

## Hayat Dışı Sigorta Sektörü

## Cazip sektör çarpanları güçlü getiri potansiyeli sunuyor...

**Anadolu Sigorta (ANSGR; EÜG; 12A HF: 144 TL) ve Türkiye Sigorta (TURSĞ; EÜG; 12A HF: 19,4 TL) hisselerini sırasıyla %90 ve %62 getiri beklentisiyle hayat dışı sigorta sektörünü temsilen takip listemize ekliyoruz.** Olumlu görüşümüz (i) önümüzdeki birkaç çeyrek boyunca yüksek reel faiz ortamının süreceği beklentimizi ve (ii) hisse fiyatlarının zirve seviyelerinden yaklaşık %40 oranında geri çekilmesi sonrası cazip sektör çarpanlarının sunduğu güçlü yatırım fırsatını yansıtıyor. Hedef fiyatlarımız üzerinden ima edilen 12 aylık ileriye dönük F/DD çarpanları Anadolu Sigorta için 0,9x ve Türkiye Sigorta için 1,5x düzeyindedir. Şirketlerin mevcut 12 aylık F/ DD çarpanları ise sırasıyla 1,4x ve 2,9x olup (3 yıllık ortalamalar 1,7x ve 2,7x), güçlü getiri potansiyelini desteklemektedir.

2024'te sırasıyla %74 ve %100'lük güçlü net kâr artışı sağlamasını beklediğimiz iki şirket için, 2025'te daha ılımlı %24 ve %29'luk (baz yılındaki karşılık düzenlemesinin etkisi hariç yaklaşık %40 artış) net kâr artışı öngörüyoruz. Makro tahminler ışığında, finansal gelirlere sınırlı artış (TL getirilerin düşmesine bağlı olarak) paralelinde 2026'yı sigorta şirketlerinin ortalama yüzde on beşler civarı net kâr artışı sağlayacağı bir geçiş dönemi olarak öngörüyoruz. Dolayısıyla, 2024, 2025 ve 2026 yıllarındaki özkaynak kârlılığı tahminlerimiz (Anadolu Sigorta için %63, %48 ve %39; Türkiye Sigorta için %78, %56 ve %44), söz konusu yıllar için ortalama enflasyon beklentilerimizin oldukça üzerinde kalmaktadır.

Türkiye'de brüt hayat dışı prim üretimindeki artışların, sigorta penetrasyonunun artması ve ekonomik koşullardaki toparlanmanın etkisiyle gelecekte ortalama enflasyonu geçmesini öngörüyoruz. Kısa-orta vadede TL'nin ılımlı değer kazancı, uzun vadede ise dengeli bir döviz seyrinin teknik açıdan aşağı yönlü riskleri azaltmasını, orta-uzun vadede enflasyon beklentilerine göre makul getiri düzeylerinin korunacağını ve yönetilen fonların büyümesiyle finansal gelirlerin güçlü kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

Ayrıca, zorunlu trafik sigortasında tavan fiyatın kaldırılması ve serbest tarifeye geçişin, uzun vadede ek yukarı yönlü getiri yaratabileceğini ve her iki şirketin de kârlılık ve güçlenen sermaye yapısı ile önümüzdeki yıllarda hissedarlarına güçlü temettü değeri sunacaklarını değerlendiriyoruz. Özetle, net kâr ivmesinde yavaşlama eğiliminin zaten fiyatlandığını göz önünde bulundurarak, hisseler için mevcut fiyat seviyelerini yatırım için cazip buluyoruz.

Analist: Hakan Aygün

[hakan.aygun@akyatirim.com.tr](mailto:hakan.aygun@akyatirim.com.tr)

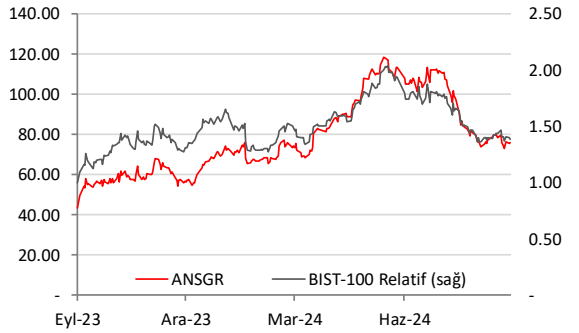
Analist: Halil Serbey Celep

[serbey.celep@akyatirim.com.tr](mailto:serbey.celep@akyatirim.com.tr)

Bloomberg Kodu		ANSGR TI			
Tavsiye		Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL		144.00			
Güncel Fiyat, TL		75.80			
Getiri Potansiyeli		90%			
Piyasa Değeri, mn TL		37,900			

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Brüt Primler, mn TL	44,228	72,638	104,842	134,946
Net Kâr, mn TL	5,909	10,305	12,801	14,471
Yatırım Portföyü, mn TL	32,026	53,164	77,311	104,602
Bileşik Oran	119.1%	106.1%	105.3%	104.9%

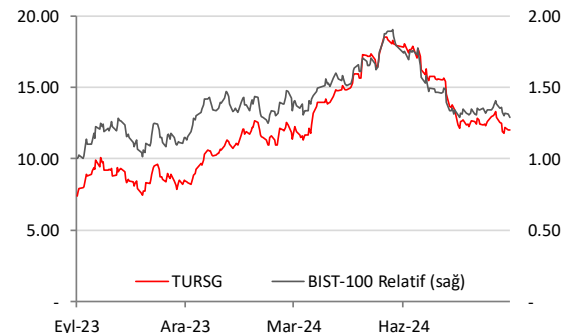
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	2.7	4.2	3.3	3.0
F/DD	1.1	1.3	0.9	0.7
F/Yatırım Portföyü	0.5	0.8	0.6	0.4



Bloomberg Kodu		TURSĞ TI			
Tavsiye		Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL		19.40			
Güncel Fiyat, TL		12.00			
Getiri Potansiyeli		62%			
Piyasa Değeri, mn TL		60,000			

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Brüt Primler, mn TL	59,518	106,697	144,424	178,463
Net Kâr, mn TL	6,155	12,293	15,908	18,594
Yatırım Portföyü, mn TL	31,278	54,641	80,859	109,537
Bileşik Oran	106.4%	99.3%	98.4%	98.4%

Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	3.9	5.6	4.3	3.7
F/DD	1.6	2.5	1.5	1.1
F/Yatırım Portföyü	0.8	1.3	0.9	0.6



**YÖNETİCİ ÖZETİ****ANSGR ve TURSG 'Endeks Üzerinde Getiri' tavsiyesiyle araştırma kapsamına alındı:**

Anadolu Sigorta (ANSGR; EÜG; 12A HF: 144 TL) ve Türkiye Sigorta (TURSG; EÜG; 12A HF: 19,4 TL) hisselerini sırasıyla %90 ve %62 getiri potansiyeliyle hayat dışı sigorta sektörünü temsilen araştırma kapsamımıza alıyoruz. Buna göre, 12 aylık hedef fiyatlarımız Anadolu Sigorta için 12 aylık ileriye dönük 0,9x F/DD, Türkiye Sigorta için ise 12 aylık ileriye dönük 1,5x F/ DD çarpanlarına tekabül etmektedir. Şu anki F/ DD çarpanları sırasıyla 1,4x ve 2,9x olup (geriye dönük 3 yıllık F/DD ortalamaları 1,7x ve 2,7x), bu hisselerdeki yukarı yönlü potansiyeli doğrulamaktadır.

**Makroekonomik ortam sektör için destekleyici olmaya devam edecektir:** Sigorta şirketleri, makro istikrarın teknik tarafa sağladığı faydalardan ve sıkı parasal duruşun finansal gelirler üzerindeki olumlu etkilerinden yararlanmaktadır. 2024 yılında, (iskonto oranlarındaki artışın karşılık maliyetini azaltıcı etkisiyle) yıllık %74 ve %100 oranında kar büyümesi bekliyoruz. 2025 yılında net kâr artışlarının %24 ve %29 (baz yılındaki karşılık düzenlemesinin etkisi hariç ortalama %40 artış) olarak, %30 ortalama enflasyon beklentimize yakın gelmesini öngörüyoruz. Faiz oranlarında gevşeme beklentimiz doğrultusunda, 2026 net kârlarında orta ilâ yüksek onlu artış tahminimiz bulunuyor. Daha uzun vadede ise net kârın beklenen yıllık ortalama enflasyona yakın/enflasyonun üzerinde artacağını hepiliyoruz.

Buna göre, tahminlerimiz 2024, 2025, 2026 yılları için ortalama özkaynak karlılığını Anadolu Sigorta'da %63, %48, %39 ve Türkiye Sigorta'da %78, %56, %44 olarak göstermektedir. Aynı şekilde, tahmin döneminin geri kalanında özkaynak kârlılığının enflasyonun oldukça üzerinde kalacağını öngörüyoruz. Dolayısıyla, finansal gelirlerdeki aşağı yönlü bir miktar ılımlılığa rağmen, mevcut makro ortamın genel olarak sektör için destekleyici olmaya devam edeceğine inanıyoruz.

BIST Sigorta Endeksi, 2023 yılında %166'lık bir artış göstererek BIST-100'ün %97 üzerinde performans sergiledi, 2024 yılında ise son dönemdeki geri çekilmeye rağmen yılbaşından bu yana %49 artışla BIST-100'ün %14 üzerinde değer kazandı. Genel olarak, hayat dışı sigorta şirketleri 2023 yılında daha güçlü hisse getirileri elde ederken, hayat ve emeklilik branşı ise hayat dışı sigorta segmentini 2024'te, özellikle Nisan ayından bu yana, açık ara geride bıraktı.

**Hem 2025 hem de 2026 için güçlü reel prim büyümesi:** GSYH büyümesinin 2024'te %3,0 olacağı ve 2025'te %3,0'ün bir miktar altında kalacağı (2023'teki %5,1'den) beklentimize rağmen, yumuşak iniş senaryomuz, kur istikrarının sürdüğü makul bir faaliyet ortamına işaret ediyor. 2023 yılında toplam hayat dışı prim üretimi yıllık bazda %109 artış göstererek 426 milyar TL'ye ulaştı. Türkiye Sigorta Birliği'nin en son verilerine göre, Ocak - Temmuz 2024 döneminde toplam hayat dışı prim üretimi yıllık %79 artarak 391 milyar TL oldu. Bu bağlamda, enflasyondaki düşüş ve TL'de reel değerlenmenin süreceği beklentilerimiz doğrultusunda, hayat dışı sigorta primlerinin 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla %74 ve %36 oranında artmasını ve artışın ortalama yıllık enflasyon tahminimizi 16 ve 6 puan geçmesini öngörüyoruz. Bu büyüme, penetrasyon artışı, hayat dışı sigorta şirketlerinin sayısının çoğalması ve yeni ürünlerin piyasaya sunulmasıyla desteklenecektir.

**Teknik marjda iyileşme:** Prim tahsilatının peşin, hasar ödemelerinin gecikmeli yapılması nedeniyle, sigortacılık iş modelinde nakit akımları dezenflasyon sürecinde

daha iyi teknik sonuçlar sunarken, yükselen enflasyon ortamında teknik kârlar olumsuz etkilenmektedir.

Ayrıca, Türkiye hayat dışı sigorta sektöründeki teknik zarar büyük ölçüde zorunlu trafik segmentinden kaynaklanmaktadır. Sektörün teknik kârlılığını ölçen bileşik oran, 2021 yılının sonlarında başlayan kur artışı ve enflasyondaki yükselişin bir sonucu olarak, büyük ölçüde zorunlu trafik segmentindeki bozulma nedeniyle 2021 yılındaki %116,0 seviyesinden 2022'de %130,3'e yükselmiştir. **Ek olarak, hayat dışı sigorta sektörü 2023 yılında yaklaşık 27 milyar TL toplam zarar kaydetmiştir (2022'de 25,1 milyar TL zarar). Bunun başlıca nedeni, zorunlu trafik segmentindeki 34 milyar TL zarardır.** Teknik kârlılık açısından zorlu bir dönemin ardından, daha yüksek fiyatlarla poliçe yenilemeleri sayesinde, bileşik oran 2023 yılında %112,9'a gerilemiştir.

Zorunlu trafik segmenti, hem regülasyonlar hem de dövize endekli maliyetlerin (özellikle oto yedek parçaları) toplam hasarlar içindeki yüksek payı nedeniyle kritik bir öneme sahiptir. Mayıs 2017'den itibaren bu segmentte regüle bir fiyatlandırma mekanizması bulunmakta olup, **hükümet 2021-2023 döneminde tarifelerdeki ortalama yıllık artışı enflasyonun altında tutmuş ve 2024 başından itibaren daha dengeli bir fiyatlandırma uygulamasına izin vermiştir.** Ayrıca, Mayıs'ta yapılan fiyatlandırma mekanizmasındaki son değişiklikler, gelecekte teknik dengeye olumlu katkıda bulunabilir. İleriye dönük olarak istikrarlı bir dezenflasyon süreci öngörmekteyiz, bu nedenle, zorunlu trafik segmentinde 2021 ve 2022 yıllarında yaşanan regüle marj baskısına benzer bir durumun tekrar ortaya çıkmasını beklemiyoruz.

**Cazip reel faiz oranları:** Hayat dışı sigorta şirketleri için destekleyici reel faiz ortamının bir süre daha devam etmesini bekliyoruz. Faiz indirim döngüsünün başlaması nominal faiz oranlarını da düşürecektir. Ancak, ters dolarizasyon sürecini teşvik etmek ve iç tüketimi baskılamak amacıyla uygulanan son makro ihtiyati tedbirler doğrultusunda, makro politikaların sıkı kalmaya devam edeceğini ve reel faizlerin bir süre daha yüksek seyredeceğini düşünüyoruz. TCMB'nin ilk faiz indirimini Aralık ayında gerçekleştirmesini ve ardından 2025 yılındaki dezenflasyon sürecinde temkinli bir faiz indirim döngüsüne girmesini bekliyoruz. Bu nedenle, sigorta sektörü için cazip reel faiz getirilerinin orta vadede devam edeceğini öngörüyoruz.

Hayat dışı sigorta şirketlerinin toplam yatırım portföyü büyüklüğü yıllık bazda %84 artarak Haziran 2024'te 366,7 milyar TL'ye ulaştı. Buna paralel olarak, şirketlerin toplam finansal gelirleri de 6A24'te bir önceki yılın aynı dönemine göre %53 artarak 62,7 milyar TL oldu. Portföy büyüklüğünde Türkiye Sigorta ilk sırada yer alırken, Anadolu Sigorta üçüncü sıradadır. 2Ç24 itibarıyla, Anadolu Sigorta'nın ve Türkiye Sigorta'nın yatırım portföyü sırasıyla 41,5 milyar TL (+%71 y/y) ve 44,8 milyar TL'ye (+%171 y/y) ulaşırken, şirketler son 12 ayda 13,8 milyar TL (+%56 y/y) ve 14,1 milyar TL (+1 %49 y/y) net yatırım geliri elde etmiştir.

**YATIRIM TEMASI**

**Prim büyümesi enflasyonun üzerinde olacak:** Prim büyümesinin 2024 yılında Anadolu Sigorta için %64, Türkiye Sigorta için ise %79 olacağını öngörmekteyiz. Enflasyondaki düşüşe paralel olarak, 2025 yılında prim büyümesinin sırasıyla %44 ve %35 olacağını (ve yıllık ortalama enflasyonu geçeceğini) tahmin ediyoruz. Anadolu Sigorta ve Türkiye Sigorta, önümüzdeki yıllarda istikrarlı bir şekilde enflasyonun üzerinde prim büyümesi elde etmek için iyi bir konumda bulunuyor. Bu olumlu gidişat, GSYH'deki büyüme ve artan penetrasyon oranları tarafından desteklenmektedir. Bu unsurlar bir araya gelerek her iki şirketin de prim büyümesini güçlendirmekte ve onları rekabetçi bir ortamda olumlu bir şekilde konumlandırmaktadır.

**Yakın vadede yatırım gelirleri için güçlü görünüm:** Anadolu Sigorta ve Türkiye Sigorta'nın 2024 yılı finansal gelirlerinde sırasıyla %42 ve %68 oranında büyüme kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Faiz oranlarındaki gevşeme paralelinde, 2025 yılında finansal gelirlerinin %25 ve %27'lik artışlarla yıllık ortalama enflasyona yakınsamasını bekliyoruz. Bu nedenle, bileşik getiriler ve portföylerinin artan büyüğü ile desteklenen yatırım gelirleri konusunda iyimser görüşe sahibiz. Yüksek reel faiz imkânı ve olumlu BIST hisse senedi getiri beklentileri, Anadolu Sigorta ve Türkiye Sigorta'nın yatırım getirisi imkânlarını pekiştirmektedir.

**Dezenflasyon süreci, teknik sonuçlar için destekleyicidir:** Anadolu Sigorta'nın bileşik oranında 2024 yılında 13 puanlık, Türkiye Sigorta'nın bileşik rasyosunda ise 7 puanlık bir iyileşme öngörmekteyiz. 2025 yılında ise daha ılımlı bir iyileşme bekliyoruz. Beklenen dezenflasyon süreci ve Türk lirasının potansiyel değer kazanımı (makro varsayımlarımıza göre daha yavaş bir hızda olsa da), hem Anadolu Sigorta hem de Türkiye Sigorta'nın teknik sonuçları için destekleyici bir zemin sağlamaktadır. Enflasyon ve döviz kuru kritik maliyet unsurları olduğundan, bu alanlardaki iyileşmelerin hasar ve gider oranlarını azaltması ve sonuçta bileşik oranları düşürmesi muhtemel gözüküyor. Ortodoks ekonomi politikalarının uygulanması, daha fazla öngörülebilirlik sunarak ve poliçe fiyatlandırmasında dışsal riskleri azaltarak bu olumlu görünümü güçlendirmektedir.

**Prim kompozisyonundaki değişim karlılığa katkıda bulunacak:** Temmuz 2024 verilerine göre, zorunlu trafik segmenti Anadolu Sigorta primlerinin yaklaşık %19'unu (7A23'te %20) ve Türkiye Sigorta için yaklaşık %13'ünü (7A23'te %25) oluşturuyor. Zorunlu trafik payının 2024 yılında Anadolu Sigorta için %17 ve Türkiye Sigorta için %12 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2025 yılında ise zorunlu trafik payının Anadolu Sigorta için hafif bir düşüşle %16'ya gerilemesini, Türkiye Sigorta için ise %12'de sabit kalmasını bekliyoruz. Her iki şirketin de prim portföylerindeki zorunlu trafik branşının payını azaltmaya yönelik stratejik kararlarının, önümüzdeki yıllarda bileşik oranlarını olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. Geçmiş seviyeler ve sektör ortalamalarına kıyasla, zorunlu trafiğin ağırlığının bilinçli olarak azaltılması, geçmiş performans ve sektör ortalamasına kıyasla daha yüksek karlılık seviyelerine ortam hazırlıyor.

**Hayat segmenti ve emeklilik iş kolundan gelen olumlu katkı:** Türkiye Sigorta ve Anadolu Sigorta'nın sırasıyla hissedarı olduğu Türkiye Hayat ve Emeklilik ile Anadolu Hayat Emeklilik'in güçlü gelişimi, değerlemelerine olumlu katkı sağlamaktadır. Bireysel emeklilik sistemini teşvik etmeye yönelik devam eden yasal düzenlemelerin, iştiraklerinin finansal sonuçlarını ve büyüme görünümünü daha da iyileştirmesi ve dolaylı olarak ana şirketlerine fayda sağlaması beklenmektedir. Hayat sigortası ve

emeklilik sektörlerindeki bu stratejik pozisyonlanma, hem Türkiye Sigorta hem de Anadolu Sigorta için bir değer yaratmakta ve uzun vadeli finansal beklentilerine olumlu katkıda bulunmaktadır.

**Sermaye yeterliliği oranlarındaki iyileşme, daha yüksek temettü ödemeleri için alan sunuyor:** Zorlu makroekonomik koşullar altında, şirketlerin sermaye yeterliliği oranları düşüş yaşamış ve bu da temettü ödeme kapasitelerini sınırlamıştır. Anadolu Sigorta temettü ödemelerine ara verirken, Türkiye Sigorta ise ödeme oranlarını önemli ölçüde azalmıştır. Sermaye yeterliliği oranları SEDDK tarafından belirlenen %135 eşliğini geçtiğinden ve finansal görünümdeki iyileşme ile sermaye tabanı güçlendiğinden dolayı temettü ödemelerinin artmasını bekliyoruz. 2025 yılı itibarıyla Anadolu Sigorta ve Türkiye Sigorta'nın sırasıyla %30 ve %20 temettü ödeme oranlarına ulaşmasını tahmin ediyor ve her iki şirketin de bu oranı gelecek yıllarda %40'a çıkaracağını düşünüyoruz.

**İstikrar ve uzun vadeli dinamikler artan penetrasyonu desteklemektedir:** Türkiye'de hayat dışı sigorta sektörü, dünya ortalamalarına kıyasla düşük penetrasyon (brüt prim/GSYH) ve kişi başı prim üretimi oranlarına sahiptir. Türkiye, hayat dışı sigorta penetrasyonunu 10 yıllık ortalama (2014-2023) %1,3'ten 2023 yılında %1,6'ya çıkararak güçlü bir artış sağlamış ve kişi başı hayat dışı prim üretimi 2023 yılında 207 ABD dolarına yükselmiştir.

Yine de bu rakam, sırasıyla %3,4, %3,3 ve %4,5 olan Dünya, Avro Bölgesi ve OECD ortalamalarının oldukça gerisinde kalmaktadır. Bu arada, Türkiye'nin 10 yıllık (2014-2023) ortalama kişi başı prim üretimi 128 ABD Doları iken, Dünya (387 ABD Doları), OECD (1.844 ABD Doları) ve Avro Bölgesi (1.269 ABD Doları) daha yüksek skorlara sahiptir.

Zorunlu trafik ve zorunlu deprem sigortası (DASK), yaptırılması zorunlu ve regüle edilen segmentler olmasına rağmen, Türkiye'deki araçların %20'si ve konutların %43'ü hala sigortasız olduğundan dolayı, önemli bir büyüme potansiyeline sahiptir. Tahmin edebileceğiniz gibi, Türkiye nüfusunun yalnızca %8'inin sağlık sigortasına sahip olması ve araçların yalnızca %25'inin kasko sigortası yaptırması nedeniyle diğer sigorta segmentlerinde daha büyük bir potansiyel bulunmaktadır.

**UMS 29 ve UFRS 17'ye geçiş yeni bir dönemi işaret ediyor:** Sigorta şirketlerinin finansal tablolarında 1 Ocak 2025 tarihinden itibaren UMS29 ve UFRS17 muhasebe sistemleri uygulanacak. **Enflasyon muhasebesinin genel sektör sonuçları üzerindeki etkisi hakkında genel bir sonuca varmak kolay değil**, fakat daha büyük nakit sermayesi ve daha küçük sabit varlık tabanı olan şirketlerde kazançlar üzerinde daha büyük olumsuz etkiler beklenebilir.

**Öte yandan, UFRS 17 karşılık ayırma yöntemini tamamen değiştirecek:** Mevcut durumda sigorta hasar karşılıkları TL cinsinden ve Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK) tarafından belirlenen yıllık %35 iskonto oranına göre ayrılıyor. Yeni sistem hasar karşılıklarının sigorta şirketi tarafından sigorta poliçesinin orijinal para birimi ve piyasa faiz oranları dikkate alınarak belirlenmesine imkan sağlıyor. Ya da SEDDK iskonto oranını yeni metodolojiyi dikkate alarak sağlamaya devam edecek. Mevzuat değişikliğinin kârlar üzerindeki etkisinin, sigorta yükümlülüklerinin döviz kompozisyonuna ve değişen iskonto oranına bağlı olarak farklılaşmasını bekleriz.

**Küresel koşullar da olumlu bir görünüm sunuyor:** IMF'nin "Dünya Ekonomik Görünümü - Nisan 2024" raporuna göre, küresel ekonomik büyümenin 2024'te %3,2

olması (2023 ile aynı hızda) ve küresel enflasyonun istikrarlı bir şekilde düşerek 2024'te %5,9'a gerilemesi (2023'te %6,8'den) beklenmektedir. Ekonomik yavaşlama talebin azalmasına yol açarken, yükselen enflasyon hasar ödemelerini artırdığından, bu eğilim küresel sigorta sektörü için olumludur.

Toplam küresel prim üretimi 2023 yılında 7,2 trilyon ABD dolarına ulaşarak yeni bir rekor kırmıştır. Bu rakam, COVID-19 pandemisinden önceki yıl olan 2019'a göre %14 yüksektir. Swiss-Re, toplam küresel sigorta primlerinin 2023'teki %2,8'lik büyümenin ardından 2024 ve 2025 yıllarında reel olarak yaklaşık %3,2 ve %2,6 oranında artacağını tahmin etmektedir.

Swiss-Re rakamları, hayat dışı segment için nispeten daha agresif bir büyümeye işaret etmektedir. 2023 yılında %3,9 olan reel prim büyümesine karşılık 2024 yılında %3,3 reel prim büyümesi öngörülmektedir. Gelişmekte olan piyasaların, özellikle de hızlı büyüyen gelişmekte olan Asya ekonomilerinin katkısının artmaya devam etmesi beklenmektedir.

Yüksek faiz ortamının getirdiği daha yüksek yatırım getirileri, poliçe fiyatlarındaki düzenlemeler ve hasar ödemelerindeki iyileşmelerle desteklenen daha iyi teknik sonuçlar sayesinde, hayat dışı sigorta sektöründe ortalama özkaynak kârlılığının 2024 ve 2025 yıllarında %10 seviyelerinde seyretmesi muhtemeldir ki bu oran, 2023'teki %6'nın ve son 10 yıllık ortalama olan %6,8'in oldukça üzerinde yer alıyor.

**RİSKLER**

**Ekonomide kalıcı yavaşlama:** Brüt prim üretimi ile ekonomik büyüme arasındaki yüksek korelasyon göz önüne alındığında, ekonomik faaliyetteki bir yavaşlama kaçınılmaz olarak sigorta talebinde bir azalmaya yol açabilir ve bu da sektörün görünümü üzerinde olumsuz bir etki yaratabilir.

**Reel faiz oranlarında düşüş:** Yatırım portföyündeki faiz getiren varlıkların (vadeli mevduat ve para piyasası fonları) yüksek oranı nedeniyle, faiz oranlarındaki düşüş finansal gelirin azalmasına neden olur.

**Döviz ve enflasyondaki dalgalanma:** TL'deki değer kaybı ve enflasyondaki artış, özellikle motorlu araç sigortalarında artan oto yedek parça maliyetleri nedeniyle teknik sonuçları olumsuz etkilediğinden, hayat dışı sigortacılar için oldukça olumsuzdur.

**Beklenmedik yüksek asgari ücret artışı:** Asgari ücretteki artış, işçilik maliyetleri ve muallak hasar karşılıkları (çoğunlukla zorunlu trafikle ilgili) üzerindeki ek maliyet etkisi nedeniyle teknik kârlılığı olumsuz etkilemektedir.

**İskonto oranında gerileme:** Karşılık ayrılmasında dikkate alınan %35 iskonto oranının, enflasyondaki düşüşe paralel olarak düşürülmesi maliyet artışına yol açacaktır. Ancak bu düşüşün kademeli bir şekilde gerçekleşmesini bekliyoruz. 1Ç24'te iskonto oranının %28'den %35'e çıkarılmasının 2024 kâr beklentilerimize etkisini yaklaşık %10 seviyesinde hesaplıyoruz. İskonto oranında gelecek yıllarda yapılacak olası indirimlerin tedricen ve net kâr ile değerlendirme üzerindeki etkisinin de daha sınırlı olmasını bekleriz.

**Katastrofik doğal olaylar:** Her ne kadar riskler büyük ölçüde reasürans şirketlerine devredilmiş olsa da, sigortacılar kârlılık amacıyla belirli bir miktar riski üzerlerinde tutmaktadır. Özellikle ekonomik üretimin ağırlığını üstlenen Marmara bölgesinde gelecekte yaşanacak olası bir deprem, reasürans maliyetleri üzerindeki etkisiyle sigorta şirketleri için risk oluşturabilir.

**Regülasyon riski:** Türkiye'de hayat dışı sigorta sektörü devlet tarafından regüle edilmektedir. Zorunlu trafikteki tavan fiyat uygulaması kârlılığı baskılayıp bileşik oranın %100'ü aşmasına neden olmaktadır. Bu durumun birkaç yıl daha devam etmesi ve çeşitli segmentler için yeni düzenlemelerin yapılması ihtimali teknik rasyolar için bir risk faktörü olabilir.

## Anadolu Sigorta

## Kasko segmentindeki liderlik teknik marjları destekliyor...

Anadolu Sigorta'yı (ANSGR) "Endeks Üzerinde Getiri" tavsiyesi ve 12 aylık %90 getiri potansiyeline işaret eden 144 TL 12 aylık hedef fiyat ile araştırma kapsamına dahil ediyoruz. Anadolu Sigorta'ya ilişkin olumlu görüşümüz (i) kuvvetli prim büyümesi, (ii) teknik sonuçlardaki iyileşme, (iii) güçlü finansal gelirler, iv) Anadolu Hayat Emeklilik'in katkısı ve v) hisse fiyatındaki düşüşün ardından cazip yukarı yönlü potansiyelden kaynaklanmaktadır.

**Enflasyonun üzerinde güçlü prim büyümesi:** Anadolu Sigorta, enflasyonla uyumlu fiyat ayarlamalarıyla desteklenen brüt prim üretiminde 2021-2023 yılları arasında %103'lük güçlü bir YBBO sağlamıştır. Pozitif ivmenin 2024 yılında %64 ve 2025 yılında %44 büyüme oranlarıyla devam edeceğini öngörüyoruz.

**Teknik sonuçlarda iyileşme:** Bileşik oranın 4Ç21'de %160'a ulaştığı ve 2022'de %132 olarak gerçekleştiği zorlu bir dönemin ardından Anadolu Sigorta, 2023 yılında bileşik oranını %119'a düşürerek toparlanma göstermiştir. Devam eden dezenflasyon, istikrarlı döviz ortamı ve ara dönemde asgari ücret artışının olmaması ile desteklenen bileşik oranın 2024 yılında %106'ya gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

**Büyüyen yatırım portföyü ile desteklenen güçlü finansal gelir:** Anadolu Sigorta, son yıllarda yatırım portföyü ve finansal gelirden önemli bir büyüme kaydetmiştir. Yatırım portföyü 2021'den 2023'e kadar %87'lik bir YBBO ile büyürken, bu büyüme, yüksek faiz oranları ve bileşik getirinin kartopu etkisiyle aynı dönemde finansal gelirlerde %120'lik kayda değer bir YBBO'ya dönüşmüştür. 2024 yılı sonunda portföyün 53 milyar TL'yi aşmasını ve finansal gelirin 16,4 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. 2025 yılına baktığımızda, portföyün %45'lik bir artış ve finansal gelirden %25'lik bir artış bekliyoruz.

**Anadolu Hayat Emeklilik'in katkısı:** Anadolu Sigorta, Anadolu Hayat Emeklilik'teki %20'lik payından önemli ölçüde faydalanmaktadır. Şirket, 2024 yılında Anadolu Hayat Emeklilik'ten 200 milyon TL temettü almış, ayrıca Anadolu Hayat Emeklilik'in piyasa değeri yılbaşından bu yana ABD doları bazında %145 oranında artarak Anadolu Sigorta'nın değerlemesine olumlu katkıda bulunmuştur.

**Son düşüşün ardından cazip değerlendirme:** Hisse, 2Ç24'ten bu yana zirvesinden yaklaşık %38 oranında geriledi. Bu düşüş önemli bir yukarı yönlü potansiyel sunarken, hisse bir yıl ileriye dönük 0,9x F/DD ile işlem görmektedir ve bu da 3 ve 5 yıllık tarihsel F/DD ortalamalarına göre sırasıyla %48 ve %43 iskontoya karşılık geliyor.

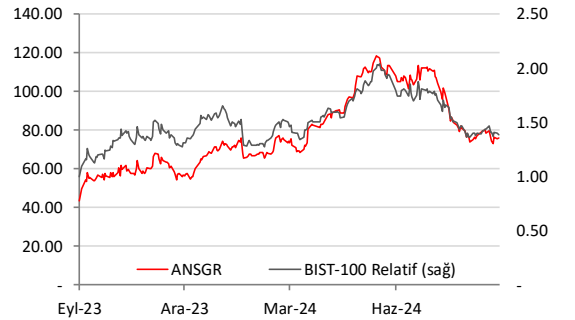
18 Eylül 2024

## Endeks Üzerinde Getiri

Analist: Hakan Aygün  
[hakan.aygun@akyatirim.com.tr](mailto:hakan.aygun@akyatirim.com.tr)

Analist: Halil Serbey Celep  
[serbey.celep@akyatirim.com.tr](mailto:serbey.celep@akyatirim.com.tr)

		ANSGR Tİ			
		Endeks Üz. Getiri			
Bloomberg Kodu					
Tavsiye					
Hedef Fiyat, TL		144.00			
Güncel Fiyat, TL		75.80			
Getiri Potansiyeli		90%			
Halka Açıklık Oranı		35%			
Piyasa Değeri, mn TL		37,900			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T	
<b>Özet UFRS Finansallar</b>					
Brüt Primler, mn TL	44,228	72,638	104,842	134,946	
Net Kâr, mn TL	5,909	10,305	12,801	14,471	
Özkaynak, mn TL	14,204	32,103	46,783	62,856	
Toplam Aktif, mn TL	58,368	100,766	144,053	189,805	
Yatırım Portföyü, mn TL	32,026	53,164	77,311	104,602	
<b>Kârlılık</b>					
Ort. Aktif Karlılığı	13.3%	13.0%	10.5%	8.7%	
Ort. Özk. Karlılığı	58.4%	44.5%	32.5%	26.4%	
Temettü Verimi	-	-	7.2%	9.0%	
<b>Büyüme</b>					
Brüt Primler, y/y	86.2%	64.2%	44.3%	28.7%	
Net Kâr, y/y	421.5%	74.4%	24.2%	13.0%	
Özkaynak, y/y	134.8%	126.0%	45.7%	34.4%	
Toplam Aktif, y/y	90.1%	72.6%	43.0%	31.8%	
Yatırım Portföyü, y/y	82.6%	66.0%	45.4%	35.3%	
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T	
F/K	2.7	4.2	3.3	3.0	
F/DD	1.1	1.3	0.9	0.7	
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG	
Nominal Getiri	-6.2%	-33.0%	80.0%	26.1%	
BİST-100 Relatif	-5.6%	-28.1%	46.9%	-3.4%	
AOİH, mn TL	169	224	214	197	





**DEĞERLEME**

**Artık Gelir Methodu**

Anadolu Sigorta için 12 aylık hedef fiyatımız olan 144 TL/hisse %90 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. Şirket'i TL bazlı artık gelir yöntemini kullanarak ve Anadolu Hayat Emeklilik'teki %20 payını da dahil ederek değerlendiriyoruz. Değerleme periyodumuz 2024-2030 dönemini kapsamaktadır.

Değerlememizde, tahmin dönemi için %20,0 risksiz faiz oranı, %5,5 risk primi oranı ve 0,7 beta kullanarak %23,9 özsermaye maliyeti elde ederken, sonsuz dönem için risksiz faiz oranını %12,0'ye (uzun vadeli enflasyon beklentimiz olan %9 + 300bps risk primi) düşürüyoruz.

Uzun vadeli özkaynak karlılığının %18,5 ve uzun vadeli temettü dağıtım oranının %40 olacağını varsayıyoruz, bu da sonsuz dönemde %11,1'lik bir büyüme anlamına geliyor.

ANSGR 1 yıl ileriye dönük 0,9x F/DD ile işlem görmektedir ve 3 yıllık tarihsel ortalama olan 1,7x ve 5 yıllık tarihsel ortalama olan 1,5x'e göre %48 ve %43 iskontoya karşılık gelmektedir.

**Tablo 1: Artık Gelir Methodu**

Artık Gelir Methodu (milyon TL)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Terminal
Net Kar	10,305	12,801	14,471	16,135	18,160	20,518	22,926	
(-) İştiraklerden Gelirler	200	259	307	345	386	428	471	
<b>Atfedilebilir Net Kar</b>	<b>10,105</b>	<b>12,542</b>	<b>14,164</b>	<b>15,790</b>	<b>17,774</b>	<b>20,090</b>	<b>22,455</b>	<b>24,947</b>
Özkaynaklar	32,103	46,783	62,856	80,687	100,825	122,238	144,492	
(-) İştirakler	10,870	15,841	21,284	27,322	34,141	41,391	48,927	
<b>Çekirdek Özkaynaklar</b>	<b>21,233</b>	<b>30,942</b>	<b>41,572</b>	<b>53,366</b>	<b>66,685</b>	<b>80,847</b>	<b>95,566</b>	<b>106,174</b>
<b>Çekirdek Özkaynak Karlılığı</b>	<b>62.8%</b>	<b>48.1%</b>	<b>39.1%</b>	<b>33.3%</b>	<b>29.6%</b>	<b>27.2%</b>	<b>25.5%</b>	
Özkaynak Maliyeti	5,064	7,380	9,915	12,728	15,904	19,282	22,792	18,580
<b>Artık Gelir</b>	<b>5,041</b>	<b>5,162</b>	<b>4,249</b>	<b>3,062</b>	<b>1,869</b>	<b>808</b>	<b>-338</b>	<b>99,484</b>
İskonto Oranı	0.95	0.77	0.62	0.50	0.40	0.33	0.26	0.22
<b>Artık Gelirin Bugünkü Değeri</b>	<b>4,779</b>	<b>3,951</b>	<b>2,626</b>	<b>1,528</b>	<b>753</b>	<b>263</b>	<b>-89</b>	<b>22,239</b>
<b>Çekirdek Özkaynaklar (2Ç24)</b>	<b>16,239</b>							
<b>Artık Gelirlerin Bugünkü Değeri (2024-2030)</b>	<b>10,227</b>							
<b>Uzun Dönem Büyüme Oranı (%)</b>	<b>11.1%</b>							
Uzun Dönem Özkaynak Karlılığı (%)	18.5%							
Uzun Dönem Temettü Dağıtım Oranı (%)	40%							
<b>Bugüne İndirgenmiş Nihai Değer</b>	<b>22,239</b>							
İştirakler	9,279							
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>	<b>71,813</b>							
Ödenmiş Sermaye	500							
<b>Hedef Fiyat (TL)</b>	<b>144.0</b>							
Son Kapanış Fiyatı (TL)	75.8							
<b>Potansiyel Getiri (%)</b>	<b>90%</b>							

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

**Duyarlılık Analizi**

Artık Gelir Methodu değerlememiz için farklı nihai büyüme ve risksiz getiri varsayımları altında duyarlılık analizi gerçekleştirdik. Ayrıca, hedef hisse değerimize dayalı Artık Gelir Methodu analizimizin ima ettiği F/DD çarpanını hesapladık. Aşağıdaki tablolar i) nihai büyüme oranına ve ii) değerlendirme ufku dönemindeki (2024-2030) risksiz getiri beklentisi varsayımlarına göre değişen 12 aylık hedef hisse fiyatlarını ve bununla uyumlu F/DD çarpanlarını özetlemektedir.

**Tablo 2: Hedef Fiyat/ Hisse (TRY)**

		Nihai Büyüme Oranı (%)				
		9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
Risksiz Getiri (%)	18.0%	140.0	147.0	155.0	167.0	183.0
	19.0%	135.0	141.0	149.0	160.0	175.0
	20.0%	129.0	135.0	143.0	153.0	168.0
	21.0%	124.0	130.0	137.0	147.0	161.0
	22.0%	119.0	124.0	131.0	141.0	155.0

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

**Tablo 3: İma Edilen F/DD**

		Nihai Büyüme Oranı (%)				
		9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
Risksiz Getiri (%)	18.0%	1.6x	1.7x	1.8x	1.9x	2.1x
	19.0%	1.6x	1.6x	1.7x	1.9x	2.0x
	20.0%	1.5x	1.6x	1.7x	1.8x	2.0x
	21.0%	1.4x	1.5x	1.6x	1.7x	1.9x
	22.0%	1.4x	1.4x	1.5x	1.6x	1.8x

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Farklı risksiz getiri oranı ve nihai büyüme oranı varsayımları altında duyarlılık analizimiz 12 aylık fiyat hedefi için makul aralığı 130 TL ile 160 TL arasında önermektedir.

Bu varsayımlar altında değerlememizin ima ettiği F/DD çarpanı da (Hedef Piyasa Değeri / Hedef Özkaynak) 1,5x ve 1,9x aralığında kalmaktadır.

**FİNANSAL TABLOLAR**

**Tablo 4: UFRS Finansalları**

<b>Bilanço (milyon TL)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>15,284</b>	<b>27,839</b>	<b>53,381</b>	<b>87,194</b>	<b>124,712</b>	<b>164,378</b>	<b>203,716</b>	<b>246,300</b>	<b>292,464</b>	<b>342,212</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,177	9,253	11,303	17,907	25,962	34,436	43,013	52,698	63,238	74,860
Finansal Varlıklar	7,406	10,086	24,169	42,573	61,911	83,765	107,434	133,854	162,964	195,065
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>1,491</b>	<b>2,867</b>	<b>4,987</b>	<b>13,572</b>	<b>19,341</b>	<b>25,427</b>	<b>31,979</b>	<b>39,353</b>	<b>47,169</b>	<b>55,290</b>
Finansal Varlıklar	1,032	1,985	3,277	10,870	15,841	21,284	27,322	34,141	41,391	48,927
Maddi & Maddi Olmayan Varlıklar	380	712	1,001	1,580	2,047	2,424	2,724	3,049	3,380	3,722
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>16,776</b>	<b>30,706</b>	<b>58,368</b>	<b>100,766</b>	<b>144,053</b>	<b>189,805</b>	<b>235,695</b>	<b>285,653</b>	<b>339,634</b>	<b>397,501</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>13,131</b>	<b>23,957</b>	<b>43,327</b>	<b>67,341</b>	<b>95,558</b>	<b>124,922</b>	<b>152,728</b>	<b>182,277</b>	<b>214,568</b>	<b>249,895</b>
Teknik Karşılıklar	10,436	19,912	35,378	55,358	80,418	107,262	133,067	160,468	190,576	223,654
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>441</b>	<b>700</b>	<b>837</b>	<b>1,322</b>	<b>1,712</b>	<b>2,028</b>	<b>2,279</b>	<b>2,551</b>	<b>2,827</b>	<b>3,114</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>3,204</b>	<b>6,048</b>	<b>14,204</b>	<b>32,103</b>	<b>46,783</b>	<b>62,856</b>	<b>80,687</b>	<b>100,825</b>	<b>122,238</b>	<b>144,492</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>16,776</b>	<b>30,706</b>	<b>58,368</b>	<b>100,766</b>	<b>144,053</b>	<b>189,805</b>	<b>235,695</b>	<b>285,653</b>	<b>339,634</b>	<b>397,501</b>

<b>Gelir Tablosu (milyon TL)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>
<b>Brüt Prim Üretimi</b>	<b>10,735</b>	<b>23,756</b>	<b>44,228</b>	<b>72,638</b>	<b>104,842</b>	<b>134,946</b>	<b>161,543</b>	<b>192,340</b>	<b>224,973</b>	<b>260,941</b>
Net Yazılan Primler	7,233	17,567	32,414	54,478	77,688	100,670	120,188	143,293	168,730	195,706
Kazanılmamış Primler Karşılığında Değişim	-1,145	-6,261	-8,320	-12,220	-13,063	-12,934	-10,985	-13,004	-14,316	-15,182
Devam Eden Riskler Karşılığında Değişim	-203	-537	-847	192	-644	-602	276	500	-326	-360
<b>Net Kazanılan Primler</b>	<b>5,885</b>	<b>10,769</b>	<b>23,247</b>	<b>42,451</b>	<b>63,981</b>	<b>87,133</b>	<b>109,479</b>	<b>130,789</b>	<b>154,088</b>	<b>180,164</b>
Diğer Teknik Gelirler	134	259	473	799	1,153	1,484	1,777	2,116	2,475	2,870
<b>Teknik Gelir</b>	<b>6,019</b>	<b>11,028</b>	<b>23,720</b>	<b>43,250</b>	<b>65,135</b>	<b>88,618</b>	<b>111,256</b>	<b>132,905</b>	<b>156,562</b>	<b>183,034</b>
Net Ödenen Hasarlar	-4,339	-8,214	-14,859	-25,258	-38,453	-54,458	-69,628	-86,059	-103,393	-121,431
Muallak Tazminatlar Karşılığında Değişim	-1,583	-2,681	-6,297	-7,952	-11,354	-13,308	-15,096	-14,896	-15,466	-17,536
<b>Gerçekleşen Hasarlar</b>	<b>-5,922</b>	<b>-10,894</b>	<b>-21,156</b>	<b>-33,210</b>	<b>-49,807</b>	<b>-67,766</b>	<b>-84,724</b>	<b>-100,955</b>	<b>-118,859</b>	<b>-138,967</b>
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>-1,464</b>	<b>-2,952</b>	<b>-6,102</b>	<b>-10,655</b>	<b>-15,867</b>	<b>-21,435</b>	<b>-26,713</b>	<b>-31,651</b>	<b>-36,673</b>	<b>-42,519</b>
Diğer Teknik Giderler	-266	-667	-903	-1,961	-2,831	-3,644	-4,039	-5,193	-6,074	-7,045
<b>Teknik Gider</b>	<b>-7,652</b>	<b>-14,514</b>	<b>-28,161</b>	<b>-45,827</b>	<b>-68,505</b>	<b>-92,845</b>	<b>-115,476</b>	<b>-137,799</b>	<b>-161,606</b>	<b>-188,531</b>
<b>Düzeltilmiş Teknik Kar</b>	<b>-1,632</b>	<b>-3,486</b>	<b>-4,441</b>	<b>-2,577</b>	<b>-3,370</b>	<b>-4,227</b>	<b>-4,220</b>	<b>-4,895</b>	<b>-5,044</b>	<b>-5,496</b>
<b>Net Yatırım Geliri</b>	<b>2,396</b>	<b>4,928</b>	<b>11,610</b>	<b>16,463</b>	<b>20,648</b>	<b>23,791</b>	<b>26,056</b>	<b>29,492</b>	<b>32,851</b>	<b>36,586</b>
Diğer Gelir/Gider	-65	-32	405	-145	-210	-270	-323	-385	-450	-522
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>699</b>	<b>1,410</b>	<b>7,574</b>	<b>13,740</b>	<b>17,068</b>	<b>19,294</b>	<b>21,513</b>	<b>24,213</b>	<b>27,357</b>	<b>30,568</b>
Vergi Geliri/Gideri	-177	-277	-1,664	-3,435	-4,267	-4,824	-5,378	-6,053	-6,839	-7,642
<b>Net Kar</b>	<b>522</b>	<b>1,133</b>	<b>5,909</b>	<b>10,305</b>	<b>12,801</b>	<b>14,471</b>	<b>16,135</b>	<b>18,160</b>	<b>20,518</b>	<b>22,926</b>

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

**Tablo 5: UFRS Finansalları**

<b>Büyüme</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>
Brüt Prim Üretimi	34%	121%	86%	64%	44%	29%	20%	19%	17%	16%
Teknik Gelir	19%	83%	115%	82%	51%	36%	26%	19%	18%	17%
Teknik Gider	42%	90%	94%	63%	49%	36%	24%	19%	17%	17%
Düzeltilmiş Teknik Kar	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
Net Yatırım Geliri	144%	106%	136%	42%	25%	15%	10%	13%	11%	11%
Net Kar	13%	117%	421%	74%	24%	13%	12%	13%	13%	12%
Özkaynaklar	14%	89%	135%	126%	46%	34%	28%	25%	21%	18%
<b>Karlılık</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>
Çekirdek Özkaynak Karlılığı	21%	34%	78%	63%	48%	39%	33%	30%	27%	25%
Hasar Oranı	101%	101%	91%	78%	78%	78%	77%	77%	77%	77%
(Komisyon + Gider) Oranı	27%	31%	28%	28%	27%	27%	26%	27%	26%	26%
Bileşik Oran	128%	132%	119%	106%	105%	105%	104%	104%	103%	103%
Net Yatırım Getirisi	29%	37%	47%	39%	32%	26%	22%	20%	18%	16%
Net Kar Marjı	5%	5%	13%	14%	12%	11%	10%	9%	9%	9%
<b>Rasyo Analizi</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>
F / K*	6.5x	3.6x	2.7x	4.2x	3.3x	3.0x	2.7x	2.4x	2.1x	1.9x
F / DD*	1.1x	0.7x	1.1x	1.3x	0.9x	0.7x	0.5x	0.4x	0.4x	0.3x
Fiyat / Brüt Prim Üretimi*	0.3x	0.2x	0.4x	0.6x	0.4x	0.3x	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x
Fiyat / Yatırım Portföyü*	0.4x	0.2x	0.5x	0.8x	0.6x	0.4x	0.3x	0.3x	0.2x	0.2x

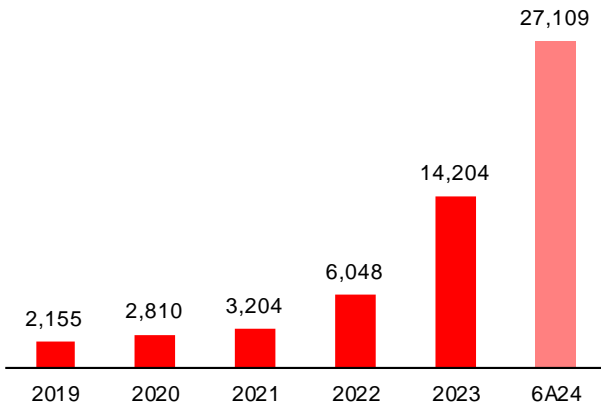
\*Çarpan hesaplamasında ortalama piyasa değeri kullanılmıştır.

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

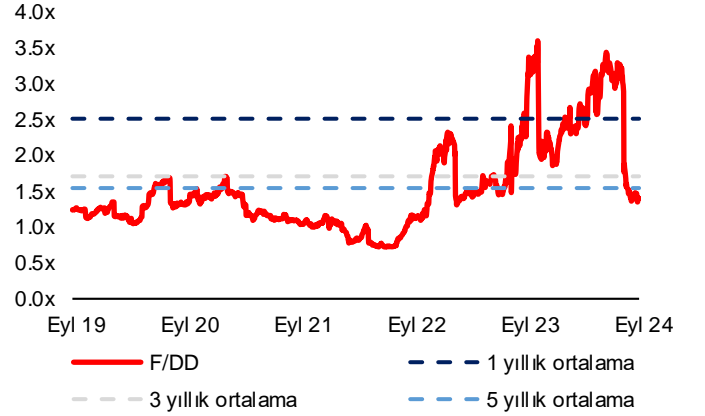
**Hisse fiyatındaki son düşüşün ardından çarpanlar makul seviyelerde.**

Anadolu Sigorta, 2023 ortası ile 2024 ortası arasında %588'lik muazzam bir ralli gerçekleştirdi ve o tarihten bu yana zirveden yaklaşık %38 oranında geriledi. Risk iştahındaki iyileşmenin yanı sıra, piyasa değerindeki artış aynı zamanda olağanüstü özkaynak kârlılığı üretiminin ve dolayısıyla özkaynakların 2021-2023 döneminde %111 ve 2024'ün ilk yarısında neredeyse iki kat büyümesinin bir yansıması olmuştur.

17 Eylül 2024 itibarıyla solo finansallara göre Anadolu Sigorta 1,4x F/DD ile işlem görmektedir (1 yıllık ortalama: 2,5x, 3 yıllık ortalama: 1,7x, 5 yıllık ortalama: 1,5x). Değerlememizin ima ettiği F/DD değeri (Hedef Piyasa Değeri / Hedef Özkaynak) 1,7x seviyesindedir.

**Grafik 1: Özkaynaklar (mn TL)**

Kaynak: Şirket

**Grafik 2: Tarihsel F/DD Seviyeleri**

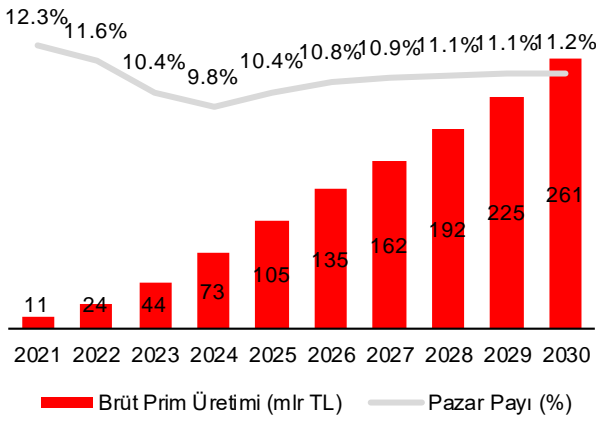
Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

## FİNANSAL ANALİZ

### Prim Üretimi ve Pazar Payı

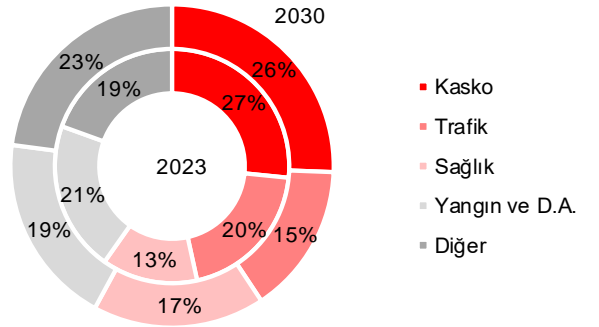
Anadolu Sigorta'nın brüt yazılan primleri 2021-2023 döneminde %103 YBBO ile büyüyerek 2023 yılında 44,2 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2021 sonrasında, yurt içinde hızlanan enflasyonu dengelemek için poliçelerde yapılan fiyat ayarlamaları ve küresel olarak artan reasürans maliyetlerinin fiyatlara yansıtılmasıyla prim üretimi güçlü bir artış göstermiştir. Buna karşılık, başta teknik kârlılığı en düşük olan zorunlu trafik branşındaki pazar payının 2021 yılında %12,4'ten 2023 yılında %7,5'e düşmesi olmak üzere, kâr odaklı bir odaklanma ile pazar payı 2021 yılında %12,3'ten 2023 yılında %10,4'e gerilemiştir.

Grafik 3: Brüt Prim Üretimi ve Pazar Payı



Kaynak: TSB, Ak Yatırım Araştırma

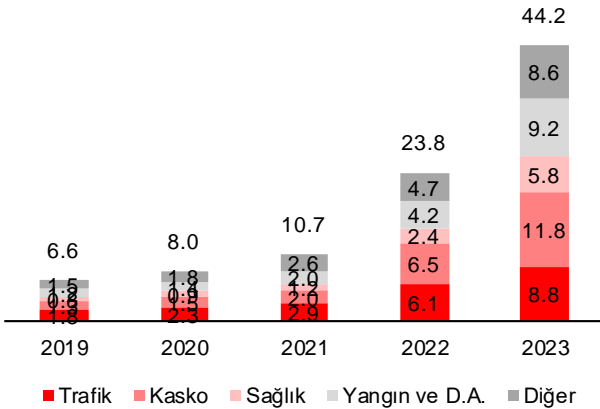
Grafik 4: Prim Kırılımı (2023-2030)



Kaynak: TSB, Ak Yatırım Araştırma

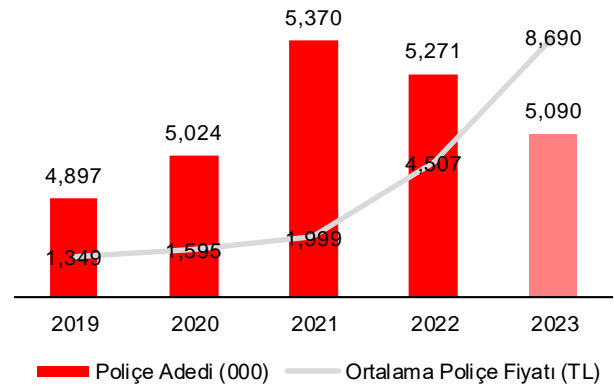
Anadolu Sigorta'nın yıllık %86 prim artışına karşılık birim poliçe fiyatındaki %93'lük artış, Şirket'in kârlılığa odaklandığını ve sigorta maliyetlerindeki (reasürans maliyetleri dahil) artışı poliçe fiyatlarına yansıtıldığını göstermektedir. Sağlık ile yangın ve doğal afetler branşları, 2023 yılındaki güçlü prim artışının itici güçleri olmuştur. Bu branşların devam eden güçlü katkılarıyla prim üretimi 7A24'te yıllık bazda %71 oranında artmıştır.

Grafik 5: Brüt Prim Üretimi (milyar TL)



Kaynak: TSB

Grafik 6: Poliçe Sayısı ve Ortalama Poliçe Fiyatı



Kaynak: TSB

Anadolu Sigorta'nın prim üretiminin 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla %64 ve %44 oranında büyümesini öngörüyoruz. Ayrıca, Anadolu Sigorta'nın prim üretiminin 2025-2030 yılları arasında %20'lik bir YBBO ile büyüyeceğini tahmin ediyoruz. Bu büyümeye en büyük katkısı sağlık segmenti sağlayacak ve Şirket'in sağlık segmentindeki pazar payı

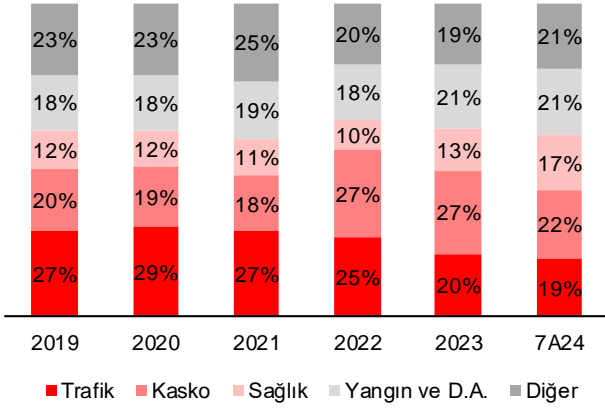
2030 yılında çift haneli seviyelere ulaşacaktır (2023'te %8,3'ten). Projeksiyon dönemi için sağlık segmentinde %24'lük daha hızlı bir YBBO öngörüyoruz. Böylece, sağlığın toplam primler içindeki payı 2023 yılında %13'ten 2030 yılında %17'ye yükselecektir. Anadolu Sigorta'nın pazar payının 2024 yılı sonunda %9,8 ile en düşük seviyesine geriledikten sonra (Temmuz '24 itibarıyla %9,4), 2025-2030 döneminde %10,4 ile %11,2 arasında olacağını tahmin ediyoruz.

### Değişen Prim Portföyü

2023 yılında motor branşı toplam primlerin %47'sini oluşturdu ve bu oran sektör ölçütlerine paralel olmakla birlikte kendi içinde önemli bir farkı barındırıyor: Anadolu Sigorta'nın prim dağılımında kaskonun payı %27 (Sektör: %19) iken, zorunlu trafik toplam primin %20'sini (Sektör: %28) oluşturmaktadır. 2021 ve 2022 yıllarına bakıldığında, zorunlu trafiğin Anadolu Sigorta portföyündeki payının istikrarlı bir şekilde azaldığı görülmektedir (2021: %27, 2022: %25). Sektöre kıyasla kaskoda daha yüksek, zorunlu trafikte ise daha düşük bir paya sahip olan Anadolu Sigorta için kaskoda zorunlu trafiğin aksine serbest tarife uygulanması motor branşında kârlılık açısından daha avantajlı bir konum sağlamaktadır.

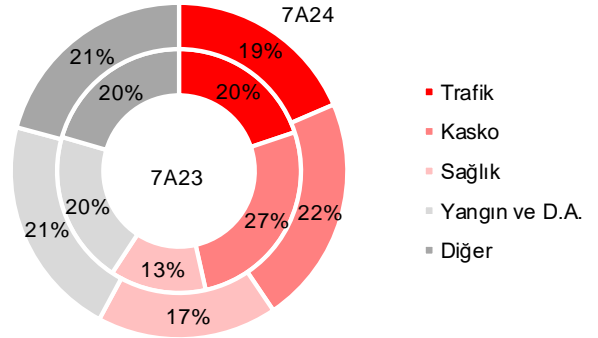
7A24'te, zorunlu trafiğin payı azalmaya devam etmiş ve %19 olarak gerçekleşmiştir (7A23: %20). Ayrıca, kasko sigortalarının payındaki düşüş (7A23'te %47'den 7A24'te %41'a) sağlık ve yangın ve doğal afet segmentlerinin payının 5 puan artarak sırasıyla %17 ve %21'e yükselmesiyle karşılanmıştır.

Grafik 7: Prim Kırılımının Gelişimi



Kaynak: TSB

Grafik 8: Prim Kırılımı (7A24)



Kaynak: TSB

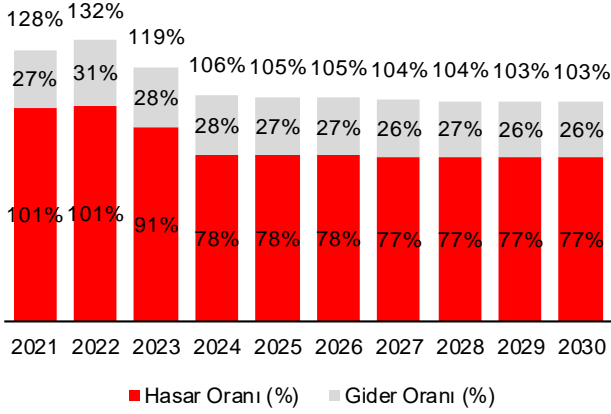
### Teknik Rasyolar ve Finansal Gelir

Kur dalgalanmaları ve artan enflasyon son yıllarda sigortacılar için büyük zarar yaratmıştır. Anadolu Sigorta da bu konuda bir istisna olmamış ve 2014-2020 döneminde ortalama %107,8 olan bileşik rasyosu 4Ç21'de %160'a kadar kötüleşerek 2022'de %132 ve 2023'te %119 olarak gerçekleşmiştir. Devam eden dezenflasyon süreci, istikrarlı döviz görünümü ve 2024 yılında ara dönem asgari ücret artışının olmaması sayesinde bileşik oranın 2024 yılında %106'ya gerileyeceğini öngörüyoruz. 2025 yılından itibaren bileşik oranın daha da düşerek 2030 yılında %103'e gerilemesini bekliyoruz.

Anadolu Sigorta'nın yatırım portföyü ve finansal gelirleri, 2021-2023 döneminde sırasıyla %87 ve %120 YBBO ile önemli bir büyüme göstermiş olup, bu büyüme temel olarak güçlü prim büyümesi ve güçlü getiri oranlarının bir sonucudur. Artan enflasyon

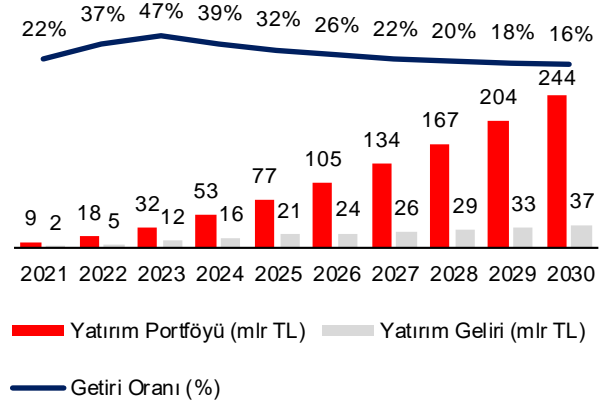
(TÜFE'ye endeksli tahviller), döviz oynaklığı (Eurobondlar), Türk hisse senedi piyasasının güçlü performansı (hisse senetleri ve yatırım fonları) ve parasal sıkılaştırma (daha yüksek vadeli mevduat ve para piyasası fon getirileri) finansal gelirlerin son dönemdeki artışını desteklemiştir.

Grafik 9: Teknik Rasyolar



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

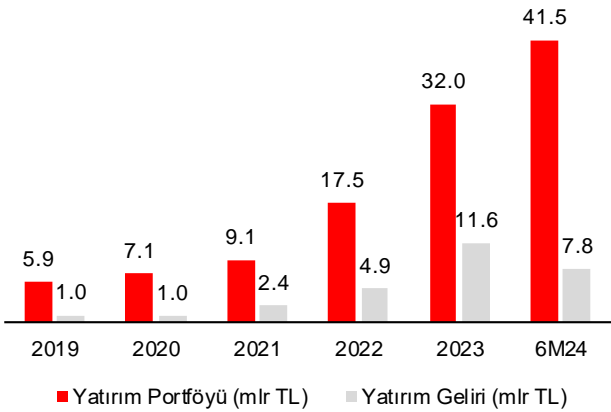
Grafik 10: Yatırım Portföyü ve Finansal Gelir



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

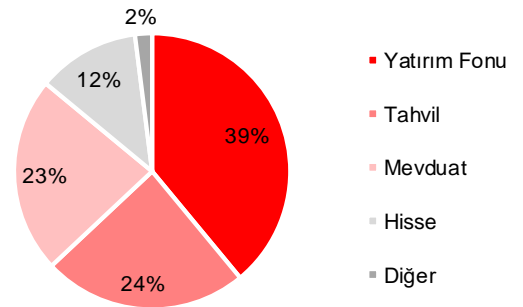
Haziran sonu itibariyle 41,5 milyar TL'lik yatırım portföyünün %39'u yatırım fonlarında, %24'ü mevduatta, %23'ü devlet ve özel sektör tahvillerinde, 12'si BIST hisse senetlerinde ve %2'si diğer varlıklarda bulunmaktadır. TCMB'nin politika faizinde kademeli bir düşüş varsaydığımız bir ortamda, nominal portföy getirisinin 2023'teki %47'den 2030'da %16'ya düşme eğiliminde olduğunu görüyoruz. Böylece, 2023-2030 yılları arasında finansal gelirler için %18'lik bir YBBO ve yatırım portföyü için %34'lük bir YBBO öngörüyoruz.

Grafik 11: Yatırım Portföyü ve Finansal Gelir



Kaynak: Şirket

Grafik 12: Yatırım Portföyünün Kırılımı (6A24)



Kaynak: Şirket

### Önemli Finansal Rakamlar İçin Görünüm

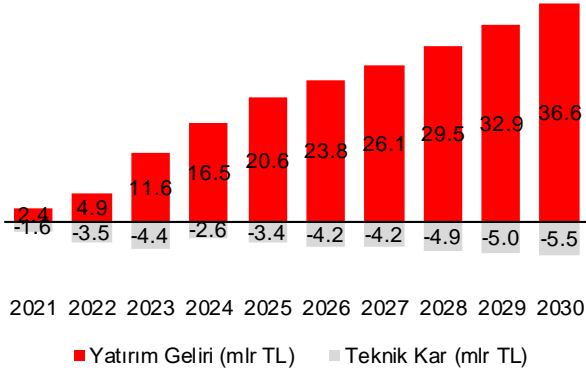
Benzerlerinin çoğu gibi, Anadolu Sigorta da teknik dengedeki kayıpları finansal gelirlerle telafi etmektedir. 2023 yılında teknik zarar (4,4 milyar TL) ile finansal gelirler (11,6 milyar TL, yıllık %136 artış) arasındaki fark önemli ölçüde açılmıştır. Teknik taraftaki bir miktar iyileşmeye rağmen, finansal gelirlerin kazançlara birincil katkı sağlamaya devam edeceğine düşünüyoruz.

Bu arada, Anadolu Sigorta'nın özkaynakları 2021-2023 döneminde %111'lik bir YBBO ile artarken, bu artış temel olarak 2023'te yıllık bazda %421'lik kayda değer bir kazanç



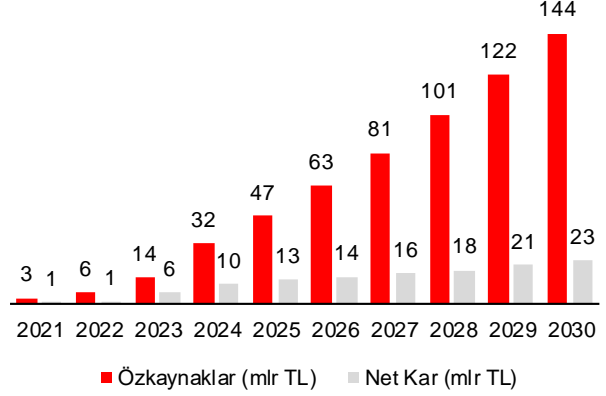
artışıyla desteklenmiştir. Özkaynaklar ve net kârın 2023-2030 döneminde sırasıyla %39 ve %21 YBBO ile büyüyerek 2030 yılında 144 milyar TL ve 23 milyar TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz.

**Grafik 13: Finansal Gelir & Teknik Sonuçlar**



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

**Grafik 14: Özkaynaklar ve Net Kar**

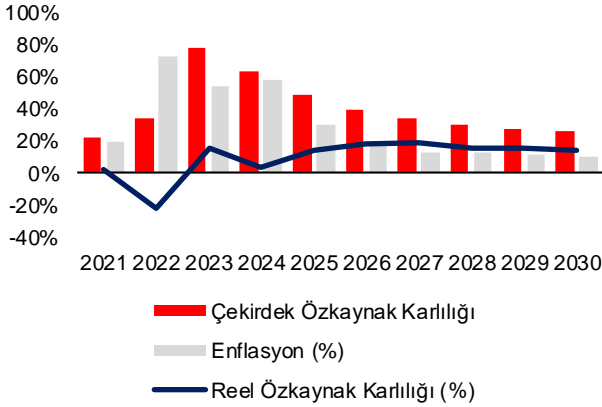


Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

## Özkaynak Karlılığı ve Temettü

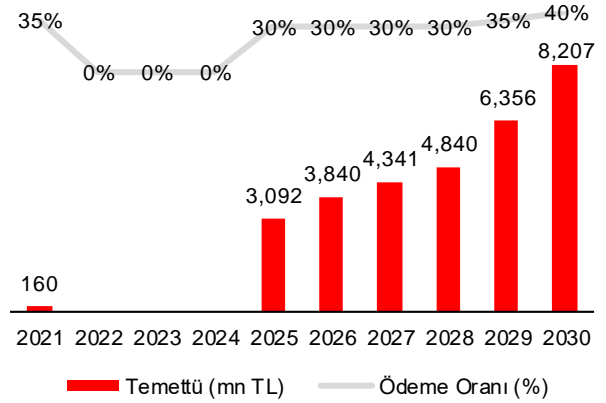
Anadolu Sigorta'nın çekirdek özkaynak kârlılığı, finansal sonuçlardaki bozulma ve kırılgan makroekonomik koşullar nedeniyle 2022 yılında ortalama TÜFE'nin altında kalmıştır. Ancak 2023 yılında TÜFE enflasyonunun üzerinde gerçekleşmiştir. Özkaynak karlılığının 2024'te %63 ve 2025'te %48 olmasını ve tahmin döneminin geri kalanında (2026-2030) kademeli olarak %39'dan %25'e düşmesini, yine de pozitif reel özkaynak karlılığının devamını bekliyoruz.

**Grafik 15: Çekirdek Özkaynak Karlılığı & Enflasyon**



Kaynak: Şirket, TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

**Grafik 16: Temettü ve Ödeme Oranı**



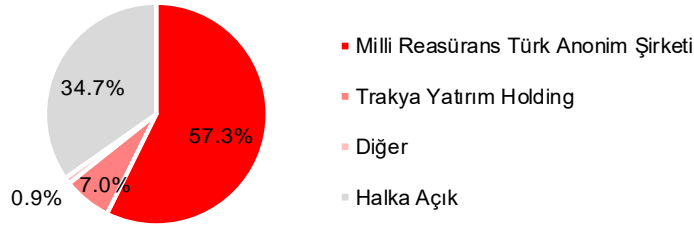
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Anadolu Sigorta, 2016 yılı hariç olmak üzere 2015-2021 yılları arasında düzenli olarak nakit temettü dağıtmıştır. Ancak, sermaye yeterlilik rasyosunun (SYR) SEDDK tarafından belirlenen kâr payı dağıtım eşliğinin (%135) altında olması nedeniyle 2022, 2023 ve 2024 yıllarında kâr payı dağıtılmamıştır. Sermaye yeterlilik oranının kademeli olarak eşik değerin üzerine çıkmasıyla birlikte, Anadolu Sigorta'nın 2025 yılından itibaren nakit temettü dağıtımına başlamasını bekliyoruz. Temettü ödeme oranının 2029 yılına kadar %30, 2029 yılında %35 ve 2030 yılında %40 olacağını varsayıyoruz.

## ŞİRKET'E GENEL BAKIŞ

Türkiye'nin ilk ulusal sigorta şirketi olan Anadolu Sigorta, 1 Nisan 1925 tarihinde Atatürk'ün girişimiyle ve Türkiye'nin önde gelen özel bankalarından İş Bankası'nın öncülüğünde kurulmuştur. İş Bankası'nın dolaylı olarak %57,2 oranında pay sahibi olduğu Anadolu Sigorta'nın hisseleri 1993 yılından bu yana BİST'te işlem görmekte olup, halka açıklık oranı %34,7'dir. Anadolu Sigorta, hayat dışı branşlarda (Kasko, Zorunlu Trafik, Sağlık, Yangın ve Doğal Afetler vb.) faaliyet göstermekte olup, Türkiye hayat dışı sigorta pazarının en büyük oyuncularından biridir. Buna ek olarak Şirket, iştiraki Anadolu Hayat Emeklilik (%20 sahiplik) aracılığıyla dolaylı olarak hayat ve bireysel emeklilik branşlarında da faaliyet göstermektedir.

Grafik 17: Ortaklık Yapısı

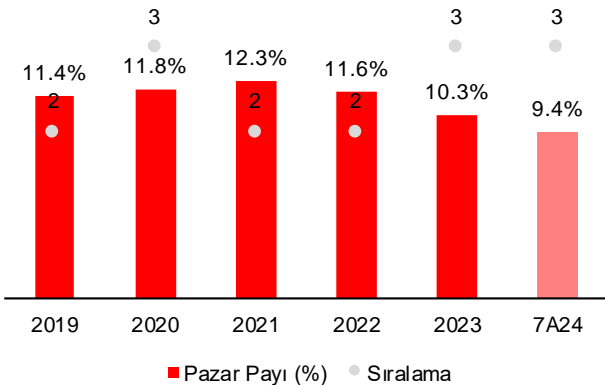


Source: KAP

## Kasko segmentinde lider oyuncu olmaya devam ediyor

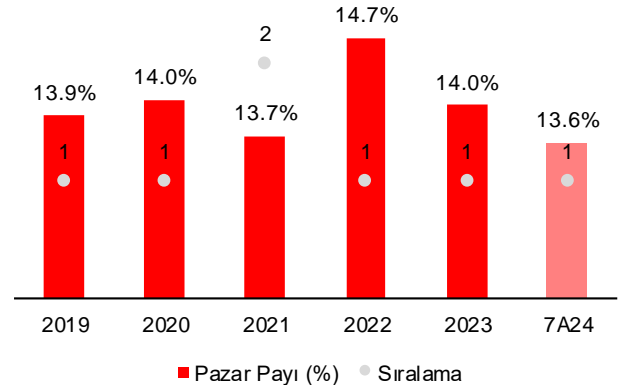
Temmuz 2024 itibarıyla Anadolu Sigorta'nın pazar payı %9,4 olup, Türkiye'deki sigorta şirketleri arasında üçüncü sırada yer almaktadır. Zorunlu trafikte uygulanan regülasyonlardan kaynaklanan bileşik rasyoların yüksekliği nedeniyle Şirket, bu segmentte pazar payı açısından 7. sırada (Anadolu Sigorta için ana segmentler arasında en düşük) yer almıştır. Kaskoda ise Anadolu Sigorta %13,6'lık payıyla pazar lideri konumundadır. Segmentin kârlılığında kaynaklanan yoğun rekabete rağmen, sigortacılar kaskoda fiyat esnekliğine sahiptir, Şirket'in pazar payı ikinci oyuncunun 3 puan üzerindedir. Sağlık segmentinde sigortacılar, segmentin büyüme potansiyelinden faydalanmak için pazar payı kazanma arzusu içindedir. Anadolu Sigorta, Temmuz 2024 itibarıyla bir önceki yıla göre 125 baz puanlık artışla %8,9 pazar payına sahiptir. Şirket bu segmentte üçüncü sırada yer almaktadır. Bu durum, segmentin ilk iki sırasındaki şirketlerin ağırlıklı olarak sağlık branşına odaklanmış olmasından kaynaklanıyor.

Grafik 18: Pazar Payının Gelişimi (Hayat dışı)



Kaynak: TSB

Grafik 19: Pazar Payının Gelişimi (Kasko)

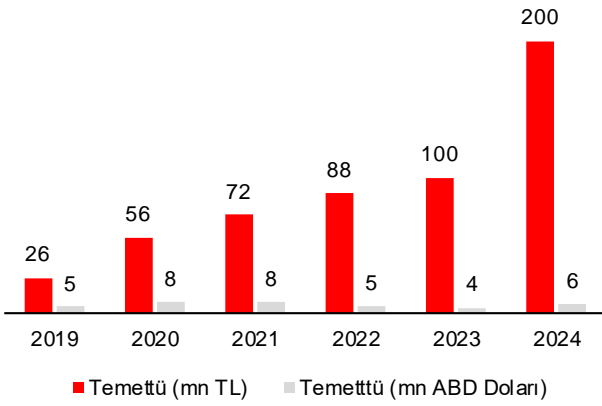


Kaynak: TSB

### Anadolu Hayat Emeklilik'in Katkısı

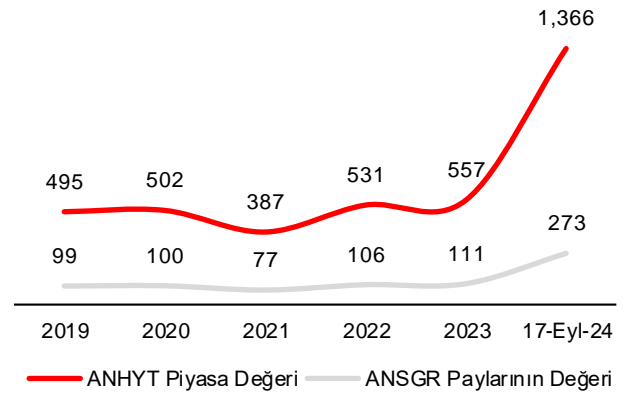
Anadolu Sigorta, Türkiye'de bireysel emeklilik ve hayat sigortası pazarının en büyük oyuncularından biri olan Anadolu Hayat Emeklilik'in (ANHYT) %20'sine sahiptir. Anadolu Sigorta'nın değerlemesinin yaklaşık %15'i Anadolu Hayat'tan gelmektedir. Bireysel emeklilik sistemi, nüfus ve hükümetin penetrasyonu artırmaya yönelik çabalarıyla güçlü bir büyüme potansiyeline sahiptir. Anadolu Sigorta, iştirakinden 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla 100mn TL ve 200mn TL temettü almıştır. Ayrıca, Anadolu Hayat Emeklilik'in piyasa değeri yılbaşından bu yana ABD doları bazında %145 oranında artmıştır. Artan temettü ödemeleri ve piyasa değeri, kârlılık ve özkaynaklar üzerinde olumlu etki yaratmaktadır.

Grafik 20: Anadolu Hayat Emeklilik'ten Temettü



Kaynak: Şirket

Grafik 21: ANHYT'nin Piyasa Değeri (mn ABD Doları)



Kaynak: Rasyonet

## Türkiye Sigorta

## Bankasürans ve tarım sigortaları rekabet avantajı sağlıyor...

**Türkiye Sigorta'yı (TURSĞ) "Endeks Üzerinde Getiri" tavsiyesi ve %62 getiri potansiyeline işaret eden 19,4 TL 12 aylık hedef fiyat ile takip listesine ekliyoruz. Türkiye Sigorta için olumlu görüşümüz (i) güçlü prim büyümesi, (ii) teknik marjlardaki iyileşme, (iii) kuvvetli finansal gelir, (iv) pazar payındaki lider konum ve (v) son fiyat düzeltilmesinden sonra cazip değerlemeye dayanmaktadır.**

**Enflasyonun üzerinde istikrarlı prim büyümesi:** Türkiye Sigorta, yüksek enflasyon ortamında yapılan fiyat ayarlamalarının da etkisiyle 2021-2023 yılları arasında brüt yazılan primlerde %125'lik güçlü bir YBBO elde etmiştir. Bu büyüme trendinin, 2024 yılında %79 ve 2025 yılında %35'lik büyüme oranlarıyla güçlü bir şekilde devam etmesini bekliyoruz.

**İyileşen teknik marjlar:** Türkiye Sigorta, 2022 yılında %131 bileşik oran ile zorlu bir dönem geçirdikten sonra, 2023 yılında bileşik oranını %106'ya düşürerek kayda değer bir iyileşme göstermiştir. Dezenflasyonist ortam, döviz istikrarı ve ara dönemde asgari ücret artışının olmaması ile desteklenen bileşik oranın 2024 yılında %99'a iyileşmesini bekliyoruz.

**Büyüyen yatırım portföyü sayesinde artan finansal gelir:** Türkiye Sigorta, son birkaç yılda yatırım portföyü ve finansal gelirlerinde etkileyici bir büyüme yaşamıştır. Yatırım portföyü, 2021'den 2023'e kadar %104'lük bir YBBO ile büyümüştür. Bu önemli büyüme, yüksek faiz oranları ve getirilerin bileşik etkisiyle aynı dönemde finansal gelirden %163'lük önemli bir YBBO'ya yol açmıştır. 2024 yılı sonunda, yatırım portföyünün 54 milyar TL'yi aşacağını ve finansal gelirin yaklaşık 16,3 milyar TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz. 2025 yılı için, yatırım portföyü ve finansal gelir için sırasıyla %48 ve %27 büyüme öngörüyoruz.

**Pazar payında liderlik devam ediyor:** Türkiye Sigorta, Temmuz 2024 itibarıyla %14,5 pazar payı ile hayat dışı sigorta pazarındaki lider konumunu güçlendirmiştir. Özellikle tarım segmentinde önemli bir üstünlüğe sahip olan Şirket, Ziraat Bankası ile stratejik iş birliğinin de etkisiyle bu segmentte prim üretiminin %55,6'sını gerçekleştirmektedir.

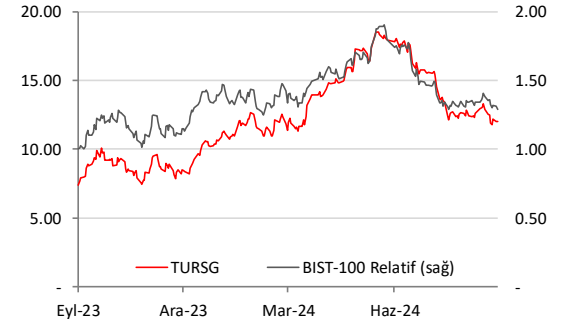
**Fiyat düzeltilmesinden sonra cazip giriş noktası:** Hisse fiyatı 2Ç24'teki zirvesinden bu yana yaklaşık %37 oranında gerilemiş olup cazip bir yatırım fırsatı sunmaktadır. Halihazırda Türkiye Sigorta, bir yıl vadeli 1,5x F/DD çarpanı ile işlem görmekte olup, bu değer 3 ve 5 yıllık tarihsel F/DD ortalamalarına göre sırasıyla %44 ve %36 iskonto anlamına gelmektedir.

18 Eylül 2024

## Endeks Üzerinde Getiri

Analist: Hakan Aygün  
[hakan.aygun@akyatirim.com.tr](mailto:hakan.aygun@akyatirim.com.tr)  
Analist: Halil Serbey Celep  
[serbey.celep@akyatirim.com.tr](mailto:serbey.celep@akyatirim.com.tr)

Bloomberg Kodu	TURSĞ TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	19.40			
Güncel Fiyat, TL	12.00			
Getiri Potansiyeli	62%			
Halka Açıklık Oranı	18%			
Piyasa Değeri, mn TL	60,000			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Brüt Primler, mn TL	59,518	106,697	144,424	178,463
Net Kâr, mn TL	6,155	12,293	15,908	18,594
Özkaynak, mn TL	15,426	27,459	44,728	63,496
Toplam Aktif, mn TL	77,328	102,686	149,248	197,263
Yatırım Portföyü, mn TL	31,278	54,641	80,859	109,537
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	11.7%	13.7%	12.6%	10.7%
Ort. Özk. Karlılığı	56.4%	57.3%	44.1%	34.4%
Temettü Verimi	0.6%	2.9%	3.6%	5.8%
Büyüme				
Brüt Primler, y/y	136.4%	79.3%	35.4%	23.6%
Net Kâr, y/y	553.8%	99.7%	29.4%	16.9%
Özkaynak, y/y	140.2%	78.0%	62.9%	42.0%
Toplam Aktif, y/y	174.2%	32.8%	45.3%	32.2%
Yatırım Portföyü, y/y	129.5%	74.7%	48.0%	35.5%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	3.9	5.6	4.3	3.7
F/DD	1.6	2.5	1.5	1.1
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-5.1%	-33.0%	68.7%	29.4%
BİST-100 Relatif	-4.5%	-28.1%	37.6%	-0.9%
AOİH, mn TL	152	241	228	231



**DEĞERLEME**

**Artık Gelir Methodu**

Türkiye Sigorta için 12 aylık hedef fiyatımız olan 19,4 TL/hisse %62 yukarı potansiyele işaret etmektedir. Şirket'i TL bazlı artık gelir yöntemini kullanarak ve Türkiye Hayat ve Emeklilik'teki %7,36 hissesini de dahil ederek değerlendiriyoruz. Değerleme ufkumuz 2024-2030 dönemini kapsamaktadır.

Değerlememizde, tahmin dönemi için %20,0 risksiz faiz oranı, %5,5 risk primi oranı, 0,95 beta kullanarak %25,2 özsermaye maliyeti elde ederken, sonsuz dönem için risksiz faiz oranını %12,0'ye (uzun vadeli enflasyon beklentimiz olan %9 + 300bps risk primi) düşürüyoruz.

Uzun vadeli özkaynak karlılığının %19,5 ve uzun vadeli ödeme oranınının %40 olacağını varsayıyoruz, bu da sonsuz dönemde %11,7'lik büyümeye işaret ediyor.

TURSG 1 yıl ileriye dönük 1,5x F/DD ile işlem görmekte olup, 3 yıllık tarihsel ortalama olan 2,7x ve 5 yıllık tarihsel ortalama olan 2,3x'e göre %44 ve %36 iskontoya karşılık gelmektedir.

**Tablo 6: Artık Gelir Methodu**

<b>Artık Gelir Methodu (milyon TL)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>	<b>Terminal</b>
Net Kar	12,293	15,908	18,594	21,300	24,485	27,748	31,218	
(-) İştiraklerden Gelirler	50	65	84	109	141	182	236	
<b>Affedilebilir Net Kar</b>	<b>12,243</b>	<b>15,843</b>	<b>18,510</b>	<b>21,192</b>	<b>24,344</b>	<b>27,566</b>	<b>30,982</b>	<b>34,606</b>
Özkaynaklar	27,459	44,728	63,496	83,682	106,915	131,540	157,372	
(-) İştirakler	6,073	9,893	14,044	18,508	23,647	29,093	34,806	
<b>Çekirdek Özkaynaklar</b>	<b>21,386</b>	<b>34,835</b>	<b>49,452</b>	<b>65,174</b>	<b>83,269</b>	<b>102,447</b>	<b>122,565</b>	<b>136,905</b>
<b>Çekidek Özkaynak Karlılığı</b>	<b>77.8%</b>	<b>56.4%</b>	<b>43.9%</b>	<b>37.0%</b>	<b>32.8%</b>	<b>29.7%</b>	<b>27.5%</b>	
Özkaynak Maliyeti	5,395	8,787	12,474	16,440	21,004	25,842	30,917	23,958
<b>Artık Gelir</b>	<b>6,848</b>	<b>7,056</b>	<b>6,036</b>	<b>4,751</b>	<b>3,339</b>	<b>1,723</b>	<b>64</b>	<b>183,585</b>
İskonto Oranı	0.95	0.75	0.60	0.48	0.38	0.31	0.25	0.21
<b>Artık Gelirin Bugünkü Değeri</b>	<b>6,474</b>	<b>5,326</b>	<b>3,639</b>	<b>2,287</b>	<b>1,284</b>	<b>529</b>	<b>16</b>	<b>38,303</b>
<b>Çekirdek Özkaynaklar (2Ç24)</b>	<b>15,691</b>							
<b>Artık Gelirlerin Bugünkü Değeri (2024-2030)</b>	<b>14,699</b>							
<b>Uzun Dönem Büyüme Oranı (%)</b>	<b>11.7%</b>							
Uzun Dönem Özkaynak Karlılığı (%)	19.5%							
Uzun Dönem Temettü Dağıtım Oranı (%)	40%							
<b>Bugüne İndirgenmiş Nihai Değer</b>	<b>38,303</b>							
İştirakler	8,938							
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>	<b>97,213</b>							
Ödenmiş Sermaye	5,000							
<b>Hedef Fiyat (TL)</b>	<b>19.4</b>							
Son Kapanış Fiyatı (TL)	12.0							
<b>Potansiyel Getiri (%)</b>	<b>62%</b>							

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

**Duyarlılık Analizi**

Artık Gelir Methodu bazlı değerlememiz için nihai büyüme ve risksiz getiri varsayımların altında bir duyarlılık analizi gerçekleştirdik. Ayrıca, hedef hisse değerimize dayalı Artık Gelir Methodu analizimizin ima ettiği F/DD çarpanını hesapladık. Aşağıdaki tablolar i) nihai büyüme oranına ve ii) değerlendirme ufku dönemindeki (2024-2030) risksiz getiri beklentisi varsayımlarına göre değişen 12 aylık hedef hisse fiyatlarını ve bununla uyumlu F/DD çarpanlarını özetlemektedir.

**Tablo 7: Hedef Fiyat / Hisse (TRY)**

		Nihai Büyüme Oranı (%)				
		9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
Risksiz Getiri (%)	18.0%	17.7	18.7	20.0	21.8	24.4
	19.0%	17.0	17.9	19.2	20.9	23.4
	20.0%	16.2	17.2	18.4	20.0	22.4
	21.0%	15.5	16.4	17.6	19.1	21.4
	22.0%	14.9	15.7	16.8	18.3	20.5

Source: Ak Investment Research

**Tablo 8: İma Edilen F/DD**

		Nihai Büyüme Oranı (%)				
		9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
Risksiz Getiri (%)	18.0%	2.2x	2.3x	2.5x	2.7x	3.0x
	19.0%	2.1x	2.2x	2.4x	2.6x	2.9x
	20.0%	2.0x	2.1x	2.3x	2.5x	2.8x
	21.0%	1.9x	2.0x	2.2x	2.4x	2.6x
	22.0%	1.8x	1.9x	2.1x	2.3x	2.5x

Source: Ak Investment Research

Farklı risksiz getiri oranı ve nihai büyüme oranı varsayımları altında duyarlılık analizimiz 12 aylık fiyat hedefi için makul aralığı 16,4 TL ile 20,9 TL arasında önermektedir.

Bu varsayımlar altında değerlememizin ima ettiği F/DD çarpanı da (Hedef Piyasa Değeri / Hedef Özkaynak) 2,0x ve 2,6x aralığında kalmaktadır.

**FİNANSAL TABLOLAR**

**Tablo 9: UFRS Finansalları**

<b>Bilanço (milyon TL)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>12,511</b>	<b>24,144</b>	<b>70,191</b>	<b>93,762</b>	<b>135,663</b>	<b>178,847</b>	<b>224,310</b>	<b>275,967</b>	<b>332,286</b>	<b>393,975</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,104	9,034	31,547	29,620	44,603	59,391	75,355	93,206	112,881	134,584
Finansal Varlıklar	2,174	8,606	21,924	36,427	53,906	73,025	93,909	117,243	142,973	171,362
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>1,840</b>	<b>4,055</b>	<b>7,137</b>	<b>8,924</b>	<b>13,585</b>	<b>18,416</b>	<b>23,423</b>	<b>29,147</b>	<b>35,190</b>	<b>41,520</b>
Finansal Varlıklar	1,365	3,040	5,332	6,073	9,893	14,044	18,508	23,647	29,093	34,806
Maddi & Maddi Olmayan Varlıklar	432	755	1,536	2,425	3,141	3,720	4,181	4,679	5,187	5,712
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>14,351</b>	<b>28,199</b>	<b>77,328</b>	<b>102,686</b>	<b>149,248</b>	<b>197,263</b>	<b>247,733</b>	<b>305,114</b>	<b>367,476</b>	<b>435,495</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>9,915</b>	<b>21,390</b>	<b>61,465</b>	<b>74,463</b>	<b>103,531</b>	<b>132,597</b>	<b>162,735</b>	<b>196,726</b>	<b>234,303</b>	<b>276,326</b>
Teknik Karşılıklar	6,739	14,726	35,028	46,658	66,396	87,092	109,614	135,255	163,992	196,577
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>216</b>	<b>388</b>	<b>437</b>	<b>763</b>	<b>989</b>	<b>1,171</b>	<b>1,316</b>	<b>1,472</b>	<b>1,632</b>	<b>1,798</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>4,220</b>	<b>6,421</b>	<b>15,426</b>	<b>27,459</b>	<b>44,728</b>	<b>63,496</b>	<b>83,682</b>	<b>106,915</b>	<b>131,540</b>	<b>157,372</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>14,351</b>	<b>28,199</b>	<b>77,328</b>	<b>102,686</b>	<b>149,248</b>	<b>197,263</b>	<b>247,733</b>	<b>305,114</b>	<b>367,476</b>	<b>435,495</b>

<b>Gelir Tablosu (milyon TL)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>
<b>Brüt Prim Üretimi</b>	<b>11,750</b>	<b>25,173</b>	<b>59,518</b>	<b>106,697</b>	<b>144,424</b>	<b>178,463</b>	<b>212,484</b>	<b>250,730</b>	<b>292,761</b>	<b>339,043</b>
Net Yazılan Primler	4,992	12,783	33,801	40,545	57,769	69,601	83,931	98,412	115,275	133,286
Kazanılmamış Primler Karşılığında Değişim	-869	-4,738	-12,944	-2,739	-9,849	-6,765	-8,195	-8,280	-9,643	-10,299
Devam Eden Riskler Karşılığında Değişim	-22	-1,152	-599	-356	-32	-511	-510	-574	-630	-694
<b>Net Kazanılan Primler</b>	<b>4,101</b>	<b>6,893</b>	<b>20,258</b>	<b>37,450</b>	<b>47,888</b>	<b>62,325</b>	<b>75,226</b>	<b>89,558</b>	<b>105,001</b>	<b>122,293</b>
Diğer Teknik Gelirler	172	139	395	1,067	1,444	1,785	2,125	2,507	2,928	3,729
<b>Teknik Gelir</b>	<b>4,273</b>	<b>7,032</b>	<b>20,653</b>	<b>38,517</b>	<b>49,332</b>	<b>64,109</b>	<b>77,351</b>	<b>92,065</b>	<b>107,929</b>	<b>126,022</b>
Net Ödenen Hasarlar	-2,553	-5,102	-10,007	-19,924	-26,530	-34,029	-43,255	-51,137	-60,901	-70,930
Muallak Tazminatlar Karşılığında Değişim	-561	-2,161	-6,693	-8,748	-9,856	-13,420	-13,817	-16,786	-18,464	-21,591
<b>Gerçekleşen Hasarlar</b>	<b>-3,114</b>	<b>-7,263</b>	<b>-16,700</b>	<b>-28,672</b>	<b>-36,386</b>	<b>-47,450</b>	<b>-57,072</b>	<b>-67,923</b>	<b>-79,365</b>	<b>-92,521</b>
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>-957</b>	<b>-1,869</b>	<b>-5,209</b>	<b>-9,363</b>	<b>-11,876</b>	<b>-15,332</b>	<b>-18,355</b>	<b>-21,494</b>	<b>-24,990</b>	<b>-29,106</b>
Diğer Teknik Giderler	-22	-29	-36	-213	-289	-357	-425	-501	-586	-678
<b>Teknik Gider</b>	<b>-4,092</b>	<b>-9,161</b>	<b>-21,945</b>	<b>-38,248</b>	<b>-48,551</b>	<b>-63,138</b>	<b>-75,853</b>	<b>-89,919</b>	<b>-104,941</b>	<b>-122,304</b>
<b>Düzeltilmiş Teknik Kar</b>	<b>181</b>	<b>-2,129</b>	<b>-1,292</b>	<b>270</b>	<b>781</b>	<b>971</b>	<b>1,499</b>	<b>2,146</b>	<b>2,988</b>	<b>3,718</b>
<b>Net Yatırım Geliri</b>	<b>1,406</b>	<b>3,159</b>	<b>9,705</b>	<b>16,334</b>	<b>20,718</b>	<b>24,178</b>	<b>27,327</b>	<b>31,001</b>	<b>34,595</b>	<b>38,584</b>
Diğer Gelir/Gider	-184	235	-758	-213	-289	-357	-425	-501	-586	-678
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>1,403</b>	<b>1,266</b>	<b>7,654</b>	<b>16,390</b>	<b>21,210</b>	<b>24,792</b>	<b>28,400</b>	<b>32,646</b>	<b>36,997</b>	<b>41,624</b>
Vergi Geliri/Gideri	-345	-324	-1,499	-4,098	-5,303	-6,198	-7,100	-8,162	-9,249	-10,406
<b>Net Kar</b>	<b>1,058</b>	<b>941</b>	<b>6,155</b>	<b>12,293</b>	<b>15,908</b>	<b>18,594</b>	<b>21,300</b>	<b>24,485</b>	<b>27,748</b>	<b>31,218</b>

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

**Tablo 10: UFRS Finansalları**

<b>Büyüme</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>
Brüt Prim Üretimi	32%	114%	136%	79%	35%	24%	19%	18%	17%	16%
Teknik Gelir	14%	65%	194%	86%	28%	30%	21%	19%	17%	17%
Teknik Gider	35%	124%	140%	74%	27%	30%	20%	19%	17%	17%
Düzeltilmiş Teknik Kar	-75%	n.m	n.m	n.m	189%	24%	54%	43%	39%	24%
Net Yatırım Geliri	63%	125%	207%	68%	27%	17%	13%	13%	12%	12%
Net Kar	-8%	-11%	554%	100%	29%	17%	15%	15%	13%	13%
Özkaynaklar	22%	52%	140%	78%	63%	42%	32%	28%	23%	20%
<b>Karlılık</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>
Çekirdek Özkaynak Karlılığı	39%	27%	91%	78%	56%	44%	37%	33%	30%	28%
Hasar Oranı	76%	105%	82%	77%	76%	76%	76%	76%	76%	76%
(Komisyon + Gider) Oranı	20%	26%	24%	23%	22%	22%	22%	22%	22%	21%
Bileşik Oran	96%	131%	106%	99%	98%	98%	98%	98%	97%	97%
Net Yatırım Getirisi	20%	30%	43%	38%	31%	25%	22%	20%	18%	16%
Net Kar Marjı	9%	4%	10%	12%	11%	10%	10%	10%	9%	9%
<b>Rasyo Analizi</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>
F / K*	6.2x	8.1x	3.9x	5.6x	4.3x	3.7x	3.2x	2.8x	2.5x	2.2x
F / DD*	1.5x	1.2x	1.6x	2.5x	1.5x	1.1x	0.8x	0.6x	0.5x	0.4x
Fiyat / Brüt Prim Üretimi*	0.6x	0.3x	0.4x	0.6x	0.5x	0.4x	0.3x	0.3x	0.2x	0.2x
Fiyat / Yatırım Portföyü*	0.9x	0.6x	0.8x	1.3x	0.9x	0.6x	0.5x	0.4x	0.3x	0.3x

\*Çarpan hesaplamasında ortalama piyasa değeri kullanılmıştır.

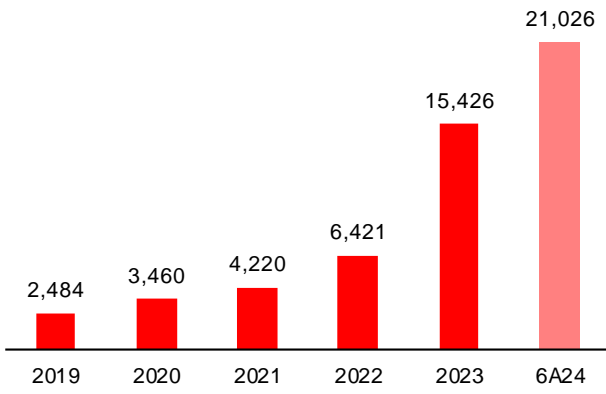
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma



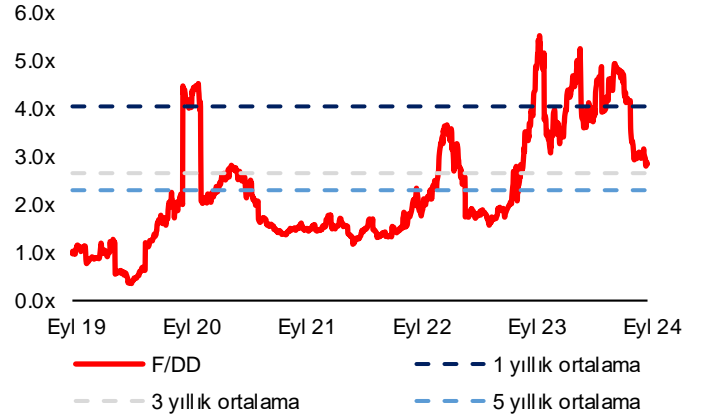
**Hisse fiyatındaki son düşüşün ardından çarpanlar makul seviyelerde.**

Türkiye Sigorta, 2023 ortasından 2024 ortasına kadar kayda değer bir hisse performansı sergilemiş (+%660 TL getiri) ve o tarihten bu yana zirveden yaklaşık %37 oranında gerilemiştir. Artan piyasa duyarlılığının ötesinde, piyasa değerindeki önemli artış, Şirket'in 2021'den 2023'e kadar özkaynaklarında %91'lik bir YBBO'ya yol açan olağanüstü özkaynak kârlılığı üretimini de yansıtmaktadır.

Şu anda, solo finansallara göre, Türkiye Sigorta 2,9 F/DD ile işlem görmektedir (1 yıllık ortalama: 4,1x, 3 yıllık ortalama: 2,7x, 5 yıllık ortalama: 2,3x). Değerlememizin ima ettiği F/DD değeri (Hedef Piyasa Değeri / Hedef Özkaynak) 2,4x seviyesindedir.

**Grafik 22: Özkaynaklar (milyon TL)**

Kaynak: Şirket

**Grafik 23: Tarihsel F/DD Seviyeleri**

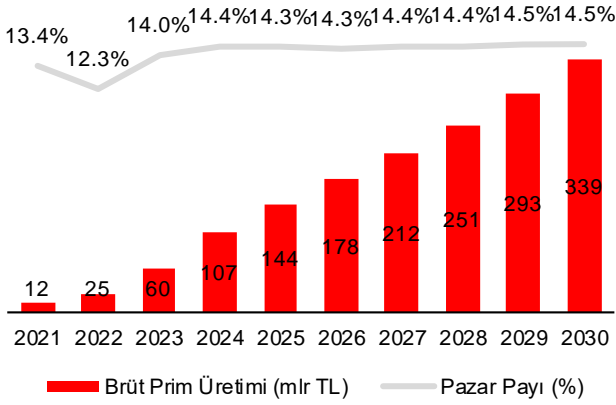
Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

## FİNANSAL ANALİZ

### Prim Üretimi ve Pazar Payı

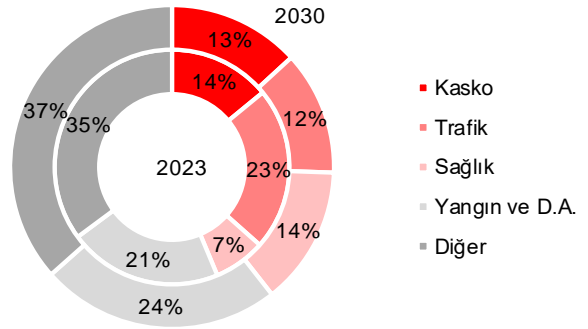
Türkiye Sigorta'nın prim üretimi 2021-2023 döneminde yıllık %125 bileşik büyüme oranıyla 2023 yılında 59,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2021'den sonraki keskin prim artışı, enflasyona ayak uydurmak için yapılan fiyat ayarlamaları ve küresel olarak artan reasürans maliyetlerinin fiyatlara yansıtılması sayesinde gerçekleşmiştir. Kasko segmentindeki gerileme nedeniyle 2022 yılında bir miktar pazar payı kaybı yaşanmış olup, bu durum 2023 ve 2024/7 dönemlerinde fazlasıyla telafi edilmiştir.

Grafik 24: Prim Üretimi ve Pazar Payı



Kaynak: TSB, Ak Yatırım Araştırma

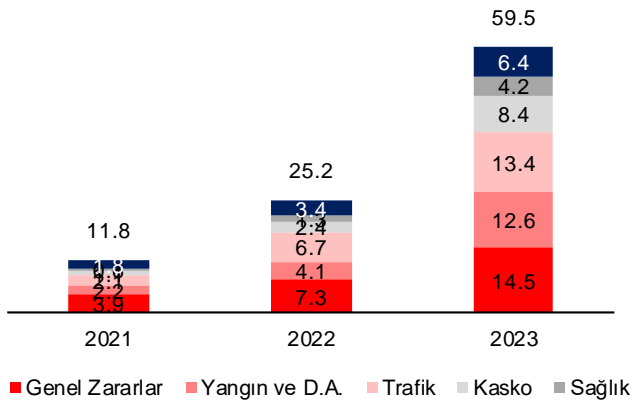
Grafik 25: Prim Kırılımı (2023-2030)



Kaynak: TSB, Ak Yatırım Araştırma

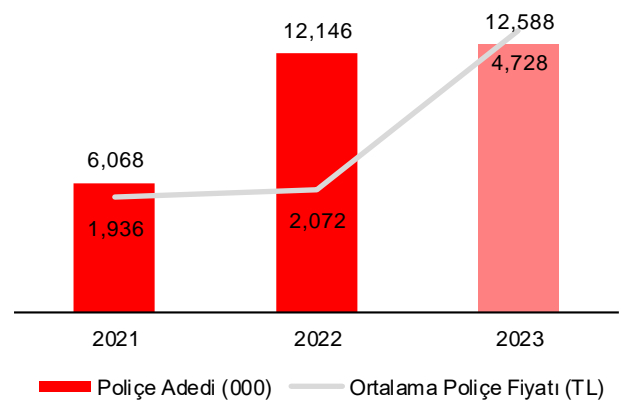
Sağlık, kasko ve yangın & doğal afetler branşlarının etkisiyle prim üretimi, birim poliçe fiyatlarındaki yıllık %128'lik artışın da desteğiyle 2023 yılında yıllık %136 oranında artmıştır. Prim üretimindeki büyüme, 2024/7 döneminde özellikle sağlık ve yangın & doğal afetler branşlarında yıllık %100 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 26: Brüt Yazılan Primler (milyar TL)



Kaynak: TSB

Grafik 27: Poliçe Sayısı ve Ortalama Poliçe Fiyatı



Kaynak: TSB

Türkiye Sigorta'nın prim üretiminin 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla %79 ve %35 oranında ve 2025-2030 yılları arasında %19 YBBO ile büyüyeceğini öngörüyoruz. Sağlık segmentinin bu büyümenin ana itici gücü olmasını ve Şirket'in sağlık segmentindeki pazar payının çift haneli seviyeleri aşmasını bekliyoruz. Sağlık primlerinin, 2025-2030 döneminde %22'lik tahmini YBBO ile genel prim artışını geride bırakması olasıdır. Sonuç olarak, Türkiye Sigorta'nın portföyünde sağlık primlerinin payının 2023 yılında %7'den 2030 yılında %14'e yükseleceğini tahmin ediyoruz. Türkiye Sigorta'nın pazar payının

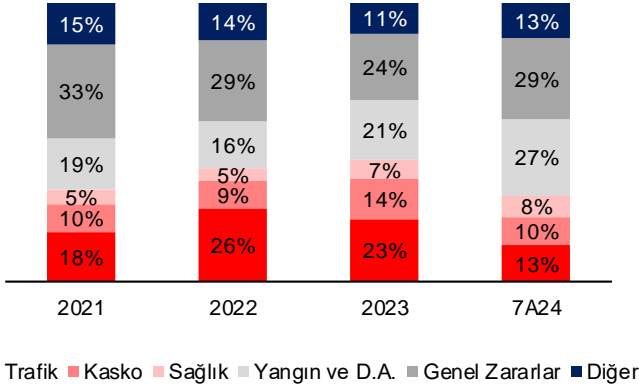
2025-2030 döneminde %14,0 ile %14,5 arasında dengeleneceğini ve 2024 sonunda %14,4'e (Temmuz 2024 itibarıyla %14,5) ulaşacağını düşünüyoruz.

### Değişen Prim Portföyü

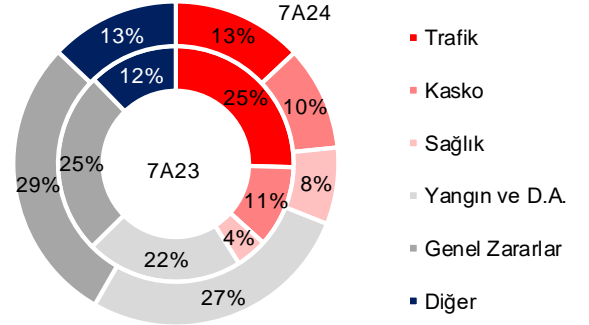
Türkiye Sigorta, 2023 yılında genel zararlar sigortasının %24 ile en yüksek paya sahip olmasıyla hayat dışı sigortacılar arasında özel bir konuma sahiptir. Motor sigortaları (Kasko & Zorunlu Trafik) ise toplam primlerin %37'sini oluşturarak sektör ortalaması olan %47'nin altında kalmıştır. Toplam portföy içerisinde teknik kârlılığı görece yüksek genel zarar sigortalarının yüksek paya, motorlu araç sigortalarının ise görece düşük paya sahip olması, Türkiye Sigorta'nın ortalamadan yüksek kârlılığını açıklamaktadır.

2022 yılında Türkiye Sigorta, diğer piyasa oyuncularının bu segmentte isteksiz olması nedeniyle zorunlu trafikteki riskini artırmak zorunda kalmıştır. Bu tarihten itibaren daha dengeli bir büyüme stratejisi izleyen Şirket, 2022 yılında %26 olan zorunlu trafiğin toplam içindeki payını 2023 yılında %23'e düşürmüştür. Bu düşüş eğilimi 2024 yılında hızlanmış ve zorunlu trafik payı 7A24'te önemli ölçüde düşerek %13'e gerilemiştir. Sonuç olarak, motor segmentinin toplam payı da 2023'te %37'den 7A24'te %23'e düşmüştür. Türkiye Sigorta, son iki yılda yangın ve doğal afetler ile genel zararlar gibi daha kârlı segmentlere odaklanmıştır.

Grafik 28: Prim Kırılımının Gelişimi



Grafik 29: Prim Kırılımı (7A24)



Kaynak: TSB

Kaynak: TSB

### Teknik Rasyolar ve Finansal Gelir

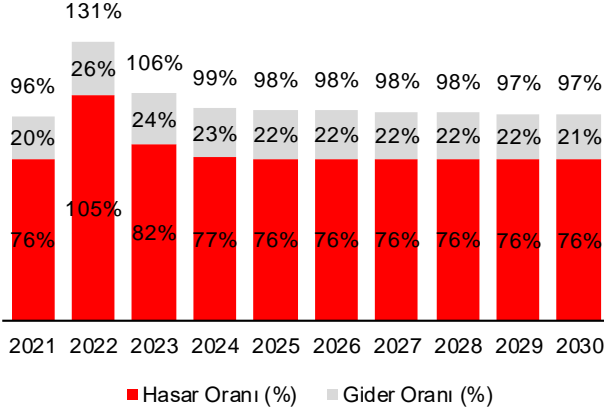
Türkiye Sigorta, diğer Türk hayat dışı sigortacıları gibi, son yıllarda döviz kurlarındaki dalgalanma ve artan enflasyonun etkisini hissettirdiği zorlu bir ortamda faaliyet göstermiştir. Bu durum, Şirket'in bileşik rasyosunda bozulmaya yol açmış ve bu oran 4Ç21'de %112'ye, 2022'de %131'e yükselmiş, 2023'te ise %106'ya gerilemiştir.

Devam eden dezenflasyon süreci, döviz görünümündeki istikrar ve 2024 yılında ara dönemde asgari ücret artışının olmaması sayesinde bileşik oranın 2024 yılında %99'a iyileşmesini bekliyoruz. 2025 yılından itibaren bileşik oranın daha da düşerek 2030 yılında %97 seviyesine gerileyeceğini öngörüyoruz.

2021'den 2023'e kadar olan dönemde, Şirket'in yatırım portföyü %104 ve yatırım geliri %163'lük kayda değer bir YBBO yaşamıştır. Finansal gelirdeki artış, kur dalgalanmaları (özellikle Eurobond'lar, döviz ve döviz korumalı mevduatlardan), Türk hisse senedi piyasasının dayanıklılığı (hisse senetleri ve yatırım fonları) ve daha sıkı para politikaları (vadeli mevduat, para piyasası fonları, şirket ve devlet tahvillerinin getirilerini artıran)

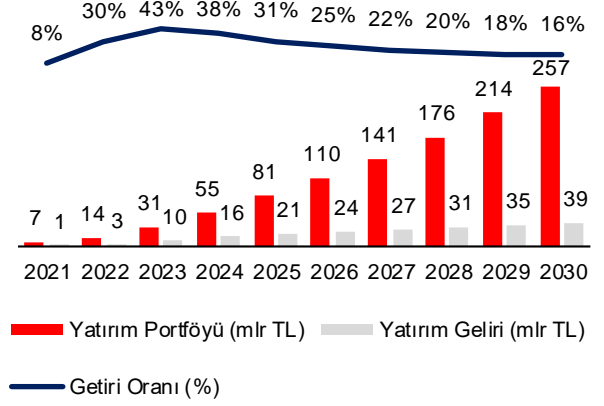
gibi birçok faktörden kaynaklanmıştır. Güçlü prim üretimi ve proaktif portföy yönetimi ile cazip getiriler, yatırım portföyü büyümesini desteklemiştir.

Grafik 30: Teknik Rasyolar



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

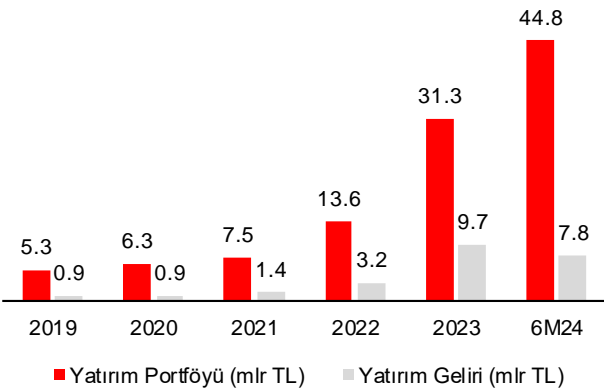
Grafik 31: Yatırım Portföyü ve Finansal Gelir



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

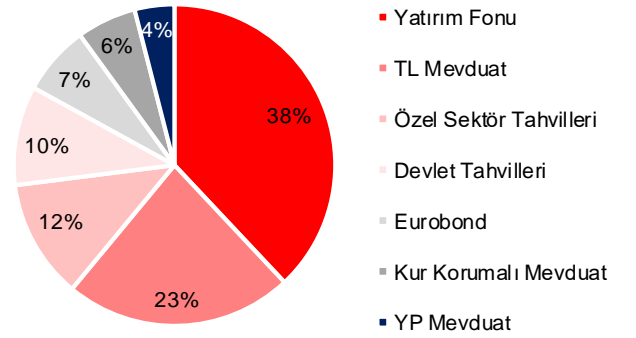
Haziran 2024 itibarıyla Türkiye Sigorta'nın yatırım portföyü 44,8 milyar TL'ye ulaşmış olup, portföyün %38'i yatırım fonlarına, %23'ü TL mevduata, %22'si devlet ve şirket tahvillerine, %7'si Eurobondlara, %6'sı döviz korumalı mevduata ve %4'ü döviz mevduatına ayrılmıştır. Önümüzdeki birkaç çeyrekte, yüksek mevduat ve para piyasası fonu faizleri muhtemelen devam edecek ve yatırım gelirlerini destekleyecektir. Toplam portföy getirisinin 2023'te %43'ten 2030'da %16'ya kademeli olarak düşeceğini öngörmemize rağmen, dönem boyunca %35'lik ortalama yıllık portföy büyümesi sayesinde finansal gelirin 2023-2030 yılları arasında %22'lik bir YBBO ile büyüyeceğini tahmin ediyoruz.

Grafik 32: Yatırım Portföyü ve Finansal Gelir



Kaynak: Şirket

Grafik 33: Yatırım Portföyünün Kırılımı (6A24)



Kaynak: Şirket

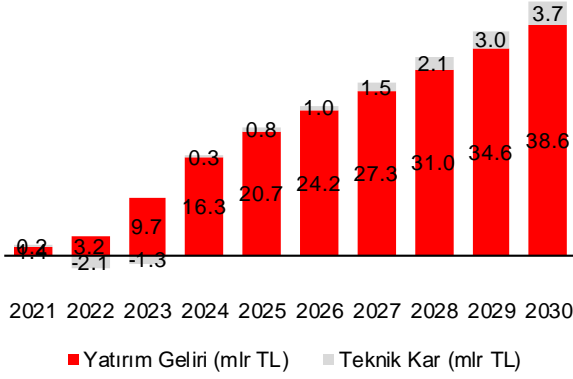
### Önemli Finansal Rakamlar İçin Görünüm

Türkiye Sigorta, benzerleri gibi, kazançlarını ağırlıklı olarak yatırım portföyünden elde etmekte ve teknik sonuçları negatif bölgede kalmaktadır. Finansal gelire olan bağımlılık, finansal gelirin 9,7 milyar TL'ye (yıllık +%207) ve teknik zararın 1,3 milyar TL'ye ulaştığı 2023 yılında önemli ölçüde artmıştır. Bundan sonraki yıllarda, teknik tarafta bir miktar iyileşme olmasına rağmen finansal gelirlerin kârlılığı domine etmeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Bu arada, özkaynaklar 2021 ile 2023 yılları arasında %91'lik etkileyici bir YBBO ile büyürken, aynı dönemde %141'lik bir YBBO ile kazançlarda önemli bir artış

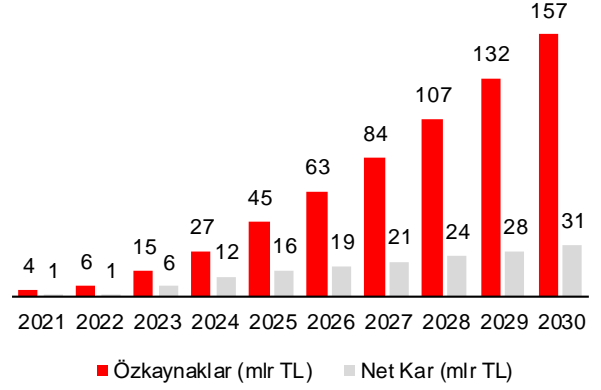
sağlanmıştır. Türkiye Sigorta'nın özkaynaklarının, kazançlardaki %26'lık YBBO'nun etkisiyle %39'luk bir YBBO ile 2030 yılında 157 milyar TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz.

**Grafik 34: Finansal Gelir & Teknik Sonuçlar**



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

**Grafik 35: Özkaynaklar ve Net Kar**

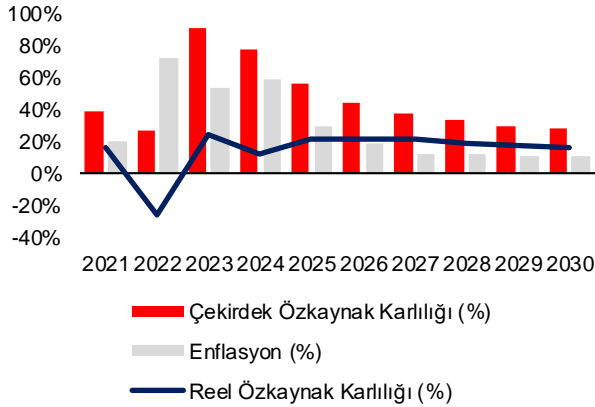


Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

## Özkaynak Karlılığı ve Temettü

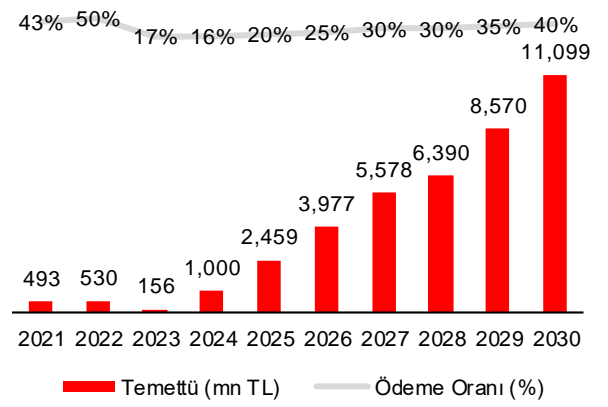
2022 yılında Türkiye Sigorta'nın çekirdek özkaynak kârlılığı, zorlu makroekonomik koşullar altında yıllık ortalama enflasyonun gerisinde kalmıştır. Bununla birlikte, özkaynak kârlılığı 2023 yılında enflasyonu aşmayı başarmıştır. Özkaynak karlılığının 2024'te %78 ve 2025'te %56 olacağını ve tahmin döneminin geri kalanında (2026-2030) kademeli olarak %44'ten %28'e düşeceğini, fakat pozitif reel özkaynak karlılığının devam edeceğini tahmin ediyoruz.

**Grafik 36: Çekirdek Özkaynak Karlılığı & Enflasyon**



Kaynak: Şirket, TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

**Grafik 37: Temettü ve Ödeme Oranı**



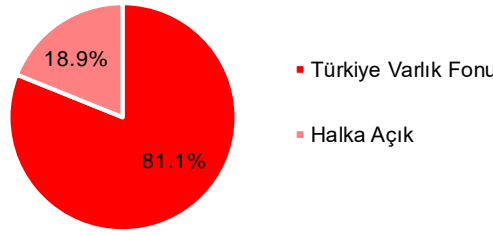
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Türkiye Sigorta, 2023 yılında nakit temettü ödeme oranındaki keskin düşüşe rağmen 2021 ve 2023 yılları arasında düzenli olarak nakit temettü ödemiştir. Şirket'in güçlü bir sermaye yeterlilik oranına sahip olması nedeniyle, Türkiye Sigorta'nın nakit temettü ödemeye devam edeceğini ve ödeme oranının kademeli olarak artarak 2030 yılında %40'a ulaşacağını varsayıyoruz.

## ŞİRKET'E GENEL BAKIŞ

31 Ağustos 2020 tarihinde, halka açık olmayan iki (Ziraat Sigorta, Halk Sigorta) ve halka açık bir (Güneş Sigorta) kamu sigorta şirketi Türkiye Sigorta adı altında faaliyet göstermek üzere birleşmiştir. Hâlihazırda Türkiye Varlık Fonu, Türkiye Sigorta'nın %81,1'ine sahiptir ve hisselerin %18,9'u halka açıktır. Şirket, hayat dışı sigorta sektöründe yangın ve doğal afetler, nakliyat ve su araçları riskleri, kasko, üçüncü şahıs mali mesuliyet ve su araçları, hava araçları ve hava araçları sorumluluk, genel zararlar, genel sorumluluk, hukuksal koruma, kredi, hastalık/sağlık ve finansal riskler teminatlarını içeren kapsamlı bir hizmet yelpazesi sunmaktadır. Türkiye Sigorta, Türk hayat dışı sigorta sektörünün lider oyuncusu olup, iştiraki Türkiye Hayat ve Emeklilik (%7,36 sahiplik) aracılığıyla hayat ve bireysel emeklilik sektöründe dolaylı olarak yer almaktadır.

Grafik 38: Ortaklık Yapısı

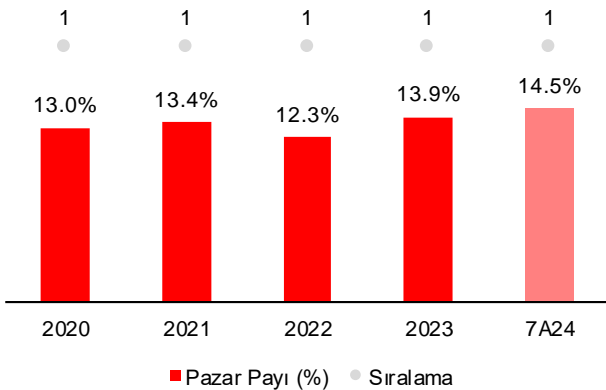


Source: KAP

## Pazar liderliğini sürdürüyor ve tarım segmentini domine ediyor

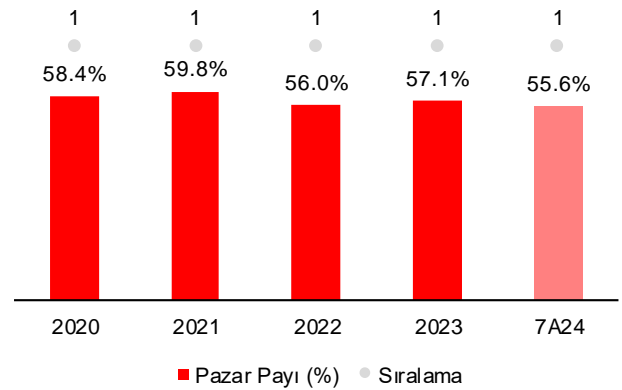
Türkiye Sigorta, Temmuz 2024 itibarıyla %14,5'lik toplam prim pazar payı ile Türkiye'nin en büyük hayat dışı sigorta şirketi konumundadır. Şirket, kârlı olmayan zorunlu trafikte, (ilk yedi ayda önceki yıla göre 5,2 puanlık düşüş sonrası) dördüncü sırada yer almıştır. Buna karşın şirket, yangın ve doğal afetler segmentindeki lider konumunu stratejik olarak güçlendirmiş ve pazar payını bir önceki yılın aynı dönemindeki %20,1 seviyesinden 7A24'te %23,3'e yükseltmiştir. Türkiye Sigorta, 2024 yılının ilk yedi ayında, üçüncü ve beşinci sırada olduğu kasko (yıllık 2,5 puan) ve sağlık (yıllık 2,6 puan) segmentlerinde de pazar payı kazanmıştır. Ayrıca, Türkiye Sigorta tarım segmentinde %55,6'lık pazar payı ile hâkim konumunu sürdürmektedir. Bu lider konum, devlete ait Ziraat Bankası ile stratejik ortaklıklarla desteklenmektedir.

Grafik 39: Pazar Payının Gelişimi (Hayat dışı)



Kaynak: TSB

Grafik 40: Pazar Payının Gelişimi (Tarım)

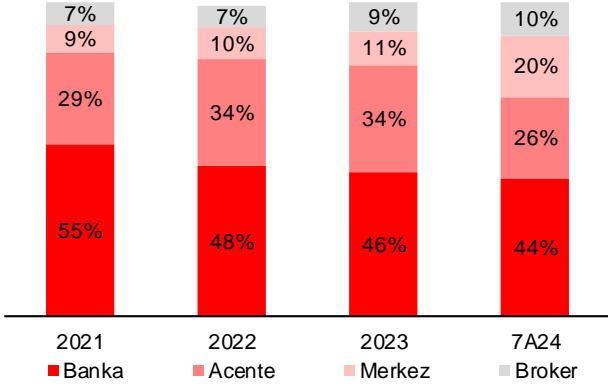


Kaynak: TSB

**Banka kanalları prim üretiminde önemli bir paya sahip**

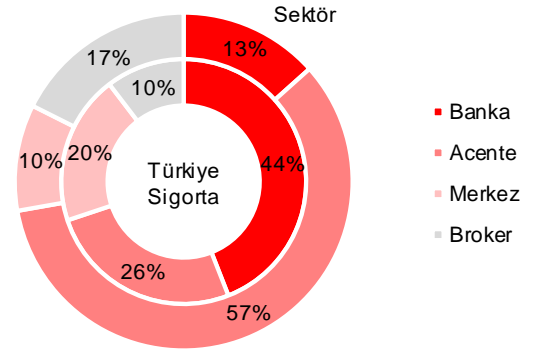
Türkiye Sigorta'nın üç büyük kamu bankası -Ziraat Bankası, Halk Bankası ve Vakıfbank ile yaptığı münhasırlık anlaşmaları, Şirket'i rakiplerinden farklılaştırmaktadır. Bankalarla olan bu stratejik uyum, Şirket'in tarım sigortası segmentindeki liderliğini desteklemekte ve genel zararlar sigortasının önemli bir paya sahip olduğu prim portföyünün yapısını önemli ölçüde etkilemektedir. 2024/7 döneminde Türkiye Sigorta'nın prim üretiminin %44,1'ini oluşturan banka kanalı, sektör ortalaması olan %13,0'in oldukça üzerindedir.

**Grafik 41: Dağıtım Kanallarının Gelişimi**



Kaynak: TSB

**Grafik 42: Dağıtım Kanallarının Karşılaştırması (7A24)**



Kaynak: TSB

## KARŞILAŞTIRMALI ANALİZ

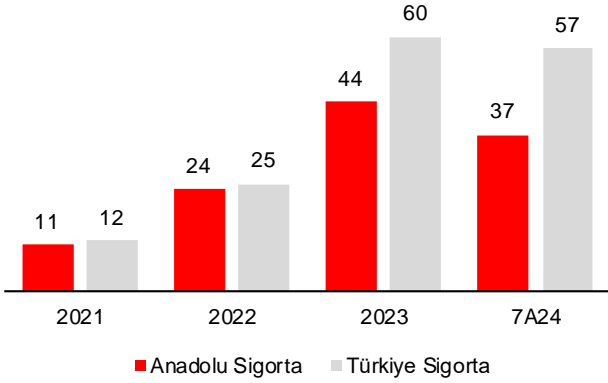
### Prim Üretimi ve Pazar Payı

2021-2023 yılları arasında, hem Anadolu Sigorta hem de Türkiye Sigorta, enflasyona dengelemek ve artan küresel reasürans maliyetlerini karşılamak için fiyat artışı yaptığından güçlü bir prim büyümesi göstermiştir. Bu dönemde, Anadolu Sigorta'da %103, Türkiye Sigorta'da ise %125 oranında prim artışı gerçekleşmiş olup, her iki şirket için de büyümenin ana kaynağı kasko segmenti olmuş, bunu sağlık segmenti izlemiştir.

Her iki sigorta şirketi de 2024 yılının ilk yedi ayında, yüksek baz nedeniyle yavaşlamakla birlikte, güçlü prim artış oranlarını korumuştur. Nitekim, Anadolu Sigorta %71, Türkiye Sigorta ise %100 oranında prim artışı kaydetmiş olup, bu artış sağlık ile yangın ve doğal afetler sigortalarından kaynaklanmaktadır.

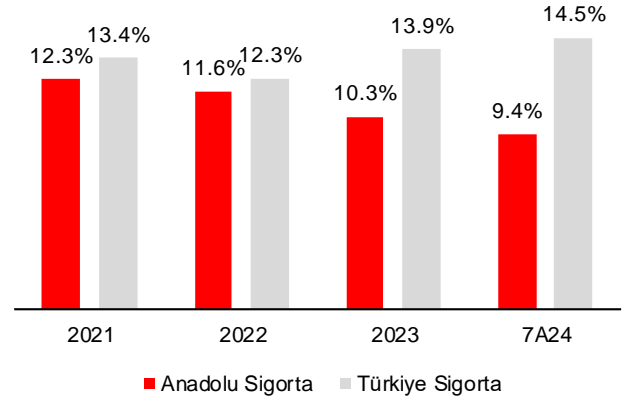
Buna göre, 7A24'te Anadolu Sigorta'nın pazar payındaki yıllık 0,4 puanlık daralmaya karşılık, Türkiye Sigorta pazar payını geçen yıla göre 1,5 puan artırmıştır.

Grafik 43: Prim Üretimi (milyar TL)



Kaynak: TSB

Grafik 44: Pazar Payı (%)



Kaynak: TSB

### Prim Portföyü

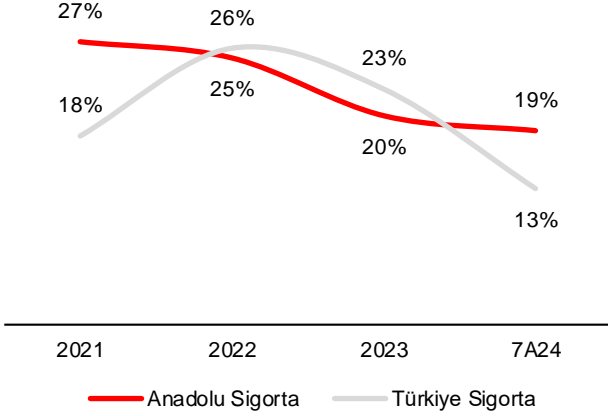
Zorunlu trafik segmentindeki regülasyonlar, teknik kârlılık üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir ve sigortacılar için zorunlu trafik primlerinin payını mümkün olduğunca azaltmak önem taşımaktadır. Hem Anadolu Sigorta hem de Türkiye Sigorta, prim portföylerini zorunlu trafiğin payını azaltacak şekilde aktif olarak yeniden şekillendirmekte, böylece hasar ödemelerini ve teknik karşılıkları doğrudan etkileyen kur riskleri ve asgari ücret artışının etkilerini en aza indirmektedir. Bu düzenlemeler, her iki şirketi de teknik açıdan daha dirençli bir konuma getirmektedir.

Anadolu Sigorta, 2021 yılından bu yana zorunlu trafik payı açısından düşüş eğilimindedir ve 7A24 itibarıyla bu oran %27'den %19'a gerilemiştir. Türkiye Sigorta ise benzer bir değişime 2022'nin sonunda başlamıştır; bu istisnai yılda şirket, rakiplerinin bıraktığı boşluğu doldurmak için zorunlu trafik payını geçici olarak artırmıştır. O zamandan bu yana stratejisinde bir normalleşme söz konusudur.

Temmuz 2024 itibarıyla, iki şirketin prim kompozisyonları belirgin bir farklılaşma göstermektedir. Anadolu Sigorta'nın portföyü kasko ve sağlık sigortalarında yoğunlaşırken, Türkiye Sigorta'nın portföyü, toplam priminin %56'sını oluşturan yangın ve doğal afetler ile genel zararlar branşlarında yoğunlaşmaktadır.

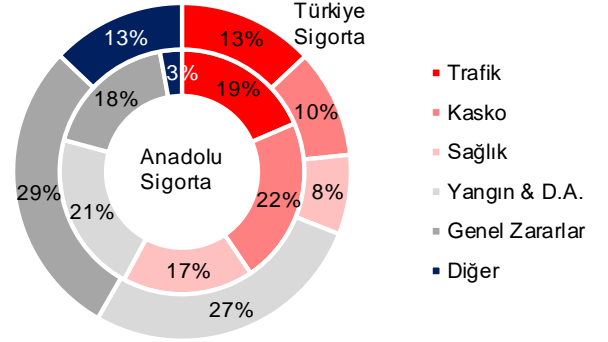


Grafik 45: Zorunlu Trafığın Prim Portföyündeki Payı



Kaynak: TSB

Grafik 46: Prim Kırılımı (7A24)



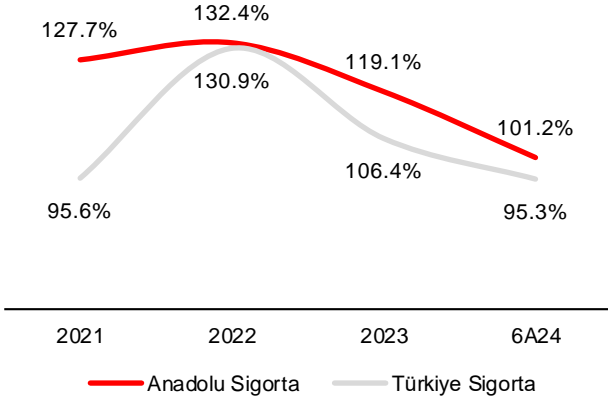
Kaynak: TSB

### Teknik Rasyolar

2021-2022 yılları arasındaki zorlu dönemin ardından, 2023 yılında poliçe fiyat ayarlamaları ve 2024 yılında makroekonomik koşulların istikrara kavuşması ile bileşik oranlarda iyileşmeler görülmeye başlanmıştır. Hem Anadolu Sigorta hem de Türkiye Sigorta, 2022 yılında rekor seviyelere ulaşan bileşik oranlarını 2024 yılının ilk yarısında önemli ölçüde düşürerek sırasıyla %101,2 ve %95,3'e çekmiştir (Anadolu Sigorta: %132,4, Türkiye Sigorta: %130,9). Bileşik oranlardaki farklılık büyük ölçüde farklı prim kompozisyonundan kaynaklanmaktadır.

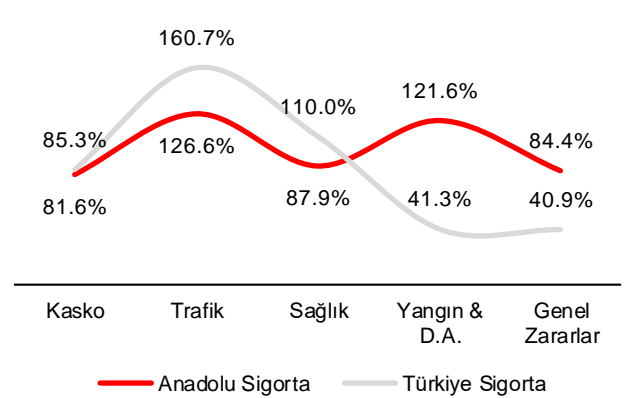
6A24'te, Anadolu Sigorta'nın kasko, zorunlu trafik ve sağlık branşlarında ayrı ayrı daha düşük bileşik oranlara sahip olmasına rağmen, Türkiye Sigorta genel bileşik oran açısından daha iyi bir konumdadır. Bu durum, çoğunlukla, Türkiye Sigorta'nın yangın ve doğal afetler ile genel zararlar branşlarında %40'a yaklaşan oranlarda daha düşük bileşik oranlara sahip olması ve teknik kârlılıkta önemli bir avantaj sağlaması kaynaklıdır.

Grafik 47: Bileşik Oranlar (%)



Kaynak: TSB

Grafik 48: Segment Bazında Bileşik Oranlar (6A24)



Kaynak: TSB

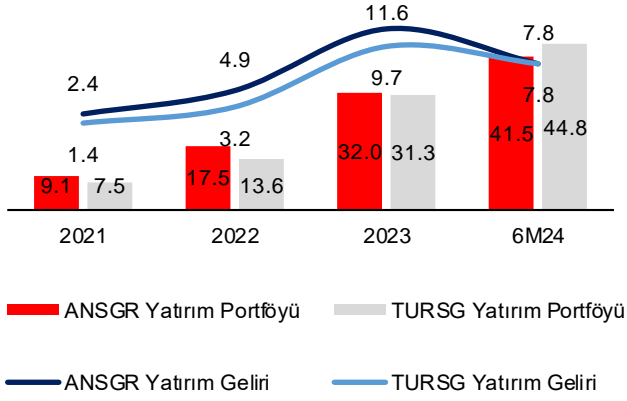
### Yatırım Portföyü ve Finansal Gelir

Anadolu Sigorta ve Türkiye Sigorta, 2021-2023 yılları arasında getiri oranlarındaki artış ve prim büyümesinin etkisiyle yatırım portföylerini sırasıyla %87 ve %104 YBBO ile artırmıştır. 2024 yılına kadar Anadolu Sigorta daha büyük bir portföye sahipken, Türkiye Sigorta 2024 yılından itibaren Anadolu Sigorta'yı geçmiştir. Sonuç olarak, iki

şirket günümüzde benzer miktarda finansal gelire sahipken, Anadolu Sigorta geçmişte daha büyük finansal gelir elde etmekteydi.

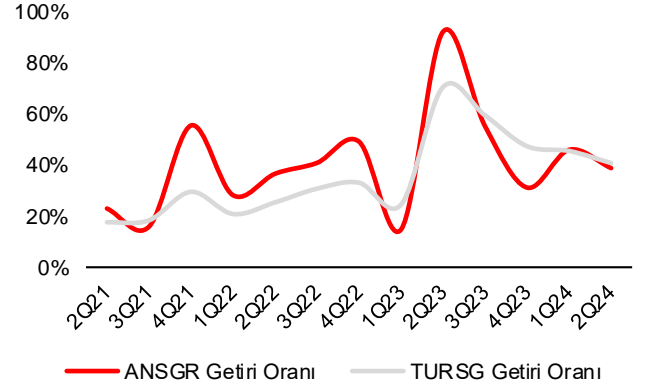
Getiriler karşılaştırıldığında, Anadolu Sigorta'nın 2022 yılında yatırım gelirlerinde belirgin bir avantaj sağladığı görülmektedir. Ancak 2023 ve 2024 yıllarında getirilerde çeyreklik dalgalanmalar yaşanmıştır. Özellikle 2Ç23'te Anadolu Sigorta, kur farkı gelirleri sayesinde portföy getirilerinde önemli bir artış yaşamıştır. Bu çeyreklik dalgalanmalara rağmen, Anadolu Sigorta ve Türkiye Sigorta'nın kümülatif getiri oranları birbirine yakındır.

**Grafik 49: Yatırım Portföyü & Finansal Gelir (milyar TL)**



Kaynak: Şirketler

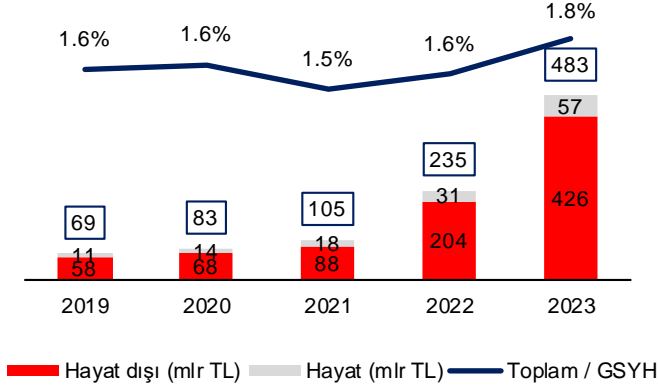
**Grafik 50: Getiri Oranları (%)**



Kaynak: Şirketler

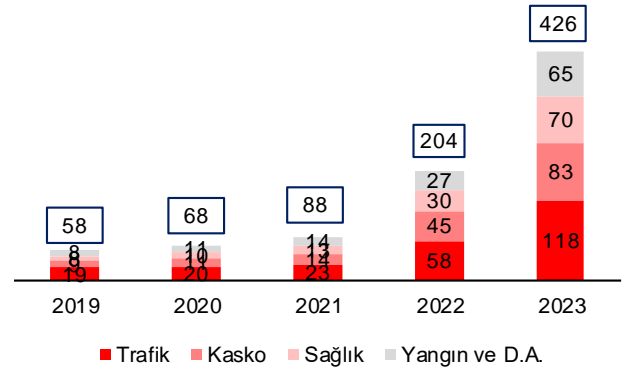
## SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ

Grafik 51: Prim Üretimleri ve Penetrasyon Oranı



Kaynak: TSB

Grafik 52: Hayat Dışı Primlerin Kırılımı (milyar TL)

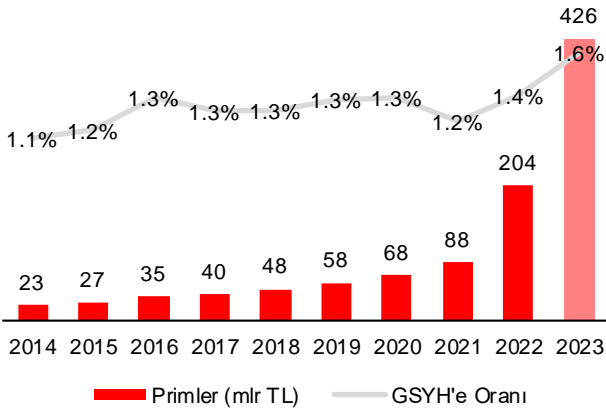


Kaynak: TSB

Türkiye'de 2023 yılında toplam prim üretiminin (hayat dışı ve hayat) GSYH'dan sadece %1,8 pay alması nedeniyle (Dünya: %7,0, OECD: %8,9 ve Avro Bölgesi: %6,4 örneklerine kıyasla) düşük oranda sigortalanmış bir ülkedir. Küresel emsallerinin çoğunun aksine, Türkiye'deki hayat dışı sigorta segmenti hayat segmentine göre daha gelişmiş durumdadır. Nitekim, 2023 yılında Türkiye'de hayat dışı primler toplam primlerin %88'ini oluştururken (10 yıllık ortalama: %86), küresel ölçekte hayat dışı primlerin payı (2017 yılındaki %45'ten yükselerek) 2023 yılında %60 olarak gerçekleşmiştir.

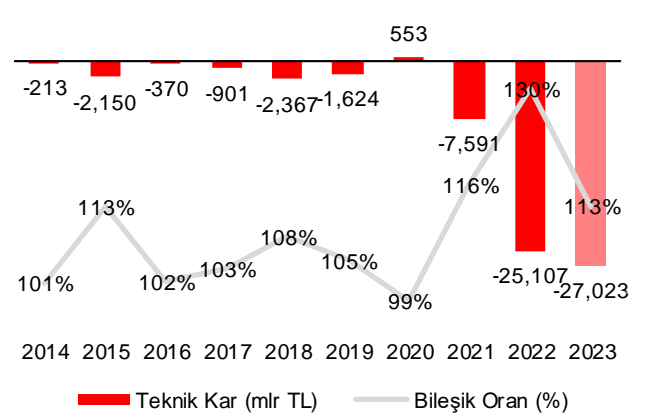
2023 sektör verilerine göre, Türkiye'de hayat dışı sigorta primleri yıllık %109 artışla 426 milyar TL olmuştur. Motor branşı, Türkiye'nin hayat dışı sigorta sektörünün lokomotifi olmaya devam etmektedir. 2023 yılı verilerine göre prim üretiminde %28 ile en büyük paya sahip olan zorunlu trafik branşını, %19'luk pay ile kasko branşı takip etmektedir.

Grafik 53: Hayat Dışı Primler ve GSYH'e Oranı



Kaynak: TSB, TÜİK

Grafik 54: Teknik Kar ve Bileşik Oran (Hayat dışı)



Kaynak: TSB

Son yıllarda %1,1-1,4 arasında dalgalanan hayat dışı penetrasyonu, 2023 yılında %1,6'ya yükselerek son 10 yıllık dönemin en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Poliçe sayısındaki artış (yıllık +%7,6) ve daha yüksek fiyatlar (yıllık +%94) bu iyileşmenin arkasındaki ana neden olmuştur.

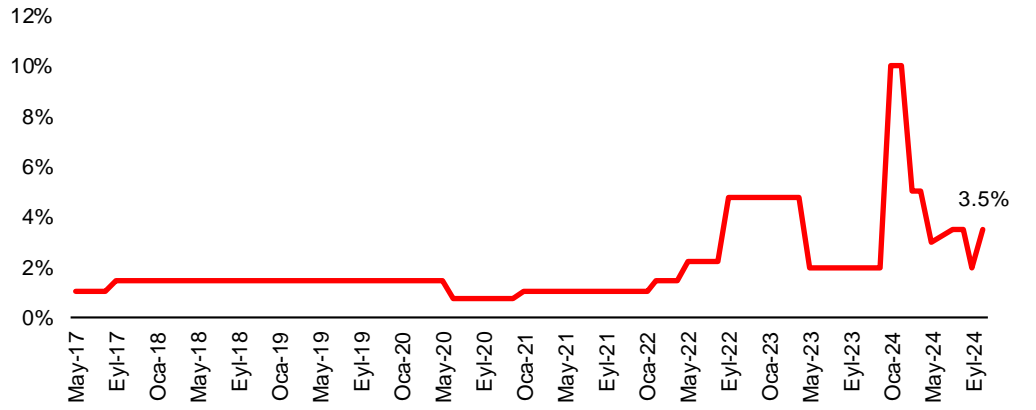
Kârlılık açısından 2021 ve 2022 yılları döviz krizi ve artan enflasyon nedeniyle en kötü dönemler olmuştur. Bileşik oranın %130'a kadar yükselmesi 2022 yılında teknik kârlılığı baskılamıştır. Ancak, 2023 yılında süresi dolan poliçelerin daha yüksek fiyatlarla

yenilenmesi sonucunda bileşik rasyo %113'e iyileşmiş ve teknik zarar 27 milyar TL ile neredeyse yatay kalmıştır.

### Kara Araçları Sorumluluk (Zorunlu Trafik) Segmenti

Kara Araçları Sorumluluk segmenti Türkiye'de kara taşıtları için zorunludur. Zorunlu olmasına rağmen, Aralık 2023 itibarıyla trafikteki mevcut araçların %20'si sigortasızdır. Toplam hayat dışı prim üretiminde %28 ile en büyük paya sahip olan zorunlu trafik, hem teknik kârlılık hem de yatırım portföyü üzerindeki büyük etkisi nedeniyle hayat dışı sigorta segmentleri arasında en kritik olanıdır. Nitekim, hayat dışı sigortalardaki teknik zararların arkasındaki en önemli neden de zorunlu trafiktir. Zorunlu trafiğin %156'lık bileşik oranı, hayat dışı sigorta sektörünün %113'lük genel bileşik oranından çok daha yüksektir. Temel olarak bu durum, aylık fiyat artışı üzerindeki yasal sınırlardan kaynaklanmaktadır. Yapılan son açıklamaya göre, Ekim '24 için aylık fiyat artış tavanı %3,5 olarak belirlenmiştir.

**Grafik 55: Zorunlu Trafik Aylık Azami Prim Artış Oranı**



Kaynak: SEDDK

Aslında, hükümetin zorunlu trafik segmentine müdahalesi, metodolojide bazı değişikliklerle birlikte Mayıs 2017'den bu yana uygulanmaktadır. Mayıs 2024'e kadar aylık üst sınır düzenleyici otorite tarafından belirlenmekteydi. Mayıs 2024'ten itibaren aylık azami prim artış oranı, Türkiye Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK) tarafından 2023 yılı sonunda uygulamaya konulan "Hasar Maliyet Endeksi" esas alınarak belirlenmektedir. Aşağıdaki tablo Hasar Maliyet Endeksi hesaplamasının bileşenlerini özetlemektedir:

**Tablo 11: Hasar Maliyet Endeksi Formülü**

Endek Hesaplamasında Kullanılan Oranlar	Ağırlık (%)
Asgari Ücret Artış Oranı	45%
Yedek Parça Fiyatı Artış Oranı	30%
Araç Fiyatı Artış Oranı	15%
Bakım ve Onarım Fiyatı Artış Oranı	10%

Kaynak: SEDDK

Bedeni hasar tazminat talepleri asgari ücret oranı baz alınarak hesaplandığından ve muallak tazminat karşılıkları buna göre ayrıldığından, asgari ücret ayarlamaları zorunlu trafiğin teknik kârlılığı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. 2023 yılında, zorunlu trafik hariç diğer hayat dışı segmentlerin toplamında 7,2 milyar TL teknik kâra karşılık, zorunlu trafik sektöründe 34 milyar TL teknik zarar gerçekleşmiştir.

Düzenleyici çerçeveden kaynaklanan zararı azaltmak amacıyla, Haziran 2016'dan bu yana muallak tazminat karşılıklarına en son %35 olan bir iskonto oranı uygulanmaktadır.

**Tablo 12: Muallak Tazminat Karşılıklarına Uygulanan İskonto Oranı Değişiklikleri**

**İskonto Oranındaki Değişiklikler**

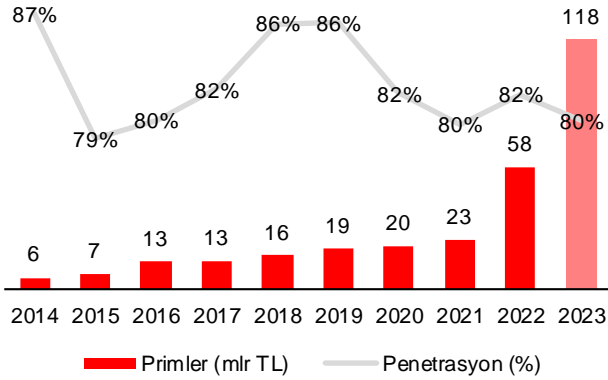
Tarih	Haz '16	Ara '21	Nis '22	Haz '22	Haz '23	Oca '24
İskonto Oranı	En son yasal faiz oranı	14%	17%	22%	28%	35%

Kaynak: SEDDK

Diğer taraftan, zorunlu trafik segmenti, bu segmentteki avantajlı nakit döngüsü sayesinde yatırım portföyüne en güçlü nakit akışını sağlamaktadır: Trafik segmentinde hasar ödemelerinin ortalama süresi 1-2 yıldır. Diğer bir deyişle, şirketler nakit prim ürettikten ortalama 1-2 yıl sonra hasar ödemesi yapmaktadır. Bu süre zarfında nakit çıkışı olmadığından, nakit önemli bir süre faiz geliri yaratmaya devam etmektedir. Dolayısıyla, zorunlu trafik teknik zarar üreten bir segment olmasına rağmen, yatırım gelirleri üzerinde önemli bir etkiye sahiptir.

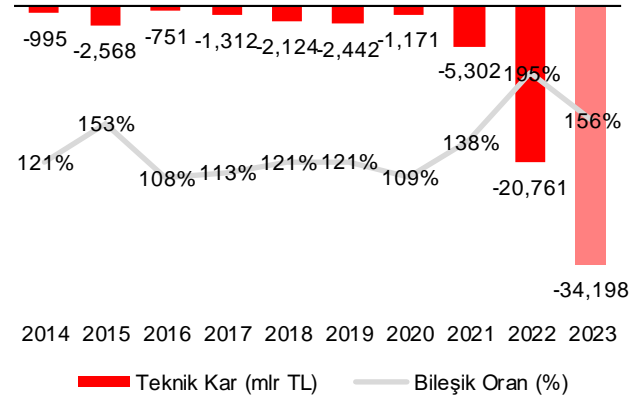
Bu segmentte serbest tarife rejimine geçiş, sigortacıların büyüme iştahını artıracak için gelecekte önemli bir ezber bozucu rol oynayabilir. Serbest tarife rejiminde, bileşik oran muhtemelen düşecek ve yatırım portföyü büyümesi muhtemelen hızlanacaktır. Serbest tarife sektörde uzun süredir tartışılan bir konu olmakla birlikte, bu geçişin öngörülebilir gelecekte gerçekleşmesini beklemiyoruz.

**Grafik 56: Trafik Primleri ve Trafik Poliçeleri / Araç Sayısı**



Kaynak: TSB, TÜİK

**Grafik 57: Teknik Kar ve Bileşik Oran (Zorunlu Trafik)**



Kaynak: TSB, TÜİK

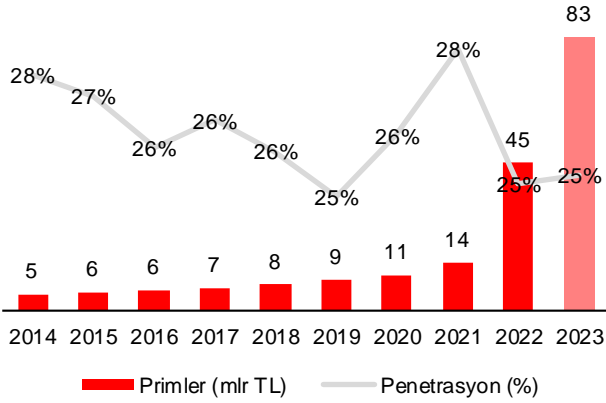
### Kasko Segmenti

Zorunlu trafikten farklı olarak, kasko branşında fiyatlandırma kısıtlamalara tabi değildir ve sigortacılar tarafından faaliyet hedefleri ve büyüme stratejileri doğrultusunda serbestçe belirlenmektedir. Teknik performans açısından en kârlı segmentlerden biri olan kasko, (yüksek kur oynaklığı ve yüksek enflasyona rağmen) 2023 yılında ana segmentler arasında teknik kâr sağlayan tek segment olmuştur. Yenilenen poliçelerdeki fiyat ayarlamaları sayesinde, 2023 yılında %86,9 olan segmentin bileşik rasyosu da son 10 yılın (2014- 2023) en düşük rakamı olmuştur. Nitekim, bu segmentteki ortalama poliçe fiyatı 2022'de yıllık %235 ve 2023'te yıllık %70 ile enflasyonun önemli ölçüde üzerinde artmıştır.

Zorunlu trafiğe benzer şekilde, döviz dalgalanması (yedek parça maliyetlerinin artması) ve asgari ücret artışları (daha yüksek işçilik maliyetleri) kasko branşında kritik maliyet faktörleridir.

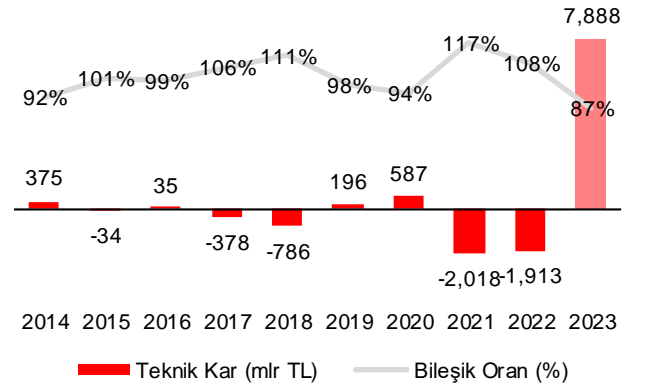
Öte yandan kasko, Türkiye'de gelişmiş ülkelere kıyasla daha az gelişmiş bir segmenttir. Nitekim, Aralık 2023 itibarıyla toplam araçların yalnızca %25'i kasko sigortası ile sigortalanmıştır. Diğer taraftan, kasko penetrasyonu otomobillerin üst segmentinde önemli ölçüde artma eğilimindedir. Dolayısıyla, önümüzdeki yıllarda hanehalkı geliri ve araç yenilemelerine paralel olarak bu segmentte de penetrasyon oranlarının artmasını bekliyoruz.

**Grafik 58: Kasko Primleri ve Kasko Poliçeri / Araç Sayısı**



Kaynak: TSB, TÜİK

**Grafik 59: Teknik Kar ve Bileşik Oran (Kasko)**



Kaynak: TSB

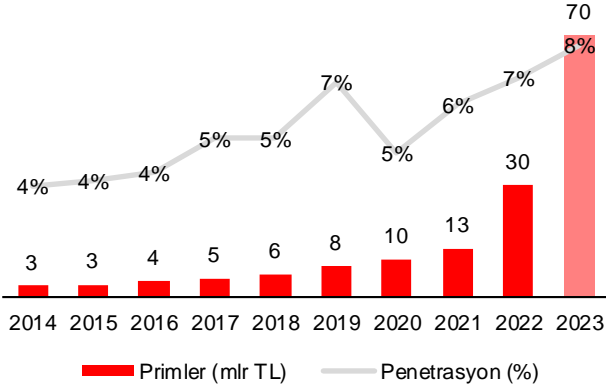
### Sağlık Segmenti

TSB'ye göre, 2023 yılında yazılan toplam sağlık poliçesi sayısı sadece 7,2 milyon olup, bu rakam TÜİK'e göre 85,3 milyon olan Türkiye nüfusunun sadece %8'ine karşılık gelmektedir. Düşük penetrasyon, sağlık hizmetlerinde özel sektörün artan payı ve yaşlanan nüfus nedeniyle, sağlık sigortası segmentinin tüm segmentler arasında en güçlü büyüme potansiyeline sahip olduğunu düşünüyoruz.

Hayat dışı sigortacılar sağlık segmentlerini uzun vadeli bir yatırım olarak görmektedir. Diğer segmentlerden farklı olarak, yüksek düzeyde müşteri sadakati ve dolayısıyla daha yüksek poliçe yenilemeleri vardır ve müşterilerin çoğunluğu yüksek satın alma gücüne sahip varlıklı kişilerdir. Bu faktörler şirketlerin dikkatini sağlık segmentine çekmektedir. Bunun yanı sıra, gelişen özel hastane ağı ve Tamamlayıcı Sağlık Sigortası'nın yaygınlaşması sağlık segmentinin büyümesi için elverişlidir.

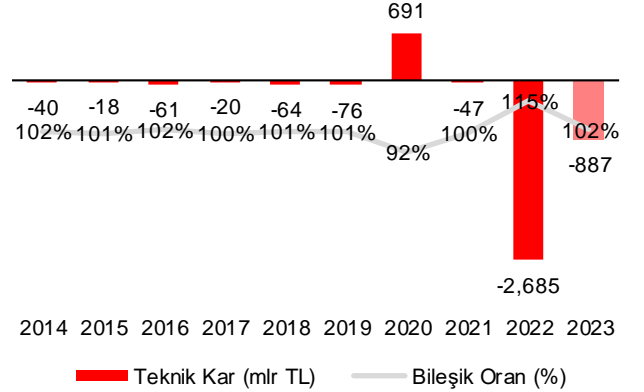
Bu segmentte bireysel müşteri tabanının yanı sıra çalışanları kapsayan kurumsal anlaşmalar da büyüme ve kârlılık için çok önemlidir. Bu anlaşmalar müşteri ağını genişlettiğinden, geniş bir müşteri tabanına sahip olmak hastanelerle yapılan görüşmelerde maliyet avantajı sağlamaktadır.

**Grafik 60: Sağlık Primleri ve Sağlık Poliçeleri / Nüfus**



Kaynak: TSB, TÜİK

**Grafik 61: Teknik Kar ve Bileşik Oran (Sağlık)**



Kaynak: TSB

### Yangın ve Doğal Afetler Segmenti

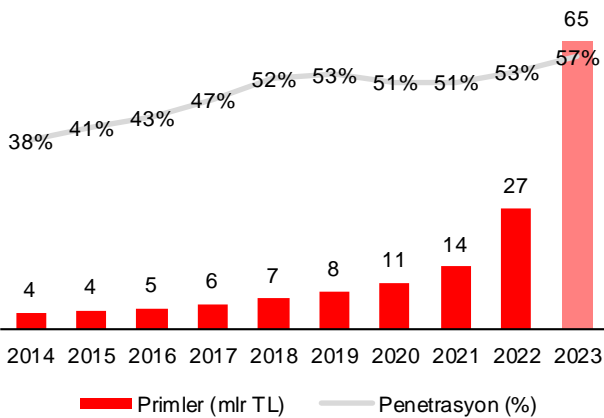
Türkiye'de yangın ve doğal afetler sigortaları, Doğal Afet Sigortaları Kurumu (DASK) tarafından düzenlenen zorunlu deprem sigortasını da içermektedir. Aslında, zorunlu deprem sigortası yangın ve doğal afet branşındaki poliçelerin yarısından fazlasını oluşturmaktadır ve düzenlemeler kaynaklı düşük konservasyon oranı nedeniyle teknik kârlılığa katkısı minimum düzeydedir. Zorunlu deprem sigortası olmayan konutlar elektrik, su ve doğalgaz gibi kamu hizmetlerinden yararlanamamakta, satılamamakta veya kiralanamamaktadır. Ancak bu kısıtlamalara rağmen Türkiye'deki konutların %43'ü hala DASK kapsamında değildir. DASK kapsamı dışına çıktığında, tüzel kişiler (şirketler, fabrikalar vb.) yangın ve doğal afetler branşının başlıca müşterisi olmakta, konutlar ise DASK haricinde sınırlı bir paya sahiptir.

Yangın ve doğal afetler branşının performansı küresel trendlere daha duyarlıdır. Bunun başlıca nedeni, bu branşta reasürans maliyetlerinin diğer branşlara kıyasla daha yüksek olmasıdır. Nitekim, yangın ve doğal afetler branşı, tüm branşlar arasında en düşük konservasyon oranına (%30-35 arasında) sahiptir. Son yıllarda reasürans işlerine ayrılan global fon miktarının azalması (dünya genelindeki yüksek faiz oranları nedeniyle) ve doğal afetlerin sayısındaki artış, reasürans maliyetlerini yükseltmiş ve bu branşın teknik performansını büyük ölçüde etkilemiştir. Nitekim, Financial Times'ın bir raporuna göre, Türkiye'de reasürans maliyetleri 2023 yılındaki depremin ardından %50-100 oranında artmıştır.

Dünya genelinde para politikalarının gevşemesiyle birlikte küresel reasürans maliyetlerinde düşüş beklenmesine rağmen, Türkiye'nin mevcut deprem riskleri nedeniyle bu eğilimden aynı oranda faydalanamayabileceği düşünülmektedir. Öte yandan, yangın ve doğal afetler branşındaki yüksek reasürans maliyetleri, sigortacıların bu tür maliyet unsurlarını çoğunlukla fiyat esnekliği sınırlı olan kurumsal şirketlerden oluşan müşterilerine kolaylıkla yansıtabilmeleri nedeniyle daha az endişe yaratmaktadır.

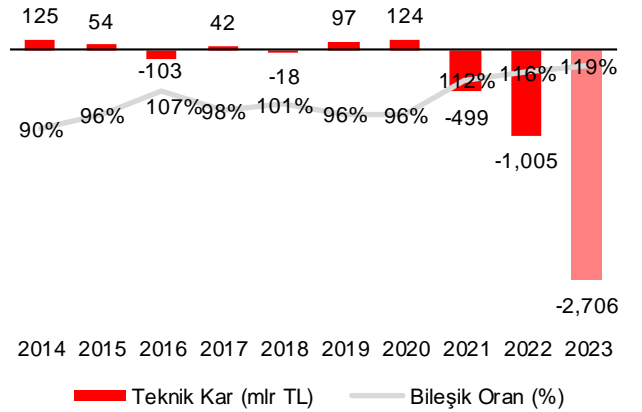
Bu segmentteki bileşik oran, yıkıcı Şubat 2023 depreminden sonra hasarların artmasıyla birlikte 2023 yılında %118,7 ile tarihi bir zirveye ulaşmıştır (2014-2022 dönemindeki ortalama %101,2 ve 2022 yılındaki %115,5'e kıyasla). Bizim görüşümüze göre, düşük konservasyon oranı sigortacıları daha ciddi hasarlara karşı korumuştur.

Grafik 62: Yangın & D.A. ve DASK Poliçeleri / Konut Sayısı



Kaynak: TSB, DASK

Grafik 63: Teknik Kar ve Bileşik Oran (Yangın ve D.A)



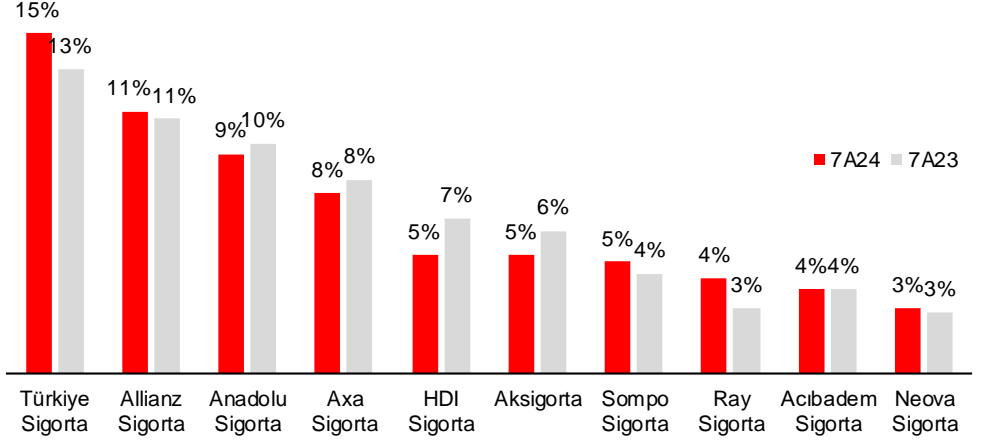
Kaynak: TSB



### Başlıca Pazar Oyuncuları

Temmuz 2024 itibarıyla Türkiye Sigorta, hayat dışı sigorta pazarında %14,5'lik pay ile lider konumdadır. Türkiye Sigorta, başlıca rakiplerinin çoğundan pazar payı kazanmış görünmektedir. Anadolu Sigorta ise son verilere göre %9,4'lük pazar payı ile Allianz Sigorta'nın ardından üçüncü büyük sigorta şirketi konumundadır.

**Grafik 64: Hayat Dışı Sigorta Şirketlerinin Pazar Payları**



Kaynak: TSB

### Segmentlere Göre Pazar Payları

**i) Zorunlu Trafik:** Hayat dışı sigortacılar, özellikle döviz kurlarındaki dalgalanmalar ve enflasyonun yükseldiği dönemlerde, kısmen yasal kısıtlamaların da etkisiyle, bu segmentte büyüme konusunda daha az isteklidir. Pazar liderinin tek haneli pazar payına sahip olduğu tek segment olması ve pazar paylarında bir yıldan diğerine keskin dalgalanmalar yaşanması durumu özetlemektedir. Zorunlu trafik segmentinde geçen yılın lideri Quick Sigorta (Maher Holding tarafından 2017 yılında kurulmuştur), bu yıl 540 baz puanlık düşüşle %8,1 ile 2. sıraya gerilemiş ve yerini %8,7 pay ile Somp Sigorta'ya bırakmıştır.

**ii) Kasko:** Bu kârlı segmentte pazar payı kazanmak için güçlü bir rekabet söz konusudur. Anadolu Sigorta %13,6'lık pazar payı ile bu segmentte ilk sırada yer almaktadır. Ancak Türkiye Sigorta, oldukça agresif davranarak, 7A24'te pazar payını bir yıl öncesine kıyasla 250 baz puan artırarak %10,0'a yükseltmiştir.

**iii) Sağlık:** Sağlık segmenti, hayat dışı sigortacılar tarafından büyüme potansiyeli açısından en iyi seçenek olarak algılanmaktadır. Özellikle sağlık alanında uzmanlaşmış olan Allianz Sigorta (%35,8) ve Acıbadem Sigorta (%19,6) bu segmente hâkimdir. Son verilere göre, Anadolu Sigorta (%8,9) ve Türkiye Sigorta (%7,2) 7A24'te yıllık bazda sırasıyla 125 baz puan ve 260 baz puan pazar payı kazanmıştır.

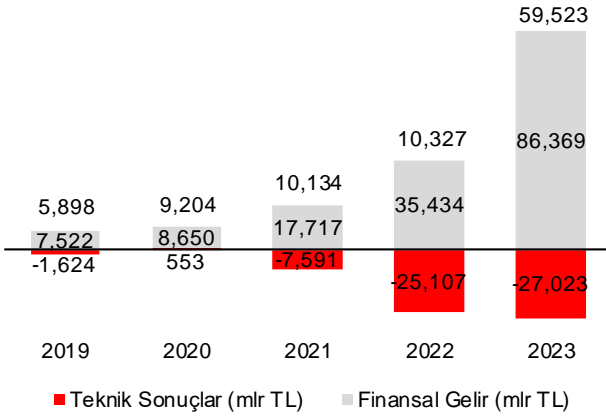
**iv) Yangın ve Doğal Afetler:** Türkiye Sigorta bu segmentte bir süredir lider konumdadır ve 7A24'te pazar payını bir önceki yılın aynı dönemine göre 320 baz puan artırarak %23,3'e çıkarmıştır.

### Yatırım Portföyü ve Finansal Gelir

Türkiye'deki hayat dışı sigortacılar için yatırım portföyünün büyüklüğü ve finansal gelir, teknik zararın finansal gelirle telafi edilmesi nedeniyle kâr büyümesinin ana itici güçleridir. Bir fikir vermesi açısından, hayat dışı sigorta sektörü 2023 yılında 27 milyar TL teknik zarara karşılık 86,4 milyar TL net yatırım geliri elde etmiştir. Primlerdeki pazar payı kazanımı ve mevcut varlık getirileri finansal gelirler için kritik öneme sahiptir.

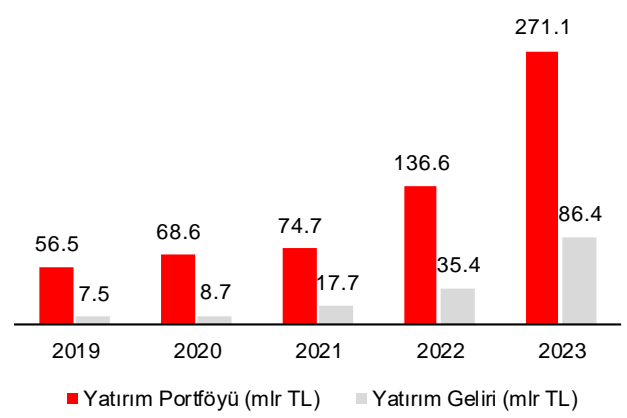
Bu bağlamda, primlerdeki yıllık büyümenin 2022'de %133 ve 2023'te %109 olması destekleyici olmuştur. Öte yandan, sektörün finansal varlıklarının ortalama getirisi 2021 yılında %24,7, 2022 yılında %33,5 ve 2023 yılında %42,4 olarak gerçekleşmiştir. Prim üretimindeki artış ve yüksek getiri sonucunda, 2021-2023 döneminde yatırım portföyü ve finansal gelirler sırasıyla %90 ve %121 YBBO ile büyümüştür.

Grafik 65: Finansal Gelir & Teknik Sonuçlar



Kaynak: TSB

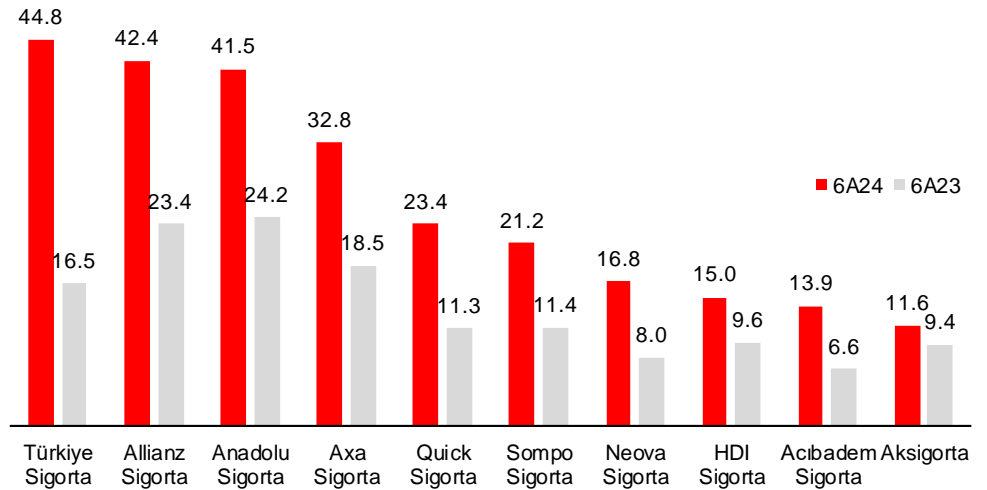
Grafik 66: Yatırım Portföyü ve Finansal Gelir



Kaynak: TSB

2024/6 itibarıyla hayat dışı sigorta şirketlerinin toplam yatırım portföyü bir önceki yıla göre %84 artarak 366,7 milyar TL'ye ulaşmıştır. Türkiye Sigorta 44,8 milyar TL ile yatırım portföyü ilk sırada yer alırken, onu Allianz Sigorta ve Anadolu Sigorta takip etmektedir

Grafik 67: Hayat Dışı Sigorta Şirketlerinin Yatırım Portföyü (milyar TL)



Kaynak: TSB

## AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgiler dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgiler dayanılarak alınan kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© AK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2024