

## AGESA EMEKLİLİK (AGESA Tİ)

## Zayıflayan yatırım gelirleri hayat teknik karlılığı ile kısmen desteklendi

TUT (önceki tavsiye: TUT)

| Kapanış Fiyatı (TL)          |       |       |          | 129.50       | Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)    |            |                   |  | 135      |
|------------------------------|-------|-------|----------|--------------|--------------------------------|------------|-------------------|--|----------|
| Piyasa Değeri (TL / US\$ mn) |       |       |          | 23,310 / 705 | Nominal / Görece Getiri – 12ay |            |                   |  | 180 / 89 |
| Halka Açıklık Oranı          |       |       |          | 20           | Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)  |            |                   |  | 66       |
| TL milyon                    | 2Ç24  | 2Ç23  | Yıllık Δ | 1Ç24         | Çeyreklik Δ                    | YKY tahmin | Piyasa Beklentisi |  |          |
| Brüt Prim Üretimi            | 3,224 | 1,644 | 96%      | 3,141        | 3%                             | 3,224      |                   |  |          |
| Hayat Teknik Kar             | 472   | 82    | 473%     | 93           | 407%                           | 260        |                   |  |          |
| Net Kar                      | 603   | 550   | 10%      | 595          | 1%                             | 650        | 645               |  |          |
| Özkaynak Karlılığı           | 69%   | 106%  | -37%     | 77%          | -8%                            | 74%        |                   |  |          |

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

## Temel Göstergeler

|                    | 2023 | 2024T | 2025T |
|--------------------|------|-------|-------|
| PD/DD              | 2.7  | 4.6   | 3.0   |
| F/K                | 17.0 | 9.7   | 7.0   |
| Özkaynak Karlılığı | 59%  | 60%   | 53%   |
| Temettü Verimi     | 1%   | 3%    | 6%    |

## 2Ç24 Sonuçları

- Agessa'nın net karı 2Ç24'te 603 milyon TL seviyesinde gerçekleşti (YKY beklentisi: 650 milyon TL ve piyasa beklentisi 645 milyon TL). Net kar ikinci çeyrekte çeyreklik %1 artış gösterirken, yıllık %10 artış kaydetti. 2Ç24 özkaynak karlılığı %69 seviyesinde gerçekleşti (6A24: %73) Sonuçların beklentimizin sınırlı altında gerçekleşmesinde beklentilerimizden daha düşük yatırım gelirleri en temel neden olurken, hayat sigortası teknik karlılığı beklentimizin üzerinde gelişti.

## Özet Görüşümüz

- Agessa'nın 2Ç24 net karı piyasa beklentisinin %6 altında gerçekleşti. **Sonuçları hisse için sınırlı olumsuz olarak değerlendiriyoruz.** 2.çeyrek başındaki tahminlerimizden daha olumlu çeyrek sonuçları sayesinde 2024/25 net kar tahminlerimizi yaklaşık %30 yukarı yönlü revize ettik. Agessa için 12 aylık hedef fiyatımızı 135TL/pay olarak yukarı yönlü güncelliyoruz (eski hedef fiyat: 98TL). Hisse için TUT tavsiyemizi koruyoruz. Sermaye maliyetini ortalama %28 varsayıyoruz (risksiz faiz oranı: %24, hisse senedi risk primi: %6, beta: 0.6x). Şirket güncel 2024/25 tahminlerimize göre 4.6x/3x PD/DD ve 9.7x/7x F/K seviyelerinde çarpanlar ile işlem görmektedir. Şirket'in 2024/25 özkaynak karlılığını %60/%53 seviyesinde tahmin ediyoruz.

## Genel Değerlendirme

- Hayat Sigortacılığı:** Brüt prim üretimi yıllık %96 artış kaydetti (çeyreklik olarak %3 artış). Teknik kar ise çeyreklik %407 iyileşerek 472 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Hayat teknik marjı 2. çeyrekte %18 seviyesinde gerçekleşti (1Ç24: %4).
- BES:** Şirketin BES yönetilen fon tutarı çeyreklik %10 artış gösterdi (yıllık %81 büyüme). BES gelirleri yıllık %105 artarken, BES giderleri ise aynı dönemde yıllık %115 artış gösterdi. Bunun sonucunda emeklilik teknik sonuçları ikinci çeyrekte 362 milyon TL zarar olarak gerçekleşti.
- Şirketin net yatırım gelirleri 2. çeyrekte 688 milyon TL katkıda bulundu (çeyreklik %18 düşüş, yıllık %19 düşüş). Bu tutarın 30 milyon TL'si kambiyo gelirlerinden oluşmaktadır. Yüksek TL faizleri ve iyileşen Türkiye CDS'i şirketin yatırım gelirlerini destekledi fakat kambiyo gelirlerindeki gerileme toplam yatırım gelirlerinin katkısını çeyreklik bazda aşağı çekti.
- Şirketin en son açıklanan sermaye yeterlilik oranı 2Ç24 itibarı ile %172 seviyesindedir. Bu oran temettü ödeme için gerekli asgari oran olan %135'in üzerindedir.

## AGESA TI – Agesa - Açıklanan Finansallar (TLmn)

| Kar & Zarar (TL mn)          | 2Ç23        | 3Ç23        | 4Ç23          | 1Ç24          | 2Ç24          | çeyreklik   | yıllık      | 6A23          | 6A24          | yıllık      |
|------------------------------|-------------|-------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|---------------|---------------|-------------|
| Life Premiums (net)          | 1,343       | 1,696       | 2,067         | 2,407         | 2,645         | 10%         | 97%         | 2,643         | 5,052         | 91%         |
| Brüt prim üretimi            | 1,644       | 1,948       | 2,273         | 3,141         | 3,224         | 3%          | 96%         | 3,132         | 6,365         | 103%        |
| Hayat Teknik Kar             | 82          | 245         | 365           | 93            | 472           | 407%        | 473%        | 197           | 566           | 187%        |
| <b>Emeklilik Gelirleri</b>   | <b>378</b>  | <b>508</b>  | <b>580</b>    | <b>990</b>    | <b>815</b>    | <b>-18%</b> | <b>115%</b> | <b>802</b>    | <b>1,805</b>  | <b>125%</b> |
| Fon yönetim ücreti           | 304         | 409         | 458           | 534           | 634           | 19%         | 109%        | 567           | 1,168         | 106%        |
| Yönetim ücreti               | 61          | 82          | 98            | 414           | 135           | -67%        | 120%        | 212           | 549           | 159%        |
| Giriş komisyonları           | 13          | 16          | 24            | 42            | 45            | 6%          | 247%        | 23            | 88            | 280%        |
| <b>Emeklilik Giderleri</b>   | <b>-575</b> | <b>-852</b> | <b>-1,048</b> | <b>-1,122</b> | <b>-1,177</b> | <b>5%</b>   | <b>105%</b> | <b>-1,082</b> | <b>-2,299</b> | <b>112%</b> |
| <b>Emeklilik Teknik Kari</b> | <b>-197</b> | <b>-344</b> | <b>-468</b>   | <b>-132</b>   | <b>-362</b>   | <b>175%</b> | <b>84%</b>  | <b>-280</b>   | <b>-494</b>   | <b>77%</b>  |
| <b>Net Yatırım Gelirleri</b> | <b>852</b>  | <b>465</b>  | <b>588</b>    | <b>843</b>    | <b>688</b>    | <b>-18%</b> | <b>-19%</b> | <b>1,068</b>  | <b>1,531</b>  | <b>43%</b>  |
| Diğer                        | 9           | 70          | -8            | 78            | 33            | -57%        | 272%        | 44            | 111           | 151%        |
| <b>Vergi Öncesi Kar</b>      | <b>750</b>  | <b>449</b>  | <b>481</b>    | <b>880</b>    | <b>847</b>    | <b>-4%</b>  | <b>13%</b>  | <b>1,033</b>  | <b>1,727</b>  | <b>67%</b>  |
| <b>Net Kar</b>               | <b>550</b>  | <b>256</b>  | <b>364</b>    | <b>595</b>    | <b>603</b>    | <b>1%</b>   | <b>10%</b>  | <b>754</b>    | <b>1,198</b>  | <b>59%</b>  |

| Göstergeler                  | 2Ç23  | 3Ç23  | 4Ç23  | 1Ç24  | 2Ç24  | çeyreklik | yıllık |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|--------|
| Hayat hasar oranı            | -13%  | -13%  | -11%  | -12%  | -13%  | -1%       | 0%     |
| Hayat masraf oranı           | -22%  | -23%  | -22%  | -27%  | -24%  | 4%        | -1%    |
| Hayat teknik marj            | 6.1%  | 14.4% | 17.7% | 3.9%  | 17.9% | 14.0%     | 11.7%  |
| BES fon yönetim ücreti oranı | 1.17% | 1.34% | 1.30% | 1.24% | 1.30% | 0.1%      | 0.1%   |
| BES diğer komisyonlar oranı  | 0.29% | 0.32% | 0.34% | 1.06% | 0.37% | -0.7%     | 0.1%   |
| Emeklilik teknik marj        | -52%  | -68%  | -81%  | -13%  | -45%  | -31.2%    | 7.5%   |
| Özkaynak karlılığı           | 112%  | 44%   | 54%   | 77%   | 69%   | -8%       | -43%   |

| Bilanço (TL mn)                               | 2Ç23           | 3Ç23           | 4Ç23           | 1Ç24           | 2Ç24           | çeyreklik  | yıllık     |
|-----------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------|------------|
| Nakit ve benzerleri                           | 1,335          | 1,627          | 2,082          | 2,760          | 2,732          | -1%        | 105%       |
| Finansal yatırımlar                           | 3,147          | 3,610          | 4,086          | 5,078          | 5,222          | 3%         | 66%        |
| Hayat sigorta yatırımları                     | 11,628         | 13,183         | 15,363         | 17,635         | 18,723         | 6%         | 61%        |
| BES alacakları                                | 103,535        | 122,449        | 141,463        | 171,652        | 195,696        | 14%        | 89%        |
| Diğer                                         | 1,603          | 1,766          | 1,891          | 2,519          | 3,446          | 37%        | 115%       |
| <b>Toplam Varlıklar</b>                       | <b>121,325</b> | <b>142,706</b> | <b>164,973</b> | <b>199,892</b> | <b>226,084</b> | <b>13%</b> | <b>86%</b> |
| BES borçları                                  | 104,305        | 123,466        | 142,869        | 173,134        | 197,083        | 14%        | 89%        |
| Teknik karşılıklar                            | 13,742         | 15,497         | 17,808         | 21,203         | 23,132         | 9%         | 68%        |
| Hayat matematik karşılıkları                  | 12,909         | 14,444         | 16,574         | 19,263         | 20,683         | 7%         | 60%        |
| Diğer                                         | 833            | 1,054          | 1,234          | 1,940          | 2,449          | 26%        | 194%       |
| Diğer                                         | 1,093          | 1,285          | 1,345          | 2,344          | 2,077          | -11%       | 90%        |
| <b>Özkaynaklar</b>                            | <b>2,185</b>   | <b>2,457</b>   | <b>2,951</b>   | <b>3,211</b>   | <b>3,791</b>   | <b>18%</b> | <b>74%</b> |
| <b>Toplam Yükümlülükler &amp; Özkaynaklar</b> | <b>121,325</b> | <b>142,706</b> | <b>164,973</b> | <b>199,892</b> | <b>226,084</b> | <b>13%</b> | <b>86%</b> |

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket

## Ek – YKY Tahminler

| Bilanço (TLmn)              | 2021          | 2022          | 2023           | 2024T          | 2025T          |
|-----------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Nakit ve Benzeri            | 1,038         | 1,091         | 2,082          | 2,498          | 2,998          |
| Finansal Yatırımlar         | 753           | 2,371         | 4,086          | 6,128          | 8,273          |
| Hayat Sigortası Yatırımları | 4,258         | 7,357         | 15,363         | 27,443         | 41,188         |
| Emeklilik Alacakları        | 43,489        | 75,639        | 141,463        | 228,413        | 338,354        |
| Diğer Varlıklar             | 677           | 1,124         | 950            | 1,045          | 1,150          |
| <b>Toplam Varlıklar</b>     | <b>50,216</b> | <b>87,583</b> | <b>164,973</b> | <b>264,618</b> | <b>392,315</b> |
| Emeklilik Borçları          | 43,858        | 76,357        | 142,869        | 230,683        | 341,717        |
| Teknik Rezervler            | 5,106         | 8,774         | 17,808         | 28,056         | 41,938         |
| Diğer yükümlülükler         | 370           | 761           | 1,345          | 826            | 977            |
| Özkaynaklar                 | 882           | 1,691         | 2,951          | 5,054          | 7,683          |
| <b>Toplam Yükümlülükler</b> | <b>50,216</b> | <b>87,583</b> | <b>164,973</b> | <b>264,618</b> | <b>392,315</b> |

| Kar/Zarar Tablosu                          | 2021         | 2022         | 2023          | 2024T         | 2025T         |
|--------------------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Hayat Sigortası brüt primler</b>        | <b>1,966</b> | <b>3,640</b> | <b>7,353</b>  | <b>13,236</b> | <b>19,853</b> |
| <b>Hayat Sigortası teknik kar/zarar</b>    | <b>363</b>   | <b>485</b>   | <b>807</b>    | <b>1,268</b>  | <b>2,076</b>  |
| <b>Hayat dışı sigorta teknik kar/zarar</b> | <b>6</b>     | <b>5</b>     | <b>21</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| Fon yönetim komisyon geliri                | 442          | 758          | 1,435         | 2,515         | 3,791         |
| Yönetim & Giriş komisyonu                  | 104          | 149          | 455           | 559           | 714           |
| Net diğer gelir/giderler                   | -31          | -58          | -151          | -234          | -316          |
| Fon yönetim gideri                         | -65          | -116         | -218          | -357          | -500          |
| Emeklilik faaliyet giderleri               | -567         | -1,160       | -2,614        | -3,921        | -5,481        |
| <b>Emeklilik teknik kar/zararı</b>         | <b>-117</b>  | <b>-428</b>  | <b>-1,093</b> | <b>-1,438</b> | <b>-1,791</b> |
| <b>Toplam teknik kar/zarar</b>             | <b>251</b>   | <b>63</b>    | <b>-265</b>   | <b>-169</b>   | <b>284</b>    |
| Net yatırım geliri                         | 358          | 941          | 2,121         | 3,482         | 4,368         |
| Diğer gelir/giderler                       | 6            | 29           | 107           | 120           | 134           |
| <b>Vergi öncesi kar</b>                    | <b>615</b>   | <b>1,033</b> | <b>1,963</b>  | <b>3,432</b>  | <b>4,787</b>  |
| Vergi gideri                               | -167         | -199         | -589          | -1,030        | -1,436        |
| <b>Net Kar</b>                             | <b>448</b>   | <b>834</b>   | <b>1,374</b>  | <b>2,403</b>  | <b>3,351</b>  |

| Temel Göstergeler           | 2021       | 2022       | 2023       | 2024T      | 2025T      |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Hayat teknik kar marjı      | 19%        | 14%        | 13%        | 11%        | 12%        |
| Brüt prim büyüme oranı      | 55%        | 85%        | 102%       | 80%        | 50%        |
| Emeklilik Fon büyüme oranı  | 43%        | 72%        | 82%        | 70%        | 48%        |
| Emeklilik Fon büyüklüğü     | 42,816     | 73,634     | 134,310    | 228,413    | 338,354    |
| Fon yönetim komisyon oranı  | 1.2%       | 1.3%       | 1.4%       | 1.4%       | 1.3%       |
| <b>Net kar büyüme oranı</b> | <b>54%</b> | <b>86%</b> | <b>65%</b> | <b>75%</b> | <b>39%</b> |
| <b>Özkaynak Karlılığı</b>   | <b>57%</b> | <b>65%</b> | <b>59%</b> | <b>60%</b> | <b>53%</b> |
| F/K                         | 7.6        | 5.6        | 17.0       | 9.7        | 7.0        |
| PD/DD                       | 3.9        | 2.8        | 2.7        | 4.6        | 3.0        |

Kaynak: Şirket finansalları, YKY tahminleri

## 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 dayanarak 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 dayanarak 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.