

Türkiye Sigorta

Türkiye Sigorta'yı AL önerisi ile takip listemize ekliyoruz

Mücahid Yıldırım

Analist

myildirim@sekeryatirim.com.tr

+90 (212) 334 3333 (150)

Türkiye Sigorta, hayat dışı sigortacılıkta pazar liderliği, kamu bankaları ağırlıklı dağıtım ağı ve geniş branş kapsamıyla sektörde öne çıkmaktadır. Şirket, genel zararlar, yangın ve doğal afetler, kaza, kara araçları ve sağlık başta olmak üzere ana branşların büyük bölümünde birinci sırada yer almaktadır. 2026 yılının ilk yarısında 94,2 milyar TL brüt prim üreten Türkiye Sigorta hayat dışı sektörde %15 pay almış, ikinci sıradaki şirket ile arasındaki farkı 18 milyar TL'ye yükseltmiştir. Ana ortak Türkiye Varlık Fonu ile kurulan yapı, Şirket'e kamu bankalarının şube ağı üzerinden geniş bir dağıtım erişimi sağlamaktadır. Şirket'i sektördeki diğer oyunculardan ayıran temel unsur dağıtım kanalı bileşimidir. Banka kanalının toplam prim üretimindeki payı 2026'nın ilk yarısında %47 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu oran, hayat dışı sektör ortalamasının (%13,9) oldukça üzerindedir.

Teknik kârlılık tarafında görünüm belirgin biçimde iyileşmiştir. Şirket'in bileşik oranı 2025 yılını %97 seviyesinde tamamladıktan sonra 2026'nın ilk yarısında 9 puanlık iyileşmeyle %88'e gerilemiş, üst üste on çeyrek boyunca %100'ün altında kalmıştır. İyileşmenin ana kaynağı, 2025'in ilk yarısındaki don felaketinin genel zararlar branşında yarattığı yüksek baz etkisinin ortadan kalkmasıdır. Ayrıca buna oto branşlarındaki disiplinli fiyatlama eşlik etmiştir. Safi teknik kâr aynı dönemde 4,9 milyar TL'ye ulaşarak yıllık bazda üç katına çıkmıştır. İlk yarıdaki bileşik oran, 2025'in aynı döneminde yaşanan don felaketinin yarattığı yüksek bazın ortadan kalkmasını yansıtmaktadır. Normal bir hasar yılında bu seviyenin korunmasını beklemiyor, 2026 geneli için %91,5, orta vadede ise %94,75 bileşik oran öngörüyoruz. Buna karşılık prim tahsilat süresinin 2024'teki 68 günden 88,9 güne uzaması izlenmesi gereken temel operasyonel göstergedir; tahminlerimiz bu sürede iyileşme öngörmemekte, tahmin dönemi boyunca mevcut seviyede kalacağını varsaymaktadır.

Şirketin kâr kompozisyonu dezenflasyon süreciyle birlikte yön değiştirmektedir. 88,4 milyar TL'lik yatırım portföyünün getirisi, politika faizindeki gerilemeye paralel olarak %42'den %35'e inmiş; buna karşılık teknik kârlılıktaki iyileşme bu etkiyi fazlasıyla telafi ederek net kârın yıllık %44 artmasını sağlamıştır. Portföy dağılımı TL devlet tahvillerine kaydırılmış, bu kalemin payı bir yılda %34'ten %42'ye yükselmiştir.

Sermaye tarafında Şirket güçlü bir konumda bulunuyor. Özkaynaklar 2026'nın ilk yarısında yıllık %67 artışla 61,1 milyar TL'ye ulaşırken, sermaye yeterlilik oranı %213 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu oran temettü dağıtımının kısıtlandığı %135'lik eşiğin ve %115'lik yasal eşiğin belirgin üzerindedir. Şirket yıl içinde %100 bedelsiz sermaye artırımını gerçekleştirmiş ve 3 milyar TL nakit temettü dağıtmıştır. Değerlememizde faaliyette kullanılan çekirdek sermaye ile fazla sermaye ayrı ayrı ele alıyor, hedef fiyatımızı Şirket'in gerekli sermayesi üzerinde ürettiği kârlılığa dayandırıyoruz.

Değerleme çalışmamız sonucunda Türkiye Sigorta için 12 aylık hedef pay fiyatımızı 9,20 TL olarak belirliyoruz. Hedef fiyatımız 8 Eylül 2026 tarihli kapanış fiyatına göre %47,4 yükseliş potansiyeline işaret ederken, TURSG'yi "AL" önerisiyle araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.

Kaynak: Türkiye Sigorta, Türkiye Sigorta Birliği, Bloomberg, Şeker Yatırım Araştırma

AL
Hedef Fiyat: 9,20 TL
Kazandırma Potansiyeli: %47,4

	TL	US\$
Fiyat	6,24	0,13
BİST 100	14.405	298
US\$ (MB Alış):	48,35	
52 Hafta Yüksek:	7,31	0,16
52 Hafta Düşük:	4,22	0,10
Bloomberg/Reuters Kodu:	TURSG.TI/TURSG.IS	
Fiyat tarihi:	08.09.2026	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	20.000	
	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri:	124.800	2.581
Halka Açık PD:	29.952	620

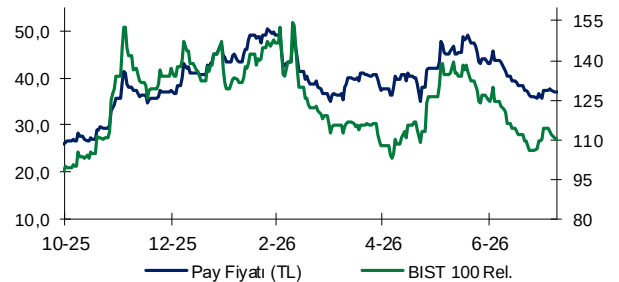
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	1,6	44,0	8,3
US\$ Getiri (%):	-0,1	22,4	-4,0
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-2,8	4,5	-15,4
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	388,8	573,1	546,4
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	8,1	13,0	12,1

Beta	0,76
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,41
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,23

Ortaklık Yapısı	%
TÜRKİYE VARLIK FONU FİNANSAL YATIRIMLAR A.Ş.	76,10

HALKA AÇIK	23,90
Toplam	100,00

Getiri (%)	S1A	S3A	S6A	S1Y	YB
TL Getiri :	1,6	0,1	4,5	44,0	8,3
US\$ Getiri:	-0,1	-5,0	-5,1	22,4	-4,0
BİST 100 Relatif Getiri :	-2,8	-3,7	-7,2	4,5	-15,4



Türkiye Sigorta

İçindekiler

Yatırım Özeti	3
Yatırım Teması	4
Katalizörler	6
Yatırım Riskleri	7
Sektör	8
Şirket	13
Değerleme	16
Özet Finansallar	20
Emsal Karşılaştırması	21

Türkiye Sigorta

Yatırım Özeti

Yatırım tezimiz; Şirket'in mevcut sermaye maliyetinin belirgin üzerinde kârlılık üretmesi ve dezenflasyonla birlikte kâr kompozisyonunu portföy gelirinden teknik kârlılığa kayması üzerine kuruludur.

Türkiye Sigorta için yatırım tezimiz iki unsura dayanıyor. i) Şirket'in faaliyetini sürdürmek için tutmak zorunda olduğu sermaye üzerinde ürettiği kârlılığın, sermaye maliyetinin belirgin üzerinde olmasıdır; terminal dönemde çekirdek özkaynak kârlılığını %27,3, sermaye maliyetini ise %20,3 öngörüyoruz. ii) Kâr kompozisyonunun dezenflasyonla birlikte portföy gelirinden teknik kârlılığa kaymasıdır. Bunun, faiz normalleşmesinin kârlılık üzerindeki baskısını sınırlandıracağını öngörüyoruz.

Değerlememizi artık gelir yöntemiyle kuruyoruz. Bir sigorta şirketinin değeri, tuttuğu düzenleyici sermayenin sermaye maliyetini aşan getirisinden gelmektedir. Değerleme tabanımız 30.06.2026 tarihli bilançodur; açık tahmin dönemi 2035 sonuna kadar uzanmakta, 2026-2030 çeyreklik, 2031-2035 yıllık modellenmektedir. İştirak portföyü faaliyet defterinden çıkarılarak gerçeğe uygun değeriyle ayrıca eklenmiştir.

Sermaye tabanı ayrımı değerlememizin belirleyici unsurudur. Şirket'in tutmak zorunda olduğu çekirdek sermaye ile bunun üzerinde kalan fazla sermayeyi ayrı çarpanlarla değerlendiriyoruz; ayrımın gerekçesi kârlılık farkıdır. Defterin tamamına karşılık gelen harmanlanmış F/DD çarpanı 2,08x'tir. Ayrıntı Değerleme bölümünde yer almaktadır.

Değer Köprüsü (milyon TL)	Değer	Payı
Başlangıç işletme defteri (özkaynak – iştirak)	48.682	%34,6
(+) Açık dönem artı gelir, bugünkü değer	36.114	%25,7
(+) Terminal değer, bugünkü değer	43.402	%30,9
(=) İşletme değeri	128.198	%91,2
(+) İştirak portföyü (parçaların toplamı)	12.374	%8,8
(=) HEDEF ÖZSERMAYE DEĞERİ (milyon TL)	140.572	%100,0
Hedef fiyat	Değer	
30.06.2026 değerlemesi (TL/hisse)	7,03	
(+) Sermaye maliyetiyle 12 ay ileri taşıma (%33,8)	2,38	
(-) 12 aylık dönem içinde beklenen temettü (TL/hisse)	-0,19	
12 AYLIK HEDEF FİYAT (TL)	9,20	
Kapanış fiyatı (TL)	6,24	
Yükseliş potansiyeli	%47,4	

Yükseliş potansiyelimiz %47,4, aynı dönemin sermaye maliyeti ise %33,8'dir. "AL" tavsiyemiz bu farka dayanmaktadır.

Türkiye Sigorta

Yatırım Teması

Bankasürans ağırlığı, Şirket'in sektörden ayrışmasının temel nedenidir.

Banka kanalının ekonomisi acente kanalından yapısal olarak farklıdır.

Dağıtım Ağı: Yapısal ve Taklit Edilemez Avantaj

Türkiye Sigorta'nın sektördeki konumunu belirleyen unsur, ürettiği primin nereden geldiğidir. Banka kanalının Şirket'in prim üretimindeki payı 1Y26'da %47 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu, hayat dışı sektör ortalamasının yaklaşık 3,4 katıdır. Sektörde acente kanalı primin yarısından fazlasını üretirken, Türkiye Sigorta'da bu oran beşte bir seviyesindedir.

Bu farkın kaynağı Şirket'in kuruluş yapısıdır. Ana ortak Türkiye Varlık Fonu bünyesindeki kamu bankalarının şube ağı, Şirket'e ülke genelinde yaygın ve maliyeti düşük bir dağıtım erişimi sağlamaktadır. Söz konusu erişimin rakipler tarafından kısa vadede çoğaltılması mümkün değildir. Benzer bir ağ kurmak için bankacılık ortaklığı ya da yıllar süren acente yatırımı gerektirmektedir.

Bu yapının iki yönlü okunması gerekmektedir. Kanal avantajı Şirket'e taklit edilemez bir konum sağlarken, aynı ağın ürünü olan tarım sigortalarının portföyün dörtte birinden fazlasını oluşturması yoğunlaşma riski yaratmaktadır. 2025'in ilk yarısındaki don felaketinin genel zararlar branşında yarattığı hasar bu riskin somut örneğidir.

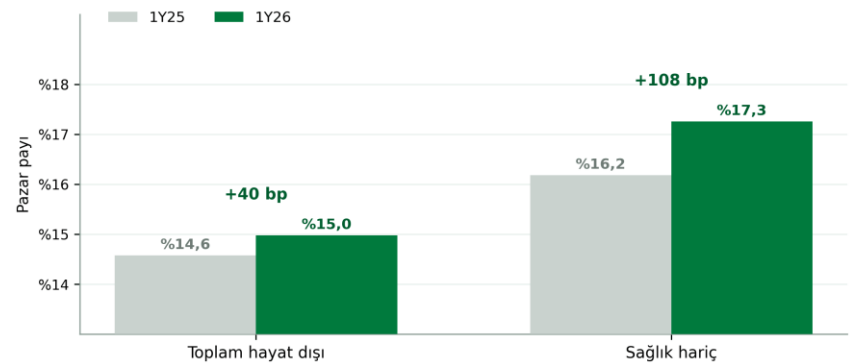
Pazar Konumu: Ana Branşlarda Liderlik

Türkiye Sigorta, 2026'nın ilk yarısında 94,2 milyar TL brüt prim üreterek hayat dışı sektörde %15 pay almıştır. İkinci sıradaki şirketle arasındaki fark 18 milyar TL seviyesindedir.

Liderlik ana branşların büyük bölümünde tekrarlanmaktadır. Şirket, genel zararlar, yangın ve doğal afet, kaza ve diğer oto dışı branşların tamamında birinci sırada bulunmaktadır. Oto dışı toplamda pazar payı %28 ile sektör ortalamasının belirgin üzerindedir.

Buna karşılık oto ve sağlık branşlarında Şirket'in konumu farklıdır. Kara araçlarında ikinci, kara araçları sorumlulukta sekizinci, sağlıkta beşinci sıradadır. Bu branşlardaki düşük pay, bileşik oranı %120 seviyesindeki kara araçları sorumluluk ve %113 seviyesindeki sağlık branşlarında Şirket'in tarihsel olarak sınırlı bir konumlanmaya sahip olduğunu göstermektedir.

Toplam pazar payı, Şirket'in operasyonel performansını olduğundan zayıf göstermektedir. Sağlık branşı dışarıda bırakıldığında büyüme farkı 8,3 puana çıkmakta, pay kazanımı iki buçuk katına yükselmektedir; aradaki fark, zarar eden sağlık portföyünden bilinçli çekilmenin sonucudur.

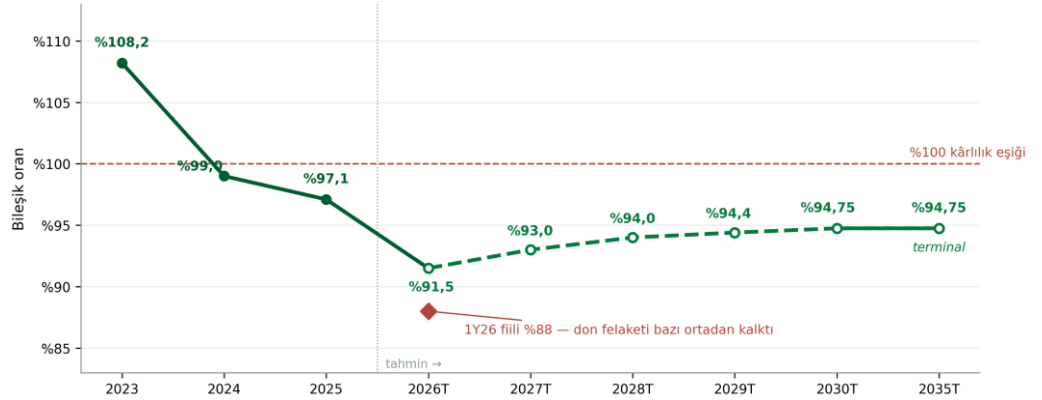


Türkiye Sigorta

Yatırım Teması

Teknik Karlılık: Yapısal İyileşme

Şirket'in teknik performansı son iki yılda belirgin biçimde iyileşmiş, kümülatif bazda üst üste onuncu çeyrekte %100 eşliğinin altında kalmıştır. Bileşik oranın üç bileşeni de aynı yönde hareket etmiş, iyileşmenin belirleyici kısmı hasar tarafından gelmiştir.



İyileşmenin büyük bölümü baz etkisinden kaynaklı; terminal varsayımımız bozulma öngörüyor.

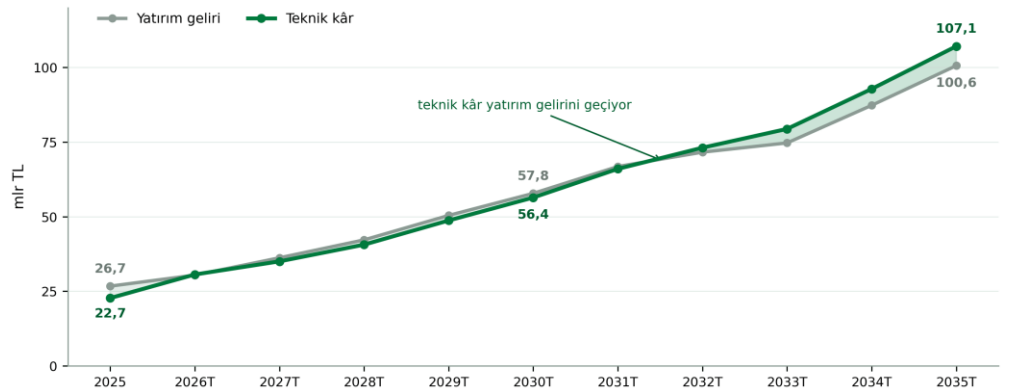
Ancak iyileşmenin önemli bir bölümü baz etkisidir. 2025'in ilk yarısındaki don felaketi genel zararlar branşının hasar oranını %114'e taşıdı; benzer bir olay yaşanmayınca bu branşın bileşik oranı %112'den %46'ya geriledi. 1Y26 seviyesini bu nedenle sürdürülebilir bulmuyoruz.

Gider tarafındaki iyileşmeyi de kalıcı olarak değerlendirmiyoruz. Gider oranı 1Y26'da 60 baz puan gerilemiş olsa da son üç yılda %22-%26 bandında dalgalanmış, belirgin bir eğilim göstermemiştir.

Kâr Kompozisyonu: Dezenflasyonun iki yönlü etkisi

Teknik kâr 2032'den itibaren yatırım gelirini geçmekte; değerlendirme faiz patikasına daha az bağımlı hale gelmektedir.

Türkiye Sigorta'nın son yıllardaki kârlılığında yatırım gelirinin belirleyici bir rolü olmuştur; piyasada dezenflasyonun Şirket'in kârlılığını orantılı biçimde aşağı çekeceği beklentisi bulunmaktadır. Tahminlerimiz bu beklentiyi paylaşmamaktadır. Portföy getirisi 2030'a kadar yarıdan fazla gerilerken net yatırım portföyü 80,8 milyar TL'den 322,3 milyar TL'ye büyümektedir; oran kaybı hacimle fazlasıyla karşılanmaktadır. Kompozisyon kaymasının ikinci ayağı teknik taraftadır.



Teknik kâr 2032'den itibaren yatırım gelirini geçmektedir. Bunu bir kırılma değil kademeli bir kayma olarak sunuyoruz. Değerlememizde prim büyümesi ve portföy getirisi aynı enflasyon patikasından geldiği için enflasyonun izleyeceği yol değerlemeyi fazla oynatmamaktadır. Buna karşılık kalıcı enflasyon seviyesindeki bir değişim daha belirgin etki yaratmaktadır: enflasyon kalıcı olarak düşerse portföy getirisi de kalıcı olarak düşer ve Şirket değer kaybeder. Ölçümü Değerleme bölümünde veriyoruz.

Türkiye Sigorta

Katalizörler

Terminal bileşik orandaki bir puanlık iyileşme 0,82 TL değere karşılık geliyor. Sağlık ve KAS (zorunlu trafik) branşları buradaki asıl kaldıraç olarak öne çıkıyor.

Değerleme çalışmamızda tahsilat süresinin 75 güne gerilemesi 1,08 TL yukarı yönlü değer yaratmaktadır.

1. Bileşik oranın tahminlerimizin altında kalması

Tahminlerimiz 2026 geneli için %91,5, orta vadede %94,75 bileşik oranı öngörmektedir. Şirket 2026'nın ilk yarısını %88 ile kapatmış ve üst üste onuncu çeyrek %100 eşğinin altında kalmıştır. Varsayımımız, normal bir hasar yılında genel zararlar branşının mevcut seviyeden bozulacağını içermektedir. Bu bozulmanın öngördüğümüzden sınırlı kalması yukarı yönlü etki yaratır: terminal bileşik orandaki bir puanlık iyileşme hisse başına yaklaşık 0,82 TL değere karşılık gelmektedir.

İyileşmenin iki somut kaynağı vardır. (1) Sağlık branşı teknik zarara geçmiş, bileşik oran %113'e yükselmiştir. Şirket zarar edilen grup poliçelerinden çıkmakta, bireysel tamamlayıcı sağlık sigortalı sayısı %32 artmıştır; portföy temizliğinin tamamlanması ve fiyat artışlarının maliyet enflasyonunu yakalaması halinde branş karlılığa dönebilir. (2) KAS'ta bileşik oran bir yıl içinde %152'den %120'ye gerilemiş, ancak branş 2026'nın ilk yarısında 1,1 milyar TL teknik zarar üretmeye devam etmiştir. Tarife yapısı düzenlemeye tabi olduğundan iyileşmenin hızı Şirket'in tek başına kontrolünde değildir.

2. Prim tahsilat süresinde iyileşme

Tahsilat süresi son iki yılda belirgin biçimde uzamış olup, tahminlerimiz bu seviyede yatay kalmasını öngörmektedir. Değerlemenin en hassas girdilerinden biridir; sürenin 75 güne dönmesi tek başına 12 aylık hedef fiyatı yaklaşık 1,08 TL yukarı taşıyacaktır.

3. Reasürans devir oranının normalleşmesi

Brüt primin reasüröre devredilen payı 2026'nın ilk yarısında %54,5'tir; bir yıl önce aynı dönemde %53,8, iki yıl önce %57,9 seviyesindeydi. Oranın gerilemesi, aynı prim üretiminden daha yüksek net prim ve daha büyük bir yatırım portföyü üretecektir.

4. Pazar payı kazanımının sürmesi

2026'nın ilk yarısında sektör %26 büyürken Şirket %30 büyümüştür. Sağlık branşı hariç tutulduğunda Şirket 108 baz puan pazar payı kazanmıştır. Bu kazanımın değere yansması ancak kalıcı olması halinde ve terminal reel prim büyümesiyle mümkün olacaktır. Terminal büyümenin %3'ten 4'e yükselmesi hisse başına yaklaşık 1,01 TL değer yaratırken; aynı büyüklükteki gerileme yaklaşık 0,63 TL değer kaybettirmektedir. Belirleyici olan primin büyüklüğü değil karlılığıdır. Bileşik oran %100'ün üzerindeyken yazılan prim teknik kar üretmemekte, yalnızca yatırım portföyüne katkı sağlamaktadır. Bu katkının sermaye maliyetini karşılamaya tek başına yeterli olmadığını düşünüyoruz.

5. Sermaye yapısının sunduğu esneklik

Sermaye yeterlilik oranı %213 ile düzenleyici temettü eşğinin belirgin üzerindedir. Değerlememiz fazla sermayeyi dağıtılabilecek varsayımı yerine, mevcut getirisiyle taşındığı varsayımına dayanmaktadır. Fazla sermayenin %50'sinin iade edilmesi hisse başına yaklaşık 0,13 TL değer yaratacağını hesaplıyoruz. Bunun nedeni, **terminal dönemde** 67,2 milyar TL'ye ulaşmasını beklediğimiz fazla sermayenin defter değerinin 0,52 katıyla değerlememizdir.

Türkiye Sigorta

Yatırım Riskleri

Sermaye maliyeti etkisi kaynağına bağlıdır: reel faiz kanalında 0,37 TL/puan, risk primi kanalında 1,13 TL/puan.

1. Sermaye maliyetinin varsaydığımızdan yüksek kalması

Terminal sermaye maliyetini %20,3 olarak alıyoruz; %12,1 terminal enflasyon, 3,65 puan nötr reel faiz ve 0,822 düzeltilmiş beta ile %5,5 sermaye risk primi varsayımına dayanmaktadır. Sermaye maliyeti değerlememizin en hassas girdilerinden biridir, ancak etkinin büyüklüğü artışın kaynağına bağlıdır. Artış reel faizden geliyorsa portföy getirisi de yükselmekte ve etkinin yaklaşık dörtte üçünü telafi etmektedir; bir puanlık artış bu kanalda hisse başına yaklaşık 0,37 TL değer kaybına karşılık gelir. Artış özsermaye risk priminin veya betanın yeniden fiyatlanmasıyla geliyorsa portföy getirisi değişmemekte, risk primindeki bir puanlık artış yaklaşık 1,13 TL değer kaybı üretmektedir.

2. Bileşik oranın beklenenden hızlı bozulması

2026'nın ilk yarısındaki %88'lik bileşik oran, 2025'teki don felaketinin yarattığı yüksek bazın ortadan kalkmasını yansıtmaktadır. İyileşmenin tamamı tek bir branştan gelmektedir: genel zararlarda bileşik oran %112'den %46'ya inmiş, teknik kâr 833 milyon TL'den 4,96 milyar TL'ye çıkmıştır. Diğer branşlarda tablo terstir – hasar oranı yangın ve doğal afetlerde %11'den %17'ye, kara araçlarında %58'den %66'ya, sağlıkta %90'dan %94'e yükselmiştir. Terminal bileşik orandaki bir puanlık bozulma hisse başına yaklaşık 0,82 TL değer kaybına karşılık gelmektedir.

Bileşik orandaki iyileşmenin tamamı tek bir branştan gelmektedir.

Riskin iki somut kaynağı vardır. i) Yoğunlaşma: tarım primleri portföyün %28'ini oluşturmakta ve Şirket bu alanda sektörün %51'ini üretmektedir; portföy tek bir olayın etkisine doğrudan açıktır. ii) Hasar enflasyonu: sağlık branşında fiyat artışlarının maliyet enflasyonunun gerisinde kalması teknik kârı bir yılda zarara döndürmüştür; benzer bir makasın tarifesini düzenlemeye tabi oto branşlarında oluşması teknik kârlılığı sınırlandıracaktır.

3. Portföy varsayımlarının kayması

Yatırım portföyünün büyüklüğünü belirleyen oranlar tahmin dönemi boyunca son gerçekleşme seviyesinde sabit tutulmaktadır. Bunlardan en büyüğünün beş puan yükselmesi 12 aylık hedef fiyatı yaklaşık 0,83 TL aşağı çekmektedir.

4. Prim tahsilat süresinin uzamaya devam etmesi

Tahsilat süresi son üç yılda kesintisiz uzamıştır; 2026'nın ilk yarısında esas faaliyetlerden alacaklar %60 artarken brüt prim üretimi %30 artmış, makas 30 puana ulaşmıştır. Tahminlerimiz sürenin son gerçekleşme seviyesinde yatay kalmasını öngörmekte, ne iyileşme ne ilave bozulma varsaymaktadır. Sürenin on gün daha uzayıp 100 günde kalıcılaşması hisse başına yaklaşık 0,87 TL değer kaybına karşılık gelmektedir.

Tahsilat süresi ölçümü, büyüme yavaşladıkça mekanik olarak yükselmektedir.

Ölçüm, ortalama alacak bakiyesinin yıllık prim üretimine oranıdır; nominal büyüme yavaşladıkça paydadaki şişkinlik kaybolmakta ve ölçülen süre, tahsilat davranışı değişmese dahi yükselmektedir.

5. Düzenleyici çerçevede değişiklik

Düzenleyici çerçevedeki bir değişiklik gerekli sermaye tabanını ve dolayısıyla çekirdek özkaynak kârlılığını doğrudan etkiler. Çekirdek sermaye tanımının %135 yerine %150 kabul edilmesi türetilmiş F/DD çarpanını 2,46x'ten 2,12x'e indirmektedir. 2026 içinde fiili değişiklikler yapılmış, sermaye yeterlilik hesabında dağıtım kanallarına göre farklılaşan risk katsayıları tek bir katsayıda birleştirilmiştir; kanal bileşimi sektör ortalamasından belirgin biçimde ayrıran Şirket için bu tür değişiklikler asimetrik etki taşımaktadır.

Türkiye Sigorta

Sektör

Sektörde 68 şirket bulunuyor, Lider şirket fiyat belirleyici değil.

Ayrışma fiyatlama gücünden değil; branş seçimi, tahsilat maliyeti ve fon yönetiminden gelir.

Hayat dışı sektör ölçek kazanmış, yoğunlaşmamıştır

Türkiye sigortacılık sektöründe 68 şirket faaliyet göstermektedir. Bunların 45'i hayat dışı, 19'u hayat ve emeklilik, 4'ü reasürans alanında çalışmaktadır. 2026'nın ilk yarısında hayat dışı prim üretimi 629,0 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Sektör ölçek olarak büyümüş fakat yapı olarak parçalı kalmıştır. İlk beş şirket toplam üretimin %49'unu, ilk on şirket %67'sini gerçekleştirmektedir. Türkiye Sigorta %15 pazar payıyla liderdir ve ikinci sıradaki şirketle arasındaki fark 18 milyar TL seviyesindedir. Buna karşın üçüncü ve dördüncü sıradaki şirketler birbirine eşit paylarla konumlanmakta, sonraki on şirket %2 ile %5 arasında pazar payına sahiptir.

Yoğunlaşma göstergesi bu yapıyı doğrulamaktadır. Pazar paylarının karelerinin toplamı olarak hesaplanan HHI endeksi 660 dolayındadır; uluslararası uygulamada 1.500'ün altındaki değerler rekabetçi piyasa olarak nitelendirilmektedir. Sektör, lider şirketin bile fiyat belirleyici olamadığı bir yapıdadır.

Nominal büyüme sürüyor, reel büyüme durmuş durumda

Hayat dışı sigortacılık 2026'nın ilk yarısında %26,2 nominal büyüme kaydetmiştir. Haziran ayı yıllık tüketici enflasyonu dikkate alındığında sektör reel olarak yaklaşık %4 daralmıştır. Türkiye Sigorta da reel olarak gerilemiş, ancak daralma sektörün altında kalmıştır; aradaki fark pazar payı kazanımını yansıtmaktadır. Bu, sektörün son yıllardaki büyüme görüntüsünün büyük ölçüde fiyat etkisi olduğunu göstermektedir. Nominal genişleme prim tutarlarını büyütmüş, ancak sigortalanan risk hacminde karşılık gelen bir artış yaratmamıştır.

Liderliğin anlamı fiyatlama gücü değildir

Bu tespit değerlendirmemiz açısından belirleyicidir. Pazar liderliği çoğu sektörde marj üstünlüğünün kaynağı sayılırken, sigorta sektöründe ise ürün büyük ölçüde standart, fiyat ise rekabet ve düzenleme tarafından sıkıştırılmıştır. Zorunlu trafik sigortası tarife düzenlemeye tabidir, kasko ve sağlıkta fiyat rekabeti yoğundur.

Dolayısıyla bir sigorta şirketinin emsallerinden ayrışması fiyatlama gücünden değil, üç kanaldan birinden gelir: i) hangi branşlarda faaliyet gösterdiği, ii) primi hangi maliyetle topladığı ve iii) topladığı fonu nasıl değerlendirdiği. Raporun izleyen bölümleri bu üç eksenle sırasıyla ele almaktadır.

Branş dağılımı sektörle şirket arasındaki ilk ayrışma noktasıdır

Şirketin dağılımı sektörün neredeyse tersidir. Bu fark tesadüf değil, kanal yapısının sonucudur: oto branşları ağırlıklı olarak acente kanalıyla satılmakta, oto dışı branşlarda ise banka ve kurumsal kanallar belirleyicidir.

Branş grubu	Sektör payı	TURSG payı
Oto branşları	39,5%	19,3%
Oto dışı	37,4%	69,4%
Sağlık	23,1%	11,3%
TOPLAM	100,0%	100,0%

Türkiye Sigorta

Sektör

Penetrasyon açığı hayat tarafındadır

Penetrasyon açığı hayat tarafındadır; hayat penetrasyonu yalnızca %0,38.

Türkiye sigortacılık sektörüne ilişkin en yaygın yatırım argümanlarından biri penetrasyon açığıdır: prim üretiminin milli gelire oranı gelişmiş ülkelerin belirgin biçimde gerisindedir ve yakınsama beklenmektedir. Fakat bu argümanı Türkiye Sigorta için kullanmıyoruz, çünkü açığın bulunduğu yer şirketin faaliyet alanı değildir.

Türkiye Sigorta Birliği verilerine göre Türkiye’de toplam sigorta penetrasyonu %2,62 seviyesindedir ve bunun yalnızca %0,38’lik bölümü hayat sigortalılarından gelmektedir. Geri kalan kısım hayat dışı branşlara aittir ve gelişmiş ülkelerin hayat dışı normlarına kıyasla ciddi bir açık göstermemektedir. TSB’nin 2030 için belirlediği stratejik hedef %4,7’dir.

Türkiye Sigorta fiilen tamamen hayat dışı bir şirkettir.

Türkiye Sigorta fiilen tamamen hayat dışı bir şirkettir. Hayat ve emeklilik faaliyetleri yalnızca Türkiye Hayat ve Emeklilik’teki %7,36’lık azınlık payı üzerinden temsil edilmektedir. Penetrasyon yakınsaması gerçekleşirse asıl kazananlar hayat sigortası ve bireysel emeklilik şirketleri olacaktır.

Sektör büyümesi tezimizin dayanağı değildir

Görüşümüz sektörün genişlemesine değil, Şirket’in sektör içindeki konumuna dayanmaktadır.

Değerlememiz sektörün olağanüstü büyüyeceği varsayımına dayanmamaktadır. Şirket’in terminal reel prim büyümesini %3,0, sektör büyümesini %3,5 olarak alıyoruz; yani Şirket’in sınırlı ölçüde pazar payı kaybettiğini varsayıyoruz. Görüşümüz sektörün genişlemesine değil, Şirket’in sektör içindeki yapısal konumuna dayanmaktadır.

Sektörün en hızlı büyüyen branşı tarımdır

2026’nın ilk yarısında sektörün toplam prim üretimi %26 artarken, tarım sigortaları %82 ile en hızlı büyüyen branş olmuştur. Türkiye Sigorta bu branşta %51 pazar payı ile açık ara lider konumdadır; tarım primleri 26,6 milyar TL ile portföyünün %28’ini oluşturmakta, bu oran bir yıl önce %22 seviyesindeydi.

Şirket’in genel zararlar branşındaki saklama oranı %13 dolayındadır; yani ürettiği primin yaklaşık %87’sini reasüröre devretmektedir. Komisyon oranı ise eksi %2’dir – reasürans komisyon gelirleri poliçe edinim maliyetlerini aşmaktadır. Şirket bu branşta ağırlıklı olarak risk taşıyarak değil, dağıtım ağı ve komisyon yapısı üzerinden kazanmaktadır. Kârlılığın sürdürülebilirliği bu nedenle yalnızca kendi teknik performansına değil, reasürans anlaşmalarının şartlarına da bağlıdır.

Sağlık: bilinçli geri çekilme

Sağlık branşında sektör %35 büyüyerek 145 milyar TL’ye ulaşmıştır. Türkiye Sigorta ise %13 büyümüş, sağlık primlerinin portföy içindeki payı %13’ten %11’e gerilemiştir; Şirket bu branşta %7 payla beşinci sıradadır.

Geri çekilme kârlılık verisiyle birlikte okunmalıdır. Branş 2025’in ilk yarısında 2,1 milyar TL teknik kâr üretirken 2026’nın ilk yarısında 0,3 milyar TL zarara geçmiş, portföy genelindeki teknik kâr artışına rağmen tek başına 2,4 milyar TL’lik olumsuz katkı yaratmıştır. Bozulmanın kaynağı fiyat-maliyet makasıdır: poliçe fiyatları yıllık olarak yenilenmekte, hasar maliyetleri ise dönem içinde gerçekleşmektedir. İzlenen yol, zarar edilen kurumsal grup poliçelerinden çıkmak ve bireysel tamamlayıcı sağlık ürünlerine ağırlık vermektir; bireysel tamamlayıcı sağlık sigortalı adedi bir yılda %32 artmıştır. Prim üretimindeki yavaşlama bu nedenle bir pazar payı kaybı değil, portföy temizliğinin sonucudur.

Türkiye Sigorta

Sektör

Sektörün en büyük branşı sürekli teknik zarar üretmektedir

Oto branşları sektör prim üretiminin en büyük bloğunu oluşturmakta, bunun üçte ikisi kara araçları sorumluluk branşına ait bulunmaktadır. Bu branşın ağırlıklı bölümünü tarifesi düzenlemeye tabi zorunlu trafik sigortası oluşturmakta, dolayısıyla fiyatlama şirket kontrolünde değildir.

Türkiye Sigorta'nın bu bloktaki konumu sektörden belirgin biçimde ayrılmaktadır ve bu bir tercihtir.

Ayrışma karlılık verilerinde karşılığını bulmaktadır

	Zorunlu trafik (KAS)	Kasko	Oto bloğu
TURSG pazar payı	5,0%	12,1%	
Sektör sıralaması	8	2	
Bileşik oran 1Y25	152%	82%	
Bileşik oran 1Y26	120%	86%	
Teknik sonuç 1Y26 (mn TL)	-1.055	3.908	2.853
Portföy payı 1Y26	9,0%	10,0%	19,0%

Sektörün en büyük branşında (oto) düşük pay, teknik kârlılığın kaynaklarından biridir.

Zorunlu trafikte iyileşme belirgin olmakla birlikte branş hâlâ kârlılık eşiğinin üzerindedir; hasar oranı %136'dan %104'e gerilemiş, fakat %100'ün üzerinde kalmıştır. Yani branş gider ve komisyon hesaba katılmadan dahi zarar üretmektedir. Kaskodaki kârlılık zorunlu trafikteki zararı fazlasıyla karşılamakta, oto bloğu bütününde teknik kâr oluşturmaktadır.

Otoda sınırlı konum bir tercihtir

Oto branşlarının sektör genelinde kronik zarar üretmesi, bu alanda ölçek büyütmenin kârlılığa katkı sağlamayacağı anlamına gelmektedir. Şirket'in oto dışı ağırlıklı yapısı dağıtım kanalının doğal sonucudur; bankasürans kanalı yangın, tarım ve kaza gibi branşlarda etkin çalışırken, oto branşları ağırlıklı olarak acente kanalıyla satılmaktadır.

Bununla birlikte, düşük oto payının bir maliyeti de vardır. Oto branşları sektörün en büyük ve müşteri erişimi en yaygın alanıdır; bu alandaki sınırlı konum, çapraz satış imkânlarını ve müşteri tabanının genişliğini kısıtlamaktadır.

Değerlendirmemiz

Üç branş, Şirket'in risk taşıma biçimini birbirinden farklı gösteriyor: tarımda risk büyük ölçüde reasüröre devredilirken, sağlıkta Şirket'in bilançosunda kalmakta, otoda ise sınırlı konumlanma tercihiyle hiç üstlenilmemektedir. Ortak nokta büyümenin yönüdür. Şirket sektörün en hızlı büyüyen iki alanında da sektörün gerisinde kalmaktadır. Tarımdaki pay kaybı bir tercih değil, sağlıktaki çekilme ve otodaki sınırlı konum ise bilinçli seçimlerdir. Portföy temizliğinin ne zaman tamamlanacağı ve tarımdaki liderliğin korunup korunmayacağı izlenmesi gereken başlıklardır.

Türkiye Sigorta

Sektör

Teknik sonuç yatırım gelirinden arındırıldığında sektör zarardadır

Hayat dışı sigortacılık sektörü 2026'nın ilk yarısında 75,8 milyar TL teknik bölüm dengesi açıklamıştır. Bu rakam ilk bakışta karlı bir sektör görüntüsü vermektedir; ancak içinde teknik olmayan bölümden aktarılan 121,2 milyar TL yatırım geliri bulunmaktadır. Yatırım geliri arındırıldığında sektörün ilk yarı teknik sonucu **45,4 milyar TL zarardadır**.

Bu durum, sektörün yapısal durumunu özetlemektedir. Sigortacılık faaliyeti kendi başına para kaybetmekte, açık portföy gelirleriyle kapatılmaktadır.

Bileşik oran farkı 21,6 puan seviyesindedir

Sektörün 2026'nın ilk yarısında bileşik oranını %109,6 olarak hesaplıyoruz.

Oran	Sektör	TURSG	TURSG avantajı (puan)
Hasar oranı	%80,8	%66,0	14,8
Komisyon oranı	%15,2	%11,0	4,2
Masraf oranı	%13,7	%12,0	1,7
BİLEŞİK ORAN	%109,6	%88,0	21,6

Fark her üç kalemdede görülmekte, ancak ağırlığı hasar tarafındadır. 21,6 puanlık toplam farkın 14,8 puanı hasar, 4,2 puanı komisyon, 1,7 puanı masraf oranından gelmektedir. Bu, önceki sayfalarda ele aldığımız branş bileşimiyle doğrudan ilişkilidir. Sektörün prim üretiminin %39'unu oluşturan oto branşları kronik zarar üretmekte; Türkiye Sigorta'nın bu bloktaki payı ise %19'da kalmaktadır.

Komisyon oranındaki 4,2 puanlık fark ise dağıtım yapısının sonucudur. Acente kanalı komisyon maliyeti taşıırken, banka kanalı ve yüksek oranda reasüre edilen branşlar bu maliyeti düşürmektedir.

Dezenflasyon sektörün kar modelini doğrudan etkilemektedir

Sektörün karlılığı yatırım gelirine bağımlı olduğu için, faiz oranlarındaki gerileme sektör genelinde doğrudan bir karlılık kaybı anlamına gelmektedir. Teknik tarafta 45,4 milyar TL zarar üreten bir yapıda, portföy getirisindeki her düşüş net kara yansımaktadır.

Bu noktada Türkiye Sigorta'nın konumu ayrılmaktadır. Şirket 2026'nın ilk yarısında yatırım geliri hariç 4,9 milyar TL safi teknik kar üretmiştir; sektör aynı dönemde teknik zarardadır. Dolayısıyla dezenflasyon Şirket'in de yatırım gelirini azaltacak, fakat sektörden farklı olarak kaybı telafi edecek bir teknik karlılık mevcuttur.

Değerlendirmemize göre dezenflasyon süreci sektör içinde bir ayrışma yaratacaktır. Teknik karlılığı olan şirketler görece korunacak, portföy gelirine dayanan şirketler baskı altında kalacaktır.

Sektör yatırım geliri hariç 45,4 milyar TL teknik zarar üretmektedir.

Bileşik oran farkının üçte ikisi hasar tarafından gelmektedir.

Dezenflasyon sektör içinde ayrışma yaratacaktır.

Türkiye Sigorta

Sektör

Sektörde satış, acente kanalı üzerinden yürümektedir

Hayat dışı sigortacılıkta dağıtım büyük ölçüde acente ağı üzerinden yürümektedir. 2026'nın ilk yarısında sektörün 629,0 milyar TL'lik prim üretiminin %55,7'si acenteler, %17,2'si brokerler, %13,9'u bankalar ve %11,2'si şirket merkezleri aracılığıyla gerçekleştirilmiştir.

Türkiye Sigorta'nın kanal bileşimi bu yapıdan temelden farklıdır. Banka kanalının payı %47,0, acente kanalının payı ise %22,6 seviyesindedir. Yani Şirket'in bankasürans payı sektör ortalamasının yaklaşık 3,4 katıdır ve dağıtımın ağırlık merkezi sektörün tam tersi yöndedir.

Şirket'in bankasürans payı sektör ortalamasının 3,4 katıdır.

Kanal	Sektör	TURSG	Kat (TURSG ÷ Sektör)
Merkez	%11,2	%18,0	1,61x
Acente	%55,7	%22,6	0,41x
Banka	%13,9	%47,0	3,39x
Broker	%17,2	%12,4	0,72x
Diğer	%2,1	%0,0	
TOPLAM	%100,0	%100,0	

Bankasürans normalde bir hayat kanalıdır

Kanal verisinin ortaya koyduğu ikinci nokta, Şirket'in konumunu daha da belirgin kılmaktadır. Bankasürans Türkiye'de esas olarak hayat sigortalarının kanalıdır: hayat branşlarında banka payı %72,7 iken, hayat dışında %13,9'da kalmaktadır. Bunun nedeni yapısaldır – banka kredilerine bağlı hayat ürünleri şube ağına doğal olarak satılmakta, hayat dışı ürünler ise büyük ölçüde acente ilişkisi gerektirmektedir. Türkiye Sigorta fiilen tamamen hayat dışı bir şirket olmasına rağmen kanal profili hayat dışı sektörün değil, hayat grubu yapısına daha yakındır.

Bankasürans normalde bir hayat kanalıdır; Şirket hayat dışı bir şirket olarak bu profile sahiptir.

Farkın kaynağı ortaklık yapısıdır

Bu erişim ticari bir dağıtım anlaşmasının sonucu değil ortaklık yapısının doğal uzantısıdır ve avantajı kalıcı kılan unsurdur. Ticari bankasürans anlaşmaları belirli sürelerle yapılır, yenilenmesi rekabete açıktır ve genellikle yüksek peşin ödeme gerektirir. Şirket'in kanal erişimi bu tür bir sözleşmeye dayanmadığı için süre kısıtı veya yenilenme riski taşımamaktadır; buna karşılık erişimin ekonomisi sabit değildir, komisyon yapısındaki bir değişiklik Şirket'i sektörden daha fazla etkiler.

Kanal avantajı iki yerde sonuca dönüşmektedir

Maliyet. Banka kanalı acente kanalından düşük komisyon maliyetiyle çalışmaktadır. Şirket'in komisyon oranı 2026'nın ilk yarısında %11, sektörde ise %15,2 seviyesindedir. Aradaki 4,2 puanlık fark, önceki sayfada belirttiğimiz 21,6 puanlık bileşik oran ayrışmasının beşte birini açıklamaktadır.

Branş bileşimi. Kanal, hangi ürünlerin satılabildiğini de belirlemektedir. Zorunlu trafik sigortasında banka kanalının sektör payı yalnızca %1,6, acente payı %79,2'dir. Buna karşılık yangın, tarım ve kaza branşları kredi ve mevduat ilişkisiyle birlikte satılabilmektedir.

Raporun izleyen bölümünde Şirket'i bu çerçevede içinde ayrıntılı olarak ele alıyoruz. Ortaklık yapısı ve dağıtım ağı, branş karmaşı ve teknik kârlılık, yatırım portföyünün oluşumu, sermaye yapısı ve değerlendirme.

Türkiye Sigorta

Şirket



■ TVF Finansal Yatırımlar ■ Halka açık

Sermayenin %76,10'u tek ortakta. Temettü kararı fiilen tek ortağın tercihidir.

Ortaklık yapısı

Türkiye Sigorta'nın 20 milyar TL'lik ödenmiş sermayesinin %76,10'u TVF Finansal Yatırımlar A.Ş.'ye aittir; kalan %23,90'luk pay Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. TVF Finansal Yatırımlar'ın tamamı Türkiye Varlık Fonu'nun mülkiyetindedir. Sermaye, Haziran 2026'da bedelsiz artırımla 10 milyar TL'den 20 milyar TL'ye çıkarılmıştır.

TVF Finansal Yatırımlar, Mayıs 2026'da sermayenin %5'ine karşılık gelen payı hızlandırılmış talep toplama yöntemiyle yurt dışı kurumsal yatırımcılara satmış, halka açıklık oranı %18,9'dan %23,9'a yükselmiştir.

Sermayenin dörtte üçünden fazlasının tek ortakta toplanması, temettü kararını fiilen tek ortağın tercihi hâline getirir.

Dağıtım ağı

30 Haziran 2026 itibarıyla Türkiye Sigorta, 12 acente ve 11 bankasürans bölge müdürlüğü üzerinden yaklaşık 6 milyon müşteriye hizmet vermektedir.

Dağıtım ağına son iki yıldaki hareketi, dağıtımın bir büyüme motoru değil bir stok olduğunu göstermektedir.

	Haziran 2024	Haziran 2026	Değişim
Banka şubesi	4.925	4.952	+0,5%
Acente	3.677	3.895	+5,9%
Broker	134	167	+24,6%
Doğrudan satış ekibi	347	329	-5,2%
Toplam çalışan	1.602	1.533	-4,3%
Müşteri (mn)	6,2	6,0	-3,2%

Buna karşılık prim üretimi son bir yılda yalnızca %29,6 artmıştır. Şirket'in bankasürans üstünlüğü genişleyen bir şube ağından değil, mevcut şube ağına yoğun kullanılmasından gelmektedir.

İştirakler

Şirketin iştirak portföyü 30 Haziran 2026 itibarıyla 12,4 milyar TL taşınan değere sahiptir ve bunun %78'i Türkiye Hayat ve Emeklilik payından oluşmaktadır.

İŞTİRAKLER (30.06.2026)				
İştirak	Pay %	Değer (mn TL)	Portföy payı	Yöntem
Türkiye Hayat ve Emeklilik	7,36	9.658,98	%78,1	GUD
Türk P&I Sigorta	50,00	2.680,75	%21,7	GUD
OSEM Sertifikasyon	100,00	18,22	%0,1	Maliyet
Diğer bağlı menkul kıymetler		16,22	%0,1	Maliyet
TOPLAM		12.374,17	%100,0	

GUD 16.01.2026 tarihli değerleme çalışmasına dayanmakta olup 30.06.2026'da yeniden ölçülmemiştir.

Türkiye Sigorta

Şirket

İyileşme iki branştan geliyor

Şirket'in bileşik oranı 2026'nın ilk yarısında %97'den %88'e gerilerken, son on çeyrekten %100'ün altında kalmıştır. Branş kırılımına inildiğinde, altı ana branşın yalnızca ikisinde bileşik oran düzelmiş, dördünde bozulmuştur.

BRANŞ BİLEŞİK ORANI (% kümüle)				Değişim (puan)
Branş	Portföy payı	6A25	6A26	
Genel Zararlar	%35	%112	%46	-66
Trafik (KAS)	%9	%152	%120	-32
Yangın & Doğal Afetler	%24	%45	%52	+7
Kaza	%4	%56	%64	+8
Kasko	%10	%82	%86	+4
Sağlık	%11	%109	%113	+4
Diğer (oto-dışı)	%7	—	—	—
Konsolide bileşik oran		%97	%88	-9

(Konsolide oran üstteki branşların ağırlıklı ortalaması değildir. Portföy payları brüt yazılan prim, bileşik oranlar ise kazanılmış prim bazlıdır. Branş bazında saklama oranları birbirinden çok farklı olduğu için satırlardan alınacak ağırlıklı ortalama konsolide orandan belirgin biçimde sapar.)

Dokuz puanlık toplam iyileşmenin tamamı genel zararlar ve trafikten gelmektedir. Trafikteki 32 puanlık iyileşme ise tarifesi düzenlemeye tabi bir branşta fiyat düzeltmesinin gecikmeli yansımasıdır. Şirket'in kendi açıklamasına göre genel zararlardaki düzelmenin kaynağı, on yılda bir görülen don felaketinin yarattığı yüksek bazın normalleşmesidir.

Kârın kaynağı iki branşta toplanmıştır

Teknik kârın bileşimi de yoğunlaşmıştır. Yangın ve doğal afetler 5.819 milyon TL ve genel zarar 4.960 milyon TL ile en büyük teknik kâr kalemleridir. Bu iki branş toplam teknik kârın yaklaşık üçte ikisini üretmektedir. Buna karşılık Şirket'in riski büyük ölçüde kendi bilançosunda taşıdığı sağlık ve trafik branşları, sırasıyla 309 ve 1.055 milyon TL teknik zarar üretmektedir.

Bileşik oranı en düşük branş olan genel zararlarda Şirket priminin yalnızca %13'ünü kendi üzerinde tutmakta, komisyon oranı ise eksi %2'de gerçekleşmektedir; buradaki kâr risk taşımaktan değil, reasürans komisyon yapısından gelmektedir. Şirketin riski fiilen üstlendiği branşlarda bileşik oran %100'ün üzerindedir. Ayrıca şirketin açıkladığı 16.451 milyon TL'lik toplam teknik kârın 11.557 milyon TL'si teknik olmayan bölümden aktarılan yatırım geliridir. Sigortacılık faaliyetinden gelen safi teknik kâr 4.894 milyon TL'dir.

Terminal varsayımımız

Tahminlerimizde bileşik oranı 2026 geneli için %91,5, orta vadede %94,75 olarak öngörüyoruz. Varsayımımız, oto dışı ağırlığın ve ölçek büyümesinin kalıcı bir yapısal kazanım sağladığı görüşüne dayanıyor.

Genel zararlar branşında saklama %13. Kâr risk taşımaktan değil komisyondan geliyor.

Türkiye Sigorta

Şirket

Portföy kaynağı

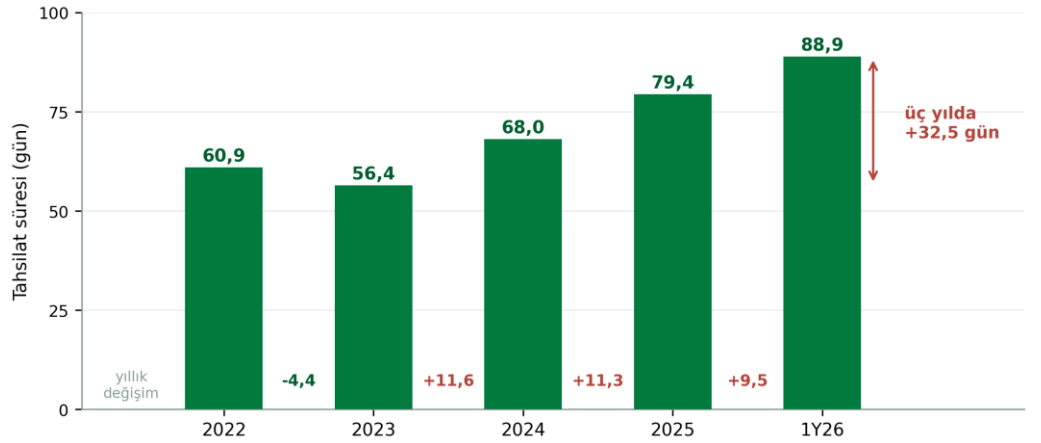
Sigorta şirketinin yatırım portföyü, primi bugün tahsil edip hasarı sonra ödemesinden doğar; ara zamandaki para şirketin bilançosunda tutulur ve yatırım portföyünde değerlendirilir. Türkiye Sigorta'nın 30 Haziran 2026 itibarıyla 88,4 milyar TL'lik net portföyünün kaynağı bu mekanizmadır. 73,3 milyar TL teknik karşılık ve 61,1 milyar TL özkaynak, esas faaliyetlerden alacaklar ve işletme nakdi düşüldükten sonra portföye dönüşmektedir. Portföyün teknik karşılık, özkaynak ve finansal borç toplamına oranı %59'dur.

Portföyün kaynağı sermaye değil, henüz ödenmemiş hasarlardır.

Portföyün bir bölümü ayrıca borçlanma yoluyla finanse edilmekte olup şirket yatırım getirisini bu bölümü hariç tutarak açıklamaktadır.

Tahsilat mekanizması

Prim tahsil edilene kadar para portföyde değil, poliçe sahibindedir. Bu nedenle esas faaliyetlerden alacaklar portföyü eksiltten bir kalemdir ve tahsilat süresinin uzaması olumsuz bir durumdur.



2026'nın ilk yarısında esas faaliyetlerden alacaklar %60 artarken brüt prim üretimi %30 artmıştır. Alacak bakiyesi prim hızında büyüseydi bugün yaklaşık 10 milyar TL daha fazla kaynak portföyde olacaktı. Şirketin bu alanda açıklanmış bir iyileştirme programı bulunmadığından, tahminlerimizde bu süreyi 88,9 gün olarak yatay varsayıyoruz. Bu, tahsilat performansını hem katalizör hem risk olarak değerlendirmemizin sebebidir. Sürenin 75 güne inmesinin hisse başına yaklaşık 1,08 TL değer üreteceğini hesaplıyoruz; sürenin uzaması ise simetrik biçimde değer götürür.

Tahsilat bozulması hem katalizör hem risk; değerlemenin en hassas girdilerinden biri.

Portföy getirisi ve dezenflasyon

Portföy getirisi 1Y25'teki %42 seviyesinden 1Y26'da %35'e gerilemiştir. Bu durum faiz oranlarındaki gerilemenin bir yansımasıdır.

Tahminlerimizde portföyün getirisini iki yıllık gösterge tahvil faizine çapalıyoruz. Bu tercih varlık kompozisyonundan değil, gerçekleştirmelerden türetilmiştir: fiili brüt portföy getirisinin iki yıllık gösterge faizin dönem ortalamasına oranı 2024'te 0,98, 2025'te 0,95 ve 2026'nın ilk yarısında 0,99 olarak gerçekleşmiştir. Terminal varsayımımız 1,00'dir. Dezenflasyon portföy getirisini düşürürken yükümlülük tarafını da nominal olarak yavaşlatır; bu nedenle etkinin tamamı kârlılığa yansmaz. Ancak sermaye maliyeti de aynı yönde gerilediği için portföy getirisindeki düşüş, fazla sermayenin taşıdığı değer kaybını ortadan kaldırmaz; fazla sermaye değerlememizde defter değerinin altında kalmaya devam eder.

Türkiye Sigorta

Değerleme

Sektörde sermaye yeterliliği iki farklı eşikle sınırlanmaktadır

Sigorta şirketleri için sermaye yeterlilik oranı iki ayrı seviyede bağlayıcıdır. Yasal asgari eşik %115 seviyesindedir. Bu seviyenin altında inen şirket düzenleyici müdahaleye tabi olur. İkinci eşik ise %135 seviyesidir. Şirketin kar dağıtımını yapabilmesi için asgari %135 sermaye yeterlilik oranına sahip olması gerekmektedir. Yani şirket faaliyetini sürdürebilecek sermayeye sahip olabilir fakat temettü ödeyebilmek için ilave bir tampon taşımak zorundadır.

Türkiye Sigorta'nın sermaye yeterlilik oranı 2026'nın ilk yarısı itibarıyla %213 seviyesinde bulunmaktadır. Her iki eşik de belirgin şekilde üzerinde olan Şirket'in sermaye yeterlilik oranı dağıtım eşiklerinin 78 puan üzerindedir.

Dağıtım eşik değeri değerlememizin yapısal ayrımını belirlemektedir

Bu iki eşikten ikincisi bizim için doğrudan analitik önem taşımaktadır. Değerlememizde Şirket'in özkaynağını iki parçaya ayırıyoruz: dağıtım eşikini karşılamak için gereken çekirdek sermaye ve bunun üzerinde kalan fazla sermaye. Ayrımın gerekçesi kârlılık farkıdır; terminal dönemde çekirdek sermaye sigortacılık faaliyetini destekleyerek sermaye maliyetinin üzerinde getiri üretmekte (%27,3'e karşılık %20,3), fazla sermaye ise yatırım portföyünde kalarak sermaye maliyetinin altında getiri sağlamaktadır (terminal portföy getirisi %15,0, vergi sonrası %10,5).

Bu ayrım nedeniyle iki sermaye parçası farklı çarpanlarla değerlendirilmektedir. Eşik seviyesinin kendisi bu nedenle bir değerlendirme parametresidir. Çekirdek sermaye tanımı %135 yerine %150 kabul ettiğimizde türetilmiş F/DD çarpanı 2,46x'ten 2,12x'e gerilemektedir.

Sermaye fazlası üstünlük değil, seçim alanıdır

Türkiye Sigorta'nın %213 seviyesinde bulunan sermaye yeterlilik oranı, sermayenin Şirket için bağlayıcı bir kısıt olmadığı anlamına gelmektedir. Büyümeyi finanse etmek, kar dağıtmak ve portföyde tutmak seçenekleri arasında serbestçe tercih yapabilecek durumdadır.

Dolayısıyla Şirket'in yüksek sermaye yeterliliğini bir üstünlük olarak değil, bir seçim alanı olarak değerlendiriyoruz. Değerlememizde fazla sermayeyi defter değerinin 0,52 katıyla değerlendiriyoruz. Bu oran vergi sonrası portföy getirisinin sermaye maliyetine bölünmesiyle bulunmaktadır (%10,5 / %20,3). Maliyetinin yarısı kadar getiren sermaye, defterinin yarısı kadar değer taşımaktadır.

Yasal eşik faaliyet iznini, dağıtım eşik temettü kapasitesini belirlemektedir.

Eşik seviyesi bir düzenleme detayı değil, değerlendirme parametresidir.

Sermaye fazlası bir üstünlük değil, bir seçim alanıdır.

Türkiye Sigorta

Değerleme

Artık Gelir Yöntemi

Değerlememizi artık gelir yöntemiyle kuruyoruz. Model 30 Haziran 2026 bilançosunu başlangıç almakta, tahmin dönemi boyunca sermaye maliyetinin üzerinde üretilen kâr bugüne indirgemektedir. Açık tahmin dönemi 2035 sonuna kadar uzanmaktadır. İştirak portföyü işletme defterinden çıkarılarak 12,4 milyar TL gerçeğe uygun değeriyle ayrıca eklenmektedir.

Tek aşamalı temettü indirgeme modelini kullanmıyoruz. Sabit durumda büyüme, özkaynak kârlılığı ile dağıtılmayan kâr payının çarpımına eşittir. Şirketin mevcut %15'lik dağıtım oranı sürdürülseydi, terminal çekirdek kârlılığımızla birleştiğinde büyüme %22,3'e çıkar ve terminal sermaye maliyetimiz olan %20,3'ün üzerine geçerdi. Bu durum, Gordon formülünün paydasını negatife düşürmektedir. Bu nedenle terminal değeri tek bir büyüme oranı üzerinden değil, sermayeyi çekirdek ve fazla olarak ayırıp her birini kendi ekonomisiyle değerleyerek kuruyoruz.

Terminal varsayımlar

Terminal dönemde enflasyonu %12,1, reel faizi 3,65 puan alıyoruz (Şeker Yatırım makro tahmin seti). Risksiz faiz oranı bu duruma göre %15,75'tir. Düzeltilmiş beta 0,822 ve %5,5 özsermaye risk primiyle terminal sermaye maliyeti %20,3 seviyesindedir.

Açık dönemde dağıtım oranını kademeli yükseltiyoruz: 2028'den itibaren %28, %40 ve %52'ye çıkararak sermaye fazlasının erimesini sağlıyoruz. Terminal dönemde ise sermaye tabanını prim üretimine çapalıyoruz; defter büyümesinin prim büyümesiyle uyumlu kalmasını garanti etmek için temettüyü ayrı bir varsayım olarak değil, hesabın sonucu olarak bırakıyoruz.

TERMİNAL VARSAYIMLAR

Varsayım	Değer	Kaynak
Kısa vadeli gösterge (2Y)	15,0% = risksiz faiz – vade primi	
TERMİNAL REEL PRİM BÜYÜMESİ	3,0% = sektör büyümesi + fark	
Nominal prim büyümesi (g)	15,5% = (1 + enflasyon) × (1 + reel büyüme) – 1	
Terminal bileşik oran	94,75%	
Kurumlar vergisi	30,0%	
Gerekli sermaye / Brüt prim	17,0% 2026/06 fiili sermaye yeterliliğinden kalibre	
Dağıtım eşiği (SYR)	135,0% Temettü dağıtımı için düzenleyici asgari	
Hedef sermaye yeterlilik oranı (SYR)	175,0% Terminal defter patikasının çapası	

mın TL	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	Terminal
Başlangıç işletme defteri	48.682	60.613	85.562	110.445	136.419	160.761	192.477	226.629	262.531	299.277	335.768
Çekirdek net kâr	11.931	28.756	32.934	39.148	44.699	51.902	56.325	59.683	69.752	80.411	
Sermaye maliyeti (%)	34,7	30,9	28,7	26,8	24,9	23,8	21,9	20,0	20,1	20,3	20,3
(–) Sermaye maliyeti (mın TL)	8.090	19.821	24.967	29.719	33.666	38.219	42.149	45.377	52.891	60.667	
(=) ARTIK GELİR	3.841	8.935	7.967	9.429	11.033	13.683	14.176	14.306	16.860	19.745	
(=) TERMİNAL ARTIK DEĞER											360.999
(=) BUGÜNKÜ DEĞER	3.421	6.554	4.471	4.121	3.816	3.478	2.956	2.485	2.438	2.374	43.402
TOPLAM BUGÜNKÜ DEĞER	36.114										43.402

2026 kolonu 30.06.2026 sonrası dönemi kapsamaktadır. Artık gelir 2026-2030 için çeyreklik, 2031-2035 için yıllık hesaplanmış, tabloda yıllık toplanmıştır. Sermaye maliyeti satırı dönem sonu yıllık orandır, TL tutarlar çeyreklik hesaplardan toplanmıştır; satırların doğrudan çarpımı tabloya eşit çıkmaz.

Terminal artık değer, 2035 sonu işletme defterinin çarpanlarla değerlendirilmiş halinden defter değeri düşülerek bulunmuştur (çekirdek 268,6 milyar × 2,46x + fazla 67,2 milyar × 0,52x – 335,8 milyar) ve aynı iskonto faktörüyle bugüne indirgenmiştir.

Türkiye Sigorta

Değerleme

Çarpanın Oluşumu

Terminal dönemde **gerekli sermaye üzerinde üretilen çekirdek özkaynak kârlılığı** %27,3, sermaye maliyeti ise %20,3'tür. Aradaki 7,0 puanlık fark, **çekirdek sermayeye** uyguladığımız 2,46x türetilmiş F/DD çarpanını üretmektedir.

Çekirdek sermayeye 2,46x, fazla sermayeye 0,52x. Defterin değerinin tamamı 2,08x.

2035 işletme defteri — 335,8 mlr TL

Çekirdek sermaye 268,6 mlr TL · %80	Fazla sermaye 67,2 · %20
↓	↓
× 2,46x	× 0,52x
Sermaye maliyetinin ÜZERİNDE getiri	Sermaye maliyetinin ALTINDA getiri (%10,5)

Defterin tamamına karşılık gelen harmanlanmış F/DD: 2,08x

Bu çarpan yalnızca **gerekli sermayeye uygulanmaktadır**. Fazla sermaye, vergi sonrası getirisi (%10,5) sermaye maliyetinin altında kaldığı için 0,52x ile değerlendirilmekte, defterin tamamına karşılık gelen harmanlanmış çarpan 2,08x olarak gerçekleşmektedir.

Değer Bileşenleri

Değerleme çalışmamız sonucunda Türkiye Sigorta için 12 aylık hedef pay fiyatımızı 9,20 TL olarak belirliyoruz. Hedef fiyatımız 8 Eylül 2026 tarihli kapanış fiyatına göre %47,4 yükseliş potansiyeline işaret ederken, Türkiye Sigorta'yı "AL" önerisiyle araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.

30 Haziran 2026 itibarıyla hesapladığımız özkaynak değeri 140,6 milyar TL'dir. Bu değer bileşenleri şöyledir;

Değer Köprüsü (mın TL)	Değer	Payı
Başlangıç işletme defteri (özkaynak – iştirak)	48.682	%34,6
(+) Açık dönem artık geliri, bugünkü değer	36.114	%25,7
(+) Terminal değer, bugünkü değer	43.402	%30,9
(=) İşletme değeri	128.198	%91,2
(+) İştirak portföyü (parçaların toplamı)	12.374	%8,8
(=) HEDEF ÖZSERMAYE DEĞERİ (mın TL)	140.572	%100,0

Hedef fiyat	Değer
30.06.2026 değerlemesi (TL/hisse)	7,03
(+) Sermaye maliyetiyle 12 ay ileri taşıma (%33,8)	2,38
(-) 12 aylık dönem içinde beklenen temettü (TL/hisse)	-0,19
12 AYLIK HEDEF FİYAT (TL)	9,20
Kapanış fiyatı (TL)	6,24
Yükseliş potansiyeli	%47,4

Değerin yaklaşık %60'ı bugün var olan defterden ve açık tahmin döneminden geliyor; terminal varsayımına dayanan bölüm azınlıkta.

Türkiye Sigorta

Değerleme

Duyarlılık

Değerlememizin dayandığı varsayımların her birinin hisse başına etkisini ayrı ayrı ölçüyoruz. Her ölçüm, baz modelde yalnızca ilgili varsayım değiştirilip modelin tamamen yeniden hesaplanmasıyla yapılmaktadır. En hassas girdi sermaye maliyetidir: özsermaye risk primindeki bir puanlık artış hisse başına 1,13 TL değer kaybına karşılık gelmektedir. Bunu terminal vade primi (0,89 TL), tahsilat süresi (on bir günlük uzama için 0,87 TL) ve terminal bileşik oran (0,82 TL) izlemektedir.

Kalıcı enflasyondaki bir puanlık düşüş hisse başına 0,30 TL değer kaybettirmektedir; yönü sezgiye ters olduğu için ayrıca ölçüyoruz.

Senaryo	Değişim büyüklüğü	12A hedef (TL)	Yükseliş potansiyeli
BAZ	—	9,20	%47,4
Terminal bileşik oran %94,8 → %95,8 olursa	+1 puan	8,40	%34,6
Terminal reel faiz +1 puan artar	+1 puan	8,80	%41,0
Tahsilat süresi 2030'da 88,9 → 100 güne çıkar	+11,1 gün	8,30	%33,0
Üç riskin AYNI ANDA gerçekleşmesi	üçü birden	7,30	%17,0

Yukarıdaki ölçümler her varsayımı ayrı ayrı değiştirmektedir. Aşağıdaki tablo, değerlemenin en hassas iki girdisini birlikte oynatmaktadır: terminal bileşik oran ve terminal portföy getirisi. Bu ikisi Şirket'in iki kâr kaynağını temsil etmektedir. Terminal bileşik orandaki bir puanlık iyileşme hedef fiyatı yaklaşık %9, terminal portföy getirisindeki bir puanlık artış ise yaklaşık %10 yükseltmektedir.

		Terminal portföy getirisi				
Terminal bileşik oran		%17,0	%16,0	%15,0 (BAZ)	%14,0	%13,0
	%93,0	12,40	11,50	10,60	9,70	8,90
	%94,0	11,60	10,70	9,80	8,90	8,00
	%94,75 (BAZ)	11,00	10,10	9,20	8,30	7,40
	%95,5	10,40	9,50	8,60	7,70	6,80
	%97,0	9,20	8,30	7,40	6,50	5,60

Türkiye Sigorta

Özet Finansallar

ÖZET GELİR TABLOSU (mn TL)

	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Brüt yazılan prim	147.117	191.354	252.156	321.737	403.795	498.341	607.100	729.941	866.028	1.013.714	1.170.465
Kazanılmış primler	59.892	78.573	104.598	136.679	175.576	221.669	270.047	324.688	385.221	450.914	520.639
Teknik kâr	22.695	30.615	34.977	40.614	48.716	56.357	66.030	73.133	79.413	92.843	107.070
Brüt yatırım geliri	26.676	30.380	36.216	42.222	50.437	57.787	66.754	71.576	74.716	87.301	100.621
Net yatırım geliri	7.452	7.361	10.117	11.795	14.090	16.143	18.648	19.995	20.872	24.388	28.109
Vergi öncesi kâr	26.954	33.768	40.219	46.386	55.530	63.855	74.146	80.465	85.261	99.645	114.873
NET KÂR	19.425	25.382	28.756	32.934	39.148	44.699	51.902	56.325	59.683	69.752	80.411

ÖZET BİLANÇO VE SERMAYE (mn TL)

	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Yatırım portföyü	80.818	119.758	164.218	212.795	266.247	321.741	387.758	461.166	541.153	626.425	715.191
Teknik karşılıklar	66.608	86.974	120.212	159.894	206.130	258.794	315.273	379.065	449.737	526.432	607.834
Finansal borçlar	11.109	18.497	21.816	25.269	29.002	32.980	40.178	48.308	57.314	67.088	77.462
ÖZKAYNAK	51.605	72.987	97.936	122.819	148.793	173.135	204.851	239.004	274.905	311.652	348.142
Düzenleyici gerekli sermaye	25.005	32.524	42.858	54.684	68.631	84.701	103.186	124.064	147.194	172.296	198.938
Hedef çekirdek sermaye	43.758	56.916	75.001	95.697	120.104	148.226	180.575	217.113	257.590	301.518	348.142

ORANLAR

	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Brüt prim üretimi büyümesi	0,0%	30,1%	31,8%	27,6%	25,5%	23,4%	21,8%	20,2%	18,6%	17,1%	15,5%
Devredilen prim oranı (%)	49,2%	51,5%	49,2%	49,2%	49,2%	49,2%	49,2%	49,2%	49,2%	49,2%	49,2%
Bileşik oran (%)	97,06%	91,50%	93,00%	94,00%	94,38%	94,75%	94,75%	94,75%	94,75%	94,75%	94,75%
Portföy getirisi (%)	39,7%	30,3%	25,5%	22,4%	21,1%	19,7%	18,8%	16,9%	14,9%	15,0%	15,0%
Özkaynak kârlılığı (%)	48,4%	40,7%	33,6%	29,8%	28,8%	27,8%	27,5%	25,4%	23,2%	23,8%	24,4%
Sermaye maliyeti (%)		36,5%	31,8%	29,4%	27,5%	25,6%	23,8%	21,9%	20,0%	20,1%	20,3%
Sermaye yeterlilik oranı (%)	206,4%	224,4%	228,5%	224,6%	216,8%	204,4%	198,5%	192,6%	186,8%	180,9%	175,0%
Hisse başına kâr (TL)	0,97	1,27	1,44	1,65	1,96	2,23	2,60	2,82	2,98	3,49	4,02
Hisse başına temettü (TL)	0,10	0,15	0,19	0,40	0,66	1,02	1,01	1,11	1,19	1,65	2,20
Temettü verimi (%)	1,6%	2,4%	3,1%	6,5%	10,6%	16,3%	16,2%	17,8%	19,1%	26,4%	35,2%
F/K (x)	6,42x	4,92x	4,34x								
F/DD (x)	2,42x	1,71x	1,27x								

Özkaynak kârlılığı ortalama özkaynak üzerinden hesaplanmıştır ve değerlememizde kullandığımız terminal çekirdek kârlılığından (%27,3) farklıdır; çekirdek kârlılık yalnızca gerekli sermayenin ürettiği getiriyi ölçer.

Türkiye Sigorta

Emsal Karşılaştırması

Değerlememizi artık gelir yöntemiyle kuruyoruz; emsal çarpanları tezimize girdi oluşturmamaktadır. Aşağıdaki tabloyu yalnızca karşılaştırma imkanı sunmak amacıyla yer veriyoruz. Türk emsallerin yanına, benzer büyüklükte ve gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren dört bölgesel sigorta şirketine yer veriyoruz.

Emsal Karşılaştırması			
Şirket	F/K (x)	F/DD (x)	Özkaynak karlılığı (%)
Croatia Osiguranje (Hırvatistan)	20,49x	1,55x	7,9%
Zavarovalnica Triglav (Slovenya)	11,67x	1,40x	12,0%
Pozavarovalnica Sava (Slovenya)	14,45x	1,58x	15,6%
PZU (Polonya)	10,12x	1,90x	19,2%
Aksigorta	4,17x	1,28x	36,3%
Anadolu Sigorta	4,11x	1,15x	42,8%
MEDYAN (Türkiye Sigorta hariç)	10,89x	1,47x	17,4%
Türkiye Sigorta	5,29x	2,11x	50,0%
İskonto / Prim	-51%	+43%	+188%

Kaynak: Bloomberg

Türkiye Sigorta kazanç çarpanında emsal medyanına göre %51 iskontolu, defter değeri çarpanında ise %43 primli işlem görüyor. İki çarpanın ters yönde ayrışması özkaynak kârlılığından kaynaklanıyor. Şirket'in %50,0'luk kârlılığı emsal medyanının yaklaşık üç katı seviyesinde. Bölgesel emsallerin kazanç çarpanlarının belirgin yüksek olması ise faiz ve enflasyon ortamındaki farkı yansıtıyor. Bu nedenle çarpan farklarının tek başına ucuzluk ya da pahalılık göstergesi olarak okunmaması gerektiğini düşünüyoruz.

Şeker Yatırım

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 güvenilirliğine 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