Türkiye Sigorta

Karşılıklar çeyreği zarara çevirdi, teknik sonuçlar beklentinin altında

Mücahid Yıldırım
Analist
myildirim@sekeryatirim.com
+90 (212) 334 3333 (150)

Türkiye Sigorta 3Ç26'da, yatırım portföyü için ayrılan karşılıklar nedeniyle 5,48 mlr TL solo net zarar açıkladı. 9A26 net kârı yıllık %44 düşüşle 7,97 mlr TL olarak gerçekleşti. Karşılıkların vergi sonrası 10,94 mlr TL'lik etkisi hariç tutulduğunda 3Ç26 net kârı 5,46 mlr TL ile tahminimizin %6 altında kalıyor (Şeker: 5,8 mlr TL, piyasa: 6,57 mlr TL).

SEDDK denetimi sonrası Türkiye Sigorta 15,63 mlr TL brüt ek karşılık ayırdı. Böylece bilançodaki toplam karşılık stoku 16,34 mlr TL'ye yükseldi. Bunun 8,96 mlr TL'si bir aracı kurum nezdinde emanette bulunan ve işlem vadesinde iade edilmeyen menkul kıymetler için şüpheli alacak karşılığı; 7,38 mlr TL'si temerrüde düşen ya da grup riski taşıyan özel sektör borçlanma araçları için değer düşüklüğü karşılığı olarak ayrıldı. Bilançoda 3,84 mlr TL net ertelenmiş vergi varlığı oluştu.

Brüt prim üretimi yıllık %24 artışla 40,34 mlr TL oldu. Büyümeyi sağlık (%65), genel zararlar (%48) ve yangın ve doğal afetler (%26) sürükledi; trafik primleri %9 geriledi, kasko %3 ile sınırlı büyüdü. Devredilen prim oranı %47,8'e yükseldi (3Ç25: %44,9). İlişkili bankalar aracılığıyla yazılan prim 9A26'da yıllık %37 artışla 59,0 mlr TL'ye ulaştı.

Bileşik oran %98,2 ile tahminimizin (%93,8) belirgin üzerinde gerçekleşti (2Ç26: %86,7; 3Ç25: %98,0). 9A26'da ise %91,8 oldu. Kazanılmış primler çeyreklik yatay kalırken net hasarlar %16 arttı; hasar oranı %74,2'ye yükseldi, gider oranı %24,0 oldu. Yatırım geliri aktarımı hariç teknik sonuç 0,54 mlr TL'ye geriledi (2Ç26: 2,90 mlr TL).

Değer düşüklüğü hariç yatırım geliri çeyreklik %6 artışla 8,72 mlr TL oldu; ancak net yatırım portföyü %12 azalarak 77,5 mlr TL'ye geriledi. Özkaynaklar 55,78 mlr TL'ye (2Ç26: 61,06) indi. Bu gelişmeler doğrultusunda sermaye yeterlilik oranı hesabımıza göre %177'ye (2Ç26:%213) geriledi, ancak %135'lik temettü eşiğinin üzerinde kalmaya devam ediyor.

Küçülen portföy ve daha yüksek bileşik oran varsayımlarıyla (4Ç26: %96, 2027T: %94) 2026T net kâr tahminimizi 25,7 mlr TL'den 12,6 mlr TL'ye, 2027T tahminimizi 29,4 mlr TL'den 23,0 mlr TL'ye indiriyoruz. **Tahmin revizyonlarımız ve son gelişmeler sonrası artan risk algısını sermaye maliyeti varsayımlarımıza yansıtmamız sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 9,20 TL'den 6,55 TL'ye güncelliyoruz. %85 getiri potansiyeli ile "AL" tavsiyemizi koruyoruz.**

Tavsiye	**AL**
Hedef fiyat (TL)	**6,55**
Artış potansiyeli (%)	**85%**
Önceki Tavsiye	AL
Önceki hedef fiyat (TL)	9,20

	TL	US$
Fiyat	3,55	0,07
BİST 100	11.478	230
US$ (MB Alış):	49,94	
52 Hafta Yüksek:	7,31	0,16
52 Hafta Düşük:	3,02	0,06
Bloomberg Kodu:	TURSG.TI	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	20.000

	(TL Mn)	(US$ Mn)
Piyasa Değeri:	71.000	1.423
Halka Açık PD:	17.040	341
Ortalama İşlem Hacmi:	603	13

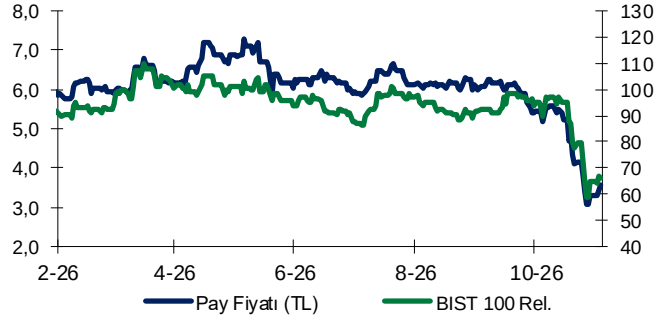
Beklenti (TL mn)	**Açıklanan**	**Şeker**	**Fark**	**Piyasa**	**Fark**
Net kar	-5.479	5.794	-194,6%	6.574	-183,3%

3Ç26	**2Ç26**	**3Ç26**	**Çeyrek**	**3Ç25**	**Yıllık**
Net kar (TL mn)	7.021	-5.479	-178%	5.010	-209%

Tahminler (TL mn)	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026T**	**2027T**
Net Kar	6.155	12.720	19.425	12.617	22.992
Özkaynak	15.426	28.723	51.605	60.429	81.529

Değerleme	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026T**	**2027T**
F/K (x)	7,7	7,2	3,7	5,6	3,1
F/DD (x)	3,05	3,19	1,38	1,17	0,87
Aktif Getirisi	11,7%	14,6%	15,3%	6,9%	9,3%
Özkaynak Getirisi	56,4%	57,6%	48,4%	22,5%	32,4%

Getiri (%)	**S1A**	**S3A**	**S6A**	**S1Y**	**YB**
TL Getiri:	-35,0	-41,8	-48,1	-44,9	-38,4
US$ Getiri:	-36,2	-44,7	-53,2	-53,6	-47,1
BİST 100 Relatif Getiri:	-30,5	-30,6	-35,0	-47,6	-39,6



Hissenin 1,3x F/DD ile karşılıkların doğrudan etkisinin üzerinde bir risk fiyatladığını düşünüyoruz. 9A26'da %91,8 bileşik oran ve yıllık %28 prim büyümesi, sigortacılık tarafının gücünü koruduğunu gösteriyor. Ancak 3Ç26'da teknik sonuçların da zayıflaması, kârdaki düşüşün yalnızca karşılıklardan kaynaklanmadığına işaret ediyor; bu nedenle 4Ç26 ve 2027 bileşik oran tahminlerimizi daha temkinli kurduk. Kısa vadede hisse fiyatlamasında, finansal yatırımlar dışındaki tespite ilişkin ek denetimin sonuçlanması belirleyici olacak. Şirket 30.10.2026 tarihli KAP açıklamasında bu tespitin vergi sonrası olası etkisinin aktif büyüklüğünün yaklaşık ±%1'i olabileceğini belirtmişti; 3Ç26 finansallarında konuya ilişkin bir karşılık yer almıyor. Bu sürecin netleşmesi ve şirketin yönetişim tarafında atacağı adımlar önemini koruyor.

Tablo 1: Özet Bilanço

(Solo, mn TL)	3Ç25	4Ç25	2Ç26	3Ç26	Çeyreklik %	Yıllık %	YBB %
Nakit ve nakit benzerleri	13.513	11.163	12.918	16.364	%26,7	%21,1	%46,6
Finansal varlıklar	83.677	86.507	98.173	87.664	-%10,7	%4,8	%1,3
Esas faaliyetlerden alacaklar	33.622	31.482	51.944	46.501	-%10,5	%38,3	%47,7
Maddi ve maddi olmayan varlıklar	2.151	2.787	2.777	2.743	-%1,2	%27,5	-%1,6
Diğer varlıklar	19.432	25.037	27.517	31.252	%13,6	%60,8	%24,8
Toplam aktifler	**152.395**	**156.976**	**193.330**	**184.524**	**-%4,6**	**%21,1**	**%17,5**
Finansal borçlar	16.639	11.109	15.750	18.983	%20,5	%14,1	%70,9
Esas faaliyetlerden borçlar	20.002	12.673	23.376	18.979	-%18,8	-%5,1	%49,8
Teknik karşılıklar	61.953	66.608	73.307	75.688	%3,2	%22,2	%13,6
Diğer yükümlülükler	12.200	14.981	19.839	15.090	-%23,9	%23,7	%0,7
Özkaynaklar	41.602	51.605	61.056	55.784	-%8,6	%34,1	%8,1
Toplam pasifler	**152.395**	**156.976**	**193.330**	**184.524**	**-%4,6**	**%21,1**	**%17,5**
Net yatırım portföyü*	**75.613**	**80.818**	**88.353**	**77.501**	**-%12,3**	**%2,5**	**-%4,1**

*Kaynak: Şirket finansalları, Şeker Yatırım Araştırma *Finansal varlıklar + bankalar - finansal borçlar*

Tablo 2: Özet Gelir Tablosu

(Solo, mn TL)	3Ç25	2Ç26	3Ç26	Çeyreklik %	Yıllık %	9A25	9A26	Yıllık %
Brüt yazılan primler	32.456	40.407	40.344	-%0,2	%24,3	105.135	134.557	%28,0
Reasürörе devredilen primler	-14.568	-19.835	-19.303	-%2,7	%32,5	-53.156	-70.014	%31,7
Kazanılmış primler (net)	15.673	20.909	20.956	%0,2	%33,7	43.333	60.205	%38,9
Gerçekleşen tazminatlar (net)	-11.329	-13.417	-15.545	%15,9	%37,2	-31.813	-41.257	%29,7
Faaliyet giderleri	-4.037	-4.702	-5.032	%7,0	%24,7	-10.520	-13.992	%33,0
Teknik bölüme aktarılan yatırım geliri	4.675	6.656	1.646	-%75,3	-%64,8	15.484	13.203	-%14,7
Teknik kâr	**5.277**	**9.560**	**2.186**	**-%77,1**	**-%58,6**	**17.659**	**18.637**	**%5,5**
Yatırım geliri (değer düşüklüğü hariç)	7.283	8.253	8.719	%5,7	%19,7	20.142	23.194	%15,2
Yatırımlar değer düşüklüğü	-	-	-7.326	a.d.	a.d.	-	-7.326	a.d.
(-) Teknik bölüme aktarılan	-4.675	-6.656	-1.646	-%75,3	-%64,8	-15.484	-13.203	-%14,7
Diğer (karşılıklar, ert. vergi dahil)	-548	-920	-5.025	%446,2	%816,5	-2.872	-7.197	%150,6
Vergi öncesi kâr	7.337	10.236	-3.092	a.d.	a.d.	19.445	14.104	-%27,5
Vergi	-2.327	-3.215	-2.386	-%25,8	%2,5	-5.101	-6.132	%20,2
Net kâr	**5.010**	**7.021**	**-5.479**	**a.d.**	**a.d.**	**14.344**	**7.972**	**-%44,4**

Kaynak: Şirket finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 3: Karşılıklar, Sermaye ve Değerlemeye Etkisi

(mn TL)		Tutar	Kaynak
Karşılık stoku (30.09.2026)			
Şüpheli alacak: vadesinde iade edilmeyen menkul kıymetler	-	8.963	Dipnot 12
satılmaya hazır portföyden transfer		8.661	Dipnot 11
vadeye kadar elde tutulacak portföyden transfer		302	Dipnot 11
Menkul kıymet değer düşüklüğü karşılığı	-	7.376	Dipnot 11
satılmaya hazır		3.658	
alım satım amaçlı		3.426	
vadeye kadar elde tutulacak		292	
Toplam karşılık stoku	**-**	**16.340**	**Bilanço**
Gelir tablosu etkisi (3Ç26)			
Yatırımlar değer azalışları		-7.326	Gelir tablosu
Şüpheli alacak karşılık gideri (toplam)		-9.238	Dipnot 47
Ertelenmiş vergi geliri		5.256	Gelir tablosu
Şirket açıklaması: ek karşılık, brüt / vergi sonrası		15,63 / 10,94 mlr	KAP, 30.10.2026
Özkaynak ve sermaye	**2Ç26**	**3Ç26**	
Özkaynaklar	61.056	55.784	Bilanço
Net ertelenmiş vergi varlığı	-566 (4Ç25)	3.837	Dipnot 21
Gerekli sermaye		31.654	Dipnot 4.2
Sermaye fazlası		24.254	Dipnot 4.2
Sermaye yeterlilik oranı	~%213	%177	Şeker Yatırım hesaplaması
Değerleme (Şeker Yatırım tahmini)	**Önceki**	**Güncel**	
Adil değer - toplam, 30.06.2026 itibarıyla (mn TL)	141.872	89.710	Şeker Yatırım
Hisse başına adil değer, 30.06.2026 (TL)	7,09	4,49	Şeker Yatırım
Net karşılığın hisse başına doğrudan etkisi (TL)		-0,55	Şeker Yatırım
12 aylık hedef fiyat (TL)	**9,20**	**6,55**	**Şeker Yatırım**

Kaynak: Şirket finansalları ve KAP açıklaması (30.10.2026), Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 4: Teknik Oranlar

	3Ç25	2Ç26	3Ç26	Çeyreklik	Yıllık	9A25	9A26	Yıllık
Devredilen prim oranı	%44,9	%49,1	%47,8	-1,2 puan	+3,0 puan	%50,6	%52,0	+1,5 puan
Hasar oranı (net)	%72,3	%64,2	%74,2	+10,0 puan	+1,9 puan	%73,4	%68,5	-4,9 puan
Gider oranı (net)	%25,8	%22,5	%24,0	+1,5 puan	-1,7 puan	%24,3	%23,2	-1,0 puan
Bileşik oran	**%98,0**	**%86,7**	**%98,2**	**+11,5 puan**	**+0,2 puan**	**%97,7**	**%91,8**	**-5,9 puan**
Özkaynak / aktifler	%27,3	%31,6	%30,2	-1,4 puan	+2,9 puan			

Kaynak: Şirket finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 5: Tahmin Revizyonu

(Solo, mn TL)	2026T eski	2026T yeni	Değişim	2027T eski	2027T yeni	Değişim
Brüt yazılan primler	191.354	189.344	-%1,1	252.156	249.507	-%1,1
Kazanılmış primler	78.573	82.166	%4,6	104.598	102.511	-%2,0
Teknik kâr	31.013	24.402	-%21,3	35.660	28.915	-%18,9
Brüt yatırım geliri	30.463	22.092	-%27,5	37.164	29.058	-%21,8
Net kâr	**25.685**	**12.617**	**-%50,9**	**29.434**	**22.992**	**-%21,9**
Yatırım portföyü	120.021	95.549	-%20,4	165.114	135.866	-%17,7
Özkaynaklar	73.290	60.429	-%17,5	98.872	81.529	-%17,5
Bileşik oran	%91,1	%92,9	+1,8 puan	%93,0	%94,0	+1,0 puan
Portföy getirisi	%30,3	%25,1	-5,3 puan	%26,1	%25,1	-1,0 puan
Özkaynak kârlılığı	%41,1	%22,5	-18,6 puan	%34,2	%32,4	-1,8 puan
Sermaye yeterlilik oranı	%225,3	%187,8	-37,6 puan	%230,7	%192,3	-38,4 puan
Hisse başına kâr (TL)	1,28	0,63	-%50,9	1,47	1,15	-%21,9

Kaynak: Şeker Yatırım Araştırma tahminleri

UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.
Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenirliliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com