BES’te katkının %20’ye düşmesi neleri etkileyebilir?

18.11.2026

Best Brands Grup Enerji Yatırım A.Ş.

BES’te devlet katkısı nasıl bir yol izledi?

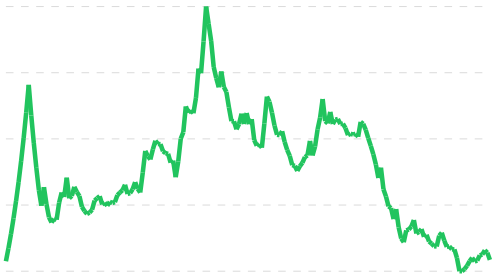
Bireysel Emeklilik Sistemi, Türkiye’de tasarruf eğilimini arttırmak ve kamu üzerindeki emeklilik yükünü hafifletmek amacıyla ilk kez 2003 yılında hayatımıza girdi. Ancak sistemin bugün bildiğimiz devlet katkısı modeline geçişi, 2013 yılında gerçekleşen reformla birlikte oldu. Bu yıla kadar BES için sağlanan teşvikler sadece çalışanların vergi matrahından düşülebilen bir indirim şeklindeydi. Bu da sistemin büyük ölçüde yüksek gelir grubuna hitap etmesini sağlıyordu. Bu nedenle 2013 yılında yapılan düzenlemeyle vergi indirimi modeli yerine doğrudan devlet katkısı sistemine geçildi. Yeni modelle birlikte devlet, katılımcı tarafından yatırılan her bir katkı payı için %25 oranında ek katkıyı, belirlenen yıllık üst limitler dahilinde sisteme aktarmaya başladı. Bu değişiklik, BES’in katılımcı tabanını genişletirken teşvik mekanizmasını dolaylı bir vergi avantajından, doğrudan ve daha görünür bir katkı yapısına dönüştürdü.

Zaman içinde devlet katkısı, BES’in büyümesinde merkezi bir rol üstlenirken katılımcı davranışlarını da belirleyen temel unsurlardan biri haline geldi. Yaklaşık dokuz yıl boyunca %25 olarak uygulanan bu oran, 2022 yılının başında gerçekleşen bir diğer kritik hamleyle %30’a yükseltildi. Bu artış, BES’in kamu destekli uzun vadeli tasarruf aracı niteliğini güçlendirirken sistemin cazibesini de belirgin biçimde arttırdı. Nitekim 2022 yılına kadar %25 devlet katkısının uygulandığı dönemin sonunda BES fon büyüklüğü yaklaşık 227 milyar TL’yken devlet katkısının %30’a çıkarılmasıyla birlikte son üç yılda katılımcı sayısı 18 milyona yaklaşırken toplam fon varlıkları 2 trilyon TL’nin üzerine çıktı.

Bununla birlikte fon büyüklüğünde son yıllarda yaşanan bu güçlü büyümeyi yalnızca devlet katkısı oranındaki artışla açıklamak, sistemin işleyişine dair daha geniş resmi gözden kaçırmak anlamına gelir. Nitekim aynı dönemde, sistemin büyümesini destekleyen hem konjonktürel hem de yapısal nitelikte birçok unsur eş zamanlı olarak devreye girdi. BEFAS’ın uygulanmaya başlamasıyla birlikte katılımcıların farklı emeklilik şirketlerinin fonlarına erişilebilir hale gelmesi, fonlar arası performans odaklı rekabeti arttırarak BES’i pasif bir birikim aracı olmaktan çıkarıp aktif bir yatırım platformuna dönüştürdü. Otomatik Katılım Sistemi ise çalışan kesimin sisteme dahil edilmesini sağlayarak katılımcı tabanını genişletti ve düzenli, öngörülebilir nakit akışı yoluyla toplam fon büyüklüğünü yapısal olarak destekledi. Öte yandan geride bıraktığımız dönemdeki yüksek enflasyon ortamında

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	**BESTE**
Hisse Fiyatı	**16,34**
Fiili Dolaşım Oranı	**28,99**
Hisse Başına Kar	**1,72**
Ödenmiş Sermaye	**188.205.000**
Piyasa Değeri	**3.075.269.700**



1H	1A	3A	6A
%1.2	%-9.4	%-55.0	%-44.6

Piyasa Çarpanları

F/K	**9,52**
FD/FAVÖK	**16,38**
PD/DD	**0,58**
PEG	**0,20**
Net Borç/FAVÖK	**1,39**

Oranlar	2026/9	2025/9
Cari Oran	**3,05**	**0,40**
Kaldıraç Oranı	**20,41**	**23,31**
Özkaynak Karlılığı	**7,30**	**6,19**
Brüt Kar Marjı (Çeyreklik)	**30,41**	**17,13**
FAVÖK Marjı (Çeyreklik)	**53,66**	**49,17**
Net Kar Marjı (Çeyreklik)	**13,10**	**21,02**

tasarruf sahiplerinin reel getiri arayışının güçlenmesi, BES fonlarının önemli bir bölümünün enflasyonun üzerinde getiri sunabilmesiyle birlikte geleneksel tasarruf araçlarına karşı daha cazip bir alternatif hâline getirdi. Ayrıca bu gelişmelere ek olarak, sistemden kısmi çıkış imkanı tanıyan çeşitli esneklik uygulamaları, katılımcıların paraya erişememe endişesini azaltarak sistemde kalıcılığı ve katkı payı tutarlarını destekledi. Son olarak, 18 yaş altı BES uygulamasıyla birlikte sistemin demografik tabanı genişlerken, aileler aracılığıyla sisteme giren uzun vadeli ve çıkış ihtimali düşük fonlar, BES'in büyüme dinamiğini daha kalıcı ve sürdürülebilir bir zemine taşıdı.

Katkının %30'dan %20'ye düşmesi neyi değiştirebilir?

2026 bütçesinde %30 katkı varsayımıyla 132 milyar TL olarak planlanan devlet katkısı ödeneği, oranın %20'ye indirilmesiyle teknik bir revizyon yaşayacak. Yüzde 76'lık nominal artış beklentisiyle oluşturulan bu maliyet kalemi, sadece mekanik hesaplamayla 88 milyar TL seviyesine geriliyor. Düzenleme, Hazine'nin nakit akışında doğrudan bir rahatlama sağlamakla birlikte 2026 merkezi yönetim bütçe ölçeğinde bu tutar toplam giderlerin yaklaşık %0,23'üne (≈ 19 trilyon TL) ve öngörülen bütçe açığının yaklaşık %1,6'sına (≈ 2,7 trilyon TL) denk geldiği için makro düzeyde görece sınırlı bir etki yaratıyor. Öte yandan teşvik oranındaki düşüşün yeni girişleri sınırlaması toplam maliyeti mekanik hesabın da altına çekebilir.

Devlet katkısındaki revizyonun bilançolar üzerindeki etkisi matematiksel olarak yönetilebilir görünse de yatırımcı davranışlarındaki olası değişimler denklemin bilinmeyen tarafını oluşturuyor. Teşvik oranındaki düşüş, sistemin en önemli cazibe merkezi olan getiri avantajını göreceli olarak azaltarak yeni girişlerin hızını kesebilir. Benzer şekilde, mevcut katılımcıların katkı paylarını artırma konusundaki motivasyonu zayıflayabilir veya alternatif tasarruf araçlarına olan ilgi yeniden canlanabilir. Uzun vadeli birikim disiplini gerektiren sistemde, kuralların değişmesi tasarruf sahiplerinin beklemeye geçmesine ve kararlarını ötelemesine zemin hazırlayabilir.

Borsadaki emeklilik şirketlerine nasıl yansır?

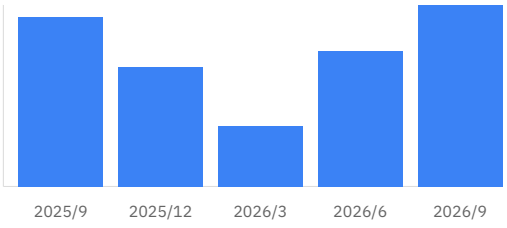
Devlet katkısı oranının %30'dan %20'ye düşmesiyle, 2026 yılı için BES'e giren toplam devlet katkısı tutarının bütçe bazında yaklaşık 44 milyar TL azalacağı varsayımıyla, bu azalışı ilgili emeklilik şirketlerinin pazar payları oranında fon büyüklüğüne yansıttık.

Bu çerçevede, 29 Aralık 2025 itibarıyla BES fon büyüklüğü pazar payı %17,48 olan Anadolu Hayat Emeklilik (ANHYT) ve %18,37

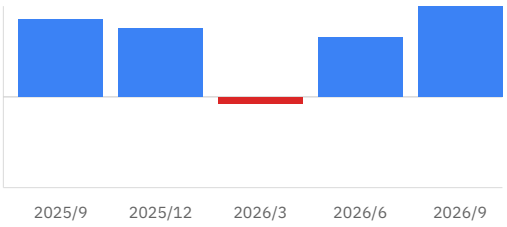
Özet Gelir Tablosu	2026/9	2025/9	%
Satışlar	**323.7 mn**	**346.6 mn**	**%-7**
Brüt Kar	**42.1 mn**	**100.1 mn**	**%-58**
Faal. Karı	**-7.0 mn**	**73.1 mn**	**%-110**
FAVÖK	**132.3 mn**	**199.1 mn**	**%-34**
Net Kar	**311.4 mn**	**178.8 mn**	**%74**

Özet Bilanço	2026/9	2026/6	%
Dönen Var.	**705.7 mn**	**674.6 mn**	**%5**
Duran Var.	**5.9 mr**	**5.0 mr**	**%19**
Fin. Borçlar	**911.2 mn**	**253.9 mn**	**%259**
Net Borç	**284.4 mn**	**-279.6 mn**	**%-202**
Özkaynaklar	**5.3 mr**	**5.0 mr**	**%5**

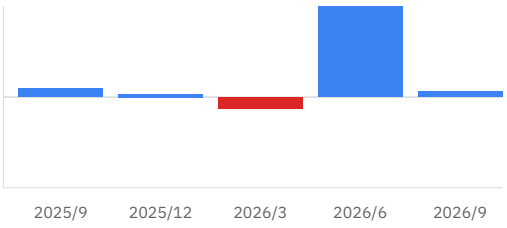
Çeyreklik Satışlar



Çeyreklik FAVÖK



Çeyreklik Net Kâr



olan AgeSA Hayat ve Emeklilik (AGESA) için, devlet katkısı kaynaklı yıl sonu fon büyüklüğü farkı ANHYT için yaklaşık 7,7 milyar TL, AgeSA için ise yaklaşık 8,1 milyar TL seviyesinde hesaplanabilir. Ancak fon işletim gelirleri yıl sonu fon büyüklüğü üzerinden değil, yıl boyunca yönetilen ortalama fon büyüklüğü üzerinden tahakkuk ediyor. Devlet katkısı kaynaklı fon akışındaki azalışın yıl içine yayılması nedeniyle, yıl başında sıfır olan AUM farkı yıl sonunda maksimum seviyeye ulaşıyor. Bu nedenle gelir etkisi hesaplanırken ağırlıklı ortalama AUM etkisi esas alındı. Bu varsayım altında, 2026 yılı için ortalama AUM etkisi ANHYT özelinde yaklaşık 4,1 milyar TL, AgeSA özelinde ise yaklaşık 4,3 milyar TL olarak hesaplanıyor.

Bu ortalama AUM farkını, şirketlerin son gerçekleşmelerinden türetilen efektif fon işletim kesintisi oranları ile çarpılarak gelir etkisine dönüştürdük. Anadolu Hayat'ın 2025'in ilk dokuz ayında yaklaşık 2,34 milyar TL fon işletim geliri üretmiş olması ve aynı dönemde ortalama fon büyüklüğünün yaklaşık 260–270 milyar TL bandında seyretmesi, yıllıklandırılmış bazda yaklaşık %1,1–1,2 seviyesinde bir efektif fon işletim geliri oranına işaret ediyor. Bu oran kullanıldığında, 4,1 milyar TL civarındaki ortalama AUM farkının, Anadolu Hayat için yaklaşık 48 milyon TL düzeyinde bir yıllık gelir kaybı yaratacağını hesaplıyoruz.

Benzer şekilde AgeSA cephesinde, 2025'in ilk dokuz ayında 2,66 milyar TL seviyesinde gerçekleşen fon işletim gelirleri ve aynı dönemde yaklaşık 280–290 milyar TL seviyesinde hesaplanan ortalama fon büyüklüğü, yıllıklandırılmış bazda %1,2–1,3 aralığında bir efektif gelir oranına karşılık geliyor. Bu oranla yapılan hesaplama, 4,3 milyar TL civarındaki ortalama AUM farkının AgeSA için yaklaşık 52 milyon TL seviyesinde bir gelir kaybına yol açabileceğini gösteriyor.

Bu büyüklüklerin her iki şirket için de yönetilebilir bir etki anlamına geldiğini söyleyebiliriz. Dolayısıyla, devlet katkısı oranındaki düşüşün mekanik etkisinin, tek başına ele alındığında emeklilik şirketlerinin operasyonel kârlılığında dramatik bir bozulmaya yol açması beklenmemektedir. Asıl belirleyici unsur, bu mekanik etkinin ötesinde, katılımcı davranışlarında oluşabilecek ikincil etkilerin (katkı payı artış hızının düşmesi ve yeni girişlerin zayıflaması) AUM büyüme patikasını ne ölçüde etkileyeceği olacaktır.

TES ile dengelenme mümkün mü?

Devlet katkısının %30'dan %20'ye indirilmesi, sistemin toplam fon büyüklüğünün daha düşük bir patikaya oturması ve emeklilik şirketlerinin fon işletim gelirlerinde sınırlı da olsa aşağı yönlü bir etki oluşması riskini beraberinde getiriyor. Ancak sektörün uzun zamandır en önemli gündem başlıklarından biri de 2026 yılında devreye alınması planlanan Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES). Emeklilik şirketleri, TES ile birlikte sisteme ilave 20 milyon kişinin dahil olabileceğini değerlendiriyor. En basit varsayımla, 2026 brüt asgari ücretin 33.030 TL olduğu senaryoda, katkı oranı %3 kabul edildiğinde kişi başı aylık katkı 991 TL seviyesine denk geliyor. Bu da 20 milyon kişi için aylık yaklaşık 19,82 milyar TL, yıllık bazda ise 238 milyar TL düzeyinde bir ek fon büyüklüğü potansiyeline işaret ediyor.

Bu büyüklük, devlet katkısındaki olası düşüşün yarattığı mekanik azalışı nominal olarak dengeleme kapasitesine sahip görünse de; TES'in nihai tasarımı (kapsam, cayma davranışı, katkı matrahı ve fon tercihi) bu etkinin ne ölçüde realize olacağını belirleyecek. Yine de aynı yaklaşımı şirketlere uyarladığımızda, Anadolu Hayat için yaklaşık 22,5 milyar TL, AgeSA için ise yaklaşık 23,6 milyar TL düzeyinde bir ortalama AUM artışı potansiyeli ortaya çıkıyor. Dolayısıyla TES'in öngörülen ölçekte devreye girmesi halinde, devlet katkısı oranındaki olası

düşüşün emeklilik şirketleri üzerindeki mekanik baskısını AUM tarafında önemli ölçüde dengeleyebilecek bir büyüklükten söz etmek mümkün. Bununla birlikte nihai dengelemenin boyutu, TES'te kapsama giren ücret tabanı ve sistemde kalıcılık oranı gibi tasarım unsurlarının yanı sıra, devlet katkısı oranındaki düşüşün yeni girişleri ve katkı payı artış hızını ne ölçüde zayıflatacağı, hatta güven/cazibe kanalı üzerinden sistemden çıkış eğilimini artırıp artırmayacağı gibi davranışsal etkiler tarafından da belirlenecektir.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Fintables Bilişim Teknolojileri A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir. Alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Fintables Bilişim Teknolojileri A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.