

Zayıf yatırım gelirleri kaynaklı beklenti altında karlılık

TUT (önceki tavsiye: **Endeks Altı Getiri**)

Kapanış Fiyatı (TL)	85.35	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	88
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	36,701 / 1,073	Nominal / Görece Getiri–12ay %	95 / 59
Halka Açıklık Oranı	17	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TlMn)	124
Solo - TL milyon			
3Ç24	3Ç23	Yıllık Δ	2Ç24
Hayat Brüt Prim Üretimi	3,484	1,915	82%
Hayat Teknik Kar	393	349	13%
Net Kar	707	711	-1%
Özkaynak Karlılığı	35.7%	57.9%	-22.2%
2Ç24	Çeyreklik Δ	YKY tahmin	Piyasa Beklentisi
2,844	23%	3,484	
412	-5%	400	
1,167	-39%	924	772
67.8%	-32.1%	46.6%	

Temel Göstergeler

	2023	2024T	2025T
PD/DD	2.0	4.1	2.9
F/K	4.5	9.8	7.2
Özkaynak Karlılığı	57%	49%	47%
Temettü Verimi	4%	3%	4%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

Sonuçlar

- Anadolu Hayat'ın net karı 3Ç24'te 707 milyon TL seviyesinde gerçekleşti (YKYt: 924mn TL ve piyasa beklentisi: 772mn TL). Net kar üçüncü çeyrekte çeyreklik %39 düşüş gösterirken, yıllık olarak ise %1 geriledi. 3Ç24 özkaynak karlılığı %36 seviyesinde gerçekleşti (9A24: %55). Sonuçların beklentilerimizin altında gerçekleşmesinde beklentimizden daha düşük yatırım gelirleri ve emeklilik teknik sonuçları ana nedenler. Hayat teknik karlılığı ise beklentimize yakın gelişti.

Özet Görüşümüz

Anadolu Hayat'ın 3Ç24 net karı piyasa beklentisinin %8 altında gerçekleşti. **Sonuçları hisse için olumsuz olarak değerlendiriyoruz.** 2024/25 kar tahminlerimizde %10 ve %5 aşağı yönlü revizyon gerçekleştirdik. Ayrıca değerlememizi 2025 başına ilerletirken, 2025 için sermaye maliyetini de %35 olarak varsaydık. 2024 için daha önceden %50 sermaye maliyeti varsayıyorduk. Sermaye maliyetini ortalama %27 varsayıyoruz (risksiz faiz oranı: %21, hisse senedi risk primi: %6, beta: 1x). Tüm bunlar ışığında Anadolu Hayat için 12 aylık hedef fiyatımızı 88TL/pay olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat: 90TL/pay). **Hedef fiyatımız güncel hisse fiyatına göre %3 yukarı potansiyel taşımaktadır. Tavsiyemizi TUT olarak güncelliyoruz** (eski tavsiye: Endeks Altı Getiri). **Hisse beklediğimiz doğrultuda Temmuz ortasından itibaren yaklaşık %40 nominal olarak gerilerken, XU100'a göre de yaklaşık %25 geride performans gösterdi.**

- Anadolu Hayat güncel 2024/25 tahminlerimize göre 4.1x/2.9x PD/DD ve 9.8x/7.2x F/K seviyelerinde çarpanlar ile işlem görmektedir. Şirket'in 2024/25'te özkaynak karlılığının %49/%47 tahmin ediyoruz. Şirketin %362 seviyesinde sermaye yeterlilik oranına sahip olması sayesinde önümüzdeki yıllarda temettü ödeme geleneğini artan dağıtım oranı ile sürdürmesini bekliyoruz. 2024 net karından dağıtılmak üzere %4 temettü verimi öngörüyoruz.

Genel Değerlendirme

- Hayat Brimi:** Brüt prim üretimi çeyreklik olarak %23 artış kaydetti (yıllık %82 artış). Teknik kar ise 3. çeyrekte 393 milyon TL seviyesinde gerçekleşti ve çeyreklik olarak %5 düşüş gösterdi (yıllık %13 artış). Çeyreklik gerilemede matematik karşılıklarda artış en temel neden.
- BES:** Şirketin BES yönetilen fon tutarı çeyreklik %10 artış kaydetti (yıllık %63 büyüme). BES gelirleri çeyreklik %7 artarken, BES giderleri ise çeyreklik %9 artış gösterdi. Bunun sonucunda emeklilik teknik karı çeyreklik %3 düşüşle 143 milyon TL seviyesinde gerçekleşti.
- Şirketin net yatırım gelirleri 3. çeyrekte 467 milyon TL katkıda bulundu (çeyreklik %57 düşüş, yıllık %31 düşüş). Şirket'in kendi yatırım portföyü 9.1 milyar TL seviyesindedir. Serbest portföyün %60'ı hisse senetleri ve yatırım fonlarından oluşurken, %5'i ise eurobondlardan oluşmaktadır. Şirketin serbest portföyü BIST'te 3.çeyrekte gerçekleşen düşüşten olumsuz etkilendi.

ANHYT TI – Anadolu Hayat - Açıklanan Finansallar (TL mn)

Kar & Zarar (TL mn)	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	çeyreklik	yıllık	9A23	9A24	y/y
Hayat Gelirleri	2,602	3,476	3,998	3,261	4,358	34%	67%	8,858	11,617	31%
Brüt prim üretimi	1,915	2,258	2,419	2,844	3,484	23%	82%	4,809	8,747	82%
Yatırım gelirleri	905	1,383	1,771	702	1,254	79%	39%	4,405	3,726	-15%
Hayat Teknik Kar	349	203	277	412	393	-5%	13%	739	1,082	46%
Emeklilik Gelirleri	519	569	856	885	949	7%	83%	1,302	2,689	107%
Fon yönetim ücreti	367	408	512	511	580	14%	58%	853	1,603	88%
Yönetim ücreti	111	116	250	262	261	-1%	135%	327	773	136%
Giriş komisyonları	21	26	51	58	63	9%	195%	58	171	194%
Diğer	19	18	42	53	44	-17%	128%	61	138	127%
Emeklilik Giderleri	-398	-539	-727	-737	-805	9%	102%	-1,042	-2,269	118%
Fon giderleri	-8	-13	-21	-29	-11	-63%	33%	-35	-61	73%
Faaliyet giderleri	-363	-496	-665	-661	-740	12%	104%	-936	-2,065	121%
Diğer	-27	-30	-42	-47	-55	18%	102%	-71	-144	102%
Emeklilik Teknik Karı	121	30	128	148	143	-3%	18%	260	420	61%
Net Yatırım Gelirleri	681	642	837	1,086	467	-57%	-31%	1,756	2,390	36%
Diğer	-83	99	3	-129	122	-195%	-247%	-95	-4	-96%
Vergi Öncesi Kar	1,070	972	1,246	1,517	1,125	-26%	5%	2,659	3,888	46%
Vergi	-358	-204	-284	-351	-417	19%	16%	-649	-1,052	62%
Net Kar	711	768	962	1,167	707	-39%	-1%	2,010	2,835	41%

Göstergeler	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	çeyreklik	yıllık
Hayat hasar oranı	-20%	-26%	-21%	-22%	-18%	4%	3%
Hayat masraf oranı	-22%	-27%	-26%	-25%	-27%	-2%	-5%
Hayat teknik marj	20.9%	10.1%	13.0%	16.5%	13.0%	-3.4%	-7.9%
BES fon yönetim ücreti oranı	1.24%	1.22%	1.31%	1.11%	1.16%	0.0%	-0.1%
BES diğer komisyonlar oranı	0.51%	0.48%	0.88%	0.81%	0.73%	-0.1%	0.2%
Emeklilik teknik marj	23%	5%	15%	17%	15%	-1.6%	-8.2%
Özkaynak karlılığı	58%	51%	62%	68%	36%	-32%	-22%

Bilanço (TL mn)	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	çeyreklik	yıllık
Nakit ve benzerleri	2,023	1,691	2,424	3,018	2,800	-7%	38%
Finansal yatırımlar	7,804	8,051	8,003	8,934	10,471	17%	34%
Hayat sigorta yatırımları	12,898	15,843	18,012	19,453	22,305	15%	73%
BES alacakları	118,194	134,087	156,679	183,493	200,796	9%	70%
Diğer	13	13	13	13	13	0%	0%
Toplam Varlıklar	143,373	162,708	188,956	219,107	241,501	10%	68%
BES borçları	119,455	135,743	158,922	185,747	203,189	9%	70%
Teknik karşılıklar	15,797	19,219	21,887	23,694	27,339	15%	73%
Hayat matematik karşılıkları	14,730	17,868	20,294	21,943	25,170	15%	71%
Diğer	1,067	1,351	1,593	1,751	2,169	24%	103%
Özkaynaklar	2,405	1,453	1,933	2,113	2,672	26%	11%
Toplam Yükümlülükler & Özkaynaklar	143,373	162,708	188,956	219,107	241,501	10%	68%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket

Ek – YKY Tahminler

Bilanço (TL milyon)	2021	2022	2023	2024T	2025T
Nakit ve Benzeri	423	1,302	1,691	344	1,899
Finansal Yatırımlar	2,323	4,440	8,051	11,271	14,653
Hayat Sigortası Yatırımları	4,657	7,732	15,843	28,346	38,267
Emeklilik Alacakları	43,162	75,664	134,087	219,799	318,846
Diğer Varlıklar	899	1,443	3,037	3,234	3,454
Toplam Varlıklar	51,465	90,582	162,708	262,993	377,120
Emeklilik Borçları	43,595	76,471	135,743	222,514	322,785
Teknik Rezervler	5,564	9,454	19,219	29,765	39,757
Diğer yükümlülükler	457	1,268	1,453	1,671	1,922
Özkaynaklar	1,849	3,389	6,293	9,044	12,656
Toplam Yükümlülükler	51,465	90,582	162,708	262,993	377,120

Kar/Zarar Tablosu (TL milyon)	2021	2022	2023	2024T	2025T
Hayat Sigortası brüt primler	1,968	3,521	7,067	12,225	17,727
Brüt hasarlar	-592	-797	-1,355	-2,676	-4,155
Hayat Sigortası faaliyet giderleri	-428	-795	-1,639	-2,946	-4,195
Hayat Sigortası teknik kar/zarar	310	430	942	1,519	2,404

Fon yönetim komisyon geliri	450	727	1,261	2,165	3,551
Yönetim & Giriş komisyonu	140	218	528	871	1,263
Net diğer gelir/giderler	-5	-29	-73	-81	-74
Fon yönetim gideri	-15	-28	-48	-82	-134
Emeklilik faaliyet giderleri	-376	-754	-1,432	-2,363	-3,426
Emeklilik teknik kar/zararı	193	141	290	510	1,179
Toplam teknik kar/zarar	503	571	1,231	2,030	3,583
Net yatırım geliri	410	1,126	2,398	3,109	3,721
Diğer gelir/giderler	-31	1	4	0	0
Vergi öncesi kar	880	1,692	3,631	5,139	7,304
Vergi gideri	-194	-337	-853	-1,387	-2,191
Net Kar	686	1,355	2,778	3,751	5,113

Temel Göstergeler	2021	2022	2023	2024T	2025T
Hayat teknik kar marjı	16%	12%	13%	12%	14%
Brüt prim büyüme oranı	17%	79%	101%	73%	45%
Emeklilik Fon büyüme oranı	42%	74%	78%	64%	45%
Emeklilik Fon büyüklüğü	43,166	75,154	133,686	219,799	318,846
Fon yönetim komisyon oranı	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%
Net kar büyüme oranı	32%	98%	105%	35%	36%
Özkaynak Karlılığı	40%	52%	57%	49%	47%
F/K	6.2	4.6	4.5	9.8	7.2
PD/DD	2.3	1.9	2.0	4.1	2.9

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.