

AGESA EMEKLİLİK (AGESA TI)

Zayıf emeklilik teknik karlılığı nedeniyle beklentilerin altında

TUT (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	59.25	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	67				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	10,665 / 376	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	95 / 2				
Halka Açıklık Oranı	20	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	58				
TL milyon	3Ç23	3Ç22	Yıllık Δ	2Ç23	Çeyreklik Δ	YKY tahmin	Piyasa Beklentisi
Hayat Brüt Prim Üretimi	1,948	878	122%	1,644	18%	1,948	
Hayat Teknik Kar	245	104	136%	82	197%	98	
Net Kar	256	200	28%	550	-53%	290	285
Özkaynak Karlılığı	44%	61%	-17%	112%	-68%	50%	

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

3Ç23 Sonuçları

- Agesa'nın net karı 3Ç23'te 256 milyon TL seviyesinde gerçekleşti (YKY beklentisi: 290 milyon TL ve piyasa beklentisi 285 milyon TL). Net kar bu çeyrekte çeyreklik %53 düşüş gösterirken, yıllık %28 artış kaydetti. 3Ç23 özkaynak karlılığı %44 seviyesinde gerçekleşti (9A23: %68) Sonuçların beklentimizin altında gerçekleşmesinde beklentilerimizden daha geride emeklilik teknik sonuçları ana neden. Daha olumlu olarak ise hayat sigortası teknik karlılığı beklentilerimizin üzerinde gelişti.

Özet Görüşümüz

- Agesa'nın 3Ç23 net karı piyasa beklentisinin %10 altında gerçekleşti. **Sonuçları hisse için olumsuz olarak değerlendiriyoruz.** Agesa için 12 aylık hedef fiyatımızı 67TL/pay olarak koruyoruz. Hedef fiyatımız güncel hisse fiyatına göre %13 potansiyel taşımaktadır ve bu nedenle tavsiyemizi TUT olarak aşağı yönlü revize ediyoruz. Sermaye maliyetini ortalama %26 varsayıyoruz (risksiz faiz oranı: %22, hisse senedi risk primi: %6, beta: 0.7x). Şirket güncel 2023/24 tahminlerimize göre 3.7x/2.6x PD/DD ve 7.7x/6x F/K seviyelerinde çarpanlar ile işlem görmektedir. Şirket'in 2023/24'te özkaynak karlılığının %60/%50 seviyesinde tahmin ediyoruz.

Genel Değerlendirme

- **Hayat Brimi:** Brüt prim üretimi yıllık %122büyüme kaydetti (çeyreklik olarak %18 büyüme). Teknik kar ise çeyreklik %197 artış göstererek 245 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Hayat teknik marjı 3. çeyrekte %14 seviyesinde gerçekleşti (2Ç23: %6).
- **BES:** Şirketin BES yönetilen fon tutarı çeyreklik %17 artış gösterdi (yıllık %102 büyüme). BES gelirleri yıllık %124 artarken, BES giderleri ise aynı dönemde yıllık %148 artış gösterdi. Bunun sonucunda emeklilik teknik sonuçları üçüncü çeyrekte 344 milyon TL zarar olarak gerçekleşti.
- Şirketin net yatırım gelirleri 3. çeyrekte 465 milyon TL katkıda bulundu (çeyreklik %45 düşüş, yıllık %77 artış). Çeyreklik düşüşte kambiyo gelirlerinden katkının azalması ana neden.
- Şirketin en son açıklanan sermaye yeterlilik oranı 30 Haziran itibarı ile %146 seviyesindedir. Bu oran temettü ödeme için gerekli asgari oran olan %135'in üzerindedir.

AGESA TI – Agesa - Açıklanan Finansallar (TLmn)

Kar & Zarar (TL mn)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	çeyreklik	yıllık	9A22	9A23	yıllık
Hayat Gelirleri	1,540	1,302	1,540	4,441	2,601	-41%	69%	4,271	8,582	101%
Brüt prim üretimi	878	1,220	1,488	1,644	1,948	18%	122%	2,420	5,080	110%
Yatırım gelirleri	681	185	227	2,969	868	-71%	27%	1,863	4,064	118%
Hayat Teknik Kar	104	152	115	82	245	197%	136%	333	442	32%
Emeklilik Gelirleri	227	272	424	378	508	34%	124%	635	1,310	106%
Fon yönetim ücreti	197	235	264	304	409	35%	108%	523	977	87%
Yönetim ücreti	25	31	151	61	82	34%	224%	97	294	203%
Giriş komisyonları	5	6	10	13	16	25%	239%	15	39	163%
Emeklilik Giderleri	-345	-499	-508	-575	-852	48%	147%	-836	-1,935	131%
Fon giderleri	-30	-36	-48	-36	-60	66%	102%	-80	-144	81%
Faaliyet giderleri	-299	-446	-433	-508	-742	46%	148%	-714	-1,684	136%
Diğer	-16	-16	-27	-30	-50	67%	216%	-42	-107	153%
Emeklilik Teknik Karı	-118	-227	-83	-197	-344	75%	192%	-201	-624	211%
Net Yatırım Gelirleri	263	231	216	852	465	-45%	77%	710	1,533	116%
Diğer	7	9	35	9	70	687%	910%	20	114	480%
Vergi Öncesi Kar	256	172	283	750	449	-40%	75%	861	1,482	72%
Net Kar	200	177	204	550	256	-53%	28%	657	1,010	54%

Göstergeler	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	çeyreklik	yıllık
Hayat hasar oranı	-15%	-15%	-14%	-13%	-13%	0%	3%
Hayat masraf oranı	-25%	-25%	-28%	-22%	-23%	0%	2%
Hayat teknik marj	12.7%	13.7%	8.8%	6.1%	14.4%	8.3%	1.8%
BES fon yönetim ücreti oranı	1.30%	1.24%	1.30%	1.17%	1.34%	0.2%	0.0%
BES diğer komisyonlar oranı	0.20%	0.20%	0.79%	0.29%	0.32%	0.0%	0.1%
Emeklilik teknik marj	-52%	-83%	-20%	-52%	-68%	-15.8%	-15.9%
Özkaynak karlılığı	61%	46%	47%	112%	44%	-68%	-17%

Bilanço (TL mn)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	çeyreklik	yıllık
Nakit ve benzerleri	833	1,091	1,140	1,335	1,627	22%	95%
Finansal yatırımlar	1,909	2,371	2,609	3,147	3,610	15%	89%
Hayat sigorta yatırımları	6,824	7,357	8,047	11,628	13,183	13%	93%
BES alacakları	60,614	75,639	80,992	103,535	122,449	18%	102%
Diğer	989	1,039	1,261	1,603	1,766	10%	79%
Toplam Varlıklar	71,248	87,583	94,130	121,325	142,706	18%	100%
BES borçları	61,090	76,357	81,714	104,305	123,466	18%	102%
Teknik karşılıklar	8,087	8,774	9,730	13,742	15,497	13%	92%
Hayat matematik karşılıkları	7,779	8,374	9,175	12,909	14,444	12%	86%
Diğer	308	400	555	833	1,054	27%	242%
Diğer	653	761	940	1,093	1,285	18%	97%
Özkaynaklar	1,418	1,691	1,747	2,185	2,457	12%	73%
Toplam Yükümlülükler & Özkaynaklar	71,248	87,583	94,130	121,325	142,706	18%	100%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket

Ek – Deęerleme Varsayımlarında Değişiklikler

	2019	2020	2021	2022	2023T			
Solo - TL milyon					Yeni	Eski	Δ	yıllık %
Hayat Brüt Prim Üretimi	905	1,266	1,966	3,640	6,916	5,642	23%	90%
Hayat Teknik Karlılık	77	240	363	485	712	475	50%	47%
Emeklilik Teknik Karlılık	44	2	-117	-428	-839	-602	39%	96%
Net kar	209	291	448	834	1,380	1,329	4%	65%
Temel Göstergeler								
Özkaynak karlılığı	47%	49%	57%	65%	60%	58%		
Hisse başına temettü (TL)	0.89	0.88	0.00	0.83	3.07	2.95		
Kaynak: YKY Araştırma, KAP								
Makroekonomik Göstergeler								
TÜFE (dönem sonu)	12%	15%	36%	64%	65%	45%		
Reel GSYİH büyüme	1%	2%	10%	5%	4%	4%		
Kaynak: YKY Araştırma								

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.