

AKSİGORTA

Makro-ekonomik normalleşme sayesinde iyileşen görünüm

Aksigorta için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 7.07TL olarak yukarı yönlü güncelliyoruz (eski hedef fiyat 5.9TL) ve %36 artış potansiyeli sayesinde TUT olan tavsiyemizi AL'a yükseltiyoruz. 2023'ün ikinci yarısında ve 2024'te teknik sonuçların toparlanmasını öngörüyoruz. TL mevduat faizlerindeki artış ve ülke risk primindeki düşüş sayesinde yatırım gelirlerinin güçlü seyrini devam ettirmesini bekliyoruz. Aksigorta 2023/24 tahminlerimize göre 2.5x/2x PD/DD ve 7.2x/5x F/K seviyelerinde cazip seviyelerde çarpanlar ile işlem görmektedir. Özkaynak karlılığı beklentimiz ise aynı dönem için sırasıyla %41 ve %44 seviyelerinde. Hisse sene başından bugüne XU100'a göre %14 geride performans gösterdi.

- Yüksek TÜFE prim üretimini destekleyecek:** 2023'de prim üretiminin %111 artış göstermesini tahmin ediyoruz. İlk 6 ayda yıllık büyüme %102 seviyesindeydi. 2024'te ise yıllık %65 prim artışı tahmin ediyoruz.
- 2023'ün ikinci yarısında teknik sonuçlarda sınırlı toparlanma bekliyoruz:** Zorunlu trafik ve kasko sigortalarında son çeyreklerde teknik sonuçlar olumsuz gelişti. Yılın geri kalanında teknik sonuçlarda sınırlı toparlanma tahmin ediyoruz. TL'de üçüncü çeyrekte sınırlı olarak %5 değer kaybı oldu ve bu sayede kasko ve zorunlu trafik hasarlarının sınırlı artış göstermesini tahmin ediyoruz.
- Genişleyen yatırım portföyü ve artan TL faiz gelirleri karlılığı destekleyecek:** Şirketin yönetilen fon tutarı 2.çeyrek sonu itibarı ile 9.4 milyar TL'ye ulaştı. Yatırım portföyünün dağılımında TL mevduat %46, şirket tahvilleri %33 ve eurobondlar ise %18 paya sahip. Son dönemde TL mevduat faizlerinin artması ve ülke risk priminin iyileşmesi şirketin yatırım gelirlerini destekleyecek.
- Çarpanlar cazip seviyede:** Aksigorta 2023/24 tahminlerimize göre 2.5x/2x PD/DD ve 7.2x/5x F/K ile işlem görmektedir. Özkaynak karlılığı beklentimiz ise aynı dönem için sırasıyla %41 ve %44 seviyelerinde. Şirketin zayıf sermaye oranı nedeniyle 2023 net karından temettü ödememesini tahmin ediyoruz.
- Riskler:** (i) Enflasyon muhasebesi, (ii) doğal afetler, (iii) düzenlemeler

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net Kar	189	-57%	-121	a.d.	1,166	a.d.	1,663	43%
Özsermaye	1,049	-13%	2,234	113%	3,400	52%	4,231	24%
F/K (x)	13.3		a.d.		7.2		5.0	
F/DD (x)	2.4		1.2		2.5		2.0	
Hisse Başına Kar (TL)	0.62		-0.40		0.72		1.03	
Temettü Verimi (*)	10.9%		0.0%		0.0%		0.0%	
Sermaye Karlılığı	16.8%		-		41.4%		43.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL7.07

Potansiyel Getiri

36%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AKGRT.TI / AKGRT.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL5.18
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	8,350 / 311
Hisse Sayısı (mn)	1612
Saklama Oranı	28%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	248.21 / 9.30

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

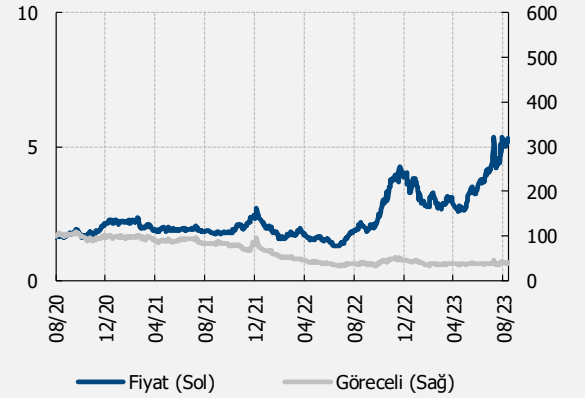
1 Aylık	5.37 / 4.21
1 Yıllık	5.38 / 1.82
Sene başından itibaren	5.38 / 2.59

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	13%	0%
3 Aylık	56%	4%
1 Yıllık	150%	1%
Sene başından itibaren	33%	-14%



8 Eylül 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine 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

Şekil 1: Finansallar

Bilanço (TL mn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Nakit ve Benzerleri	2,270	2,194	5,149	6,342	8,042
Finansal Yatırımlar	1,744	2,962	2,892	3,562	4,517
Yatırımlar	1,120	1,548	2,867	6,054	9,989
Toplam Varlıklar	5,600	7,388	9,370	14,677	21,123
Teknik Rezervler	2,964	4,074	6,840	11,285	15,235
Özkaynaklar	1,201	1,049	2,234	3,400	4,231
Toplam Yükümlülükler	5,600	7,388	9,370	14,677	21,123

Kar & Zarar Tablosu (TL mn)	2020	2021	2022	2023T	2024T
Teknik Gelir	2,797	3,360	5,000	8,782	14,491
Brüt prim	5,272	6,988	13,563	28,643	47,262
Net prim	2,737	3,294	4,912	8,782	14,491
Teknik Gider	-2,485	-3,905	-6,638	-9,966	-15,176
Brüt hasar	-2,231	-3,457	-6,663	-15,809	-25,140
Net hasar	-1,765	-3,050	-5,261	-7,573	-11,539
Faaliyet giderleri	-598	-671	-1,056	-2,285	-3,474
Diğer	-122	-185	-320	-108	-163
Teknik Kar	312	-545	-1,637	-1,184	-684
Net yatırım geliri (gideri)	338	832	1,473	2,729	3,060
Diğer gelir (gider)	-88	8	43	-277	0
Vergi öncesi kar (zarar)	562	295	-121	1,268	2,376
Vergi öncesi kar (zarar)	-118	-105	0	-102	-713
Net kar (zarar)	444	189	-121	1,166	1,663

Finansal Oranlar	2020	2021	2022	2023T	2024T
Brüt prim üretimi büyümesi	18%	33%	94%	111%	65%
Teknik kar büyümesi	190%	-	-	-	-
Net kar büyümesi	21%	-57%	-	-	43%
Gider oranı	22%	20%	21%	26%	24%
Teknik marj	11%	-17%	-33%	-13%	-5%
Kombine oranı	89%	116%	133%	113%	105%
Yatırım getirisi	11%	22%	27%	37%	35%
Kaldıraç (x)	4.7	7.0	5.9	6.3	6.7
Aktif karlılığı	8.7%	2.9%	-1.2%	6.8%	6.7%
Özkaynak karlılığı	42%	17%	-	41%	44%
PD /DD	1.8	2.4	1.2	2.5	2.0
F / K	4.7	13.3	-22.9	7.2	5.0
Piyasa Değeri / Brüt Prim Üretimi	0.4	0.4	0.2	0.3	0.2

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket

Şirket Tanıtımı

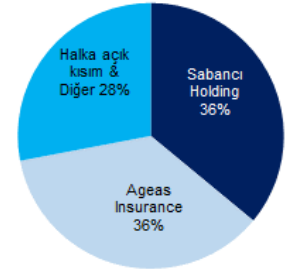
Aksigorta Sabancı Holding <SAHOL TI> ve Belçikalı sigorta grubu Ageas Insurance'ın %36'sar ortaklığına sahip, geri kalan %28 hissesi ise Borsa İstanbul'a kote bir şirkettir. Şirket hayat-dışı sigortacılık alanında yaklaşık 3,000 acente, 69 broker ve Akbank <AKBNK TI>'ın banka şubeleri kanalları ile satış faaliyetlerini yürütmektedir.

Hayat-dışı sigortacılıkta brüt prim üretiminde 6. sıradadır ve %6 pazar payına sahiptir. Aksigorta yangın ve kasko branşlarında ise %8.4 ve %7 pazar payına sahiptir. Aksigorta'nın sermaye yeterlilik oranı %107 seviyesindedir.

Güçlü Alanlar: i) Etkin faaliyet gideri yönetimi ve ürün fiyatlaması

Riskler: (i) Enflasyon muhasebesi, (ii) doğal afetler, (iii) regülasyon.

Ortaklık Yapısı



Şekil 2: Tahminlerimizde Değişiklikler

	2019	2020	2021	2022	Güncel Tahminler		Eski Tahminler	
					2023T	2024T	2023T	2024T
Solo- TL milyon						y/y		y/y
Brüt Prim Üretimi	4,474	5,272	6,988	13,563	28,643	111%	26,449	40,995
Teknik Karlılık	108	312	-545	-1,637	-1,184	-28%	-684	-42%
Net kar	366	444	189	-121	1,166		1,663	43%
Temel Göstergeler								
Özkaynak karlılığı	45%	42%	17%	-	41%		44%	40%
Hisse başına temettü (TL)	0.66	1.00	0.00	0.00	0.00		0.00	41%
Kaynak: YKY Araştırma, KAP								
Makroekonomik Göstergeler								
TÜFE (dönem sonu)	12%	15%	36%	66%	65%		35%	55%
Reel GSYİH büyüme	1%	2%	10%	5%	4%		4%	35%
Politika faizi (dönem sonu)	12%	17%	14%	9%	35%		35%	25%
Kaynak: YKY Araştırma								

Şekil 3: Değerleme & Hedef Fiyat Duyarlılık Analizi

Gordon Büyüme Modeli

Gordon büyüme modeli (milyon TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T
Net Kar	228	366	444	189	-121	1,166	1,663	2,272	2,943
(-) İştiraklerden gelirler	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Düzeltilmiş net kar	228	366	444	189	-121	1,166	1,663	2,272	2,943
Özkaynak	718	899	1,201	1,049	2,234	3,400	4,231	5,368	6,839
(-) İştirakler	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Düzeltilmiş özkaynak	718	899	1,201	1,049	2,234	3,400	4,231	5,368	6,839
Düzeltilmiş özkaynak karlılığı		45%	42%	17%	0%	41%	44%	47%	48%
Risksiz getiri oranı									20%
Hisse risk primi									6%
Beta katsayısı									0.8
Özkaynak maliyeti									24%
Sonsuz büyüme oranı									12%
2020-2026 ortalama özkaynak karlılığı									45%
Hedef PD/DD									2.7
Düzeltilmiş özkaynak (1-yıl ileri dönük)									4,231
12 Aylık Değer									11,398
(+) İştirakler									0
12 Aylık Değer									11,398
Güncel piyasa değeri									8,350
12 Aylık Hedef fiyat (TL/hisse)									7.07
Güncel fiyat (TL/hisse)									5.18
<i>Getiri potansiyeli (%)</i>									36%

Kaynak: YKY Araştırma

Hedef Fiyat Duyarlılık Analizi

Sonsuz Büyüme Oranı ve Sermaye Maliyeti Etkisi

		Sonsuz Büyüme oranı					
		6.60	10%	11%	12%	13%	14%
Sermaye Maliyeti	22%	7.50	7.93	8.44	9.07	9.85	
	23%	6.93	7.28	7.70	8.19	8.79	
	24%	6.45	6.74	7.07	7.46	7.93	
	25%	6.03	6.27	6.54	6.86	7.23	
	26%	5.66	5.86	6.08	6.34	6.64	

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.