

Ölçek ve Fiyatlama Gücü

Finansal Gelir Normalleşirken RoE Güçlü Kalıyor

Türkiye Sigorta (TURSG) için hedef fiyatımızı 15,00 TL'ye güncelliyor, %60 getiri potansiyeliyle Endeks Üzeri Getiri önerimizi koruyoruz.

Operasyonel tarafta, fiyatlama disiplininin korunması ve portföy karmasının kârlılık lehine iyileşmesi dikkat çekmektedir. Motor dışı branşların pay artışı, sağlık ve yangın/doğal afetlerde seçici büyüme ve dengeli reasürans yapısı bileşik oranı aşağı çekerken; düşen faiz ortamına rağmen, menkul kıymet portföyündeki genişleme ile finansal gelirlerin büyümeye devam etmesi beklenmektedir. Ölçek, süreç otomasyonu ve dolaysız işlem oranının yükselmesi, giderlerde kalıcı verimlilik alanı yaratmaktadır.

Yüksek net kar ve güçlü sermaye yeterliliği, temettü kapasitesini orta vadede yukarı taşıırken, büyüme ile dağıtım arasında esnek bir denge kurulmasına olanak verir. Yönetimin fiyatlama ve risk çerçevesinde sürdürdüğü disiplin, RoE tarafında dalgalanmalara karşı dayanıklılığını arttırıp şirketin değer yaratımını sürdürülebilir bir zemine oturtmaktadır.

Kısa-orta vadeli katalistler; yenileme dönemlerinde fiyatlama gücü ve segmentasyonun derinleşmesi, reasürans yenilemelerinde kapasite ve maliyet istikrarı, yatırım portföyünün yeniden fiyatlama hızı ve sermaye dağıtımına ilişkin olası sinyallerdir. Bu başlıkların olumlu gerçekleşmesi, bileşik oranda kalıcı iyileşme ve özkaynak kârlılığında beklenenden de güçlü bir seyre sebep olabilir.

Başlıca risk faktörleri,

- i) hasar enflasyonu (işçilik/sağlık vs.) ve kur oynaklığının hasar şiddeti üzerindeki kalıcı etkisi,
- ii) Regülasyonlar (özellikle MTPL'de fiyat/tavan uygulamaları)
- iii) Reasürans maliyetlerinde yükselme, reasürans kapasite daralması vb. olarak sayılabilir.

Sonuç olarak, fiyatlama disiplininin sürmesi, portföy karmasındaki kârlılık lehine dönüşüm, yatırım gelirlerinde normalleşme ve sermaye yeterliliği birleştiğinde; TURSG'nin değerinin, mevcut seviyelerin üzerinde ve sürdürülebilir bir zeminde açığa çıkmasını bekliyoruz. Bu çerçevede 2025-2026 tahminlerimize göre şirket 2,07x ve 1,36x F/DD işlem görmekte olup, önerimiz Endeks Üzeri Getiri, 12 ay hedef fiyatımız 15,00 TL'dir.

Türkiye Sigorta

60% Getiri Potansiyeli

Öneri ve Hedef Fiyat

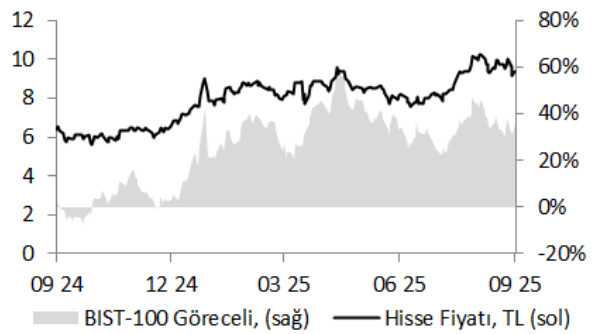
Hisse Kodu	TURSG TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Fiyatı, TL	9.37
Hedef Hisse Fiyatı, TL	15.00
Yükselme Potansiyeli	60%
Halka Açıklık Oranı	19%
Piyasa Değeri, TL mln	93,700
Yabancı Yatırımcı Oranı	6%
Emeklilik Fonları Oranı	7%
Yatırım Fonları Oranı	5%

Fiyat ve Piyasa Değeri 04 Eylül itibari ile

Temel Finansal Göstergeler

TL mln	2023	2024	2025E	2026E
Brüt Prim Üretimi	59,518	101,366	145,903	182,378
Prim Üret. Büyümes	136%	70%	44%	25%
Operasyonel Gelir	7,905	17,260	24,959	30,262
Operasyonel Marj	53.1%	68.1%	68.4%	66.4%
Net Kar	6,155	12,720	20,327	26,709
Net Kar Büyümesi	553.8%	106.7%	59.8%	31.4%
Temettü Oranı	15%	13%	13%	13%
Temettü Verimliliği	1.0%	1.8%	2.8%	3.7%
Özsermaye	15,426	28,723	47,919	72,808
Özsermaye Karlılığı	61%	59%	54%	45%
F/K	3.94	5.36	4.50	3.43
F/DD	1.57	2.38	1.91	1.26

Hisse Fiyat Performansı



	1 ay	3 ay	6 ay	1 yıl
Nominal	-7.3%	17.5%	15.3%	46.1%
Göreceli	-6.3%	-1.5%	1.5%	35.8%
İşlem Hacmi, TL mln	162	190	202	232

Kaynak: Şirket verisi, PhillipCapital Araştırma

Sadrettin BAĞCI

sadrettin.bagci@phillip.com.tr

İrfan Kemal ÖZER

kemal.ozer@phillip.com.tr

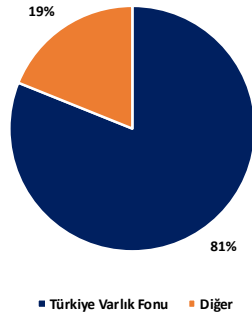
İçerik

Şirket Profili	3
Sektör ve Makro Görünüm	5
Dağıtım Kanalları.....	6
Stratejik Konumlanma	7
2Q25 İtibarıyla Segmentler	7
SWOT Analizi.....	8
Seçili Branşlarda Şirket ve Sektör Verileri	9
Tüm Ürün Grupları.....	9
Kaza.....	10
Hastalık-Sağlık.....	11
Kasko.....	12
Yangın ve Doğal Afetler	13
Genel Zararlar	14
Trafik.....	15
Finansal Tablolar ve Değerleme	16
Duyarlılık Analizi	17

Şirket Profili

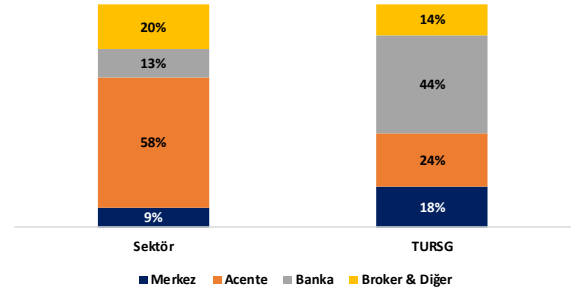
Türkiye'nin hayat dışı sigorta pazarındaki lider oyuncusu Türkiye Sigorta, yangın ve doğal afet, motor (kasko/ZMSS), nakliyat ve deniz, hava araçları ve sorumlulukları, genel sorumluluk/genel zararlar, hukuksal koruma, kredi, hastalık/sağlık ve finansal riskler dâhil geniş bir branş karmasında faaliyet göstermektedir. Şirket, Türkiye Hayat ve Emeklilik'teki %7,36 payı üzerinden hayat sigortası ve bireysel emeklilik sektörüyle de ilgilidir. Ortaklık yapısında Türkiye Varlık Fonu'nun %81,1'lik çoğunluk payı bulunurken, fiili dolaşım oranı %18,9'dur. Mevcut kurumsal yapı, 31 Ağustos 2020'de halka kapalı Ziraat Sigorta ve Halk Sigorta ile halka açık Güneş Sigorta'nın tek çatı altında "Türkiye Sigorta" markasıyla konsolidasyonu sonucu oluşmuştur.

Ortaklık Yapısı (%)



Kaynak: Şirket Verileri

Kanal Dağılımı (%)

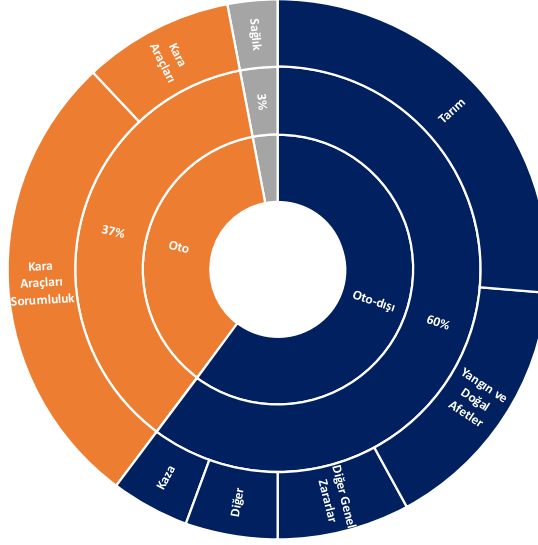


Kaynak: TSB

Haziran 2025 itibarıyla Türkiye Sigorta'nın dağıtım karması sektör ortalamasından belirgin biçimde ayrılmaktadır. Banka kanalının payı %43,9 ile sektörün %12,7'lik seviyesinin oldukça üzerindedir. Merkez (doğrudan) kanal %18 ile sektör ortalaması olan %8,9'un üstünde konumlanırken, acente ve broker & diğer kanallar sırasıyla %24,3 ve %13,8 ile sektörün %58,4 ve %20,0'lık paylarının altında kalmaktadır.

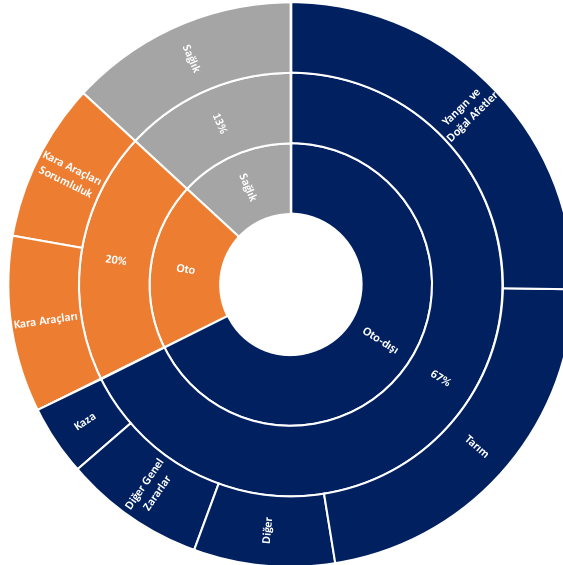
Kanal kırılımı, kârlılığı yüksek branşlarda (Tarım, Yangın & Doğal Afetler, Kaza) bankacılık dağıtımı üzerinden güçlü prim üretimini desteklerken; komisyon maliyeti bulunmayan merkez kanalının maliyet etkinliği ve mega projelerin bu kanaldan yazılması teknik kârlılığı güçlendirmektedir. Şirket, 3.600'ün üzerinde acenteyi kapsayan saha ağıyla özellikle Kaza ve Kara Araçları üretimini sürdürülebilir kılmakta; yaklaşık 150 brokerin yer aldığı ülke çapındaki yapı ise kurumsal segment erişimini artırarak liderlik konumunu pekiştiren tamamlayıcı bir rol oynamaktadır. Bu kanal karması, ölçek ve edinim gideri avantajı sayesinde marj dayanıklılığına olumlu yansımaktadır.

TURSG Portföy Branş Payı, 06.2022



Kaynak: Şirket Verileri

TURSG Portföy Branş Payı, 06.2025

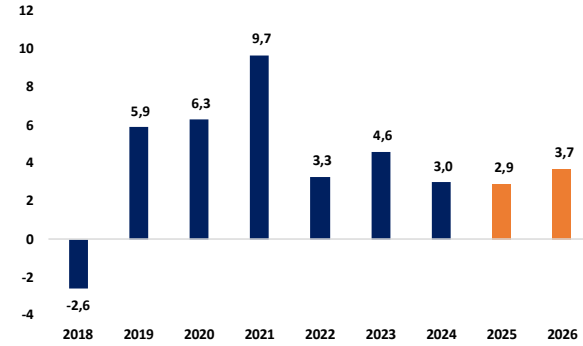


Kaynak: Şirket Verileri

2022 sonundan 2025 Haziran'a portföy kârlılık odaklı bir dönüşüm geçirmiştir: Oto payı yaklaşık %36'dan %20'ye gerilerken oto-dışı ağırlık %59'dan %67'ye yükselmiş, Yangın & Doğal Afetler en büyük dilim hâline gelmiştir. Bu kayma, oto kaynaklı hasar baskısını azaltarak teknik sonuçları destekler; ancak Y&DA ağırlığı büyük hasar volatilitesi ve reasürans maliyeti açısından dikkat gerektirir. Özellikle geçtiğimiz yıllarda sağlık branşının portföydeki ağırlığının artması ve şirketin pazar payı kazanımı şirketin gelecekteki odağıyla alakalı ipucu vermektedir.

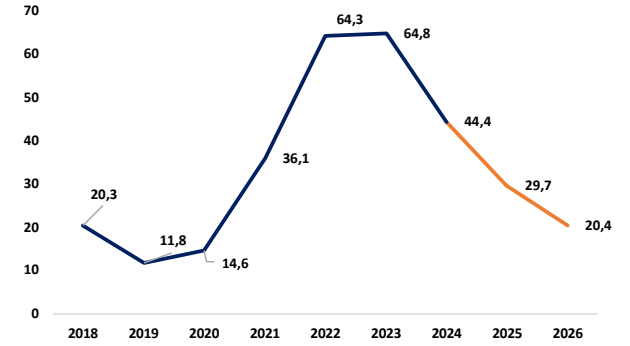
Sektör ve Makro Görünüm

Türkiye GSYİH Değişim (Yıllık %)



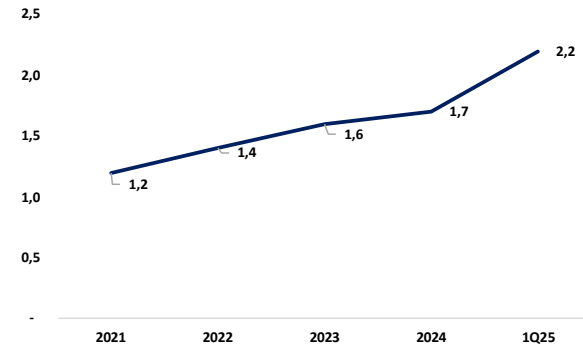
Kaynak: TÜİK; Piyasa Katılımcıları Anketi

Türkiye Enflasyon Oranı (Yıllık %)



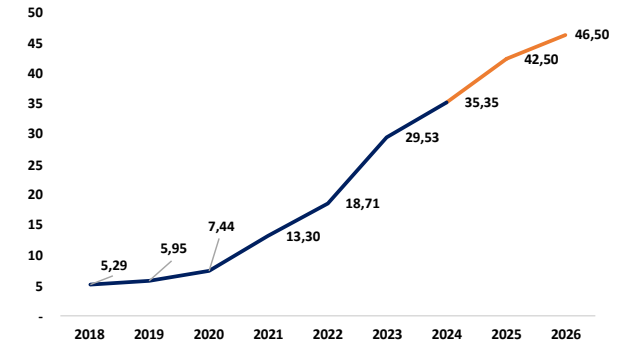
Kaynak: TÜİK; Piyasa Katılımcıları Anketi

Türkiye Hayat Dışı Sigorta Sektörü Brüt Prim Üretimi / GSYİH



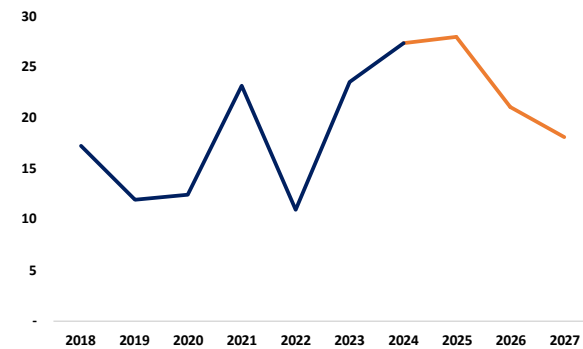
Kaynak TSB, TÜİK

USD/TRY (Yıl sonu)



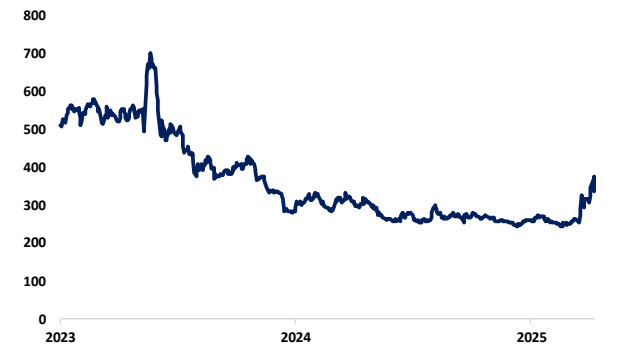
Kaynak: Bloomberg Terminal

Türkiye 10 Yıllık Tahvil Verimi



Kaynak Bloomberg Terminal

Türkiye CDS 5 Yıllık USD

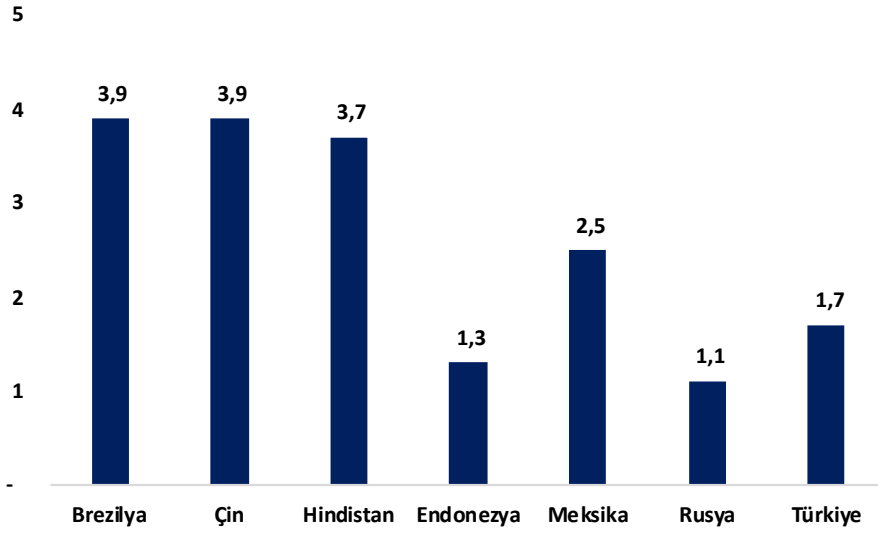


Kaynak: Bloomberg Terminal

GDP artışı %3–3,5 bandına yumuşarken sektör talebi hacimden çok fiyatlama disiplini ve ürün karması yönetimiyle şekillenecek. Penetrasyonun 2021’de %1,2’den 1Ç25’te %2,2’ye yükselmiş olması derinleşmenin hızlandığını gösteriyor; ancak gelişmekte olan ülke emsallerine göre hâlâ düşük seviyeler uzun vadeli büyüme alanı sunuyor. Bankasürans ve bireysel sağlık odaklı çapraz satışlar bu trendi desteklemeye devam edecek

Enflasyonun 2024’teki zirve (%64,9) sonrası 2025’ten itibaren kademeli düşüşe girmesi, hasar maliyetlerindeki baskıyı hafifletip rezerv belirsizliğini azaltarak teknik karlılığı iyileştirme potansiyeli taşıyor. Nominal prim artışları hız kesebilir; buna karşın normalizasyon ve daha öngörülebilir fiyatlama döngüsü bileşik rasyo tarafında iyileşmeyi mümkün kılar.

Seçili Gelişmekte Olan Ülkelerin Prim Üretimi / GDP Rasyoları (%) (2023)



Kaynak: Swiss Re Institute World Insurance Report

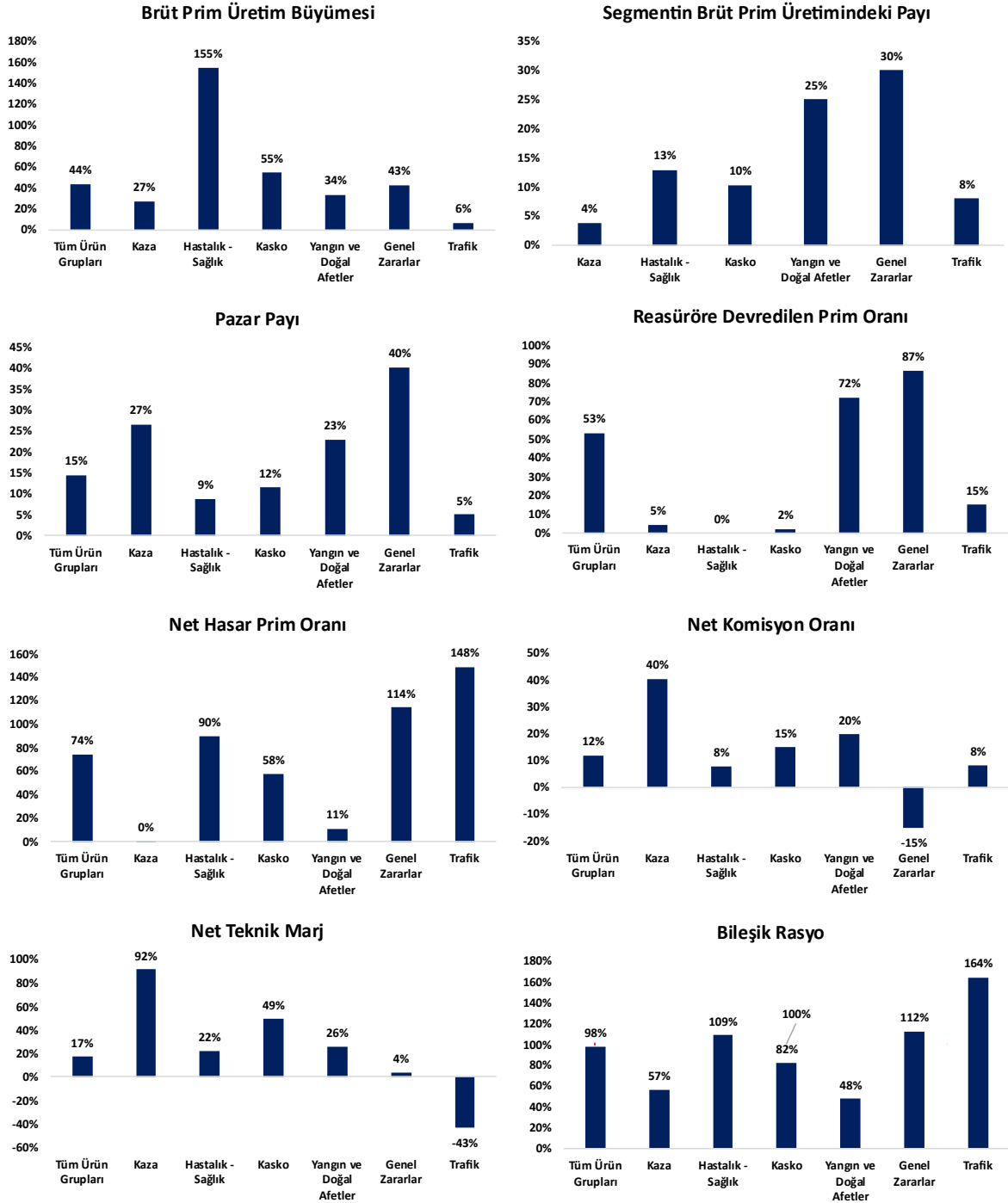
Yukarı yönlü kur riski, reasürans maliyetleri ile ithal girdi bağımlı kalemlerde (sağlık, kasko yedek parça, inşaat & yangın) maliyet riskini canlı tutuyor. Bu nedenle kur geçişkenliği yüksek branşlarda sık fiyatlama ve teminat yönetimi kritik olmaya devam edecek.

Özetle, 2025–2027 döneminde sektörün ana hikâyesi dezenflasyon ve yüksek fakat normalize olan faizlerin gölgesinde kârlılık kalitesini artırmak olacak. Ölçekli bankasürans/merkez kanalı, güçlü ALM-disiplini ve kur/sağlık maliyeti duyarlılığı düşük ürün karmasına sahip oyuncular, marj dayanıklılığında pozitif ayrışmaya en yakın adaylardır.

Stratejik Konumlanma

- 2Ç25 itibarıyla en güçlü büyüme %155 ile Hastalık-Sağlık segmentinde gerçekleşirken, Kaza (%27) ve Yangın-Doğal Afetler (%34) segmentleri daha sınırlı artış sergilemiştir. Pazar payı tarafında liderlik %40 ile Genel Zararlar segmentinde, ardından %27 ile kaza branşında bulunuyor; trafik segmentinin payı ise %5'e gerileyerek zayıf kalmıştır.

2Ç25 İtibarıyla Segmentler



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

SWOT Analizi

Güçlü Yanlar

- Pazar liderliği & ölçek: ~%15 pazar payı ve çoklu branş kapsamı; ölçek ekonomisi sayesinde edinim/işletme giderlerinde avantaj.
- Dağıtım kanallarında ayrışma: Banka %44 ve merkez %18 ile sektörün çok üzerinde; mega projelerin merkezden yazılması ve komisyon maliyeti olmaması marjları destekliyor.
- Sağlık ve TARSİM: Sağlıkta sektörün üzerinde büyüme; tarım sigortalarında kurumsal ilişkiler ve ürün derinliği kârlılığı çeşitlendiriyor.

Zayıf Yanlar

- Kanal yoğunlaşması riski: Bankasüransa yüksek bağımlılık; düzenleme/sözleşme koşullarındaki değişiklikler prim akışını etkileyebilir; ancak faiz indirim patikasıyla artacak olan krediye erişim, şirkete poliçe üretim avantajı sağlayabilir.
- Enflasyon & kur duyarlılığı: Motor, yangın ve sağlıkta hasar şiddeti; ithal bileşen/medikal maliyetler ve yedek parça fiyatlamasıyla kârlılık oynaklığı; ancak doğru portföy yönetimiyle bu minimuma indirilebilir.

Fırsatlar

- Dezenflasyon etkisi: Enflasyonda kademeli düşüş; hasar maliyeti ve belirsizliklerde azalma, bileşik rasyo iyileşmesi potansiyeli.
- Penetrasyon artışı: Sigorta penetrasyonunun %2,2'ye yükselen trendi; bireysel sağlık, KOBİ ve tarım segmentlerinde uzun vadeli büyüme alanı.
- Ürün/teknoloji inovasyonu: Dijital satış, anlık fiyatlamaya; veri temelli riziko kabul disiplini.

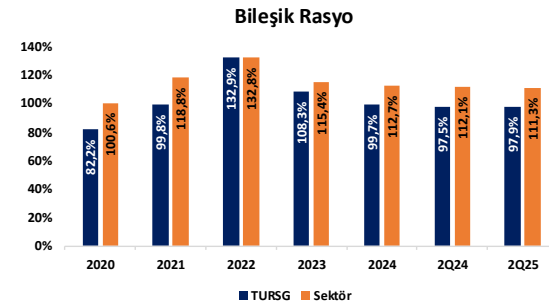
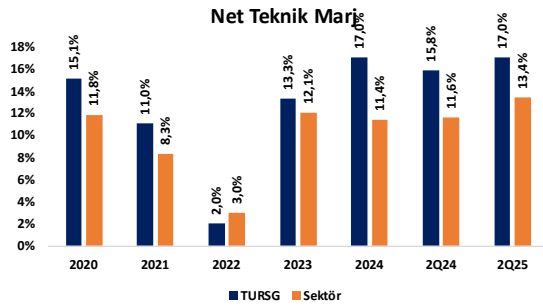
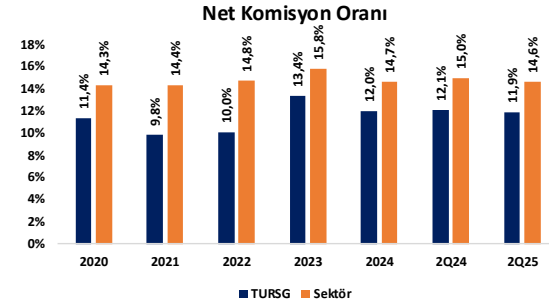
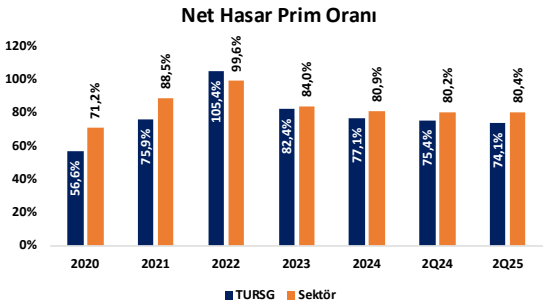
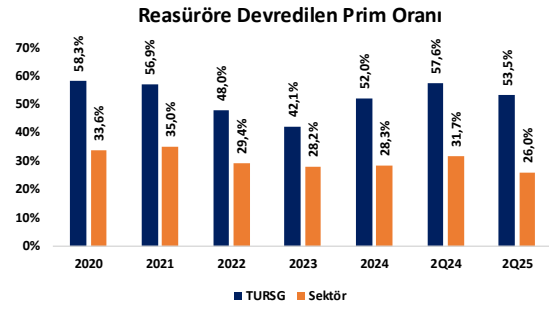
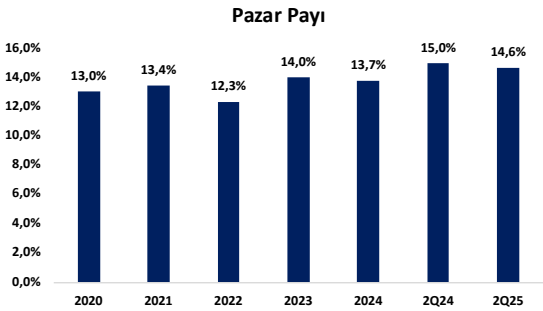
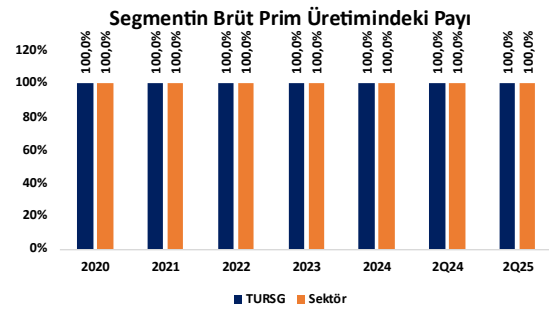
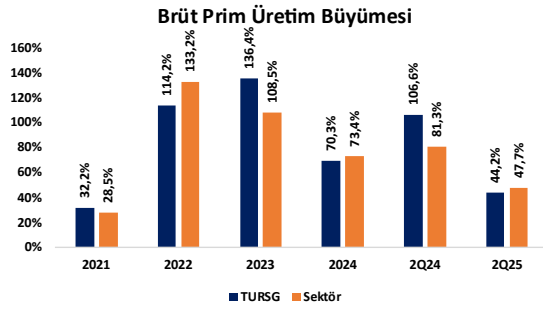
Tehditler

- Makro oynaklık: Kurda yukarı patika ve büyümede yavaşlama; reasürans maliyetleri ve sermaye maliyeti (CDS) baskısı.
- Asgari ücret ve zamlar: Asgari ücretteki yükselişin, hasar enflasyonunu öngörülen seviyelerin üzerine taşınması.
- Dijitalleşme: Dijital dönüşümün hızlanması, müşteri edinim maliyetlerini ve fiyat rekabetini artırarak kârlılığı aşağı çekebilir.

Seçili Branşlarda Şirket ve Sektör Verileri

- 2023'te brüt prim üretimi sektörü belirgin biçimde geride bırakırken 2024'te normalleşme görülüyor. Pazar payı 2022'deki %12,3 dipten 2023'te %14'e çıktı ve 2024'te %13,7 ile yüksek bantta korunuyor; bu, çekirdek segmentlerde konumun sürdürülebilir olduğuna işaret ediyor.
- Reasüröre devredilen prim oranı her sene sektörün oldukça üzerinde (2024: %52,0 / sektör %28,3). Bu koruma, 2022'deki çok sonrası net hasar oranını %105,4'ten 2024'te %77,1'e indirerek kârlılık dalgalanmasını sınırlıyor.

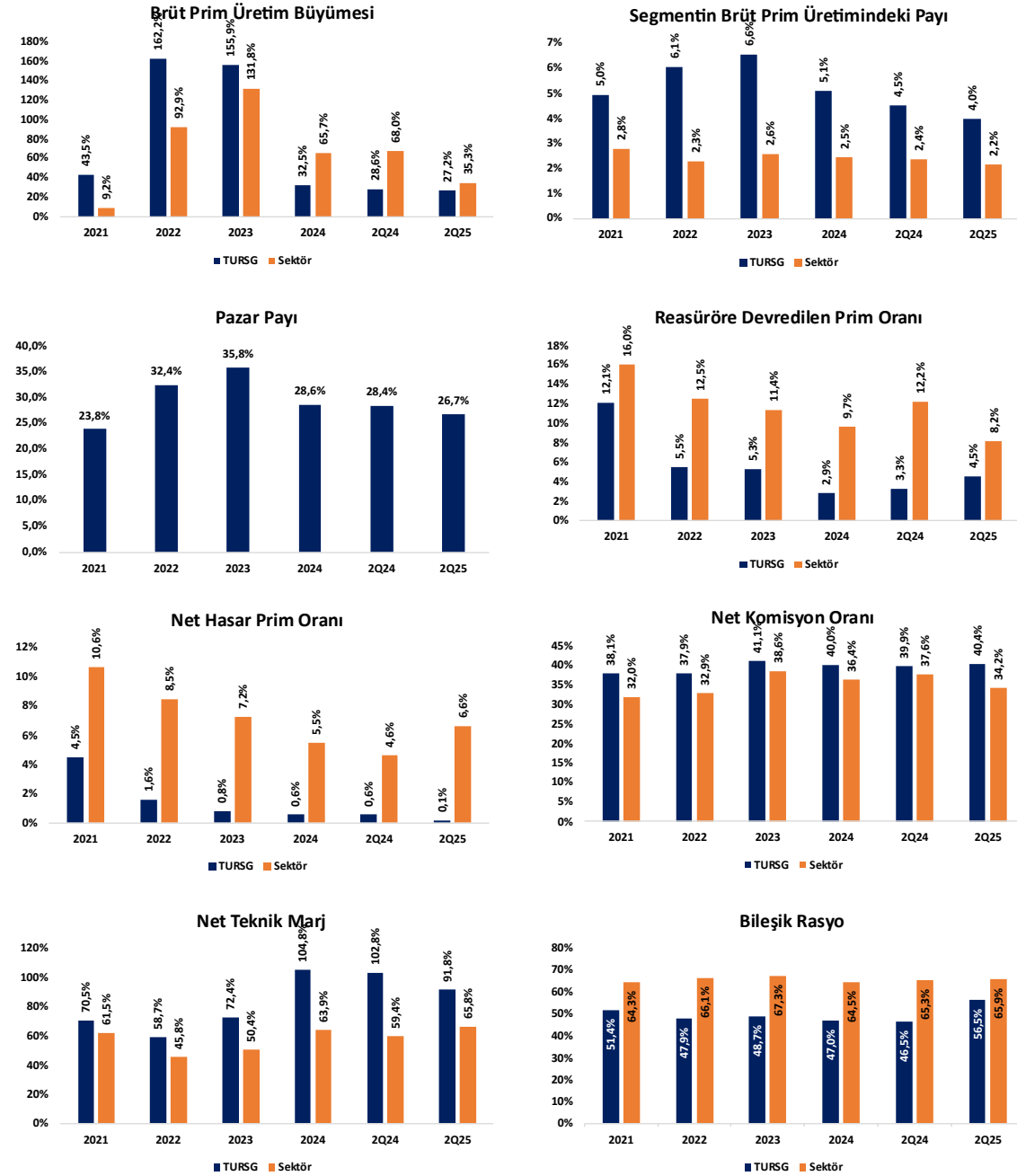
Tüm Ürün Grupları



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

- Kaza segmentinde reasürans devri sektörün altında ve düşüş eğiliminde (2024: %2,9 vs sektör %9,7); buna rağmen net hasar oranı belirgin şekilde düşük (2024: %0,6 vs %5,5).
- Net teknik marj 2024'te ~%105 ile sektörün (~%64) oldukça üzerinde; bileşik rasyo ~%47 seviyesinde.
- Şirket kaza segmentinde 2024 yılında azalan brüt prim üretimindeki büyüme düşüşüyle beraber pazar payı kaybetmektedir.

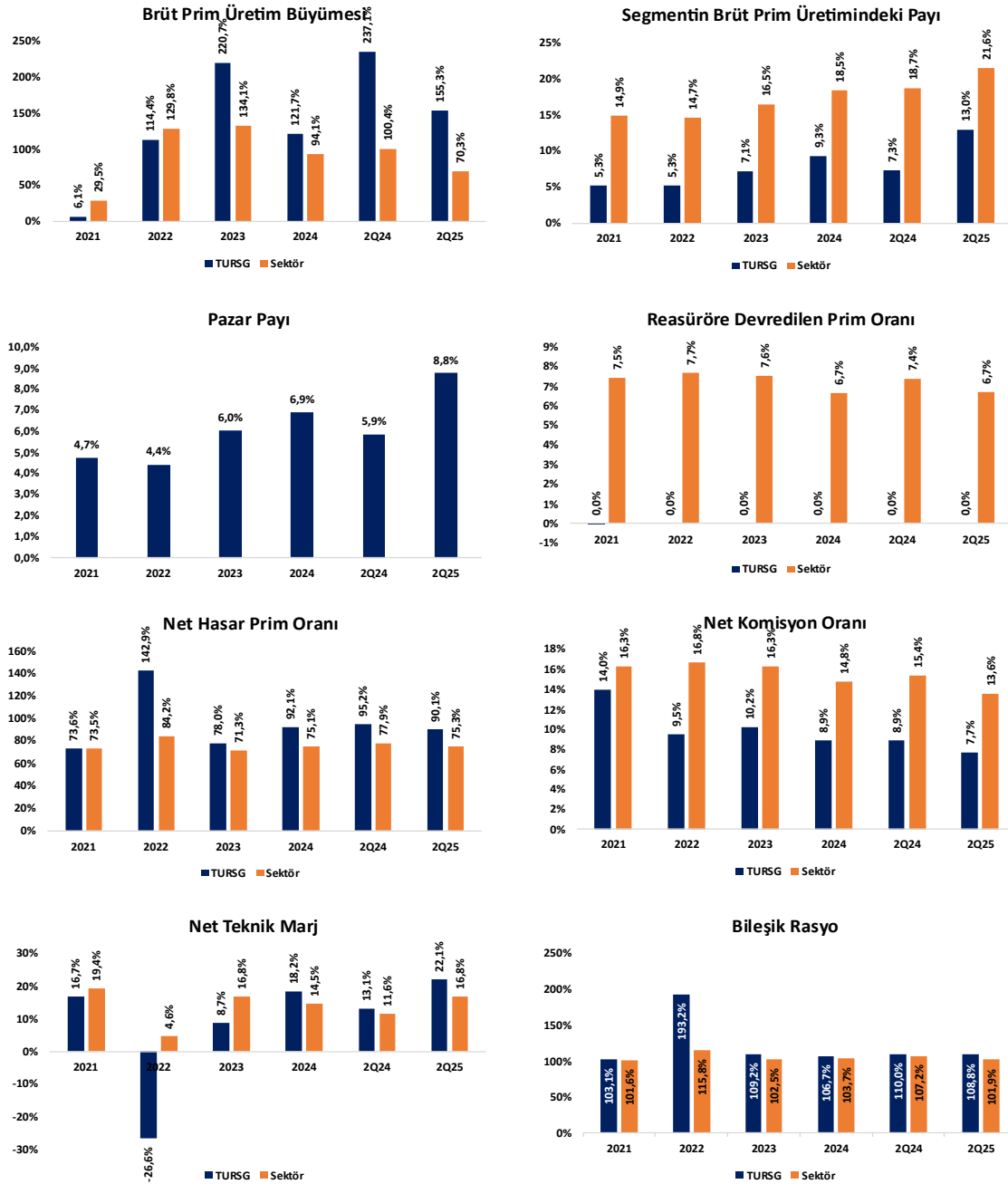
Kaza



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

- Hastalık-Sağlık segmentinde brüt prim üretimi 2023'te sektörü belirgin şekilde aşarak zirve yaptı, 2024'te ise normaleşti. Pazar payı 2021'de %4,7 iken 2024'te %6,9'a yükselerek istikrarlı bir kazanım sergilendi. Segmentin brüt prim içindeki payı da aynı dönemde %5 seviyelerinden %9,3'e çıktı.
- Şirket bu segmentte reasürans kullanmıyor (%0 seviyesinde), sektör ise 6–7% aralığında. Net hasar prim oranı 2022'de %142,9 gibi zirve seviyeden sonra 2024'te %92,1'e geriledi, ancak halen sektörün üstünde seyrediyor.

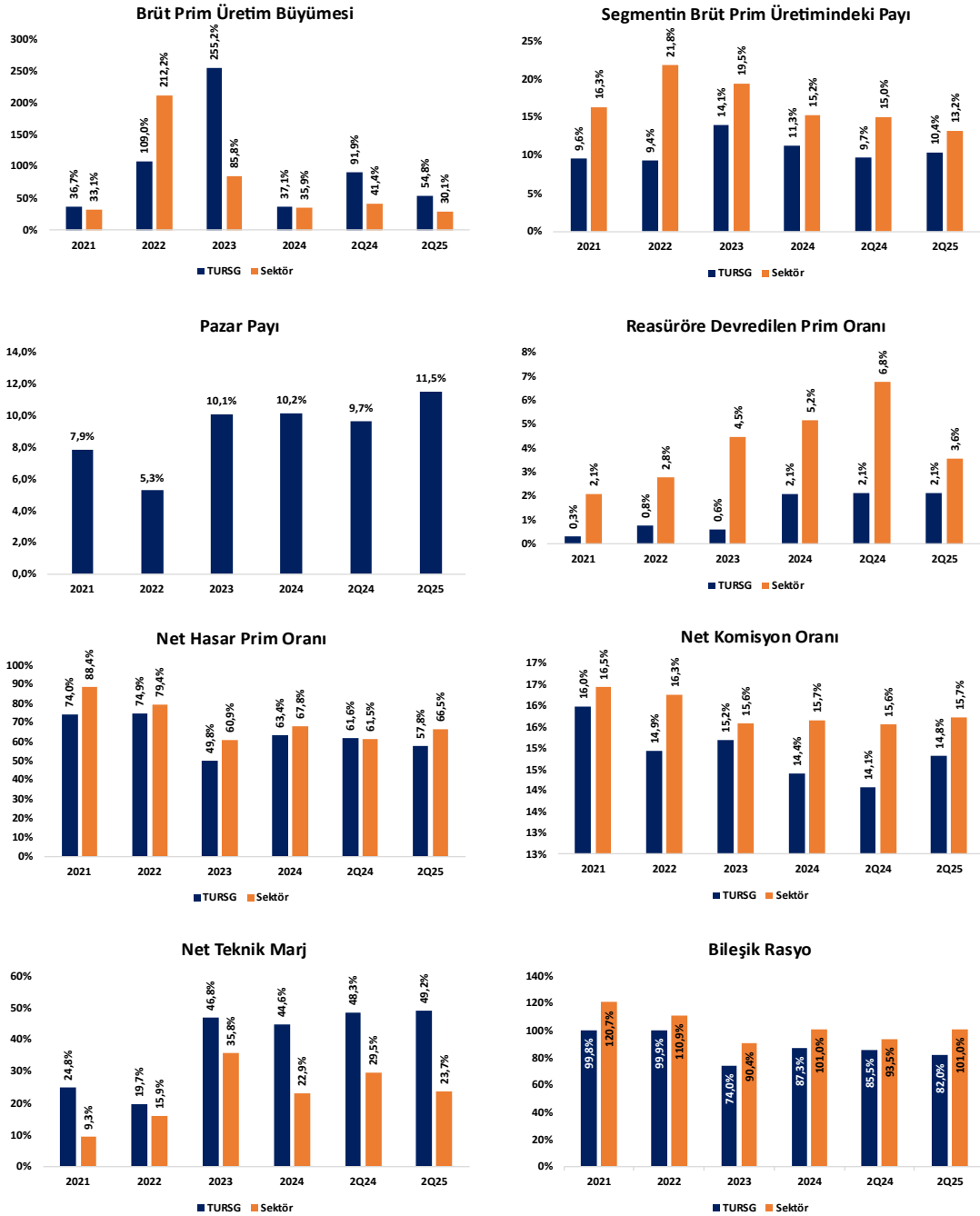
Hastalık-Sağlık



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

- Kasko segmentinde brüt prim üretimi 2023'te sektörü belirgin şekilde aşarak zirve yaptı; 2024'te sektörle paralel şekilde yavaşlama görülüyor. Pazar payı 2021'de %7,9 iken 2023'te %10,1'e, 2024'te ise %10,2'ye çıkarak güçlü bir konum kazanıldı.
- Reasüröre devredilen prim oranı düşük seviyelerde (2024: %2,1 vs sektör %5,2), dolayısıyla riskin büyük kısmı şirket üzerinde kalıyor. Net hasar prim oranı 201–2022'de %74–75 seviyesinden 2024'te %63,4'e gerileyerek kademeli iyileşme göstermekte.

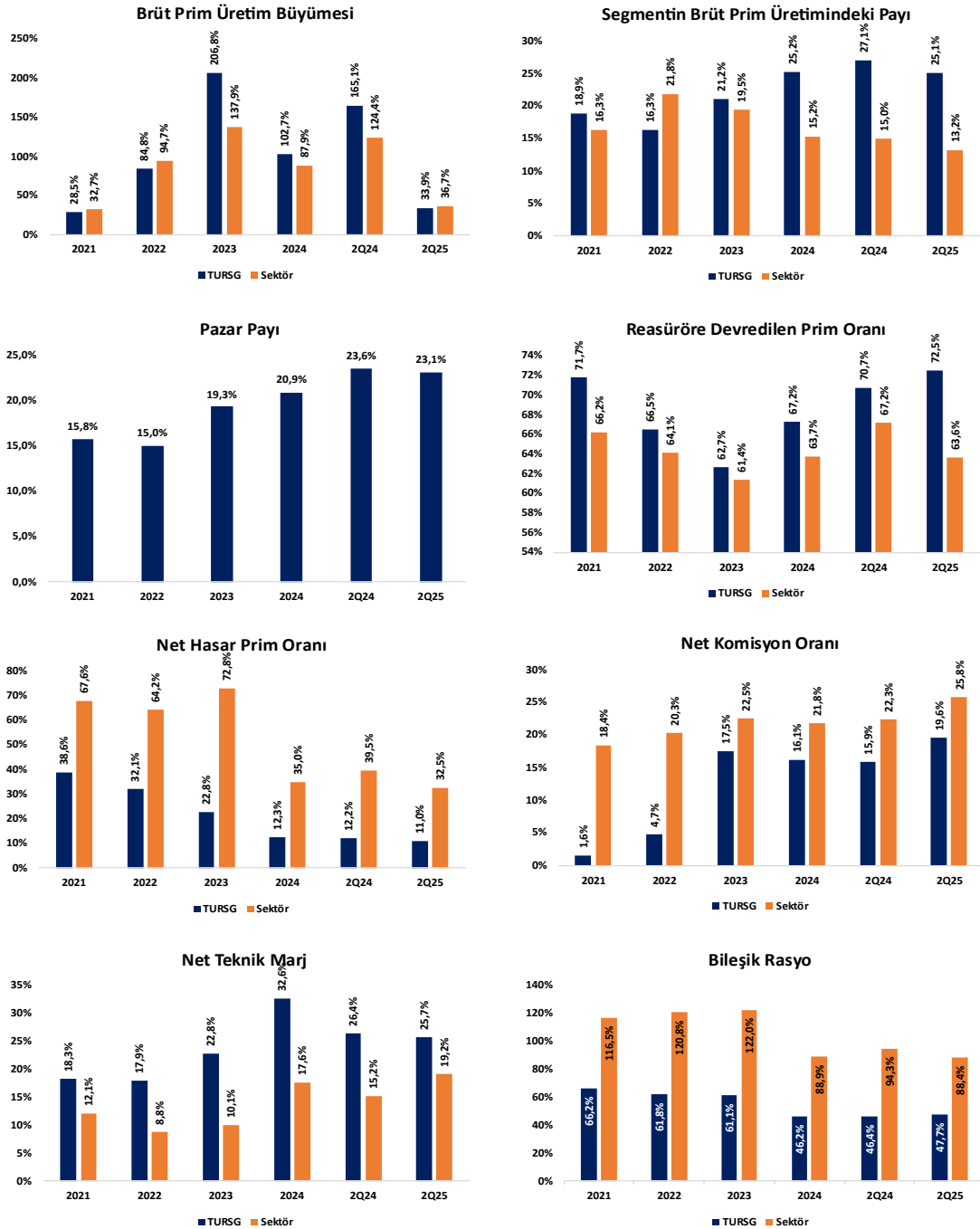
Kasko



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

- Yangın ve Doğal Afetler segmentinde brüt prim üretimi 2023'te zirve yaptı, 2024'te ise sektörle paralel normalleşti. Pazar payı 2021'de %15,8 iken 2024'te %20,9'a yükselerek şirketin bu alanda liderliğini güçlendirdi.
- Reasüröre devredilen prim oranı 2021'de %71,7 iken 2024'te %67,2'ye gerilemiş durumda, yine de sektörün üzerinde kalmaya devam ediyor. Net hasar prim oranı ise düşük seviyelerde (2024: %12,3 vs sektör %35,0) seyrederek segmentin sağlam risk yönetimine işaret ediyor.

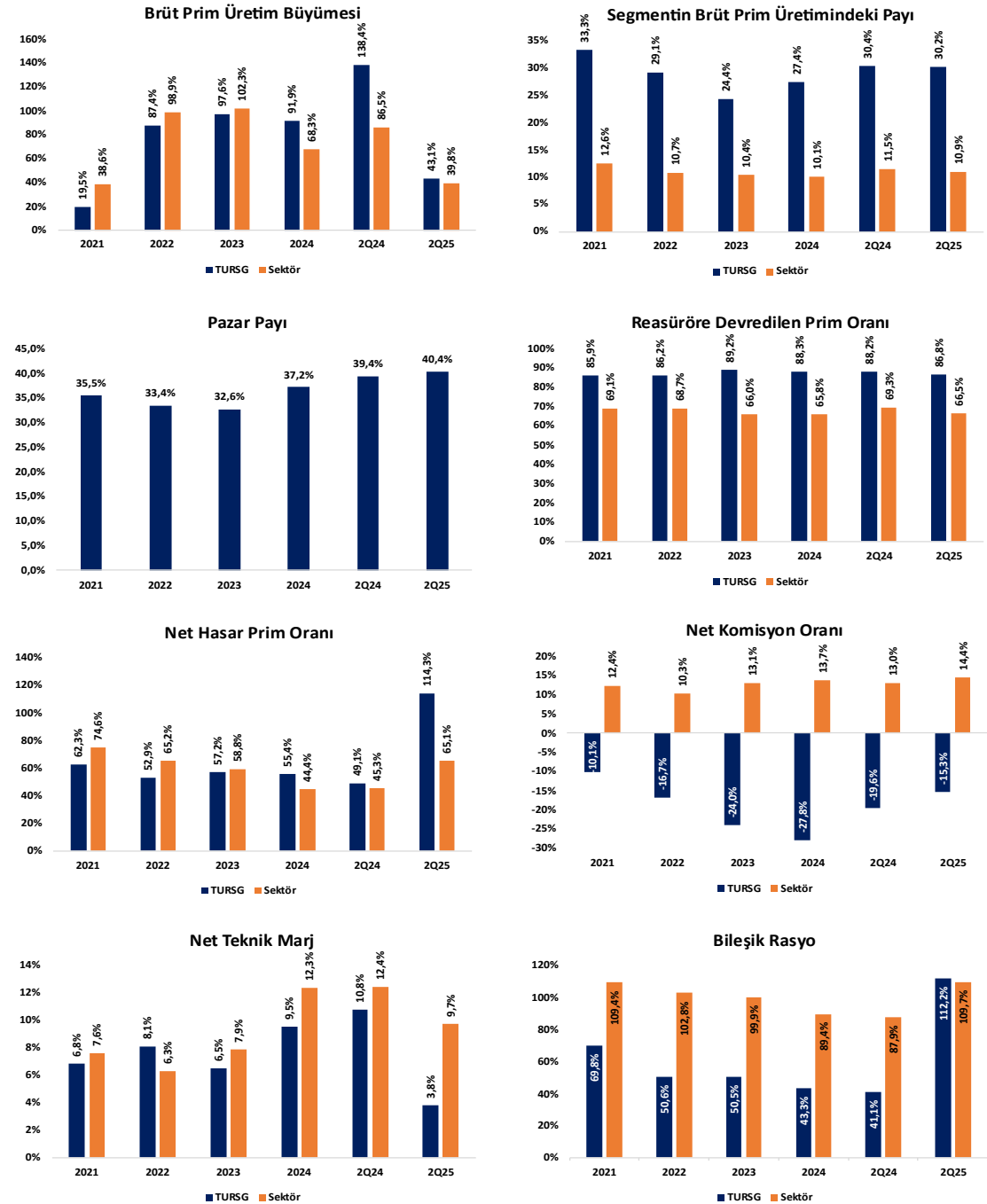
Yangın ve Doğal Afetler



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

- Genel zararlar segmentinde pazar payı 2021’de %35,5 iken 2023’te %32,6’ya gerilemiş, 2024’te ise %37,2’ye yükselerek güçlü konumunu pekiştirmiştir.
- Reasüröre devredilen prim oranı yüksek seviyelerde seyrediyor (2021: %85,9, 2024: %88,3) ve sektörün üzerinde. Net hasar prim oranı 2021’de %62,3 iken 2024’te %55,4’e gerileyerek kontrollü bir iyileşme göstermiştir.

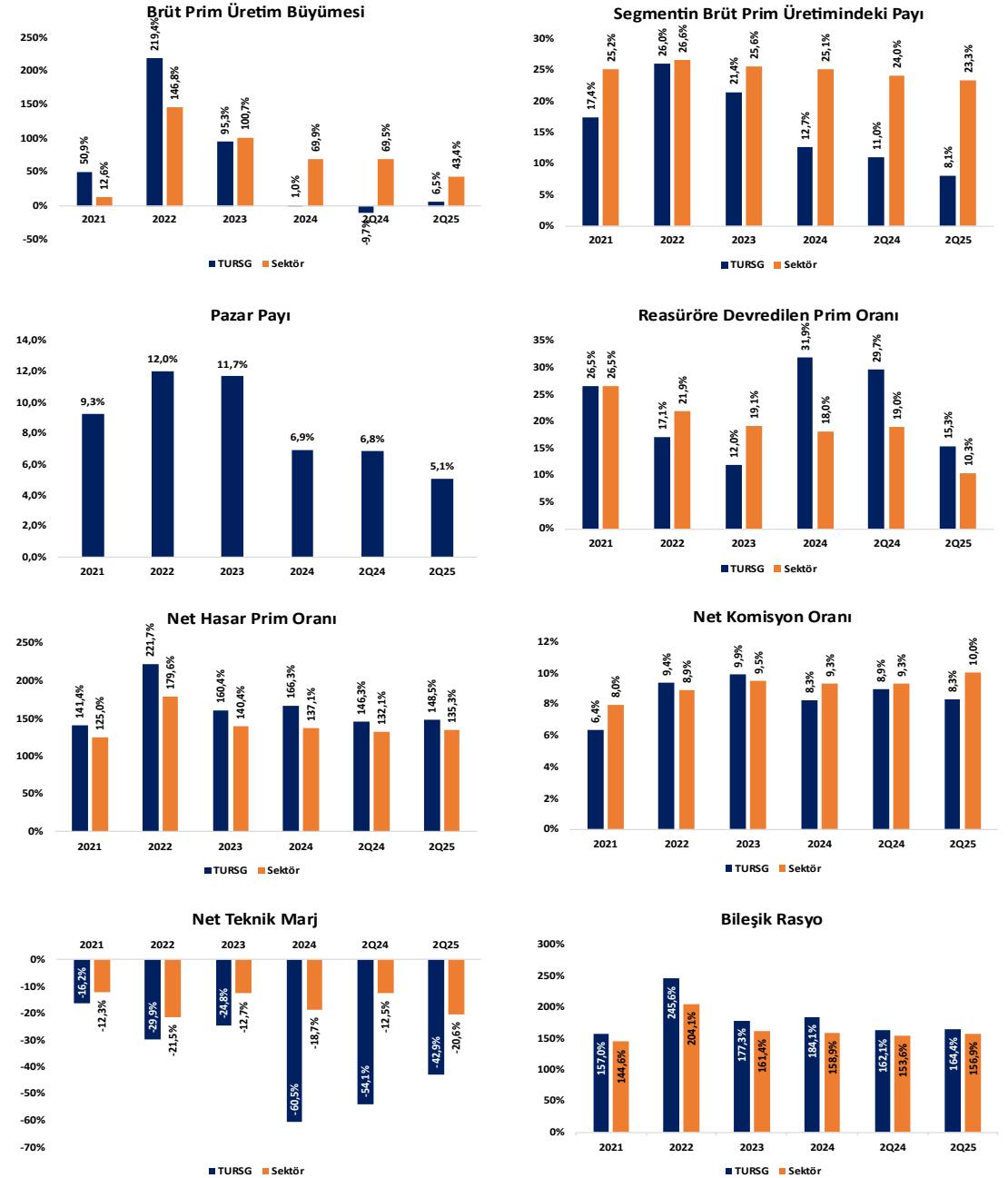
Genel Zararlar



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

- Trafik segmentinde brüt prim üretimi 2022’de sektörü aşarak zirve yapmış, 2023–2024 döneminde ise keskin bir normalleşme yaşanmıştır. Pazar payı 2021’de %9,3 iken 2022–2023’te %12,0’li seviyelere yükselmiş, 2024’te ise %6,9’a gerileyerek segmentte şirketin konumu küçülmüştür.
- Net teknik marj tüm dönemde negatif seyretmiş, 2024’te –%60,5 seviyesinde kalmıştır (sektör –%18,7). Bileşik rasyo 2022’de %246 ile zirve yaptıktan sonra 2024’te %184’e gerilemiş olsa da halen kritik eşğin oldukça üzerinde bulunuyor.

Trafik



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

Finansal Tablolar ve Değerleme

Gelir Tablosu ve Oranlar (mn TL)

	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2024 y/y	2025 y/y	2026 y/y	2027 y/y
Brüt Prim Üretimi	59.518	101.366	145.903	182.378	218.854	70%	44%	25%	20%
Reasüröre Devredilmeyen Primler	33.801	48.170	66.544	82.070	98.484	43%	38%	23%	20%
Elde Tutma Oranı	57%	48%	46%	45%	45%				
Ödenen Hasarlar	- 10.007	- 24.554	- 32.485	- 41.035	- 49.242	145%	32%	26%	20%
Hasar/Prim Oranı*	-30%	-51%	-49%	-50%	-50%				
Faaliyet Giderleri	- 5.209	- 9.264	- 12.948	- 16.253	- 19.573	78%	40%	26%	20%
Prim Üretim Komisyonları	- 5.509	- 10.800	- 14.702	- 18.420	- 22.104	96%	36%	25%	20%
Diğer Faaliyet Gelir/Gider	300	1.536	1.754	2.167	2.532	413%	14%	24%	17%
Karşılıklar	- 20.273	- 14.237	- 20.417	- 24.621	- 29.545	-30%	43%	21%	20%
Karşılıklar/Prim Oranı	-60%	-30%	-31%	-30%	-30%				
Diğer Operasyonel Gelir/Gider	395	773	1.585	1.365	1.476	95%	105%	-14%	8%
Yatırım Gelirlerinden Transferler	9.198	16.371	22.679	28.736	36.357	78%	39%	27%	27%
Operasyonel (Teknik) Kar	7.905	17.260	24.959	30.262	37.957	118%	45%	21%	25%
Operasyonel (Teknik) Marj**	14%	17%	17%	17%	18%				
Finansal Gelirler	9.705	17.487	25.984	32.121	40.754	80%	49%	24%	27%
Faiz Gelirleri	7.106	15.372	25.290	31.873	40.636	116%	65%	26%	27%
Net Kur Farkı Gelir/Gider	1.606	851	591	142	58	-47%	-31%	-76%	-59%
Net Türev Gelir/Gider	1.035	1.217	77	81	33	18%	-94%	5%	-59%
Temettü Gelirleri	30	166	184	202	223	459%	11%	10%	10%
Amortisman	-72	-119	-159	-178	-196	65%	34%	12%	10%
Diğer Gelir/Gider	-758	-1.754	-2.414	-260	-420	131%	38%	-89%	62%
Vergi Öncesi Kar	7.654	16.621	25.849	33.386	41.934	117%	56%	29%	26%
Net Kar	6.155	12.720	20.327	26.709	33.547	107%	60%	31%	26%

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Bilanço (mn TL)

	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2024 y/y	2025 y/y	2026 y/y	2027 y/y
Kasa ve Bankalar	31.547	25.228	21.073	52.612	69.243	-20%	-16%	150%	32%
Menkul Kıymetler	21.924	34.327	84.118	100.557	142.814	57%	145%	20%	42%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	5.389	8.742	15.623	19.528	23.434	62%	79%	25%	20%
Uzun Vadeli Varlıklar	7.137	9.228	10.036	11.077	12.227	29%	9%	10%	10%
Toplam Varlıklar	77.328	96.531	171.146	234.146	308.163	25%	77%	37%	32%
Karşılıklar	35.028	48.951	69.270	93.891	123.437	40%	42%	36%	31%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	20.365	5.654	20.858	26.073	31.287	-72%	269%	25%	20%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	437	1.111	2.237	2.796	3.355	154%	101%	25%	20%
Özkaynak	15.426	28.723	47.919	72.808	103.791	86%	67%	52%	43%
Özkaynak Karlılığı***	61%	59%	54%	45%	39%				

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

2024'te prim üretimindeki yaklaşık %70'lik sıçrama ve güçlü finansal gelir desteğiyle net kârın %107 arttığını gösteriyor. 2025–2027 döneminde büyüme hızının normalleşmesini, teknik marjdaki toparlanmanın devamını ve ölçek etkisiyle kârlılığının devam etmesi beklenebilir; net kâr artışı çift hanelerde sürebilir. Bilanço tarafında varlıklar ve karşılıklar hızla büyürken özsermaye belirgin bir şekilde güçlenip; özsermaye karlılığının kademeli bir şekilde yumuşaması beklenebilir. Görünümde ana riskler hasar enflasyonu, reasürans maliyetleri ve MTPL düzenlemeleri; olumlu tarafta fiyatlama disiplini ve finansal gelir desteği korundukça kârlılık sürdürülebilir görünüyor.

*Hasar/prim oranı, Ödenen Tazminatlar / Reasüröre Devredilmeyen Primler,

**Teknik Marj, Net Teknik Gelir / Brüt Prim Üretimi

*** Özkaynak Karlılığı, Net Kar / son 5 çeyrek Özkaynak ortalaması olarak hesaplanmaktadır.

PD/DD

		Terminal Büyüme Oranı				
		11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
Özkaynak Maliyeti	22%	3,0	3,1	3,2	3,3	3,5
	23%	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1
	24%	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8
	25%	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6
	26%	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Hedef Fiyat

		Terminal Büyüme Oranı				
		11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
Özkaynak Maliyeti	22%	16,9	17,5	18,1	18,7	19,5
	23%	15,5	15,9	16,4	16,9	17,5
	24%	14,3	14,7	15,0	15,5	15,9
	25%	13,3	13,6	13,9	14,2	14,6
	26%	12,4	12,7	12,9	13,2	13,5

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Baz senaryomuzda (CoE %24, g %12,5) PD/DD 2,7x olup hedef fiyat ≈ 15,0 TL'dir. CoE'nin %23'e gerilemesi aynı büyüme varsayımıyla hedef fiyatı 16,4 TL'ye taşırken, %25'e yükselmesi 13,9 TL'ye indiriyor; bu da CoE'de ±100 bp değişimin hedef fiyatı yaklaşık ±1,1–1,4 TL etkilediğine işaret eder. Terminal büyümenin %12,5'ten %13,0'a çıkması durumunda hedef fiyat 15,5 TL'ye, %12,0'a inmesi durumunda ise 14,7 TL'ye yönelir; dolayısıyla +50 bp g artışı yaklaşık +0,5 TL katkı sağlar. Bu iki eksenin makul bandında (CoE %23–%25, g %12,0–%13,0) değerlendirme 13,6-16,9 TL aralığına yerleşmekte; iyimser kombinasyon (%23 CoE, %13,0 g) üst banda (16,9 TL), temkinli kombinasyon (%25 CoE, %12,0 g) ise alt banda (13,6 TL) karşılık gelmektedir.

	milyon TL
Sürdürülebilir Özkaynak Karlılığı	43%
Özkaynak Maliyeti	24%
Büyüme	13%
Hedef PD/DD	2,65
İş Değeri	143.773
Hedef Piyasa Değeri	149.989
Mevcut Piyasa Değeri	91.500
Beklenen Getiri	64%
Hedef Fiyat	15,00
Hisse Başına Temettü	0,17

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

%43'lük sürdürülebilir Özkaynak Karlılığının %24'lük Özkaynak Maliyetinin belirgin üzerinde olduğunu ve %13 büyüme varsayımıyla 2,65 hedef PD/DD'nin makul görüldüğünü söyleyebiliriz. Mevcut 100 milyar TL piyasa değerine karşı 150 milyar TL hedef piyasa değeri ve 15,00 TL hedef fiyat yaklaşık %60 yukarı potansiyel işaret ederken, hisse başına 0,17 TL temettü ~%1,1 ile düşük; büyümenin devam etmesini bekliyoruz.

Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayınlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Yasal Uyarı

“Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.”