

AKSIGORTA

Dönüşüm devam ediyor

Aksigorta için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 10.2TL olarak yukarı yönlü güncelliyoruz (eski hedef fiyat 9TL) ve %50 artış potansiyeli sayesinde TUT olan tavsiyemizi AL'a yükseltiyoruz. Mayıs 2024'te Genel Müdür değişimi sonrasında şirket karlılık ve sermaye odaklı büyüme stratejisini başlattı ve yılın ikinci yarısında hem karlılıkta hem de sermaye yeterlilik oranında belirgin iyileşme gerçekleşti. Şirket motor-dışı branşlarda büyürken, zorunlu trafik ve kasko branşlarında küçülmeye devam etmekte. Yüksek seyreden TL reel faizler ve TL'nin reel değerlenmesi sayesinde güncel makro-ekonomik ortamın halen sigorta sektörünü destekleyici olduğunu düşünüyoruz. Nominal TL faizlerdeki düşüşün olumsuz etkisinin ise artan yatırım portföyü büyüklüğü ve TL'nin yatırım portföyünde artan payı sayesinde kısmen telafi edilmesini tahmin ediyoruz. Hisse son bir senede XU100'ün %6 gerisinde kalırken yılbaşından bugüne ise %16 gerisinde kaldı. Hisse son bir senede XSGRT (BIST Sigorta Endeksi)'nin %26 gerisinde kaldı. İyileşen karlılık ve sermaye oranları sayesinde hisse için artık olumluyuz. Aksigorta 2025 tahminlerimize göre 1.3x PD/DD ve 3.6x F/K seviyelerinde cazip çarpanlar ile işlem görmektedir. Özkaynak karlılığı beklentimiz ise %46.

■ **Seçici prim büyümesi devam etmekte:** 2025'te prim üretiminin %22 artış göstermesini tahmin ediyoruz (2024: %28). Şirket son üç çeyrekte sağlık ve yangın & doğal afet branşlarında enflasyon üzerinde büyürken, zorunlu trafik ve kasko branşlarında küçülmektedir. Hedeflenen teknik karlılığı daha yüksek alanlara odaklanırken sermayeyi de daha etkin kullanmak. Motor branşlarının toplam prim üretimi içindeki payı 2024'te %40'a geriledi (2023: %43). 2025'te bu oranın yaklaşık %30'a gerilemesini tahmin ediyoruz. Bu sayede bileşik oranının %122'den %114'e iyileşmesini öngörüyoruz. İlk iki ayda şirket sağlık ve yangın & doğal afet branşlarında yıllık %52 ve %68 artış kaydetti.

■ **Genişleyen yatırım portföyü ve TL'nin yatırım portföyünde artan ağırlığı gerileyen nominal TL faizlerini kısmen destekleyecek:** Şirketin yönetilen fon tutarı 2024 sonu itibarı ile 13.5 milyar TL'ye ulaştı. Yatırım portföyünün dağılımında TL araçların payı %80'e ulaştı. TL devlet ve şirket tahvillerinin payı %46 seviyesine ulaşırken, TL mevduatın da payı %29 seviyesindedir. Yatırım yapılan bazı fonların vergi kalkanı sağlaması sayesinde şirketin etkin vergi oranı 2024'te %8 seviyesinde gerçekleşti.

■ **Güçlenen sermaye & cazip çarpanlar:** Şirketin sermaye oranı Mayıs 2024'te %95 seviyesinden 2024 sonunda %158 seviyesine ulaştı. Hem artan karlılık hem de sermaye optimizasyonu bu iyileşmenin en temel etkenleriydi. Aksigorta 2025 tahminlerimize göre 1.3x PD/DD ve 3.6x F/K ile işlem görmektedir. Özkaynak karlılığı beklentimiz ise %46.

Riskler: (i) Beklenenden hızlı/yüksek faiz indirimleri, (ii) zorunlu trafik alanında karlılığı baskılayıcı düzenlemeler, (iii) 2026'da planlanan UFRS-17'ye geçiş ile ilgili belirsizlikler

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ
Net Kar	-121	a.d.	1,186	a.d.	1,858	57%	3,037	63%	4,053	33%
Özsermaye	1,949	86%	3,276	68%	5,092	55%	8,129	60%	11,574	42%
F/K (x)			5.9		5.6		3.6		2.7	
F/DD (x)	1.4		2.1		2.1		1.3		0.9	
Hisse Başına Kar (TL)			0.74		1.15		1.88		2.51	
Temettü Verimi (*)	0%		0%		0%		0%		6%	
Sermaye Karlılığı	0%		45%		44%		46%		41%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

AKSigorta

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL10.20

Potansiyel Getiri

50%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AKGRT.TI / AKGRT.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL6.78
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	10,929 / 299
Hisse Sayısı (mn)	1,612
Saklama Oranı	28%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	104.73 / 2.94

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

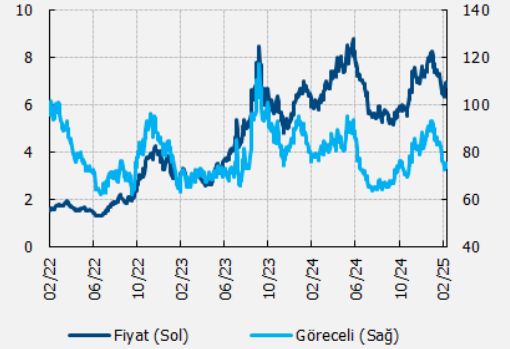
1 Aylık	7.50 / 6.38
1 Yıllık	8.80 / 5.14
Sene başından itibaren	8.28 / 6.38

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-3.0%	-14%
3 Aylık	-7%	-11%
1 Yıllık	-1%	-6%
Sene başından itibaren	-1%	-16%



11 Mart 2025 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksinde göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oğuzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Tablo 1: Finansallar (milyon TL):

Bilanço (TL mn)	2022	2023	2024	2025T	2026T
Nakit ve Benzerleri	5,149	5,215	7,143	8,512	10,339
Finansal Yatırımlar	3,347	6,249	8,703	10,371	12,596
Yatırımlar	2,867	6,807	5,899	7,196	8,636
Toplam Varlıklar	12,831	21,132	25,556	30,966	37,347
Teknik Rezervler	6,840	9,896	12,413	15,913	18,809
Özkaynaklar	1,949	3,276	5,092	8,129	11,574
Toplam Yükümlülükler	12,831	21,132	25,556	30,966	37,347

Kar & Zarar Tablosu (TL mn)	2022	2023	2024	2025T	2026T
Teknik Gelir	5,000	7,806	10,502	13,696	17,466
Brüt prim	13,563	27,299	34,872	42,544	51,052
Net prim	4,912	7,677	10,277	13,389	17,088
Teknik Gider	-6,638	-9,021	-12,766	-15,647	-18,456
Brüt hasar	-6,663	-15,091	-20,256	-25,138	-29,144
Net hasar	-5,261	-6,622	-8,889	-11,031	-13,372
Faaliyet giderleri	-1,056	-1,933	-2,846	-3,616	-4,084
Diğer	-320	-466	-1,031	-1,000	-1,000
Teknik Kar	-1,637	-1,215	-2,264	-1,951	-990
Net yatırım geliri (gideri)	1,473	2,776	4,367	5,402	5,758
Diğer gelir (gider)	43	-227	-88	0	0
Vergi öncesi kar (zarar)	-121	1,334	2,015	3,451	4,768
Vergi öncesi kar (zarar)	0	-148	-158	-414	-715
Net kar (zarar)	-121	1,186	1,858	3,037	4,053

Finansal Oranlar	2022	2023	2024	2025T	2026T
Brüt prim üretimi büyümesi	94%	101%	28%	22%	20%
Teknik kar büyümesi	-	-	-	-	-
Net kar büyümesi	-	-	57%	63%	33%
Gider oranı	21%	25%	28%	27%	24%
Teknik marj	-33%	-16%	-22%	-15%	-6%
Kombine oranı	133%	116%	122%	114%	106%
Yatırım getirisi	27%	35%	39%	36%	31%
Kaldıraç (x)	6.6	6.5	5.0	4.2	3.7
Aktif karlılığı	-1.2%	7.0%	8.0%	10.1%	10.5%
Özkaynak karlılığı	-	45%	44%	46%	41%
PD / DD	1.4	2.1	2.1	1.3	0.9
F / K	-22.9	5.9	5.6	3.6	2.7
Piyasa Değeri / Brüt Prim Üretimi	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket

Şirket Tanıtımı

Aksigorta Sabancı Holding <SAHOL TI> ve Belçikalı sigorta grubu Ageas Insurance'ın %36'sar ortaklığına sahip, geri kalan %28 hissesi ise Borsa İstanbul'a kote bir şirkettir. Şirket hayat-dışı sigortacılık alanında yaklaşık 3,000 acente, 69 broker ve Akbank <AKBNK TI>'ın banka şubeleri kanalları ile satış faaliyetlerini yürütmektedir. Hayat-dışı sigortacılıkta 2024'te brüt prim üretiminde 6. sıradadır ve %4.7 pazar payına sahiptir. Aksigorta yangın & doğal afet branşında ise %7.4 pazar payına sahiptir.

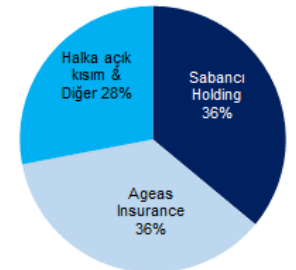
Katalizörler:

- TL'nin reel değerlenmesi ve reel olarak yüksek TL faizler
- Ageas Emeklilik ve Akbank'la işbirliğinin artması
- Etkin faaliyet gideri yönetimi

Riskler:

- Beklenenden hızlı/yüksek faiz indirimleri
- Zorunlu trafik sigortası alanında sektör aleyhine düzenlemeler
- 2026'da planlanan UFRS-17'ye geçiş ile ilgili belirsizlikler

Ortaklık Yapısı



Tahmin Değişiklikleri:

Tablo 2: Tahmin Değişiklikleri (milyon TL)

	2022	2023	2024	2025T				2026T			
Solo- TL milyon				Yeni	Eski	fark	yıllık	Yeni	Eski	fark	yıllık
Brüt Prim Üretimi	13,563	27,299	34,872	42,544	44,287	-4%	22%	51,052	54,030	-6%	20%
Teknik Karlılık	-1,637	-1,215	-2,264	-1,951	-2,144	a.d.	a.d.	-990	-1,759	a.d.	a.d.
Net Kar	-121	1,186	1,858	3,037	2,798	9%	63%	4,053	3,552	14%	33%
Temel Göstergeler											
Özkaynak karlılığı	-	45%	44%	46%	43%			41%	38%		
Hisse başına temettü (TL)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			0.4	0.3		
Makroekonomik Göstergeler											
TÜFE (dönem sonu)	66%	66%	45%	28%	28%			18%	18%		
Reel GSYİH büyüme	5%	5%	3%	3%	3%			4%	4%		
Politika faizi (dönem sonu)	9%	9%	48%	33%	33%			21%	21%		

Kaynak: YKY Araştırma

- 2025/26 net kar tahminlerimizi %9/%14 oranında yukarı yönlü revize ettik. 2025 için %32 sermaye maliyeti kullanıyoruz ve daha sonraki yıllarda kademeli düşüş olacağını varsayıyoruz. Tahmin dönemi için ortalama sermaye maliyeti varsayımımız %24.

Değerleme:

Aksigorta için %50 getiri potansiyel ile 12 aylık vadede hedef fiyatımızı 10.2TL olarak güncelledik ve AL tavsiyemiz mevcut.

Hedef fiyatımızı belirlerken Kar Payı İskontolama Modeli (DDM) ve Gordon Büyüme Modeli'ne eşit ağırlık veriyoruz. TL bazlı ortalama sermaye maliyetini 2025 yılında %32 (risksiz faiz oranı %26, hisse senedi risk primi %6 ve beta 1x) ve 2026 yılında %27 (risksiz faiz oranı %21, hisse senedi risk primi %6 ve beta 1x) olacağını ve terminal döneme kadar kademeli düşüşün devam edeceğini öngörüyoruz. Tahmin döneminde ortalama %24 sermaye maliyeti öngörüyoruz. %12 terminal büyüme oranı varsayıyoruz.

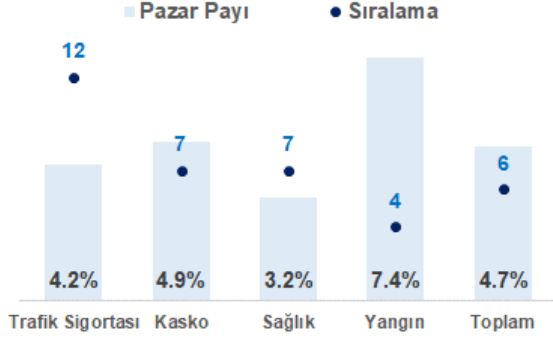
Tablo 3: Kar Payı İskontolama Modeli & Gordon Büyüme Modeli & Özet

Kar Payı İskontolama Modeli (TL mn)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	Terminal
Net kar	-121	1,186	1,858	3,037	4,053	4,863	5,592	6,431	7,203
büyüme	0%	0%	57%	63%	33%	20%	15%	15%	12%
Özkaynak karlılığı	-	45%	44%	46%	41%	37%	35%	34%	32%
Kay payı ödeme oranı	0%	0%	0%	20%	30%	40%	50%	50%	50%
Kar Payı	0	0	0	607	1,216	1,945	2,796	3,216	3,602
Sermaye maliyeti				32.0%	27.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
İskonto edilmiş kar payı				0	362	594	780	919	866
Toplam kar payı									3,521
Sonsuz büyüme oranı									12.0%
İskonto edilmiş son değer									11,171
12 Aylık Değer									18,218
Gordon büyüme modeli (milyon TL)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	Terminal
Net Kar	-121	1,186	1,858	3,037	4,053	4,863	5,592	6,431	7,203
(-) iştiraklerden gelirler	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Düzeltilmiş net kar	-121	1,186	1,858	3,037	4,053	4,863	5,592	6,431	7,203
Özkaynak	1,949	3,276	5,092	8,129	11,574	14,492	17,288	20,504	24,105
(-) İştirakler	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Düzeltilmiş özkaynak	1,949	3,276	5,092	8,129	11,574	14,492	17,288	20,504	24,105
Düzeltilmiş özkaynak karlılığı		45%	44%	46%	41%	37%	35%	34%	32%
Risksiz getiri oranı									18%
Hisse risk primi									6%
Beta katsayısı									1.0
Özkaynak maliyeti									24%
Sonsuz büyüme oranı									12%
Tahmin dönemi ortalama özkaynak karlılığı									37%
Hedef PD/DD									2.1
Düzeltilmiş özkaynak (1-yıl ileri dönük)									8,617
12 Aylık Değer									17,726
(+) İştirakler									0
12 Aylık Değer									17,726
	Değer	Ağırlık	Katkı						
Kar Payı İskontolama Modeli (TLmn)	18,218	50%	9,109						
Gordon Büyüme Modeli (TLmn)	17,726	50%	8,863						
Hedef piyasa değeri (TL mn)			17,972						
Güncel piyasa değeri (TL mn)			10,929						
Hedef fiyat (TL/hisse)			10.2						
Güncel fiyat (TL/hisse)			6.78						
Getiri potansiyeli (%)			50%						

Kaynak: YKY Araştırma

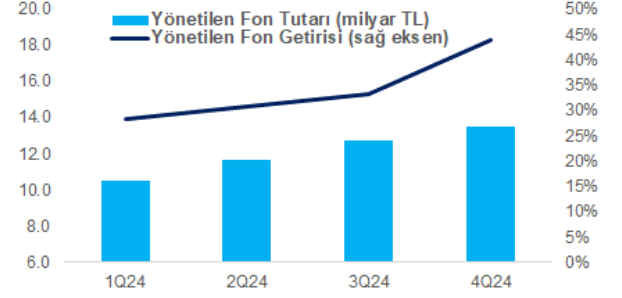
Grafikler:

Grafik 1: Aksigorta Prim Üretimi Pazar Payı & Sıralama



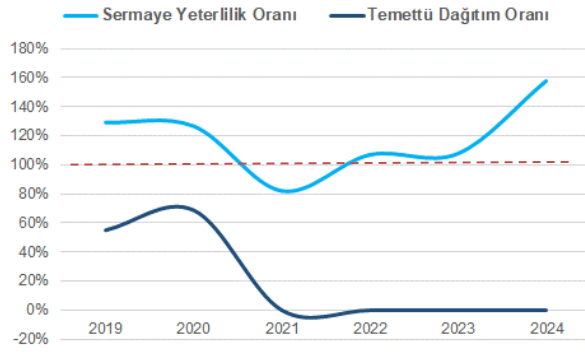
Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 2: Şirket Yatırım Portföyü & Getirisi



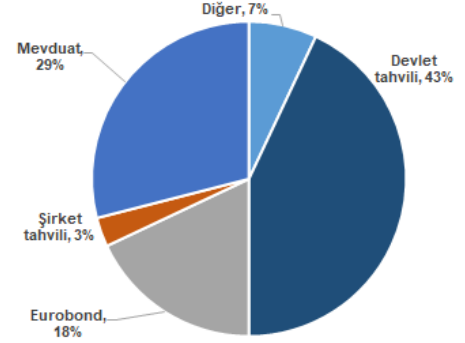
Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 3: Sermaye Yeterlilik Oranı & Temettü Dağıtım Oranı



Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 4: Şirket Yatırım Portföyü Dağılımı



Kaynak: YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. 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. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.