

AGESA HAYAT VE EMEKLİLİK

Sürdürülebilir karlılık & olumlu görünüm

Agesa Hayat ve Emeklilik ("Agesa") için 12 aylık hedef fiyatımızı 165TL olarak güncelliyoruz ve tavsiyemizi TUT'tan AL'a yükseltiyoruz (önceki hedef fiyat 135TL). Hedef fiyatımızı yukarı revize etmemizde beklentilerimizden daha olumlu gelişen operasyonel sonuçlar etkili oldu. 12 aylık hedef fiyatımız %41 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Şirket 2025 tahminlerimize göre 2.6x PD/DD ve 5.9x F/K oranları ile işlem görmektedir. 2024 net karından %4 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

- Bireysel emeklilik fonlarında güçlü büyüme:** Şirket'in bireysel emeklilik fonları yönetilen fon tutarı 30 Eylül itibarı ile 2024 başına göre %52 büyüme gösterdi. 2024/25'te büyümenin %68 ve %48 olmasını öngörüyoruz. Bu güçlü büyüme beklentimizin en temel etkeni olumlu makro-ekonomik görünüm. 4Ç25 itibarı ile planlanan fakat henüz resmi olarak açıklanmayan "Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi" (TES) ile ilgili potansiyel değeri henüz yansıtmadık. Eğer TES'e geçilirse, emeklilik şirketleri için ek olumlu değer yaratacaktır.
- 2024'te yüksek TL faiz oranlarına rağmen güçlü hayat sigortası katkısı & beklenen faiz indirimleri sayesinde 2025 yılında reel büyümenin devam etmesini bekliyoruz:** Agesa, 9A24 itibarıyla %14,4 pazar payı ile hayat sigortası prim üretiminde lider konumdadır. Şirketin 2024/25 yıllarında yıllık bazda %90/%55 hayat brüt prim üretimi artışı kaydetmesini öngörüyoruz. 2Y25'ten itibaren kredi bağlantılı ürünleri de (toplam primlerin yaklaşık %50'si) desteklemesi beklenen faiz indirimleri sayesinde 2025 yılında reel prim büyümesi gözlemlenmeyi bekliyoruz.
- Dengeli ve çeşitlendirilmiş yatırım portföyü:** Agesa'nın yatırım portföyü 3Ç24 itibarıyla %61 (yıllık +%87) artışla 7,2 milyar TL'ye ulaştı. Portföyün %30'u eurobond, %28'i vadeli mevduat ve %25'i özel sektör tahvillerinden oluşmaktadır. 2025 yılında yatırım gelirlerinde normalleşme gözlemlenmeyi bekliyoruz. Artan yönetilen fon tutarının azalan TL getirilerini kısmen telafi etmesini öngörüyoruz.
- Yukarı yönlü karlılık revizyonu:** Şirket için 2025 net kar tahminimizi beklentimizden daha olumlu 2024 sonuçları ve olumlu 2025 görünümü sayesinde %7 yukarı yönlü revize ettik. 2025'te %43 net kar artışı tahmin ediyoruz ve özkaynak karlılığını %55 öngörüyoruz (2024T: %62). Şirket 2025 tahminlerimize göre 2.6x PD/DD ve 5.9x F/K oranları ile işlem görmektedir. 2024 net karından %4 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.
- Güçlü sermaye oranı & düzenli kar payı dağıtımı:** Şirketin sermaye yeterlilik oranı 3Ç24 itibarıyla %191 gibi güçlü bir seviyede ve temettü ödeme için asgari yasal sınırlar olan %135'in oldukça üzerinde olduğu için temettü dağıtımını bekliyoruz. Tahminlerimizde, 2025 yılında Agesa için %30'luk bir dağıtım oranı varsayıyoruz, bu da 2024 karından %4'lük bir temettü verimine eşdeğerdir.

Riskler: i) Makroekonomik bir oynaklık BES çıkışlarını hızlandırabilir, ii) bankasürans alanında ek düzenlemeler.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ
Net Kar	834	86%	1,374	65%	2,507	83%	3,591	43%	4,730	32%
Özsermaye	1,691	92%	2,951	75%	5,158	75%	7,997	55%	11,291	41%
F/K (x)	5.6		5.7		8.4		5.9		4.5	
F/DD (x)	2.8		2.7		4.1		2.6		1.9	
Hisse Başına Kar (TL)	4.63		7.63		13.93		19.95		26.28	
Temettü Verimi (*)	0.0%		1.4%		1.4%		3.6%		6.8%	
Sermaye Karlılığı	64.8%		59.2%		61.8%		54.6%		49.0%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre
Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri



AL

Hedef Fiyat

TL165.00

Potansiyel Getiri

41%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AGESA.TI / AGESA.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL117.30
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	21,114 / 613
Hisse Sayısı (mn)	180
Saklama Oranı	20%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	50.73 / 1.49

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

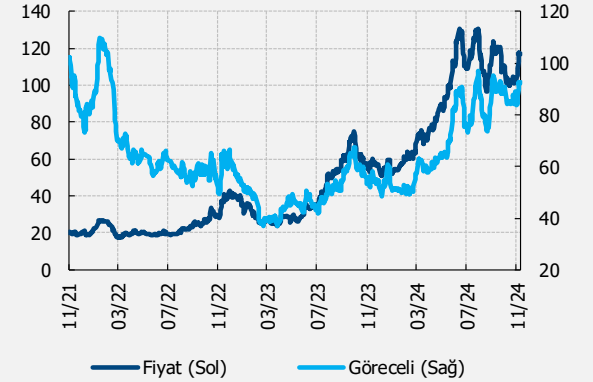
1 Aylık	117.70 / 99.60
1 Yıllık	130.50 / 50.79
Sene başından itibaren	130.50 / 51.97

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	16%	9%
3 Aylık	9%	13%
1 Yıllık	101%	64%
Sene başından itibaren	96%	53%



18 Mayıs 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaitanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 65

Tablo 1: Finansallar (milyon TL):

Bilanço (TLmn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Nakit ve Benzeri	1,091	2,082	2,498	2,998	3,598
Finansal Yatırımlar	2,371	4,086	6,128	8,273	10,341
Hayat Sigortası Yatırımları	7,357	15,363	27,567	41,929	59,766
Emeklilik Alacakları	75,639	141,463	231,691	343,939	492,224
Diğer Varlıklar	1,124	950	1,045	1,150	1,264
Toplam Varlıklar	87,583	164,973	268,159	399,009	570,087
Emeklilik Borçları	76,357	142,869	233,994	347,357	497,116
Teknik Rezervler	8,774	17,808	28,180	42,678	60,631
Diğer yükümlülükler	761	1,345	826	977	1,049
Özkaynaklar	1,691	2,951	5,158	7,997	11,291
Toplam Yükümlülükler	87,583	164,973	268,159	399,009	570,087

Kar/Zarar Tablosu	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Hayat Sigortası brüt primler	3,640	7,353	13,971	21,655	29,234
Hayat Sigortası teknik kar/zarar	485	807	1,704	2,830	4,075
Fon yönetim komisyon geliri	758	1,435	2,561	3,993	5,678
Yönetim & Giriş komisyonu	149	455	1,159	1,796	2,424
Net diğer gelir/giderler	-58	-151	-234	-317	-380
Fon yönetim gideri	-116	-218	-384	-559	-738
Emeklilik faaliyet giderleri	-1,160	-2,614	-4,574	-6,632	-8,622
Emeklilik teknik kar/zararı	-428	-1,093	-1,473	-1,719	-1,638
Toplam teknik kar/zarar	63	-265	261	1,151	2,486
Net yatırım geliri	941	2,121	3,161	3,818	4,112
Diğer gelir/giderler	29	107	160	160	160
Vergi öncesi kar	1,033	1,963	3,582	5,130	6,757
Vergi gideri	-199	-589	-1,075	-1,539	-2,027
Net Kar	834	1,374	2,507	3,591	4,730

Temel Göstergeler	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Hayat teknik kar marjı	14%	13%	14%	15%	16%
Brüt prim büyüme oranı	85%	102%	90%	55%	35%
Şirket portföyü getirisi oranı	34%	57%	52%	40%	30%
Emeklilik fon büyüme oranı	72%	87%	68%	48%	43%
Emeklilik fon büyüklüğü	73,634	137,732	231,691	343,939	492,224
Fon yönetim komisyon oranı	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
Net kar büyüme oranı	86%	65%	83%	43%	32%
Özkaynak Karlılığı	65%	59%	62%	55%	49%
F/K	5.6	15.4	8.4	5.9	4.5
PD/DD	2.8	2.7	4.1	2.6	1.9

Kaynak: Şirket finansalları, YKY tahminleri

Şirket Tanımı

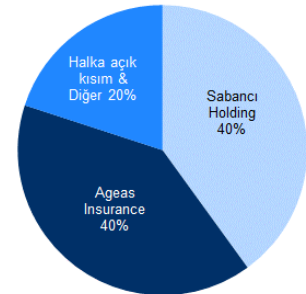
Avivasa 2007'de Avivasa International ve Sabancı Holding ortaklığıyla kurulmuştur. Şirket 2.5 milyon müşteriye servis sağlamaktadır. Bankasürans ağını Akbank üzerinden gerçekleştirmektedir. Ayrıca direkt satış ekipleri ve alternatif dağıtım kanalları ve acenteler üzerinden de satışlar yürütülmektedir. Şirket, Aegas'ın Avivasa'nın payını satın alması sonrası Aegas Hayat & Emeklilik olarak faaliyetlerine devam etmektedir.

Agesa, 9A24 itibarıyla BES yönetilen fon tutarı açısından piyasanın lider oyuncusu (%19,8) konumundadır. Devlet katkısı dahil toplam fon tutarı 209 milyar TL'dir. Agesa, 9A24 itibarıyla hayat sigortası prim üretiminde de pazarın lider oyuncusu (%14,4) konumundadır.

Ana katalizörler: i) emeklilik için yeni destekleyici aksiyonlar, ii) hayat branşını desteklemek için faiz indirimi döngüsü

Ana riskler: i) Makroekonomik bir oynaklık BES çıkışlarını hızlandırabilir, ii) bankasürans alanında ek düzenlemeler, iii) enflasyon muhasebesi

Ortaklık Yapısı



Tahmin Değişiklikleri:

Tablo 2: Tahmin Değişiklikleri (milyon TL)

	2020	2021	2022	2023	2024T				2025T			
					Yeni	Eski	Δ	yıllık %	Yeni	Eski	Δ	yıllık %
Solo - TL milyon												
Hayat Brüt Prim Üretimi	1,266	1,966	3,640	7,353	13,971	13,236	6%	90%	21,655	19,853	9%	55%
Hayat Teknik Karlılık	240	363	485	807	1,704	1,268	34%	111%	2,830	2,076	36%	66%
Emeklilik Teknik Karlılık	2	-117	-428	-1,093	-1,473	-1,438	2%	35%	-1,719	-1,791	-4%	17%
Net kar	291	448	834	1,374	2,507	2,403	4%	83%	3,591	3,351	7%	43%
Temel Göstergeler												
Özkaynak karlılığı	49%	57%	65%	59%	62%	60%			55%	53%		
Hisse başına temettü (TL)	0.88	0.00	0.83	1.67	4.2	4.0			8.0	6.9		
Kaynak: YKY Araştırma, KAP												
Makroekonomik Göstergeler												
TÜFE (dönem sonu)	15%	36%	64%	66%	45%	45%			25%	25%		
Reel GSYİH büyüme	2%	10%	5%	4%	3%	3%			4%	4%		
Kaynak: YKY Araştırma												

Kaynak: YKY Araştırma

- Beklenenden daha iyi operasyonel sonuçlar ve olumlu makroekonomik görünüm sayesinde 2024 ve 2025 yıllarında net kar tahminlerimizi %4/%7 oranında yukarı yönlü revize ettik. Ayrıca modellerimizi 2025 yılına taşıdık. Daha önce 2024 yılı için %46'lık yüksek bir sermaye maliyeti varsayımı kullanmıştık. 2025'ten itibaren artık %33 sermaye maliyeti kullanıyoruz ve daha sonraki yıllarda kademeli düşüş olacağını varsayıyoruz. Tahmin dönemi için ortalama sermaye maliyeti varsayımımız %25'tir.

Değerleme:

AgeSa Hayat ve Emeklilik için %41 getiri potansiyel ile 12 aylık vadede hedef fiyatımızı 165TL olarak güncelledik ve AL tavsiyemiz mevcut.

Hedef fiyatımızı belirlerken Kar Payı İskontolama Modeli (DDM) ve Gordon Büyüme Modeli'ne eşit ağırlık veriyoruz.

TL bazlı ortalama sermaye maliyetini 2025 yılında %33 (risksiz faiz oranı %29, hisse senedi risk primi %6 ve beta 0,7x) ve 2026 yılında %28 (risksiz faiz oranı %24, hisse senedi risk primi %6 ve beta 0,7x) olacağını ve terminal döneme kadar kademeli düşüşün devam edeceğini öngörüyoruz. Tahmin döneminde ortalama %25 sermaye maliyeti öngörüyoruz. %15 terminal büyüme oranı varsayıyoruz.

Tablo 3: Kar Payı İskontolama Modeli & Gordon Büyüme Modeli & Özet

Kar Payı İskontolama Modeli (TLmn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	Terminal
Net Kar	834	1,374	2,507	3,591	4,730	5,865	7,156	8,587	10,047	11,554
Özkaynak karlılığı	65%	59%	62%	55%	49%	45%	43%	42%	42%	41%
Kar payı ödeme oranı	18%	22%	30%	40%	50%	60%	70%	70%	70%	70%
Kar Payı	150	300	752	1,436	2,365	3,519	5,009	6,011	7,033	8,088
Sermaye maliyeti				33.2%	28.2%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%	19.2%
Kar paylarının toplamı										6,984
Sonsuz büyüme oranı										15%
İskonto edilmiş son değer										20,298
12 Aylık Değer										34,041
Gordon büyüme modeli (TL mn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	Terminal
Net Kar	834	1,374	2,507	3,591	4,730	5,865	7,156	8,587	10,047	11,554
(-) İştiraklerden gelirler	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Düzeltilmiş net kar	834	1,374	2,507	3,591	4,730	5,865	7,156	8,587	10,047	11,554
Özkaynak	1,691	2,951	5,158	7,997	11,291	14,791	18,428	22,006	26,042	30,563
(-) İştirakler	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Düzeltilmiş özkaynak	1,691	2,951	5,158	7,997	11,291	14,791	18,428	22,006	26,042	30,563
Düzeltilmiş özkaynak karlılığı	65%	59%	62%	55%	49%	45%	43%	42%	42%	41%
Risksiz getiri oranı										20.6%
Hisse risk primi										6.0%
Beta katsayısı										0.7
Özkaynak maliyeti										24.8%
Sonsuz büyüme oranı										15.0%
2025-2030 ortalama özkaynak karlılığı										46%
Hedef PD/DD										3.2
2025T özkaynak										7,997
12 Aylık Değer										25,369
(+) İştirakler										0
12 Aylık Değer										25,369

	Değer	Ağırlık	Katkı
Kar Payı İskontolama Modeli (TLmn)	34,041	50%	17,020
Gordon büyüme modeli (TLmn)	25,369	50%	12,685
Hedef piyasa değeri (TL mn)			29,705
Piyasa değeri (TL mn)			21,114
Hedef fiyat (TL/hisse)			165
Güncel fiyat (TL/hisse)			117.3
Getiri potansiyeli (%)			41%

Kaynak: YKY Araştırma

Değerleme Duyarlılığı:

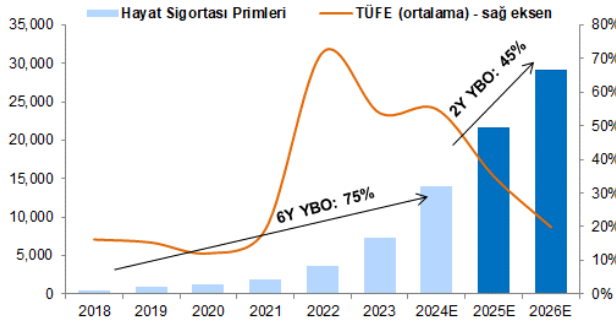
Tablo 4: Hedef Fiyat & Sermaye Maliyeti & Terminal Büyüme Değeri Duyarlılığı

		Sonsuz büyüme oranı				
		13%	14%	15%	16%	17%
Ortalama Sermaye Maliyeti	23%	154	167	182	202	228
	24%	148	159	173	189	211
	25%	144	153	165	180	198
	26%	140	148	159	172	188
	27%	136	144	154	166	180

Kaynak: YKY Araştırma

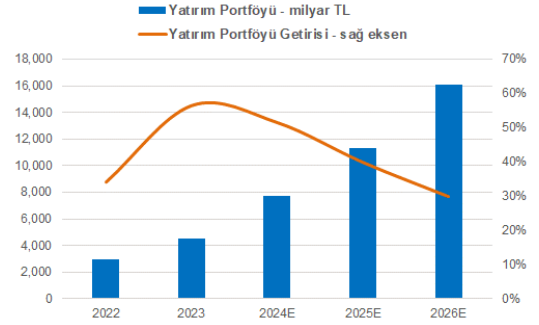
Grafikler:

Grafik 1: Hayat Prim Üretimi & TÜFE



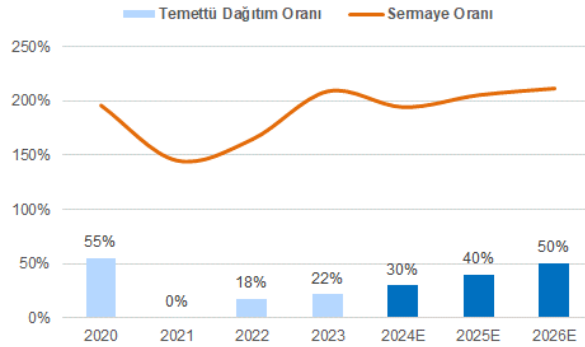
Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 2: Şirket Yatırım Portföyü



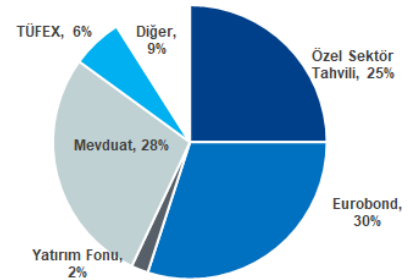
Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 3: Sermaye Yeterlilik Oranı & Temettü Dağıtımı



Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 4: Şirket Yatırım Portföyü Dağılımı



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.