

## Güçlü yatırım gelirleri karlılığı destekledi

TUT (önceki tavsiye: TUT)

Kapanış Fiyatı (TL)	87.70	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	98				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	15,786 / 490	Nominal / Görece Getiri – 12ay	240 / 41				
Halka Açıklık Oranı	20	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	59				
TL milyon	1Ç24	1Ç23	Yıllık Δ	4Ç23	Çeyreklik Δ	YKY tahmin	Piyasa Beklentisi
Brüt Prim Üretimi	3,141	1,488	111%	2,273	38%	3,140	
Hayat Teknik Kar	93	115	-19%	365	-74%	122	
Net Kar	595	204	192%	364	64%	560	584
Özkaynak Karlılığı	77%	40%	37%	63%	15%	72%	

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

## Temel Göstergeler

	2023	2024T	2025T
PD/DD	2.7	3.2	2.2
F/K	11.5	7.0	5.6
Özkaynak Karlılığı	59%	57%	47%
Temettü Verimi	2%	4%	7%

## 1Ç24 Sonuçları

- Agesa'nın net karı 1Ç24'te 595 milyon TL seviyesinde gerçekleşti (YKY beklentisi: 560 milyon TL ve piyasa beklentisi 584 milyon TL). Net kar ilk çeyrekte çeyreklik %64 artış gösterirken, yıllık %192 artış kaydetti. 1Ç24 özkaynak karlılığı %77 seviyesinde gerçekleşti (2023: %59) Sonuçların beklentimizin üzerinde gerçekleşmesinde beklentilerimizden daha yüksek yatırım gelirleri etkili olurken, hayat sigortası ve emeklilik teknik karlılığı beklentimize yakın gelişti.

## Özet Görüşümüz

- Agesa'nın 1Ç24 net karı piyasa beklentisinin %2 üzerinde gerçekleşti. **Sonuçları hisse için nötr olarak değerlendiriyoruz.** Yılın başındaki tahminlerimizden daha olumlu ilk çeyrek sonuçları sayesinde 2024/25 net kar tahminlerimizi yaklaşık %15 yukarı yönlü revize ettik. Agesa için 12 aylık hedef fiyatımızı 98TL/pay olarak yukarı yönlü güncelliyoruz (eski hedef fiyat: 75TL). 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 tahminlerimize göre 3.2x PD/DD ve 7x F/K seviyelerinde çarpanlar ile işlem görmektedir. Şirket'in 2024 özkaynak karlılığını %57 seviyesinde tahmin ediyoruz.

## Genel Değerlendirme

- Hayat Sigortacılığı:** Brüt prim üretimi yıllık %111 büyüme kaydetti (çeyreklik olarak %38 büyüme). Teknik kar ise çeyreklik %74 azalarak 93 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Hayat teknik marjı 1. çeyrekte %4 seviyesinde gerçekleşti (4Ç23: %18).
- BES:** Şirketin BES yönetilen fon tutarı çeyreklik %21 artış gösterdi (yıllık %113 büyüme). BES gelirleri yıllık %133 artarken, BES giderleri ise aynı dönemde yıllık %121 artış gösterdi. Bunun sonucunda emeklilik teknik sonuçları ilk çeyrekte 132 milyon TL zarar olarak gerçekleşti.
- Şirketin net yatırım gelirleri 1. çeyrekte 843 milyon TL katkıda bulundu (çeyreklik %26 artış, yıllık %154 artış). Bu tutarın 194 milyon TL'si kambiyo gelirlerinden oluşmaktadır. Yüksek TL faizleri ve iyileşen Türkiye CDS'i şirketin yatırım gelirlerini destekledi.
- Şirketin en son açıklanan sermaye yeterlilik oranı 31 Aralık itibarı ile %152 seviyesindedir. Bu oran temettü ödeme için gerekli asgari oran olan %135'in üzerindedir.

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

Kar & Zarar (TL mn)	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	1Ç24	çeyreklik	yıllık
<b>Hayat Gelirleri</b>	<b>1,540</b>	<b>4,441</b>	<b>2,601</b>	<b>3,159</b>	<b>3,982</b>	<b>26%</b>	<b>159%</b>
Brüt prim üretimi	1,488	1,644	1,948	2,273	3,141	38%	111%
Yatırım gelirleri	227	2,969	868	1,044	1,516	45%	568%
<b>Hayat Teknik Kar</b>	<b>115</b>	<b>82</b>	<b>245</b>	<b>365</b>	<b>93</b>	<b>-74%</b>	<b>-19%</b>
<b>Emeklilik Gelirleri</b>	<b>424</b>	<b>378</b>	<b>508</b>	<b>580</b>	<b>990</b>	<b>71%</b>	<b>133%</b>
Fon yönetim ücreti	264	304	409	458	534	17%	102%
Yönetim ücreti	151	61	82	98	414	323%	175%
Giriş komisyonları	10	13	16	24	42	79%	322%
<b>Emeklilik Giderleri</b>	<b>-508</b>	<b>-575</b>	<b>-852</b>	<b>-1,048</b>	<b>-1,122</b>	<b>7%</b>	<b>121%</b>
Fon giderleri	-48	-36	-60	-73	-82	12%	71%
Faaliyet giderleri	-433	-508	-742	-930	-984	6%	127%
Diğer	-27	-30	-50	-45	-56	25%	111%
<b>Emeklilik Teknik Kari</b>	<b>-83</b>	<b>-197</b>	<b>-344</b>	<b>-468</b>	<b>-132</b>	<b>-72%</b>	<b>58%</b>
<b>Net Yatırım Gelirleri</b>	<b>216</b>	<b>852</b>	<b>465</b>	<b>588</b>	<b>843</b>	<b>43%</b>	<b>290%</b>
Diğer	35	9	70	-8	78	-1131%	120%
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>283</b>	<b>750</b>	<b>449</b>	<b>481</b>	<b>880</b>	<b>83%</b>	<b>211%</b>
<b>Net Kar</b>	<b>204</b>	<b>550</b>	<b>256</b>	<b>364</b>	<b>595</b>	<b>64%</b>	<b>192%</b>

Göstergeler	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	1Ç24	çeyreklik	yıllık
Hayat hasar oranı	-14%	-13%	-13%	-11%	-12%	-1%	1%
Hayat masraf oranı	-28%	-22%	-23%	-22%	-27%	-6%	0%
Hayat teknik marj	8.8%	6.1%	14.4%	17.7%	3.9%	-13.8%	-4.9%
BES fon yönetim ücreti oranı	1.30%	1.17%	1.34%	1.30%	1.24%	-0.1%	-0.1%
BES diğer komisyonlar oranı	0.79%	0.29%	0.32%	0.34%	1.06%	0.7%	0.3%
Emeklilik teknik marj	-20%	-52%	-68%	-81%	-13%	67.4%	6.4%
Özkaynak karlılığı	47%	112%	44%	54%	77%	23%	30%

Bilanço (TL mn)	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	1Ç24	çeyreklik	yıllık
Nakit ve benzerleri	1,140	1,335	1,627	2,082	2,760	33%	142%
Finansal yatırımlar	2,609	3,147	3,610	4,086	5,078	24%	95%
Hayat sigorta yatırımları	8,047	11,628	13,183	15,363	17,635	15%	119%
BES alacakları	80,992	103,535	122,449	141,463	171,652	21%	112%
Diğer	1,261	1,603	1,766	1,891	2,519	33%	100%
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>94,130</b>	<b>121,325</b>	<b>142,706</b>	<b>164,973</b>	<b>199,892</b>	<b>21%</b>	<b>112%</b>
BES borçları	81,714	104,305	123,466	142,869	173,134	21%	112%
Teknik karşılıklar	9,730	13,742	15,497	17,808	21,203	19%	118%
Hayat matematik karşılıkları	9,175	12,909	14,444	16,574	19,263	16%	110%
Diğer	555	833	1,054	1,234	1,940	57%	250%
Diğer	940	1,093	1,285	1,345	2,344	74%	149%
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1,747</b>	<b>2,185</b>	<b>2,457</b>	<b>2,951</b>	<b>3,211</b>	<b>9%</b>	<b>84%</b>
<b>Toplam Yükümlülükler &amp; Özkaynaklar</b>	<b>94,130</b>	<b>121,325</b>	<b>142,706</b>	<b>164,973</b>	<b>199,892</b>	<b>21%</b>	<b>112%</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	26,700	38,257
Emeklilik Alacakları	43,489	75,639	141,463	218,858	323,312
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>254,091</b>	<b>373,562</b>
Emeklilik Borçları	43,858	76,357	142,869	221,033	326,525
Teknik Rezervler	5,106	8,774	17,808	27,314	39,006
Diğer yükümlülükler	370	761	1,345	826	977
Özkaynaklar	882	1,691	2,951	4,919	7,054
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>50,216</b>	<b>87,583</b>	<b>164,973</b>	<b>254,091</b>	<b>373,562</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>12,133</b>	<b>16,986</b>
<b>Hayat Sigortası teknik kar/zarar</b>	<b>363</b>	<b>485</b>	<b>807</b>	<b>1,163</b>	<b>1,776</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	2,361	3,491
Yönetim & Giriş komisyonu	104	149	455	552	764
Net diğer gelir/giderler	-31	-58	-151	-235	-329
Fon yönetim gideri	-65	-116	-218	-330	-454
Emeklilik faaliyet giderleri	-567	-1,160	-2,614	-4,182	-6,064
<b>Emeklilik teknik kar/zararı</b>	<b>-117</b>	<b>-428</b>	<b>-1,093</b>	<b>-1,834</b>	<b>-2,591</b>
<b>Toplam teknik kar/zarar</b>	<b>251</b>	<b>63</b>	<b>-265</b>	<b>-671</b>	<b>-816</b>
Net yatırım geliri	358	941	2,121	3,755	4,693
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>3,203</b>	<b>4,011</b>
Vergi gideri	-167	-199	-589	-961	-1,203
<b>Net Kar</b>	<b>448</b>	<b>834</b>	<b>1,374</b>	<b>2,242</b>	<b>2,808</b>

Temel Göstergeler	2021	2022	2023	2024T	2025T
Hayat teknik kar marjı	19%	14%	13%	11%	12%
Brüt prim büyüme oranı	55%	85%	102%	65%	40%
Emeklilik Fon büyüme oranı	43%	72%	82%	63%	48%
Emeklilik Fon büyüklüğü	42,816	73,634	134,310	218,858	323,312
Fon yönetim komisyon oranı	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%
<b>Net kar büyüme oranı</b>	<b>54%</b>	<b>86%</b>	<b>65%</b>	<b>63%</b>	<b>25%</b>
<b>Özkaynak Karlılığı</b>	<b>57%</b>	<b>65%</b>	<b>59%</b>	<b>57%</b>	<b>47%</b>
F/K	7.6	5.6	11.5	7.0	5.6
PD/DD	3.9	2.8	2.7	3.2	2.2

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 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.