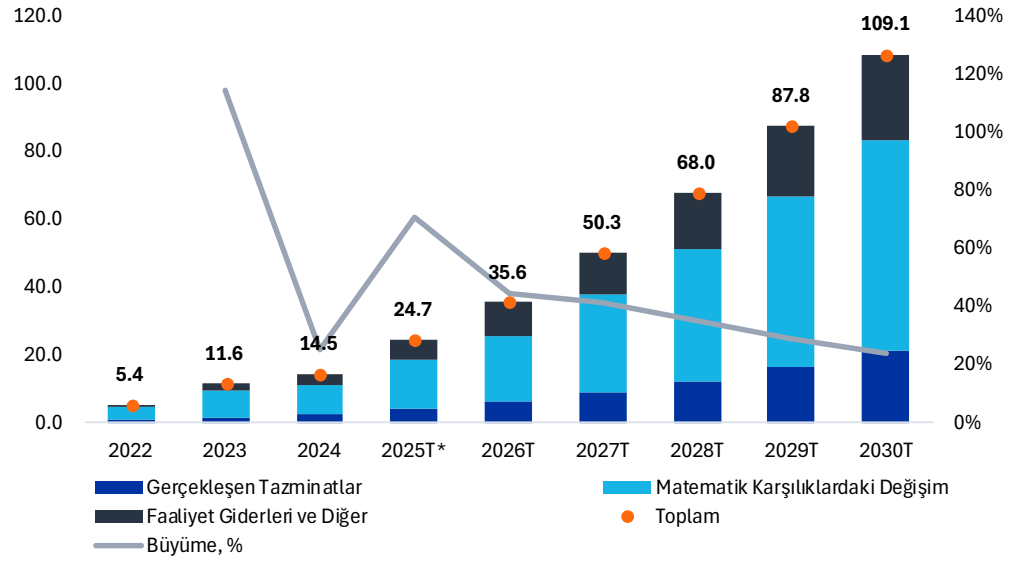
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Hayat Teknik Gider Dağılımı

Gider tarafında en büyük kalem, geçmişte toplam hayat teknik giderlerinin yaklaşık %70'ini oluşturan matematik karşılıklarındaki değişim olmaya devam ediyor. Öngörü döneminde bu oranın kademeli olarak %55 seviyesine gerilemesini, buna karşılık faaliyet giderlerinin ve sigortalılara yapılan ödemelerin toplam giderler içindeki payının artmasını bekliyoruz. Hayat teknik giderleri 2023'te %115'in üzerinde artarak güçlü bir yükseliş göstermiş, 2024'te ise büyüme %26'ya yavaşlayarak 14,6 milyar TL seviyesinde gerçekleşmişti. Bu yavaşlama büyük ölçüde matematik karşılıklarının 2024'te daha istikrarlı seyretmesinden kaynaklandı. 2025 yılı için faaliyet giderlerindeki artış ve daha yüksek karşılık gerekliliklerinin etkisiyle gider büyümesinin yeniden hızlanmasını öngörüyoruz. 2025 sonrasında ise büyümenin kademeli olarak normalleşmesini fakat ücret enflasyonunun kalıcı baskısı nedeniyle enflasyonun üzerinde seyretmeye devam etmesini bekliyoruz. Özellikle nitelikli personel maliyetleri, TÜFE'nin oldukça üzerinde artmaya devam ederek ana maliyet sürükleyicisi konumunu koruyor.

Ayrıca, IFRS 17'nin olası etkilerine dikkat çekmek gerekiyor. Mevcut SFRS yapısında faaliyet giderlerinin orantısız şekilde yüksek bir bölümü emeklilik segmentine yükleniyor ve bu durum emeklilik teknik marjlarını baskılıyor. IFRS 17'ye geçişle birlikte giderler tüm iş kolları arasında daha dengeli bir şekilde dağıtılacak; bu da faaliyet giderlerinin daha büyük bir kısmının hayat segmentine yönelmesine yol açacak. Bu değişim, emeklilik tarafındaki muhasebesel bozulmayı azaltırken hayat teknik marjları üzerinde bir miktar ek baskı oluşturabilir.

Şekil 50: Hayat Teknik Gider Kırılımı ve Projeksiyonu

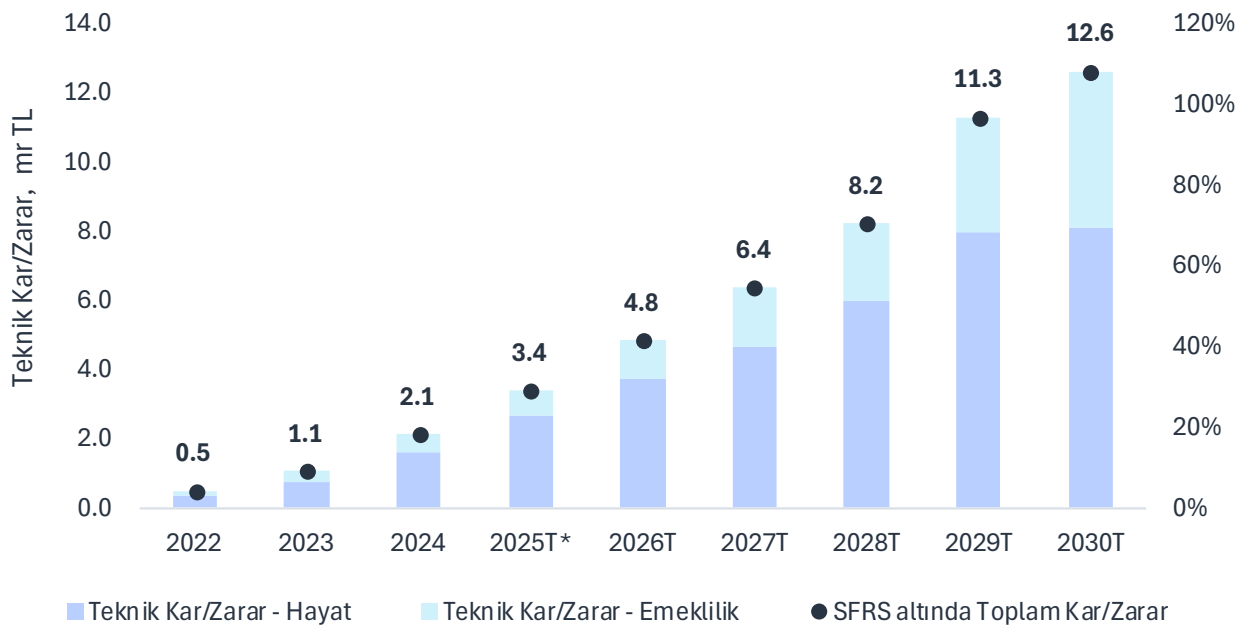


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Toplam Teknik Kar

Anadolu Hayat, toplam teknik karın 2024 yılında yaklaşık 2,0 milyar TL seviyesine ulaşmasıyla teknik olarak karlı performansını sürdürmüştür. Mevcut durumda teknik karın büyük kısmı hayat segmentinden gelmekte olup projeksiyon döneminde bu kompozisyonun çok değişmemesini bekliyoruz. İleriye dönük olarak teknik karlılığın istikrarlı şekilde artmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz. Teknik kar 2023'te iki kattan fazla artmış, 2024'te ise yaklaşık %89 yükselmiştir. Bu güçlü artışın 2025 ve 2026 yıllarında da devam etmesini, ardından öngörü döneminin geri kalanında kademeli olarak normalleşmesini bekliyoruz. Yine de, Anadolu Hayat'ın tüm dönem boyunca enflasyonun üzerinde reel büyüme üretmeye devam edeceğini öngörüyoruz.

Şekil 51: Toplam Teknik Kar



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Özkaynak Karlılığı ve Spred Analizi

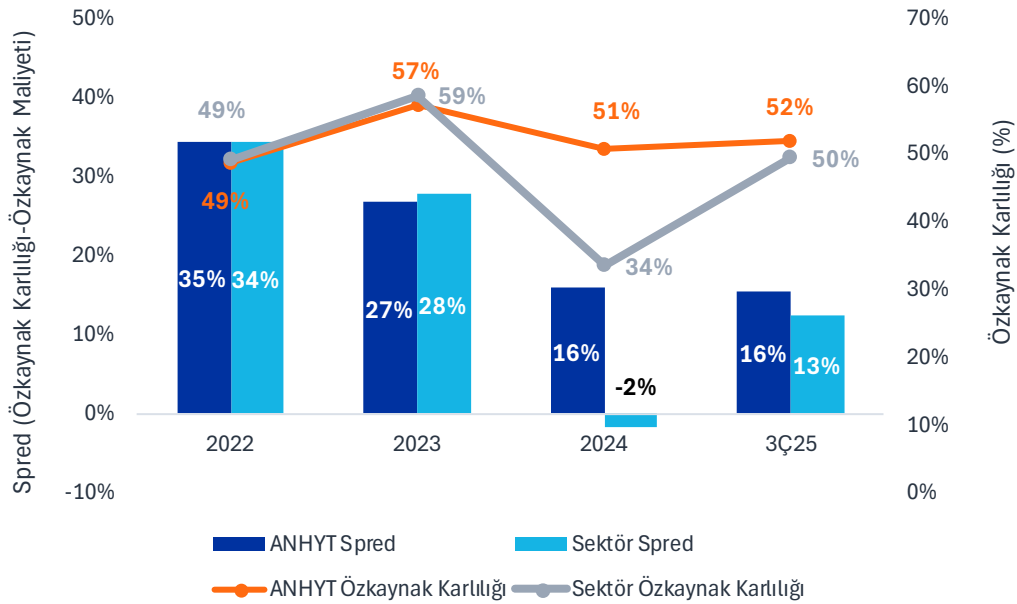
Anadolu Hayat'ın ortalama özkaynak karlılığını ve spread'ini (özkaynak karlılığı—özkaynak maliyeti) sektör geneli ile karşılaştırdık. Analizimiz, 2023 yılı hariç tutulduğunda, Anadolu Hayat'ın sektörün üzerinde bir karlılık ürettiğini gösteriyor. 2023'te şirketin özkaynak karlılığı sektör ortalamasının yaklaşık 100 baz puan altında kalmış olsa da, 2024 yılında sektörün 17 puan üzerinde bir özkaynak karlılığı elde ederek güçlü bir pozitif ayrışma sergiledi.

2025 üçüncü çeyrek itibarıyla sektör ortalama özkaynak karlılığı %50 seviyesinde olup, Anadolu Hayat'ın %52 seviyesindeki özkaynak karlılığı ile paralel seyretmektedir. Reel karlılığı daha sağlıklı değerlendirebilmek için spread'e de bakıyoruz; bu metrik, enflasyon kaynaklı bozucu etkileri filtreleyerek şirketin gerçek karlılık performansını daha net ortaya koyuyor. Özkaynak maliyetini hesaplarken Anadolu Hayat için 0,92, sektör için 1,0 beta kullanıyoruz. Her iki özkaynak maliyeti de aynı risksiz faiz ve aynı hisse risk primi varsayımlarıyla CAPM üzerinden hesaplandığı için seviyeler birbirine oldukça yakın çıkıyor.

Karşılaştırılabilirlik açısından, özkaynak karlılığı hesabında son 12 ay net karı / ortalama özkaynak (3Ç24 ve 3Ç25 ortalaması) formülünü kullanıyoruz. Son 12 ay net karı, 3Ç25 net karı + 2024 yıl sonu net karı – 3Ç24 net karı olarak tanımlanmıştır.

Genel olarak, Anadolu Hayat'ın özkaynak karlılığının özkaynak maliyetini yaklaşık 16 puan aşması, şirketin güçlü ve sürdürülebilir karlılık profilini teyit ediyor ve şirketi sektör ortalamasının belirgin biçimde üzerinde konumlandırıyor.

Şekil 52: Özkaynak Karlılığı ve Spred Analizi



Kaynak: Türkiye Sigortalar Birliği, Bloomberg Terminal, İş Yatırım

Özkaynak Karlılığı, Özkaynak Maliyeti ve PD/DD Çarpanlarının Kıyaslanması

Anadolu Hayat'ın ortalama özkaynak karlılığı, özkaynak maliyeti ve piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) çarpanlarını, Borsa İstanbul'da işlem gören diğer sigorta şirketleriyle karşılaştırdık.

Metodoloji: Şirket betaları, her bir hissenin son 36 aya ait tarihsel getirilerinin piyasa endeksi ile regresyonu yoluyla elde edildi. Bu betalar kullanılarak özkaynak maliyeti, CAPM yaklaşımı ile hesaplandı; hesaplamada tüm şirketler için %6 hisse risk primi ve %24 risksiz faiz oranı uygulandı. Tüm şirketlerin aynı sektörde faaliyet göstermesi nedeniyle beta farklılıkları—dolayısıyla özkaynak maliyetlerindeki sapmalar—görece sınırlı kaldı. Güncel PD/DD çarpanları Bloomberg Terminal'den alınırken, özkaynak karlılığı hesaplamasında Türkiye Sigorta Birliği tarafından yayımlanan veriler esas alındı. Buna göre son 12 ay net karı, 3Ç24 ve 3Ç25 ortalaması alınarak hesaplanan ortalama özkaynağa bölündü.

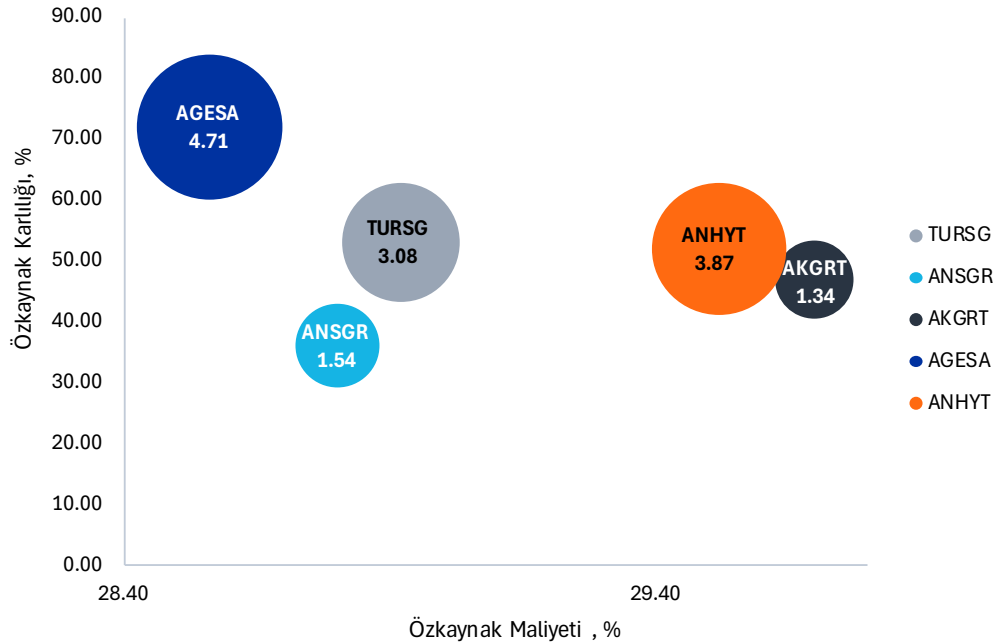
Sonuçlar: Anadolu Hayat, özkaynak karlılığı açısından sektörün en güçlü oyuncularından biri olarak öne çıkarken, bu metrikte liderliğini AGESA sürdürmektedir. AGESA'nın daha yüksek karlılığı, daha yüksek bir PD/DD çarpanı ile fiyatlanırken; Anadolu Hayat, aynı iş kolunda faaliyet gösteren en yakın benzerine kıyasla iskontolu işlem görmektedir. Bu durum, ANHYT'nin görece-li olarak ucuz olduğunu göstermektedir.

Buna karşılık, hayat dışı sigorta şirketleri (ANSGR, TURSG, AKGRT) genellikle daha düşük PD/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Bu durum, mevcut yüksek faiz ortamında önemli bir kar sürükleyicisi olan yatırım gelirlerinin, faizlerin normalleşmesiyle birlikte ivme kaybedeceği beklentisini yansıtmaktadır. Ancak TURSG bu noktada bir istisna oluşturmaktadır; son dönemdeki güçlü hisse performansı, şirketin PD/DD çarpanını görece yüksek seviyelere taşımıştır.

Hayat ve Emeklilik Primi: Hayat ve emeklilik şirketleri (ANHYT ve AGESA), sigorta sektörüne kıyasla primli çarpanlarla işlem görmektedir. Biz bu primi, orta vadeli katalizörler göz önünde bulundurulduğunda mantıklı buluyoruz. Bu katalizörler arasında:

- **Kredi büyümesi ivmesi:** Faiz indirim sürecinin devam etmesi, perakende kredi talebini hızlandırarak kredi bağlantılı hayat sigortalarını destekleyebilir.
- **Uzun vadeli tasarrufların yapısal genişlemesi:** Makro sıkılaşmanın azalmasıyla birlikte, emeklilik ürünlerinin hanehalkı tasarrufları içindeki payının artmasını bekliyoruz.
- **Regülasyon kaynaklı yukarı yönlü potansiyel:** Devam eden %30 devlet katkısı uygulaması ve 2026–2028 OVP'de yer alan Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi, sektör büyümesi açısından önemli yapısal itici güçler sunmaktadır.

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



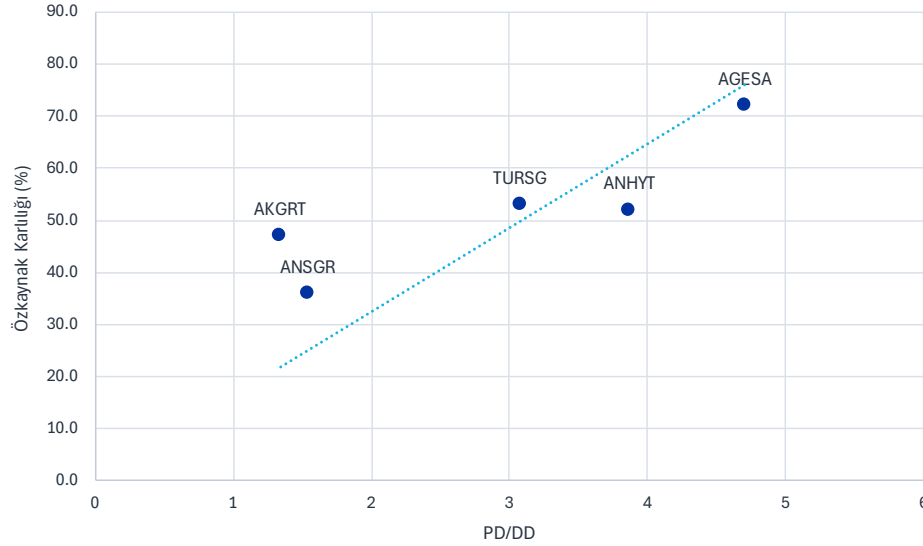
Kaynak: Türkiye Sigortalar Birliği, Bloomberg Terminal, İş Yatırım

Özkaynak Karlılığı ve PD/DD Kıyaslanması

Halka açık sigorta şirketleri arasında özkaynak karlılığı ve PD/DD çarpanlarının karşılaştırılması, net bir yapısal ayrımı ortaya koyuyor: hayat ve emeklilik şirketleri, hayat dışı sigorta şirketlerine kıyasla daha yüksek değerleme çarpanları ile işlem görüyor. Bu prim, önceki bölümlerde detaylandığımız nedenler çerçevesinde tamamen haklı.

Bu nedenle, trend çizgisinin sağında konumlanan ANHYT veya AGESA'yı "pahalı" olarak nitelendirmenin doğru bir yorum olmadığını düşünüyoruz.. Her ne kadar her iki şirket de sigorta sektörü altında yer alsada, hayat ve emeklilik segmenti yapısal olarak daha yüksek ve sürdürülebilir karlılık sunmakta olup, bu durum doğal olarak daha yüksek PD/DD çarpanlarını desteklemektedir.

Şekil 54: Özkaynak Karlılığı ve PD/DD Kıyaslanması



Kaynak: Türkiye Sigortalar Birliği, Bloomberg Terminal, İş Yatırım

Analist Görüşü: Anadolu Hayat'ın betası, çoğu rakibine kıyasla (AKGRT hariç) bir miktar daha yüksek olup, bu durum marjinal olarak daha yüksek bir özsermaye maliyetine yol açmaktadır. Buna rağmen, şirketin güçlü özkaynak karlılığı performansı, Anadolu Hayat'ı rekabet açısından oldukça sağlam bir konuma yerleştirmektedir. İş modeli ve karlılık profili dikkate alındığında, ANHYT'nin hayat dışı sigorta şirketlerine kıyasla daha yüksek bir PD/DD çarpanı ile işlem görmesini makul buluyoruz.

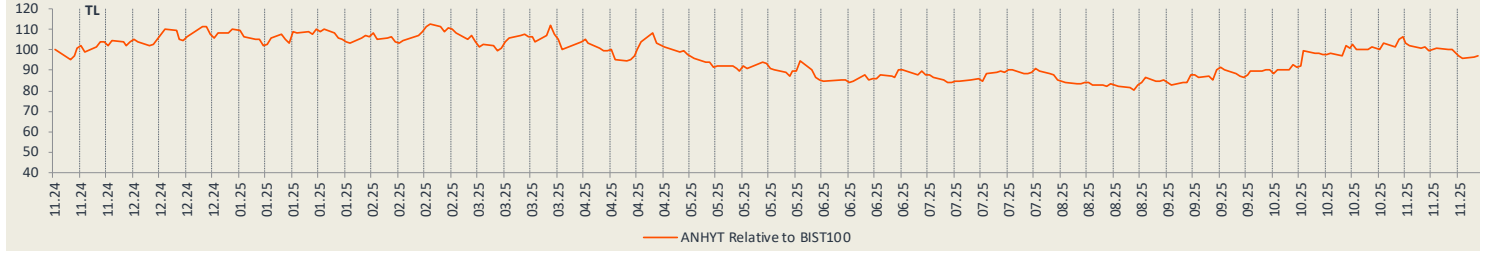
Hayat ve Emeklilik şirketlerinin daha yüksek PD/DD çarpanlarıyla işlem görmesinin temel nedenlerinden biri, bu şirketlerin sürdürülebilir şekilde yüksek özkaynak karlılığı üretmesidir (hayat-dışı segmentte bu oran görece daha düşüktür). Bu durum, hayat ve emeklilik iş kollarının yapısal olarak daha yüksek karlılığa sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca, yüksek temettü ödeme kapasiteleri de PD/DD çarpanlarını destekleyen önemli bir faktördür. Yüksek temettü dağıtımı, özkaynak tabanını görece sınırlı tutarak hem özkaynak karlılığını hem de PD/DD oranını yapısal olarak yukarı taşımaktadır.

En yakın benzeri AGESA ile kıyaslandığında ise, ANHYT'nin iskontolu işlem gördüğünü düşünüyoruz. Her iki şirketin de hayat sigortası ve bireysel emeklilikte benzer pazar paylarına sahip olması, zaman içinde PD/DD çarpanlarının birbirine yakınsamasını gerektirmektedir. ANHYT ve AGESA'nın operasyonel metrikleri büyük ölçüde benzerlik gösterirken, raporlanan özkaynak karlılığı farkının temel nedeni, Anadolu Hayat'ın daha muhafazakar bilanço yapısıdır. Şirketin sermaye yeterlilik oranı belirgin şekilde daha yüksek olup, bu durum daha geniş bir özsermaye tabanına ve dolayısıyla daha düşük bir manşet özkaynak karlılığına yol açmaktadır. Başka bir ifadeyle, AGESA pahalı değil; ANHYT ucuzdur.

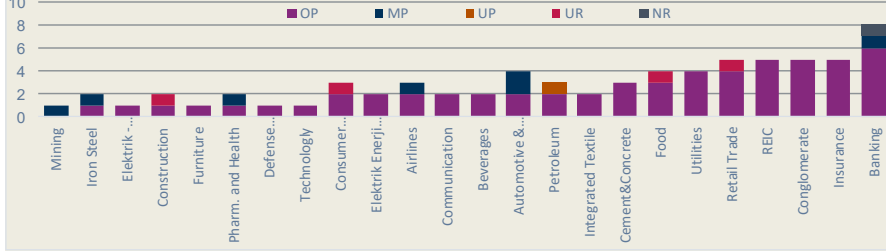
2026 yılında Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi'nin hayata geçmesi halinde, her iki şirketin de bu reformdan anlamlı şekilde fayda sağlamasını bekliyoruz. Bu sistemin yaratacağı büyüme potansiyelinin henüz piyasa fiyatlarına tam olarak yansımadığını düşünüyoruz. Reformun görünürlüğü arttıkça, her iki hisseye yönelik yatırımcı ilgisinin belirgin şekilde artmasını bekliyoruz; bu da ANHYT için en güçlü orta vadeli katalizör konumundadır. Bu potansiyel senaryo dışarıda bırakıldığında dahi, Anadolu Hayat'ın güçlü emeklilik pazar payı, sağlam prim büyümesi ve istikrarlı yüksek karlılık trendleri sayesinde daha yüksek bir PD/DD çarpanını hak ettiğini düşünüyoruz.

Anadolu Hayat

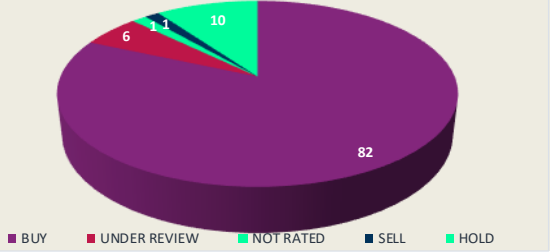
Relative to BIST 100 / Recommendations



Number of Companies



Rec. Breakdown for Coverage



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 iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.