

TÜRKİYE SİGORTA

TURGUT USLU tuslu@ziraatyatirim.com.tr

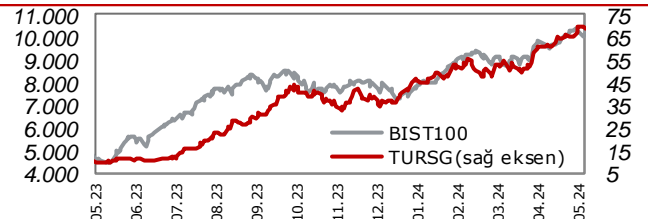
"Güçlü Ortaklık Yapısıyla Pazar Liderliğini Koruyan Türkiye Sigorta'da Makro İstikrar Ortamında Karlılık Sürdürülebilir..."

Öneri : "AL"

Hedef Hisse Fiyatı : 112,90TL

Reuters/Bloomberg	TURSG.IS/TURSG.TI		
Sektör	Sigorta		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	BIST100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	68,45 TL	2,1 USD	
BİST 100	10.159 TL	316 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	32,195		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	9,80 TL	69,70 TL	
Hisse Adedi (mn)	1.162		
Piyasa Değeri (mn TL)	79.506 TL		
Fili Dolaşımdaki Pay Oranı	18,9%		
Halka Açıklık	18,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	5,6%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	94,4%		
TL Getiri	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
Türkiye Sigorta	12,2%	28,4%	601,3%
BİST-100	4,9%	9,9%	125,7%
BİST-100 Göreceli	6,9%	16,8%	210,7%
Günlük Ort. İş. Hac.mn TL	211		
(mn TL)	1Ç2023	1Ç2024	% Değ.
Aktifler	36.945	87.713	137,4%
Özsermaye	6.744	19.045	182,4%
Brüt Yaz. Prim.	12.175	28.163	131,3%
Teknik Denge	928	4.621	397,8%
Net Kar / Zarar	537	3.527	556,7%
	F/K	PD/DD	
Türkiye Sigorta	8,69	4,17	
BİST-Sigorta	10,26	5,14	
BİST-100	7,81	1,70	
Ortaklık Yapısı (İlk 2)	Pay Oranı		
TVF Finansal Yatırımlar A.Ş.	81,1%		
Diğer	18,9%		

HİSSE PERFORMANSI



*15.05.2024 verileri kullanılmıştır. **Kaynak : Bloomberg

***Konsolide Olmayan

Sektörde önemli bir oyuncu olan ve 2024 yılının ilk çeyreği itibarıyla %15,8 pazar payı ile lider konumda olan Türkiye Sigorta, yurt genelinde 3.666 adet acentesiyle faaliyetlerini yürütmektedir. Türkiye Varlık Fonu'nun %81,1'ini kontrol ettiği Şirket, ayrıca banka kanalını da kullanarak önemli prim üretimi sağlamaktadır. Ülke geneline yaygın 4.809 şube ağı ile banka kanalından yapılan üretimin payı %47'dir.

Banka kanalını daha etkin kullanarak büyümesini sürdüren Türkiye Sigorta, karlılığın zor olduğu ve daha çok acentelerin sattığı motor segmenti ile diğer segmentler arasında etkin bir denge sağlamaktadır. Motor dışı segment ağırlığında düşüş gözlenirken, diğer ana branşlara göre hasar yükleri daha düşük Genel Zararlar, Kaza ile Yangın ve Doğal afetler branşının toplam primler içindeki payı yılın ilk çeyreğinde %59 ile sektörün oldukça üzerinde gerçekleşmiştir.

Pandemi sonrası yüksek enflasyon ortamında bozulan fiyatlandırma davranışlarıyla hayat - dışı sektörde yaşanan zorluklardan etkilenen Türkiye Sigorta, artan pazar payı kazanımı ile prim üretiminde güçlü bir ivme yakalarken; etkin hasar yönetimi, doğal afetler için güçlü reasürans koruması gibi faktörlerle teknik karlılığını arttırmıştır. Genişleyen varlık portföyüyle de yüksek yatırım geliri kaydetmiştir.

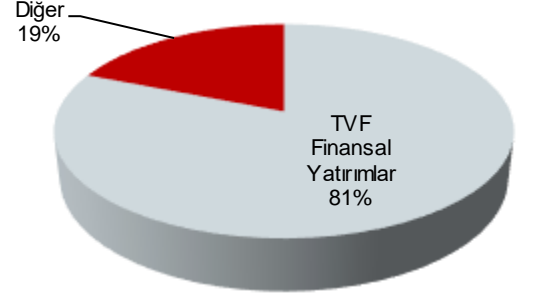
Görece yüksek faiz ortamında, prim üretiminde Banka ağırlığı yüksek olan Şirket için kredi yavaşlaması risk unsuru olsa da, sektördeki güçlü konumu ve karlı ürünlerdeki artan payı ile TL ağırlıklı yatırım portföyü nedeniyle Şirket'in güçlü karlılığını korumasını bekliyoruz. Makro - finansal istikrarın sağlanmasına yönelik atılan adımlar da sektör için önemli bir katalizördür.

Türkiye Sigorta'nın hedef piyasa değerini, Artık Gelir Modeli, İndirgenmiş Temettü Modeli ve Piyasa Çarpanları yöntemine göre ağırlıklandırarak (%60 Artık Gelir Modeli, %30 İndirgenmiş Temettü Modeli, %10 Piyasa Çarpanları) 131.138mn TL olarak hesaplamaktayız. Şirket için hedef hisse fiyatını da **112,90TL** olarak belirliyoruz. Türkiye Sigorta hisse senetleri bulduğumuz hedef piyasa değerine göre %39,4 oranında iskontolu işlem görmektedir. Bu nedenle Şirket için "AL" önerisinde bulunuyoruz.

Ana hissedar %81,1'lik pay ile Türkiye Varlık Fonu...

TVF Finansal Yatırımlar Anonim Şirketi'nin (Türkiye Varlık Fonu bu şirkette %100 paya sahiptir) %81,1'ini kontrol ettiği Türkiye Sigorta - eski adı Güneş Sigorta - 1957 yılında kurulmuş ve 1994 yılında halka açılmıştır. Üç kamu şirketinin 2020 tarihinde Güneş Sigorta bünyesinde birleşmesi sonrasında Şirket'in adı Türkiye Sigorta olmuştur.

ORTAKLIK YAPISI



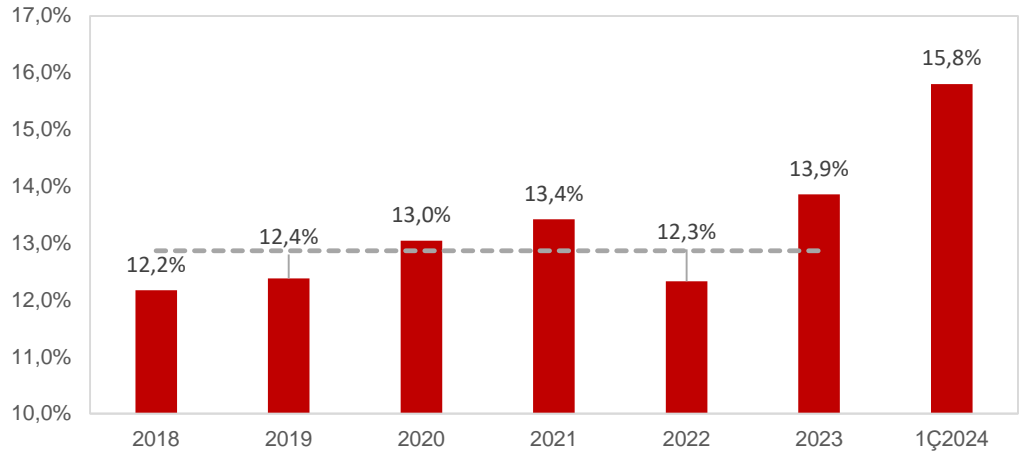
Kaynak: Türkiye Sigorta

Halka açıklık oranı %18,9 olan Şirket'in 2024 Mart sonu itibarıyla personel sayısı 1.605 kişidir. Türkiye Sigorta, üç büyük kamu bankası olmak üzere ülke genelinde 4.809 şube ağı ile banka kanalında faaliyetlerini sürdürmektedir. Bununla birlikte 3.666 adet olan acente kanalında da büyümesini devam ettirmektedir. Şirket 6,7 milyon tekil müşteriye hizmet sağlamaktadır. Türkiye Sigorta, ayrıca, Türkiye Hayat Emeklilik'te %7,36'lık paya sahiptir.

Türkiye Sigorta, oto ve oto dışı kaza, yangın, nakliyat, mühendislik, sağlık, tarım, sorumluluk, finansal kayıplar, kredi ve hukuksal koruma branşları başta olmak üzere tüm hayat dışı sigortacılık branşlarında faaliyet göstermektedir.

Türkiye Sigorta, prim üretiminde 2023 yılını %13,9 pazar payı ile lider konumunda kapattıktan sonra, 2024 yılının ilk çeyreğinde de sektördeki liderliğini korumuştur. Yılın ilk çeyreğinde %15,8 ile pazar liderliği Şirket'in en yakın rakibinin pazar payı %11,3'tür.

TÜRKİYE SİGORTA PAZAR PAYI

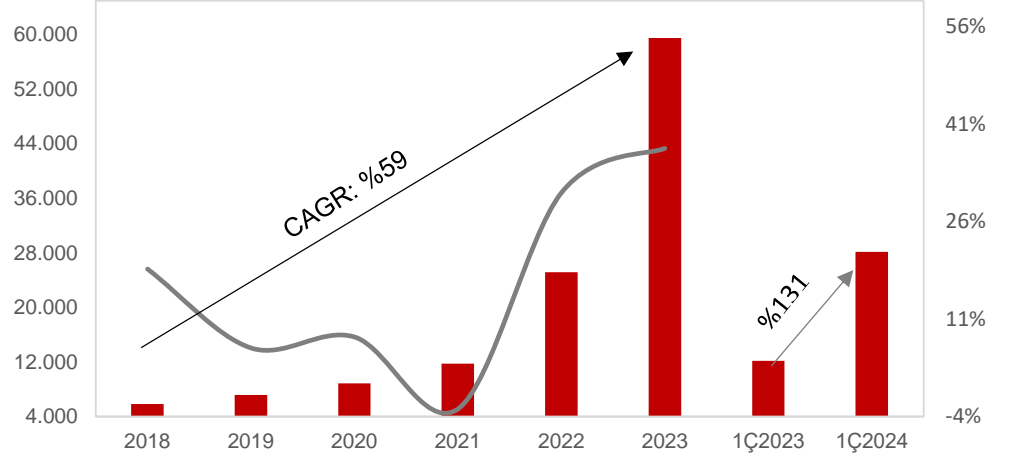


Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği (TSB)

Türkiye Sigorta'nın prim üretimi beş yıllık süreçte (2018 -2023) son beş yılda 5,9 milyar TL'den 59,5milyar TL'ye yükselerek enflasyonun oldukça üzerinde bir büyüme göstermiştir. Söz konusu dönemde yıllık bileşik büyüme %59 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde sektörün bileşik büyümesi ise %55,2 olarak gerçekleşmiştir. Sektörden daha yüksek büyümeye paralel olarak Şirket'in pazar payı 1,7 puan artış göstermiştir. Türkiye Sigorta, son beş yılda, 2021 yılı hariç, reel büyüme gerçekleştirmediği başarırken, 2024 yılının ilk üç ayındaki prim üretimi 2023

yılının ilk üç ayına göre %37 reel büyüme göstermeyi başarmıştır. Nominal büyüme de %131 olarak gerçekleşmiştir.

TÜRKİYE SİGORTA PRİM ÜRETİMİ



Kaynak: TSB

Şirket sektöründe lider pozisyonundadır...

Türkiye Sigorta üç ana branşta sektör lideri konumundadır. Bunlar; Genel zararlar, Yangın ve Doğal Afetler ile Kaza branşlarıdır. Bu branşların pazar payları sırasıyla %35,8, %22,7 ve %30,6 şeklindedir. Şirket yüksek prim üretilen Kara Araçları Sorumluluk'ta ise dördüncü sırada yer almaktadır. Bu branşın portföy payı %10,7, Pazar payı %7,3'tür. Öte yandan, kara araçlarındaki pazar payı %10,3 olan Şirket'in bu alandaki sektör sıralaması üçtür. Hayat dışı alanda önemli bir branş olan sağlıkta ise sektörde dördüncü sırada yer alan Türkiye Sigorta, Kara Araçları sorumluluk dışında yıllık bazda pazar payı kazanımı olmuştur.

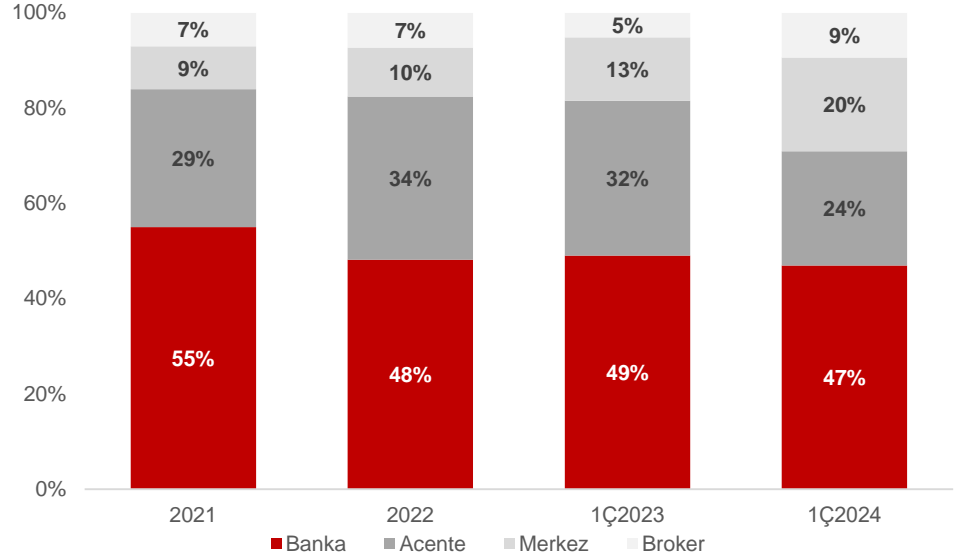
Ana Branşlar	Portföy Payı	Pazar Payı	Sektör Sıralaması
Genel Zararlar	29,4%	35,8%	1
Yangın ve Doğal Afetler	25,9%	22,7%	1
Kara Araçları Sorumluluk	10,7%	7,3%	4
Kara Araçları	9,3%	10,3%	3
Sağlık	9,4%	7,0%	4
Kaza	4,2%	30,6%	1

Kaynak: Türkiye Sigorta

Bankalar prim üretiminde katalizör...

Türkiye Sigorta prim üretiminin %47'sini bankalar aracılığıyla sağlamaktadır. Ziraat Bankası 1.752 yurtiçi şubesiyle ülke genelinde en geniş şube ağına sahip banka konumundayken, Halkbank 1.083 şube ile üçüncü, Vakıfbank da 944 şubeyle dördüncü sırada yer almaktadır. Bu üç bankanın toplam şube sayısı mevduat bankaları toplamının yaklaşık %40'ını oluşturmaktadır. Yıllar itibarıyla üretimin yaklaşık yarısı da bu kanaldan yapılmıştır. Prim üretimde acenteler %24 pay ile ikinci sırada yer almaktadır. Kredi kullanımına bağlı olarak branşlarda zaman zaman dalgalanmalar gözlenirken, acente kanalı bu dönemlerde dengeleyici rol oynamaktadır.

PRİM ÜRETİM KANALLARI



Kaynak: TSB

Şirket sektörün üzerinde karlılığa sahip...

Türkiye Sigorta, sektörün üzerinde karlılığa sahiptir. Ana branşlarda teknik kar oranı güçlü bir performans sergilemektedir. Şirket, zarar yazılan Kara Araçları Sorumluluk branşında daha dikkatli davranarak diğer karlı alanlarda pazar payını artırmıştır. Teknik karlılık oranı yüksek Kaza ile Yangın ve Doğal Afetler branşında 2023 yılında pazar payı kazanımları 4 puan olmuştur. Kara Araçları Sorumluluk'da ise pazar payında yaklaşık 1 puanın daralma yaşanmıştır.

KARLILIK ve HASAR PRİM ORANLARI

Ana Branşlar	Türkiye Sigorta		Sektör	
	Teknik Kar	Net Hasar Prim Oranı	Teknik Kar	Net Hasar Prim Oranı
Genel Zararlar	7%	57%	8%	59%
Yangın ve Doğal Afetler	23%	23%	10%	73%
Kara Araçları Sorumluluk	-	102%	-	137%
Kara Araçları	47%	63%	36%	61%
Sağlık	9%	78%	17%	72%
Kaza	72%	1%	50%	7%

Kaynak: Türkiye Sigorta, Türkiye Sigorta Birliği, 2023 sonu itibarıyla

Kara araçları sorumlulukta sektörel zorluklar yaşanmakta...

Türkiye Sigorta, Kara Araçları Sorumluluk branşında 2023 yılında 13,4milyar TL'lik primi üretimine karşın 3,3milyar TL'lik teknik zararından bu yılın ilk çeyreğinde de zarar (303mn TL) yazmıştır. Bu yılın ilk çeyreğindeki prim üretimi ise 3milyar TL idi. Geçen yılın ilk çeyreğinde 2,8milyar TL'lik prim üretime karşın 255mn TL teknik zarar kaydedilmişti. Diğer yandan, 2023 yılında sektör genelinde Kara Araçları Sorumluluk branşından 118milyar TL'lik prim üretimine karşın 11,5milyar TL teknik zarar kaydedilmişti.

Yüksek konservasyon oranı ve düşük net bileşik oran sebebiyle karlılığın yüksek olduğu başta ferdi kaza olmak üzere Kaza branşında kredi maliyetlerine bağlılık yüksektir.

Karlı alanlarda liderlik sürüyor...

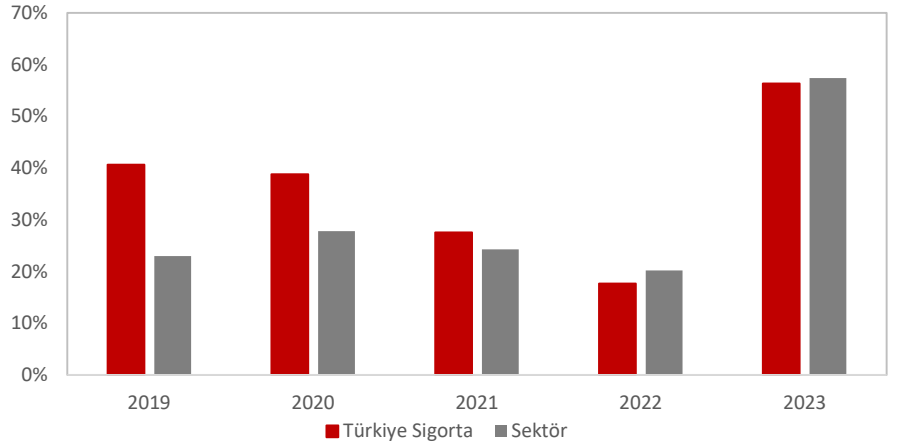
Police ve teminat büyüklükleri göz önünde bulundurulduğunda yüksek prim üretimi ve karlılık için güçlü sermaye yeterliliği ve reasürans

kapasitesi gereken Yangın ve Doğal Afetler Branşında Türkiye Sigorta her iki alanda da sektörün lider şirketlerindedir.

Türkiye Sigorta, karlılığı yüksek kara araçları (Kasko) branşında güçlü bir büyümesi yakalamıştır. Hızlı büyümenin ardından ödenen hasar prim tutarını artırmıştır. Bu kapsamda artan Pazar payına karşın teknik karlılıkta kısmi düşüş yaşanmıştır.

Tamamlayıcı Sağlık Sigortası (TSS) ve Özel Sağlık Sigortası (ÖSS) ürünlerinin öne çıktığı Sağlık branşında Türkiye Sigorta güçlü bir büyüme kaydetmiştir. Marka bilinirliği ve müşteri sayısının artırılmasına yönelik çalışmalarla bu alanda büyüme ve karlılığın artırılması hedeflenmektedir.

ÖZKAYNAK KARLILIĞI



Kaynak: TSB

Yüksek özsermaye karlılığı...

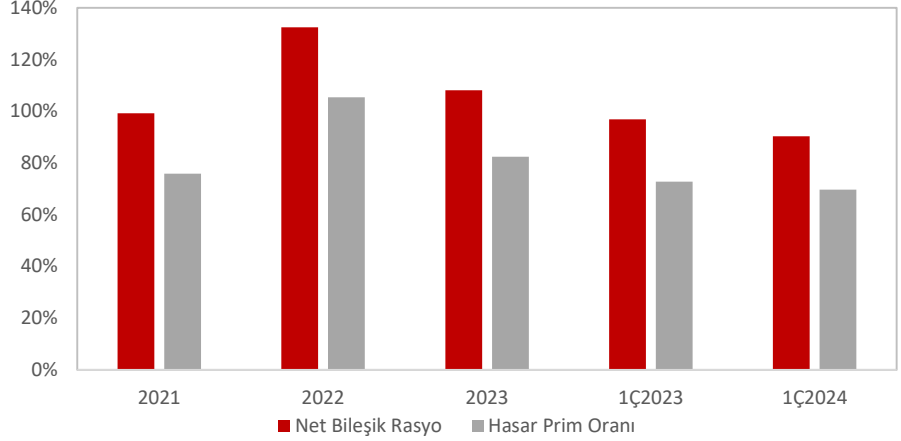
Türkiye Sigorta'nın ortalama özsermaye karlılığı 2023'te %56 ile sektörün özsermaye karlılığı olan %57 oranına yakın gerçekleşmiştir. Yıllar itibarıyla söz konusu karlılık oranı sektörün genel olarak üzerinde olmuştur. Şirket'in 2023 yılındaki aktif karlılığı ise %11,7 olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında bu oran %4,4 idi.

BİLEŞİK RASYO ve HASAR PRİM ORANI

Hasar oranlarında iyileşme gözlenmiştir...

Türkiye Sigorta'nın 2023 yılı ve 2024 ilk çeyreğinde hasar prim oranı ve bileşik rasyosunda belirgin iyileşmeler gözlenmiştir. Önemli bir makro risk olarak görülen ve sigorta şirketlerinin bilançoları üzerine olumsuz etki eden enflasyonun yukarı yönlü trendinin dışında, artan döviz kuru ve asgari ücretle ayarlamalarıyla birlikte 2022 yılı özellikle trafik branşlarında yüksek hasar maliyetlerinin oluşmasına neden olmuştu. Geçen yıl ise maliyet tarafındaki dengelenme, prim üretimindeki güçlü büyüme ile pazar payı kazanımları, doğal afetlere karşı güçlü reasürans koruması gibi faktörlerle hasar oranlarında iyileşmeler gözlemlendi. 2024 yılının ilk çeyreğinde de maliyetlerde devam eden dengelenme, prim üretiminde hızlı büyüme, trafik tavan fiyat artışları gibi etkenlerle hasar prim oranı ve bileşik rasyo geçen yılın ilk çeyreğinden daha iyi gerçekleşmiştir. Türkiye Sigorta'nın bileşik rasyosu motor ve sağlık alanındaki hasar prim oranlarındaki gerilmenin önemli etkisiyle 2024 yılının ilk çeyreğinde %100'ün altına gerileyerek olumlu bir görüntü sergilemiştir. İlk çeyrekte net hasar prim oranı %70 (1Ç2023: %73) olurken, net bileşik oran %90 (1Ç2023: %97) olarak gerçekleşmiştir. Bileşik oran 2022 yılındaki %126'dan 2023 yılında %98 seviyesine gerilemiştir.

HASAR ORANLARI



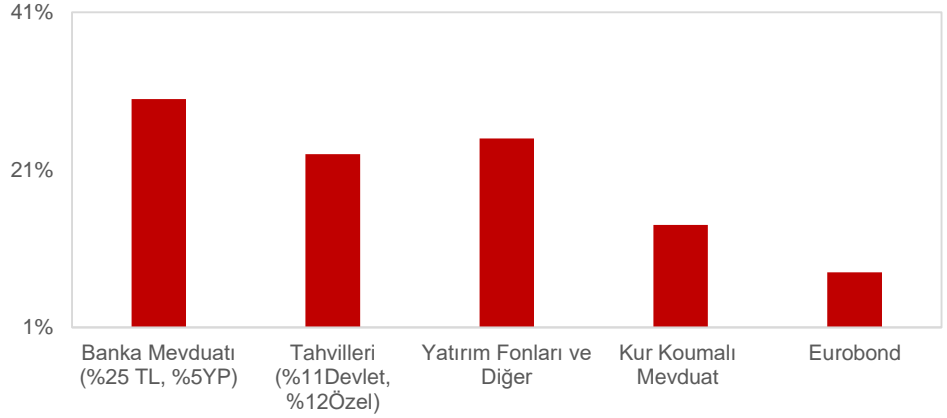
Kaynak: TSB

YATIRIM PORTFÖYÜNÜN KIRILMI

Genişleyen yatırım portföyü...

Sigorta şirketlerinde yakından takip edilen yatırım portföyü getirisi oldukça önemlidir. Türkiye Sigorta'nın 2024 yılının ilk çeyreğinde yatırım portföyü yıllık %157 oranında büyüyerek 38,1 milyar TL'ye (kaldıraçlı finansal yükümlülükler hariç) yükselmiştir. Dengeli sayılabilecek yatırım portföyünde mevduatın payı %25'dir. Öte yandan, YP mevduatların payı %5'tir. Değişken faizden oluşan DİBS portföyü ise %23'tür.

PORTFÖY DAĞILIMI



Kaynak: Türkiye Sigorta, 1Ç2024 itibarıyla

2024 YILI 3 AYLIK FİNANSAL SONUÇLAR

Yılın ilk üç ayında güçlü sonuçlar kaydedildi...

Türkiye Sigorta'nın teknik gelirleri, 2024 yılının ilk üç ayında yıllık bazda %225 oranında artarak 13,7milyar TL'ye ulaşılırken, teknik olmayan bölümden aktarılan yatırım gelirleri %336 oranında artmış ve 3,5milyar TL'ye yükselmiş ve gelirlerdeki artışa önemli bir katkı sağlamıştır. Öte yandan, ödenmiş tazminatların 1,9milyar TL'den 4,9milyar TL'ye çıktığı ortamda, teknik gider yıllık %176 oranında yükseliş göstermiş ve 1Ç2024'te 9,1milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Artan prim üretiminin sonucu olarak net komisyon giderlerinde %212 artış gösterirken, ağırlıklı olarak Kara Araçları Sorumluluk branşı için ayrılan karşılıklarla muallak alacaklar karşılığında önemli bir artış yaşanmıştır. Öte yandan, muallak karşılık hesaplamasında kullanılan iskonto oranının (iskonto oranı %22'den %28'e yükseltilmişti) bu çeyreğe yansıtılması, geçen senenin dördüncü çeyreğine göre karşılıkların iyileşmesini (net azaltıcı etki

1,1milyar TL) sağlamıştır. Sonuç olarak, teknik gelirdeki güçlü görüntüye bağlı olarak da teknik denge (*Üretilen primlerden tazminat ödemelerinin çıkarıldıktan sonra elde edilen gelir/giderdir*) yaklaşık dört katına çıkarak 4,6milyar TL'ye ulaşmış ve oldukça güçlü bir görüntü sergilemiştir. Bu arada Şirket'in faaliyet giderleri ise %155 oranında artarak 2,1milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Diğer yandan, 1Ç2024'te 219mn TL net yatırım (1Ç2023: 7mn TL gelir) geliri kaydedilmiştir. Teknik bölüm dengesine eklenen net yatırım geliri, 615mn TL'lik diğer ve olağandışı faaliyetlerden kaynaklı zarar, 699mn TL dönem karı vergi ve diğer yasal yükümlülük karşılıklarının da eklenmesi sonucunda, yılın ilk çeyreğinde 3.527m TL net kar (Beklenti: 3.049mn TL) gerçekleşmiştir. Şirket'in özsermaye karlılığı da %82,3 (1Ç2023: %33,1) yükselirken, aktif karlılık %17,2 olmuştur. 2023 yılının ilk çeyreğinde 537mn TL kar yazılmıştır.

ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	1Ç24	1Ç24- 1Ç23 %Değ.
Teknik Gelir	1.663	1.685	2.937	3.379	4.219	7.549	8.202	9.881	13.699	225%
Brüt Yazılan Primler	5.669	5.576	4.861	9.067	12.175	12.227	14.295	20.821	28.163	131%
Teknik Gider	-1.333	-1.838	-2.767	-3.223	-3.290	-4.592	-5.727	-8.336	-9.078	176%
Brüt Hasar	-1.279	-1.472	-1.795	-2.370	-3.720	-6.593	-7.110	-5.774	-6.911	86%
Net Hasar	-1.031	-1.459	-2.233	-2.540	-2.456	-3.551	-4.497	-6.196	-6.947	183%
Faaliyet Giderleri	-296	-374	-525	-674	-812	-1.012	-1.245	-2.141	-2.069	155%
Diğer	-6	-5	-10	-9	-23	-29	14	-9	-62	174%
Teknik Kar	330	-153	170	156	928	2.957	2.474	1.545	4.621	398%
Net Yatırım Gelirleri	97	112	72	247	7	121	399	-21	219	2864%
Diğer gelir/gider	-63	155	94	48	-251	-98	-86	-323	-615	145%
Vergi (-)	57	106	133	28	148	648	555	148	699	374%
Ana Ort.Net Dön Karı/Zararı	307	8	203	424	537	2.333	2.232	1.053	3.527	557%
FİNANSAL ORANLAR	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	1Ç24	
Teknik Marj	20%	-9%	6%	5%	22%	39%	30%	16%	34%	
Net Hasar/ Brüt Hasar	81%	99%	124%	107%	66%	54%	63%	107%	101%	
Konservasyon Oranı	37%	48%	53%	51%	50%	55%	57%	57%	41%	
Net Hasar Prim Oranı	82%	99%	100%	105%	73%	72%	76,0%	76,0%	70,0%	
Net Bileşik Oran	105%	125%	126%	132%	97%	94%	98,0%	98,0%	90,0%	
Ortalama Özsermaye Karlılığı	29,8%	0,8%	19,4%	31,4%	32,6%	116,7%	83,1%	56,4%	83,2%	
Ortalama Aktif Karlılık	8,0%	0,2%	4,3%	7,1%	6,6%	22,6%	16,5%	11,7%	17,2%	

a.d. : anlamlı değil, Kaynak: Finnet, Ziraat Yatırım, Türkiye Sigorta

Ana branşlarda teknik karlılıkta önemli artışlar gözlemlendi...

Türkiye Sigorta'nın brüt yazılan primleri 2024 yılının ilk üç ayında bir önceki yılın ilk üç ayına göre %131 oranında büyüme kaydederek 28,2milyar TL'ye ulaşırken; bu dönemde Genel Zararlar, Yangın ve Doğal Afetler, Kara Araçları ve Sağlık gibi ana branşlarda önemli bir büyüme sağlanmıştır. Bu alanlarda toplamda 3,8milyar TL teknik kar (toplam teknik karın %81'i) elde edilirken, bu çeyrekte sadece %8 prim artışı gözlenen kara araçları sorumlulukta 303mn TL zarar yazılmıştır.

Yatırım Portföyü kar artışında önemli bir etken...

Şirket'in Yatırım portföyü 2024 yılının ilk çeyreğinde yıllık bazda %157 oranında artarak 38,1 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Yatırım gelirleri yıllık %380 oranında büyürken yatırım giderleri %364 oranında artış göstermiştir. Finansal yatırım ve yatırımların değerlendirme gelirleri yıllık %326 artarken, net kambiyo karı %534 oranında artış göstermiştir.

Hasar prim oranında iyileşme gözlemlendi...

Şirket'in 1Ç2024'teki hasar prim oranı (*Gerçekleşen hasarların kazanılmış primlere oranıdır*) yıllık bazda yaklaşık 3 puan azalarak %70'e gerilemiştir. Masraf oranı 4 puan azalarak %9'a, komisyon oranı ise 1 puan artarak %12'ye yükselmiştir. Net bileşik oranı (*Gerçekleşen hasarlarla faaliyet giderlerinin kazanılmış primlere oranıdır*) ise 2023'deki %97'den %90'a gerileyerek olumlu bir performans göstermiştir. Şirket'in konservasyon

oranı (Sigorta şirketinin üzerinde kalan riskler, saklama payı) 9 puan azalarak yılın ilk üç ayında %41'ye gerilemiştir. Son olarak reüsürans payı (Sigorta şirketlerin taşıdıkları riskleri başka bir sigorta şirketine tekrar sigortalatması, sigorta işlemlerinin sigortası.) ilk üç ayda %58 olmuştur.

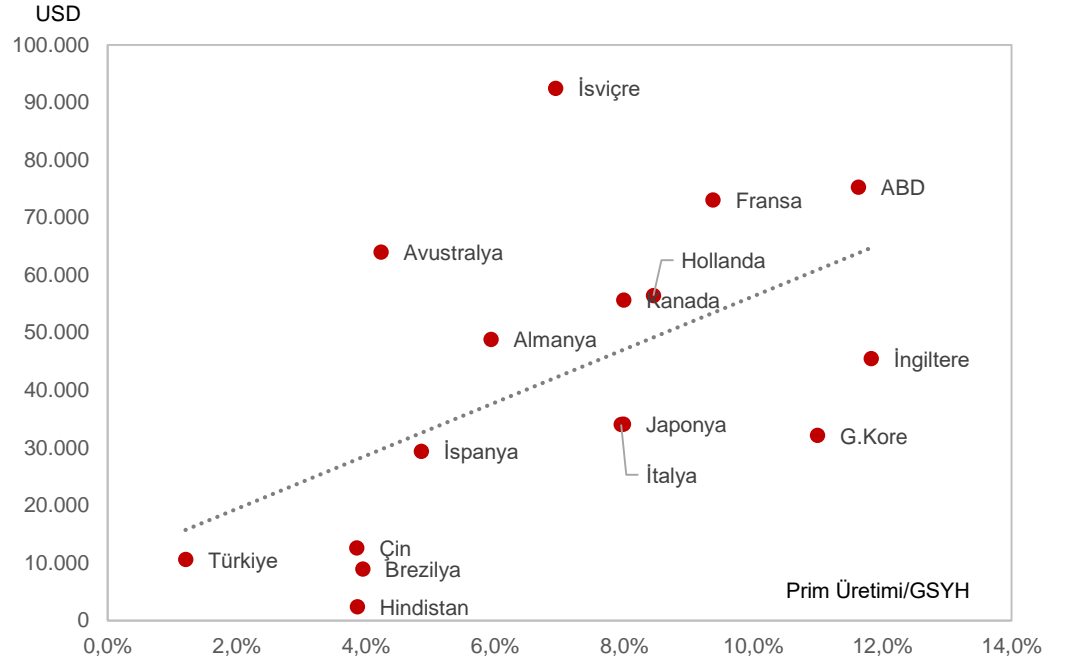
SEKTÖR GENEL GÖRÜNÜM

Yüksek Büyüme Potansiyeli Devam Ediyor

Hayat dışı sigortacılıkta penetrasyon oranı düşük...

Türkiye'nin sigorta sektöründe düşük penetrasyonun, uzun yıllardır devam eden bir konu olmuştur. Türkiye'nin kültürel yapısı, görece düşük gelir gibi konular penetrasyonun düşük kalmasını açıklamaktadır. Aşağıdaki grafikte seçili ülkelerin kişi başı geliri ve prim üretimimin milli hasılaya oranı verilmiştir. Buna göre Türkiye'nin grafikte büyüme potansiyeli en yüksek ülkelerin başında geldiği görülmektedir. Son dönemde ülke risk primimizdeki iyileşme, meydana gelen felaketlerin sigorta bilincini artırması, kamu teşvikleri gibi faktörler halihazırda güçlü bir yapısı bulunan sektörün büyümesine katkı sağlayabilir. Türkiye'de 2022 yılı itibarıyla hayat dışı sigortacılığın milli hasılaya payı %1,3 ile oldukça düşük seviyededir. Avrupa ortalaması %2,2'dir.

KİŞİ BAŞI GELİR ve PRİM ÜRETİMİ



Kaynak: Swiss Re Sigma, IMF, Dünya Bankası, TÜİK, TSB

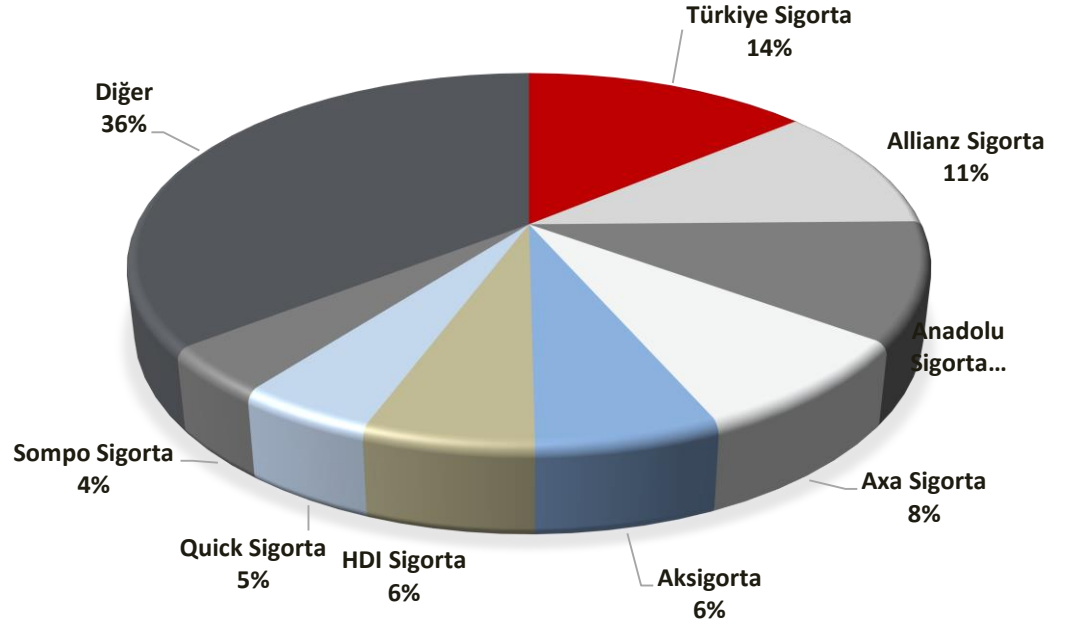
Türkiye'de sigorta sektörü büyük oranda hayat dışı sigortacılıktan oluşmaktadır. 2023 yılı verilere göre hayat dışı üretimin toplam üretimdeki payı yıllık 1,4 puan artarak %88,3'e yükselmiştir. (Pandemi öncesindeki iki yılda ortalamada %85,5 idi.) Diğer yandan, hayat dışındaki prim üretimi aynı dönemde %128,5 oranında büyüme kaydederek 288,9milyar TL'ye yükselmiştir. Reel olarak da %41,5 oranında büyüme kaydedilmiştir.

Yüksek Rekabetin Olduğu Sektör

Rekabet koşulları çetin...

Sigorta sektörü yıllardır yüksek rekabetin bulunduğu sektör olmuştur. Son açıklanan verilere göre sektörde 49 adet Hayat dışı, 20 adet Hayat ve Emeklilik şirketi ve 5 adet Reasürans şirketi bulunmaktadır. Hayat dışında prim üretiminin yaklaşık üçte ikisini dokuz şirket yapmaktadır. Üç şirket ise çift haneli pazar payı bulunmaktadır. Banka kanalı üzerinden primi üretimi imkanı bulunan şirketler rekabet avantajı elde etmektedir. Hayat dışı sektörde kara araçları sorumluluk büyümede katalizörlük etmektedir. Düşük penetrasyon oranı ve yüksek büyüme oranı yabancıların sigorta sektörüne yönelik ilgisi yüksektir. 2022 yılında toplam ödenmiş sermaye açısından yabancı sermayenin payı %57 olarak gerçekleşmiştir.

PAZAR PAYLARI



Kaynak: TSB

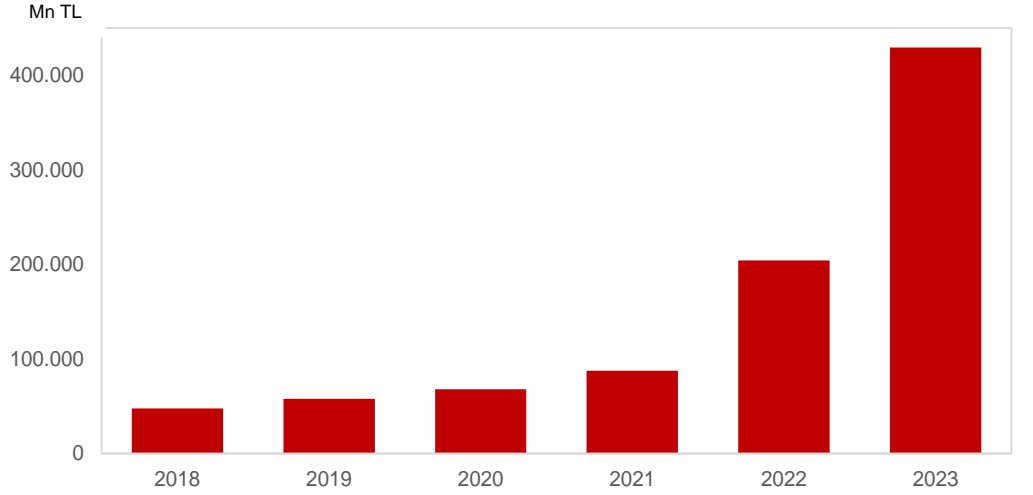
Hayat dışı sigortaların 2023 yılındaki prim üretimi 429milyar TL olarak gerçekleşirken, hayat şirketlerinin toplam prim üretimi 57milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Hayat dışı şirketlerin pazar payı 2023 yılı itibarıyla yıllık bazda 1,4 puan artarak %88,3'e çıkmıştır.

Güçlü Prim Üretimi

Prim üretimi güçlü...

Sektörün prim üretimi 2023 yılında %110,3 oranında artış göstermiştir. Branş olarak %28,2 ile en yüksek paya sahip en yüksek paya sahip olan kara araçları sorumluluk %105,2 oranında artarken, ikinci olarak %21,8 paya sahip kasko branşındaki artış %89,2 olmuştur. Prim üretimi yüksek sağlık ile yangın ve doğal afetlerde sırasıyla %135,4 ve %139,5 oranında büyüme kaydedilmiştir.

PRİM ÜRETİMİ



Kaynak: TSB

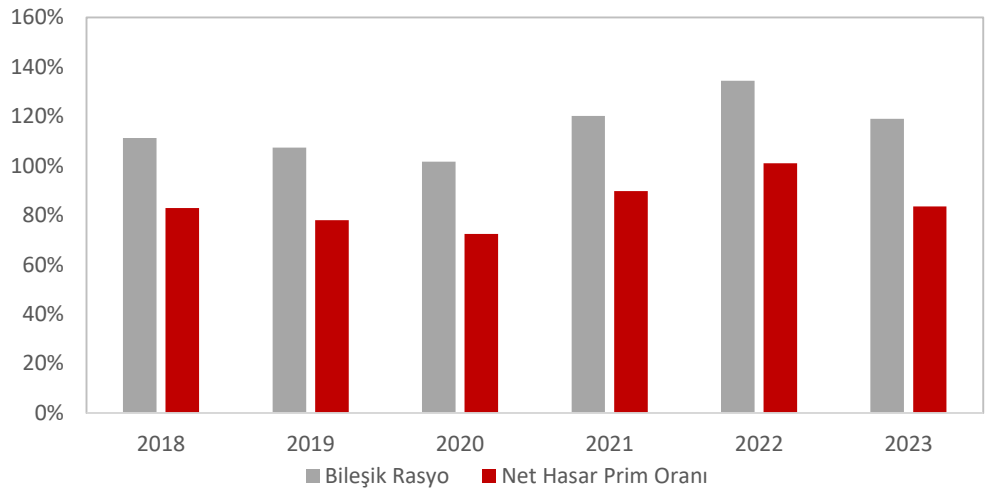
Son beş yıllık süreçte (2018 - 2023) hayat dışı sigortacılığın prim üretimi dokuz katına çıkarken, TÜFE endeksi aynı dönemde 4,7 katına kadar yükselmiştir. Prim üretimindeki büyümeye sağlık ve kara araçları ile yangın ve doğal afetler öncülük etmiştir. Ana branşlardan Kara araçları Sorumluluk branşının büyümesi ise sektörün altında gerçekleşmiştir.

Hasar Prim Oranları İyileşmektedir

İyileşen hasar prim oranı...

Geçtiğimiz yıl yaşanan deprem felaketi nedeniyle artan hasar ödemeleri, reüsürans maliyetleri, kurun da etkisiyle otomotiv bedellerinde artış hasar giderlerinin artmasına neden olmuştu. Ancak, prim üretiminde güçlü büyüme ve karşılıklarda iskonto oranının artırılması ile 2023 yılında bileşik oranda iyileşme sağlanmıştır. 2023 yılında bileşik rasyosu yaklaşık 19 puan düşerek %115 seviyesine gerilemiştir. Diğer yandan, hasar prim oranı ise 17 puan azalmış ve %84 olarak gerçekleşmiştir.

BİLEŞİK RASYO VE HASAR PRİM ORANI



Kaynak: TSB

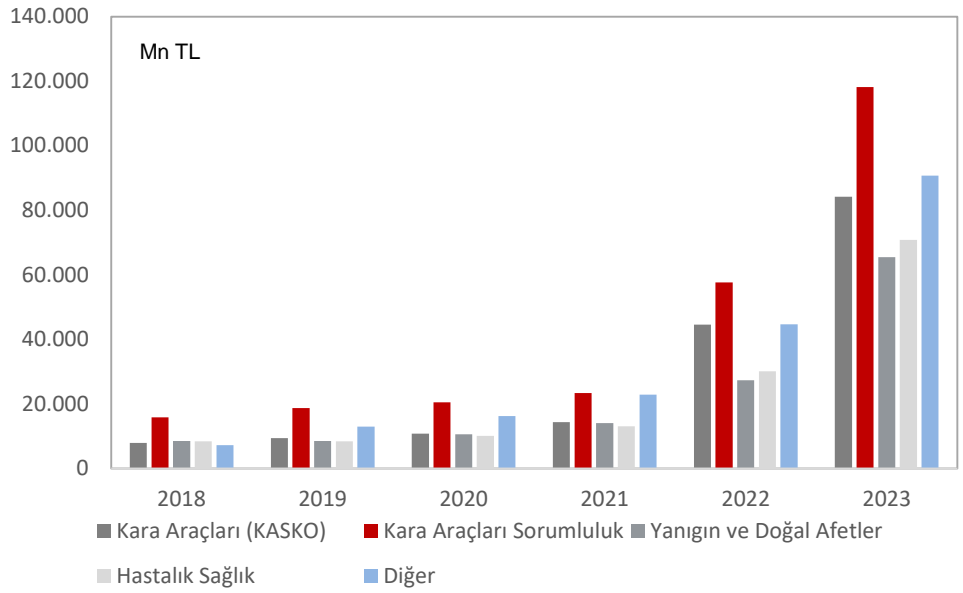
Sektördeki hasar oranlarının iyileşmesinde pandemi sonrasında zor geçen sektörde baz etkisi de önemli bir faktör olmuştur. Son beş yılda sektörde 2022 yılı en zor geçen yıl olmuştur.

Motor Segmentinin Halen Prim Üretimindeki Payı Yüksek

Motor segmentinin pazar payı yüksek...

Kırılgan bir segment olan ve prim üretiminin yaklaşık yarısını üreten Motor'da yüksek prim üretimi devam ederken, motor dışı segmentler karlı bir alan sunmaktadır. Kara araçları sorumlulukta 2023 yılında 117,5milyar TL'lik prim üretimine karşın 11,7milyar TL teknik zarar (2022:57,6milyar TL prim üretimi 11,3milyar TL zarar) yazılmıştır. Bu segmentteki brüt hasar prim üretimi %138 (2022: %147) ile oldukça yüksek oranda gerçekleşmiştir.

BRANŞ BAZINDA PRİM ÜRETİMİ



Kaynak: TSB

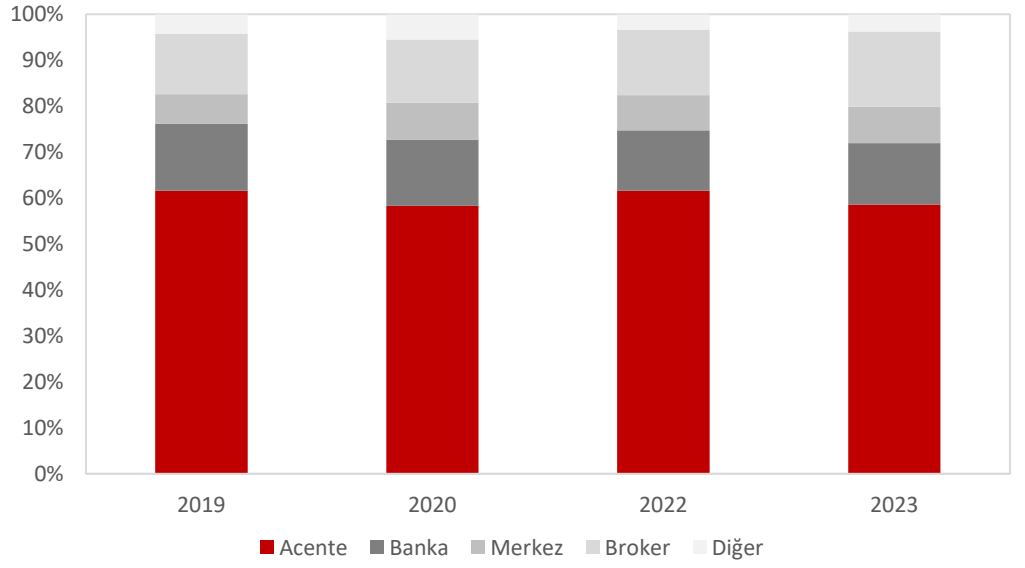
Büyüme potansiyeli olan Sağlık ile Yangın ve Doğal Afetler segmentinde brüt teknik kar marjları 2023 yılında %17 ve %10 olarak gerçekleşmiştir. Bu segmentlerdeki brüt hasar prim oranı %72 ve deprem etkisiyle %138 olmuştur. 2022 yılında yangın ve doğal afetlerin hasar prim oranı %68,2 idi.

Acenteler Ana Prim Üreticisi

Acenteler önemli bir dağıtım kanalı...

Hayat dışı sigorta şirketleri prim üretimini, Merkez, Acente, Banka, Broker olmak üzere dört farklı kanaldan üretmektedir. 2023 yılı verilerine göre Acenteler prim üretiminde %59 pay ile ilk sırada yer alırken, Bankalar %13 pay almıştır. Acentelerdeki en yüksek payı motor segmenti almaktadır. Bankalarda da motor segmentinin payı yüksekken; yangın, deprem ve sağlık segmentlerinin payı da ağırlıktadır. Acenteler, daha çok pazar payı kazanmak için Şirketler tarafından kullanılmaktadır. Türkiye Sigorta'nın Banka üzerinden sağladığı prim üretimi hem toplam üretim hem de sektör içerisindeki payı yüksektir.

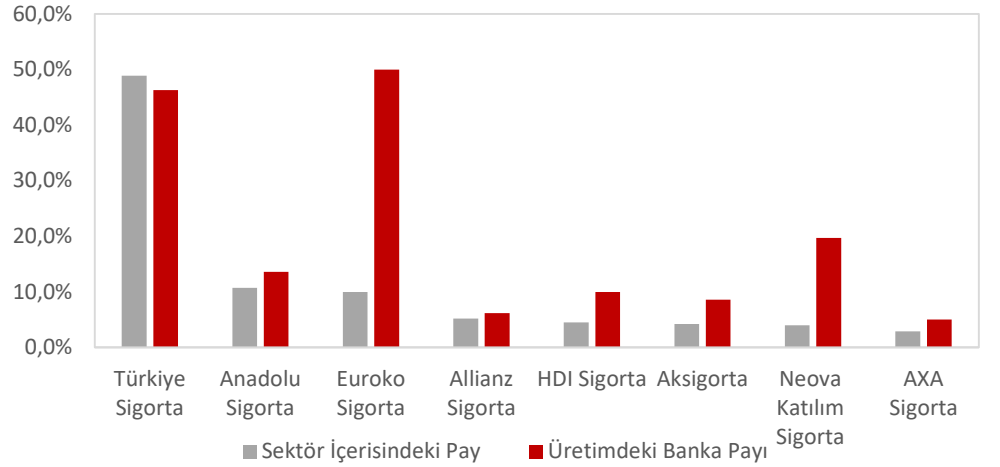
SATIŞ KANALI BAZINDA PRİM ÜRETİMİ



Kaynak: Türkiye Sigorta

Şirket bazında Türkiye Sigorta ve Eureka Sigorta, prim üretiminde en yüksek Banka kanalını kullanan şirketlerin başında gelmektedir. Hisseleri Borsa İstanbul'da işle gören Anadolu ve Aksigorta'nın payı görece düşüktür.

BANKA KANALI KULLANIMI



Kaynak: TSB

Sigorta Sektöründe Banka kanalıyla üretilen prim 2018 yılında %13,5 iken 2023 yılında %13,2 olarak gerçekleşmiştir.

BEKLENTİLER

Güçlü ortaklık yapısıyla Pazar lideri

Penetrasyonun düşük olduğu ve büyüme alanının da yüksek olduğu sektörde, Türkiye Sigorta uzun yılların verdiği deneyimle sektör büyümesine öncü şirketlerden birisidir. Enflasyon üzerinde büyüme başarısı gösteren Şirket son beş yılda %59 yıllık bileşik büyüme oranı ile sektörün (%55,2) üzerinde bir performans sergilemiştir. Türkiye Varlık Fonu'nun ana hissedar olduğu Şirket güçlü sermayesiyle, prim üretiminde %13,9 ile sektör lideridir. Şirket'in 2023 yılındaki yeterlilik rasyosu %165 ile yasal asgari öz değerlendirme sınırı olan %115 ve kar payı dağıtım eşiği olan %135 seviyelerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Güçlü sermaye yapısıyla Şirket'in lider konumunu devam ettirmesini bekliyoruz.

Avantajlı Dağıtım Kanalı

Türkiye sigorta, üç büyük kamu bankası başta olmak üzere ülke genelinde 3.779 şube ağı ile birlikte güçlü bir pozisyona sahiptir. Banka kanalının prim üretimindeki payı %47 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye Sigorta'nın hedefi banka kanalını daha efektif kullanarak sektörün üzerinde büyümeye devam etmektir. Düşük hasar oranlarıyla daha karlı bir segment olan Banka kanalında Şirket ayrıca karlılığını da artırmayı hedeflemektedir. Banka kanalı ile satılan poliçelerin (örneğin, sorumluluk, krediye bağlı sigortalar vs.) ağırlıkta olması zarar yazılan motor segmentinin de ağırlığının düşük kalmasını sağlamaktadır ki bu şirketi avantajlı kılmaktadır. Türkiye Sigorta, tarım bankacılığında neredeyse rakipsiz olarak faaliyet gösterirken, tarım branşında prim üretimimim %87'sini banka kanalıyla gerçekleştirmiştir. Önümüzdeki dönemde Banka kanalındaki büyümenin ticari ve kurumsal segmente kayması şirket için yeni fırsatlar yaratabilir. Uzun vadede, Şirket'in banka kanalının destekleyici olmaya devam etmesi beklenmektedir.

Motor dışı segmente güçlenen konumu...

Şirket, 2024 yılının ilk çeyreğinde kara araçları sorumluluk hariç ana segmentlerde Pazar payını artırmıştır. Banka hakimiyetinin karşılığını verdiği branşlardan genel zararlarda %36, yangın ve doğal afetlerde %23, kaza branşında %31 pazar payı başarıyla elde edilmiştir. Diğer ana branşlara göre hasar ödemeleri daha düşük olan bu üç branşın toplam primler içindeki payı %59,5 (sektör ortalaması %33) olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan, oto branşının toplam prim portföyü içerisindeki payı %20 ile sektör ortalaması olan %37 seviyesinin altında kalmıştır. Sağlık branşında ise yine Pazar payı kazanımı (yaklaşık 3 puan) yaşanmıştır.

Karlılık odakta...

Şirket, banka – banka dışı dağıtım kanalı ve oto-oto dışı ürün çeşitliliği ile güçlü teknik karlılık sağlanmıştır. Etkili risk yönetimi, poliçe yenilemeleri, kara araçlarında pazar payı kazanımı ile zarar edilen oto ve sağlık branşlarında karlılıklar elde edilmiştir. Hasar prim oranlarında da önemli iyileşmeler yaşanmış, devam eden riskler karşılıklarında da önemli düşüşler gözlenmiştir. Pandemi sonrasında ertelenen sağlık harcamalarının normale dönmesiyle birlikte maliyet unsurlarında dengelenme yaşanırken, hasar prim oranlarında iyileşme gözlenmiştir. Devam eden riskler karşılığının çözülmesiyle teknik zarardan teknik kara geçilmiştir. Önümüzdeki dönemde bu branşta tamamlayıcı sağlık poliçeleriyle büyüme trendinin güçlenerek devam edeceği düşünülmektedir.

Tarım branşında, tarım sektöründeki sigortacılığı desteklemek üzere kurulmuş Tarım Sigortaları Havuzu (Tarsim) sigorta şirketleri dilerlerse Tarsim'e reasürans desteği verme imkanına da sahiptir. Türkiye Sigorta, reasürans panelinde retrosesyoner olarak yer almaktadır. Bu vesile ile yazılan endirekt tarım üretimi yoluyla ek kar elde edilmektedir. Havuza devredilen risklerde ise komisyon geliri elde edilmekte ve bankasürans anlaşmasına göre bankayla paylaşılmaktadır.

Önemli ölçüde banka kanalıyla üretilen kaza sigortalarında önemli pazar payı elde edilmiştir. Prim üretiminin büyük bir kısmını banka aracılığıyla gerçekleştirilen ve %23'lük pazar payı ile sektör liderliği bulunan Yangın ve Doğal Afetler'de teknik karlılık güçlü bir artış göstermiş ve liderlik pekiştirilmiştir. Geçen yıl şubat ayında yaşanan deprem felaketine rağmen Türkiye Sigorta'nın sektöre göre elde ettiği güçlü teknik performansta etkin risk yönetimi ve reasürans tarafında doğru risklerin seçimi öne çıkan faktörler olmuştur. Bu alanda yüksek prim üretimi ve karlılık için güçlü sermaye yeterliliği ve reasürans kapasitesi gerekmektedir. Her iki alanda da sektörün lider şirketi olan Türkiye Sigorta bu alanda etkin faaliyet göstermektedir. Bu da önümüzdeki dönemde de liderliğin sürebileceğine işaret etmektedir.

Sektördeki liderliğin kaybedildiği kara araçları sorumlulukta, dengelenen maliyet ortamı bransın hasar prim oranlarındaki iyileşmeyi beraberinde getirmiştir. Diğer taraftan, aralık ayı ortasında (SEDDK) yetkisini kullanarak zorunlu trafik sigortasındaki %5'lik azami prim artışını %10'a yükseltmişti. Bununla birlikte, zorunlu Trafik Sigortası aylık azami prim artış oranını, 2024 yılının ilk 4 ayı için %5 olarak belirlemiştir. Mayıs ayından itibaren ise bu artış hasar maliyet endeksine göre hesaplanacağı bildirilmiştir. Prim artış tavanının yükseltilmesi zarar yazılan trafik sigortası için önem arz etmektedir.

Düzenlemelere karşı ihtiyatlı görünüm...

Düzenleyici kuruluş Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK) muallak tazminat karşılığında kaynaklanan net nakit akışlarının iskonto oranını %22'den %28'e yükseltmiştir. Düzenleyici kuruluş ayrıca geçen yıl sektörde yaşanan trafik sigortası arzı problemlerine ilişkin olarak trafik sigortalarında poliçe düzenlemekten kaçınma hallerini belirten genelge yayımlamıştı. Türkiye Sigorta tüm olası durumları içeren güçlü rezerv uygulamaları doğrultusunda gerekli karşılıkların ayrılmasına devam etmektedir.

Genişleyen yatırım portföyü ...

Şirket'in yılın ilk üç ayında yatırım portföyü önceki yılın aynı dönemindeki 15 milyar TL'den 38 milyar TL'ye çıkmıştır. Yatırım portföyünün önemli kısmı sabit getirili varlıklarda değerlendirilmektedir. Banka mevduat oranı %25 şeklindedir. Kur korumalı mevduat ise toplam portföy içinde %14'lik paya sahip olmuştur. TL DİBS ve TL özel sektör tahvilleri sırasıyla %11 ve %12 seviyelerinde ağırlığa sahip olurken Eurobond portföyünün toplam portföy içindeki payı %8 olarak gerçekleşmiştir. Yatırım fonu yatırımlarının toplam yatırım portföyü içindeki ağırlığı ise %25 olarak olmuştur. Faizlerin geldiği nokta itibarıyla Şirket'in yatırım gelirlerinin güçlü seyrini korumasını bekliyoruz.

Pay geri alımı...

Şirket, sermayenin %2,9'unu temsil eden 33,2mn adet geri alınan hissesi (alımların ortalama maliyeti 8,96TL) bulunmaktadır. Bu paylardan 30 milyon adedi blok satış yöntemiyle kurumsal yatırımcılara satılarak 660 milyon TL kazanç elde edilmiştir. Sektöründe hisse geri alım yapan ve temettü dağıtan tek şirket olan Türkiye Sigorta, finansal ve güçlü operasyonel performansının yanı sıra geri alım programıyla da paydaşlarına değer sağlamaya devam etmektedir.

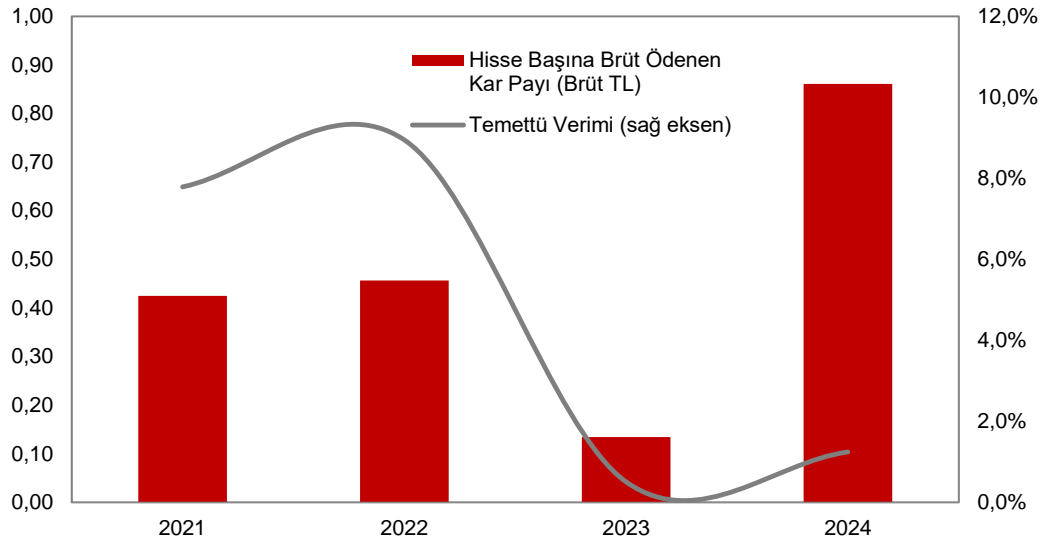
Sermaye akımlarında destekleyici olabilir ...

Ekonomide atılan adımlar sonrasında artan güvenle birlikte yabancıların hisse piyasasına ilgisi de devam ederken, bu trendin sürmesi beklenmektedir. Yılbaşından itibaren yabancıların sigorta şirketlerinde alım tarafında olduğunu izliyoruz. Bu ortamda güçlü ortaklık yapısı ve karlılığıyla birlikte Türkiye Sigorta sermaye akımlarından pay almaya devam edebilir.

Sermaye yeterlilik oranı temettü ödemesi için gereken sınırın üzerinde...

Türkiye Sigorta'nın yılın ilk dokuz ayındaki sermaye yeterlik oranı %165 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran temettü ödeme için alt sınır olan %135 seviyesinin oldukça üzerindedir. Son üç yılda temettü ödemesi yapan Şirket, 2021 yılında %49 temettü dağıtma oranıyla 0,46TL brüt temettü ödemesi gerçekleştirmiştir. Bu tutar %8,9'luk temettü verimine denk gelmektedir. Geçen yıl ise Şirket 0,13TL brüt temettü ödemiştir. Bununla birlikte Şirket bu 29 Ağustos'ta hisse başına brüt 0,86TL (net: 0,77TL) temettü ödemeyi planlamaktadır. Bu miktar %1,2'lik bir temettü verimliliğine (13 Mayıs itibarıyla) işaret etmektedir. Ek olarak, Şirket'in mevcut kayıtlı sermaye tavanı olan 5.000mn TL dahilinde, 1.162mn TL olan ödenmiş sermayesinin %330,47 oranında ve 3.838mn TL tutarında bedelsiz artırılarak 5.000mn TL'ye çıkarılması ile ilgili hususun Genel Kurula sunulmasına karar verilmiştir.

NAKİT TEMETTÜ VERİMLİLİĞİ



Kaynak: Şirket finansalları, Finnet

Güçlü karlılıkla yüksek sermaye yeterlilik oranıyla birlikte Şirket'in önümüzdeki dönemde temettü ödemesi yapmaya devam edebileceğini düşünüyoruz.

2024 yılı kar tahmini beklentimiz 13,6milyar TL...

İlk çeyrekte iskonto oranı uygulamasının da etkisiyle olumlu sonuçlar açıklayan Türkiye Sigorta'nın, devam eden güçlü prim üretimi, iyileşen maliyetler ve yatırım gelirlerinin de desteğiyle 2024 karında önemli bir artış bekliyoruz. 2024 prim üretimi artış beklentimiz %90 iken, net karın %118 oranında artarak 13.364mn TL'ye çıkmasını öngörüyoruz.

Özet Finansallar	2023	2024T	2025T
Özsermaye	15.426	28.627	41.635
Brüt Yazılan Primler	59.518	113.085	175.281
Net Kar	6.155	13.609	18.701
Özsermaye Karlılığı	56%	62%	53%
Net Hasar Prim Oranı	76%	76%	74%
Net Bileşik Oran	98%	98%	97%

Kaynak: Ziraat Yatırım, Türkiye Sigorta

T: Tahmin

Türkiye Sigorta'nın 2024'te %62 oranında ortalama özsermaye karlılığına ulaşabileceğini öngörürken, bileşik oranının %100'ün altında kalmaya devam etmesini bekliyoruz.

DEĞERLEME

Türkiye Sigorta için hedef fiyatımız 112,90...

Türkiye Sigorta'nın hedef piyasa değeri, Artık Gelir Modeli, İndirgenmiş Temettü Modeli ve Emsal Karşılaştırma Yöntemi kullanılarak bulunmuştur. Söz konusu değerlendirme yaklaşımlarına sırasıyla %60 - %30 ve %10 ağırlık verilmiştir. Buna göre Türkiye Sigorta'nın hedef piyasa değerini **131.138mn TL**, hisse hedef fiyatını da **112,90 TL** olarak belirliyoruz. Türkiye Sigorta hisseleri güncellenmiş hedef hisse fiyatına göre %39,4 oranında iskonto edilmiştir. Bu nedenle Türkiye Sigorta için önerimiz **"AL"** yönündedir.

Değerlemede 2024 yılı için risksiz faiz oranı %27,5 alınmıştır. Bu oranda, 10 yıllık tahvil faizinin yılbaşından itibaren günlük ortalama değeri referans alınmıştır. Sonraki yıllarda ise bu oran, enflasyon beklentilerine paralel düşürülmüştür. Şirket için yapılan değerlendirilmede, tarihsel veriler dikkate alınarak market risk primi %5,5, Beta 0,8x alınmıştır. Şirket'in uzun vadeli büyüme oranını %5 olarak belirlerken, terminal özsermaye karlılığı beklentimiz %25'dir.

Türkiye Sigorta	2023G	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Risksiz Faiz Oranı		27,5%	25%	21%	18%	14%	14%	14%	14%	13%	12%
Market Risk Primi		5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta		0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Özsermaye Maliyeti		32,0%	29,5%	25,5%	22,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	17,5%	16,5%

Artık Gelir Modeli (mn TL)	2023G	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Özkaynaklar	15.426	28.627	41.635	57.551	77.254	100.199	128.207	159.522	195.968	245.565	297.682
Net Kar	6.155	13.609	18.701	23.266	28.337	34.113	40.064	46.348	53.620	61.407	67.961
Özsermaye Karlılığı	56,4%	61,8%	53,2%	46,9%	42,0%	38,4%	35,1%	32,2%	30,2%	27,8%	25,0%
Özkaynak Maliyeti		32,0%	29,5%	25,5%	22,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	17,5%	16,5%
Sermaye Maliyeti		7.046	10.360	12.641	15.159	16.406	21.116	26.601	32.865	38.612	44.791
Artık Gelir		6.563	8.341	10.625	13.178	17.707	18.948	19.747	20.755	22.795	23.170
İskonto Oranı		1,00	1,22	1,53	1,88	2,22	2,64	3,12	3,70	4,35	5,06
Artık Karın İndirgenmiş Değeri		4.922	6.830	6.933	7.020	7.961	7.190	6.324	5.609	5.244	4.575
Uzun Vadeli Büyüme Oranı		6,0%									
Terminal Özsermaye Karlılığı		25,0%									
Özsermaye Maliyeti		16,5%									
Özkaynak Değeri		19.045									
Toplam Artık Karın Bugünkü Değeri		108.843									
Terminal Değer		46.234									
İştirakler		5.332									
Hedef Piyasa Değeri		133.220									
Ödenmiş Sermaye		1.162									
Hedef Hisse Fiyatı		114,69									
Hisse Kapanış, TL (15.05.2024)		68,45									
İskonto Oranı		40,3%									

Artık Gelir Modeli Modeline göre Türkiye Sigorta'nın hedef piyasa değerini 133.220mn TL, hedef hisse fiyatını ise 114,69TL olarak hesaplıyoruz.

İndirgenmiş Temettü Modeli (İTM) (mn TL)	2023G	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Özkaynaklar	15.426	41.635	57.551	77.254	100.199	128.207	159.522	195.968	245.565	297.682	315.543
Dönem Net Kar / Zararı	6.155	13.609	18.701	23.266	28.337	34.113	40.064	46.348	53.620	61.407	67.961
Ortalama Özsermaye Karlılığı	56,4%	61,8%	53,2%	46,9%	42,0%	38,4%	35,1%	32,2%	30,2%	27,8%	25,0%
Temettü Ödemesi		1.000	4.083	9.351	11.633	14.168	17.056	20.032	23.174	26.810	36.844
Temettü Dağıtma Oranı		16%	30%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	60%
İskonto Oranı		1,00	1,22	1,53	1,88	2,22	2,64	3,12	3,70	4,35	5,06
Serbest Nakit Akım		1.000	3.343	6.102	6.197	6.370	6.472	6.415	6.263	6.167	7.276
Sermaye Maliyeti			16%								
Serbest Nakit Akımlarının Şimdiki Değeri			55.605								
Sonsuz Büyüme Oranı			6,0%								
Sonsuz Büyüme Çarpanı			10,1								
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri			81.365								
Tahmini Şirket Değeri			136.970								
Ödenmiş Sermaye			1.162								
Hedef Hisse Fiyatı (15.05.2024)			117,92								
Hisse Kapanış, TL			68,45								
İskonto Oranı			42,0%								

İndirgenmiş temettü modeline göre Türkiye Sigorta'nın hedef piyasa değerini 136.970mn TL, hedef hisse fiyatını ise 117,92TL olarak hesaplıyoruz. Şirket'in temettü dağıtma oranı önümüzdeki yıl %30, 2032 yılına kadar %50, sonrasında %60 olarak alınmıştır.

Benzer Şirketler	Ülke	2024T F/K	2024T PD/DD
Prudential PLC	Hong Kong	10,47	1,41
Powszechny Zakład Ubezpieczeń	Polonya	8,29	1,46
Unipol Gruppo SpA	İtalya	7,18	0,74
Beazley PLC	Britanya	7,09	1,31
Hiscox Ltd	Bermuda	8,48	1,43
OUTsurance Group Ltd	Güney Afrika	20,98	4,83
LPI Capital Bhd	Malezya	13,82	2,01
Ortalama		10,90	1,88
Türkiye Sigorta	Türkiye	5,23	2,71

Kaynak: Bloomberg

Benzer şirket değerlendirmesinde 2024 yılı tahmini F/K ve PD/DD çarpanlarının ortalaması kullanılmıştır. Buna göre benzer şirketlere göre Türkiye Sigorta'nın hedef piyasa değerini 101.147mn TL olarak buluyoruz.

Türkiye Sigorta'nın tahmini değeri, Artık Gelir Modeli, İndirgenmiş Temettü Modeli ve Piyasa Çarpanları yöntemlerine göre ağırlıklandırılarak (%60 - %30 - %10) hesaplanmıştır. Artık Gelir Modeli'nde tahmini değer 133.220mn TL, İndirgenmiş Temettü Modeli'nde tahmin değer 136.970mn TL, Piyasa Çarpanları Modeli'nde ise tahmini değer 101.147mn TL olarak bulunmuştur. Söz konusu üç modelin ağırlıklı toplamı sonucunda Türkiye Sigorta'nın tahmini piyasa değerini **131.138mn TL**, hedef hisse fiyatını da **112,90 TL** olarak belirliyoruz. Şirket hisseleri hedef fiyatımıza göre %39,4 oranında iskontolu işlem görmektedir. Bu nedenle Şirket için **"AL"** önerisinde bulunuyoruz.

Şirket için "AL" önerisinde bulunuyoruz...

Özet Değerleme Tablosu	Açıklama	(Mn TL)
Kullanılan Yöntem		
Artık Gelir Modeli	(%6,0 Büyüme, %25,0 Terminal Özsermaye Karlılığı)	133.220
İngirgenmiş Temettü Modeli	(%6,0 Büyüme)	136.970
Benzer Şirketler	(2024T F/K: 10,9x PD/DD: 1,9x)	101.147
Hedef Piyasa Değeri	(%60 Artık Gelir Mod.+%30 İndirgenmiş Temettü Mod. %10 Benzer Şirketler)	131.138
Hedef Hisse Fiyatı		112,90 TL
Türkiye Sigorta Hisse Fiyatı**		68,45
İskonto Oranı		39,4%

* Bloomberg EMEA Banka Endeksi

**15.05.2024 kapanışı itibarıyla

SENARYO ANALİZİ

İskonto Oranı \pm 200bp, sonsuz büyüme \pm %1 alındığında sonuçlar aşağıdaki gibi değişmektedir.

Duyarlılık Analizi - Sermaye Maliyeti (SM) ve Terminal Büyüme Değişim

Sermaye Maliyeti		Terminal Büyüme		
		4,0%	5,0%	6,0%
SM-2		162.716	172.275	184.386
SM		126.150	131.138	137.177
SM+2		101.342	104.089	107.315

Kaynak: Ziraat Yatırım

RİSKLER

Kredi büyümesindeki yavaşlama risk unsuru olarak izleniyor...

Yeni ekonomi yönetiminin normalleşme adımları kapsamında aldığı önlemlerin başında daha sıkı para politikası uygulamak olmuştur. Bu kapsamda, artan faiz oranlarına bağlı olarak kredi büyümesinde yavaşlama gözlenirken, bu durum ekonomik büyümede aşağı yönlü riskleri gündeme getirmektedir. Ancak, parasal sıkı duruşun yavaşlamadaki potansiyel etkisi, rasyonelleşme sürecinin oluşturduğu güven ortamıyla ılımlı kalabilir. Özel tüketimin yine büyümede katalizör olması öngörülmektedir. Banka kanalını ağırlıklı kullanan Şirket için kredi büyümesindeki olası daralma karlılık üzerinde baskı oluşturabilir. Öte yandan, alınacak makroekonomik kararlar çerçevesinde asgari ücret artışlarının da hem dolaylı hem de doğrudan bilanço üzerindeki etkileri yakından takip edilecektir. Son olarak, küresel faizlerin seyri, ekonomide döngüsel yavaşlamalar, jeopolitik belirsizlikler de makro tarafta sektörü olumsuz etkilemektedir.



Kaynak: BDDK

Dijital trendler yakından izleniyor...

Potansiyel kredi daralmasının yanı sıra küresel trendlerde, prim üretiminin özellikle bireysel segmentte şubelerden dijital kanallara yöneldiğine yönelik yaşanan gelişmeler Banka ağırlığı yüksek olan Şirket için risk unsuru olarak izlenmelidir. Teknoloji ve dijitalleşmenin hızla geliştiği ortamda yapay zeka uygulamalarının sigortacılık sektöründe daha yaygın kullanılarak, karar alma süreçlerini hızlandırılması ve maliyet kayıplarının azaltılması hedeflenmektedir. Bu kapsamda, şirketin teknoloji yatırımları ve kullanımı da yakından izlenmesi gereken bir konu olarak öne çıkmaktadır.

Düzenlemeler risk unsuru...

Geçtiğimiz yıl birçok revizyonun yapıldığı trafik sigortalarındaki fiyat artış tavanı bu branşlarda zarar yazılmasına neden olmaktadır. Bu taraftaki fiyat artışlarının düşük kalması sektör için zorlayıcı olmaya devam edebilir. Öte yandan, 2017 yılında yayımlanan TFRS 17 (Uluslararası Sigorta Sözleşmeleri Standardı)'ye önümüzdeki yıl geçilmesi hedeflenmektedir. Sigorta sözleşmelerine ilişkin yeni muhasebe standardı olan bu uygulamaya yönelik birçok birimin operasyonel yapılandırma süreci önem arz etmektedir. Öte yandan, bu yıl finans sektörüyle birlikte enflasyon muhasebesinden muaf olan sigorta şirketleri finansallarının önümüzdeki yıl söz konusu muhasebe standartına geçmesi beklenmektedir. Halihazırda enflasyon muhasebesi uygulayan şirketlerin açıklanan bilançoları sürprizler barındırmaktadır. Öncesinde de piyasada finansallara yönelik belirsizlikler risk alma iştahı üzerinde etkili olmaktadır. Bu kapsamda, geçiş aşamasında fiyatlamalarda oluşabilecek yüksek dalgalanmalar risk unsuru barındırmaktadır.

Doğal afetler zorlayıcı unsur olabilir...

Her ne kadar sigorta şirketleri risklerini reüsürans şirketlerine devretseler de beklenmedik doğal afetler bilançolar üzerinde etkisini maliyet unsuru ve düşük büyüme olarak göstermektedir. Bu da fiyatlamalarda dalgalanmalara yol açabilmektedir. Deprem ve iklim değişikliği konuları önümüzdeki dönemin riskleri olarak öne çıkmaktadır.

Faizlerin seyri önemli...

Yatırım portföylerinin hatırı sayılır bir kısmı mevduatlardan oluşmaktadır. Mevduat faizlerinde düşüşün ekonomideki potansiyel yavaşlama ile birlikte gerçekleşmesi durumunda Şirket karlılığı yüksek bazın da etkisiyle baskı altında kalabilir. Kur ve faizlerdeki ani hareketler yatırım portföyü ve dolayısıyla karlılıkta oynaklığa neden olabilir.

Rekabet marjlar üzerinde etkisini gösterebilir...

Hayat dışı sigortacılık sektöründe birçok oyuncu bulunmaktadır. Düşük penetrasyona karşın prim üretim ivmesinin azaldığı durumlarda fiyatlamalarda beklenenden daha yüksek düşümlere yol açabilir ve pazar

payı kaybı riski gündeme gelebilir. Bununla birlikte modern yönetim tekniklerinin kullanılmaması da rekabet avantajı üzerinde risk yaratabilir.

Harcanabilir gelirden aşağı yönlü riskler devam ederken, halihazırda düşük penetrasyonun gözlendiği sektörde, yüksek hasar maliyeti oluşabilecek alanlarda dahi sigorta poliçelerinin azlığı, potansiyelin altında büyüme riskini gündemde tutabilir. Sigorta kültürünün tam olarak yerleşmemesi ve sigorta sektörünün ekonomideki önemi - gelişimi üzerine yeterince çalışma ve teşviklerin yapılmaması penetrasyon oranının düşük oranlarda kalmasına neden olabilir.

SWOT Analizi

Güçlü Yönler

- Güçlü ortaklık yapısı
- Hayat dışı sektöründe Pazar liderliği
- Banka kanalıyla üretilen primde dominant pozisyon
- Karlı branşlardaki güçlü konumu ve yüksek büyüme potansiyeli
- Güçlü yatırım portföyü
- Yüksek sermaye yeterliliği, güçlü reasürans koruması
- Başarılı hasar yönetimi
- Zorlayıcı makro koşulları avantaja çevirme kapasitesi

Zayıf Yönler

- Makro risklere olan yüksek duyarlılık
- Karlılıkta, yatırım gelirlerine olan yüksek bağımlılık
- Sektörü zorlayan trafik sigortasında ayırışamama
- Hizmet verilen alanlarda yeterince tanıtım yapılmaması
- İlişkili taraf işlemlerine ilişkin riskler
- Sektörel rekabetin yarattığı zorlayıcılık

Fırsatlar

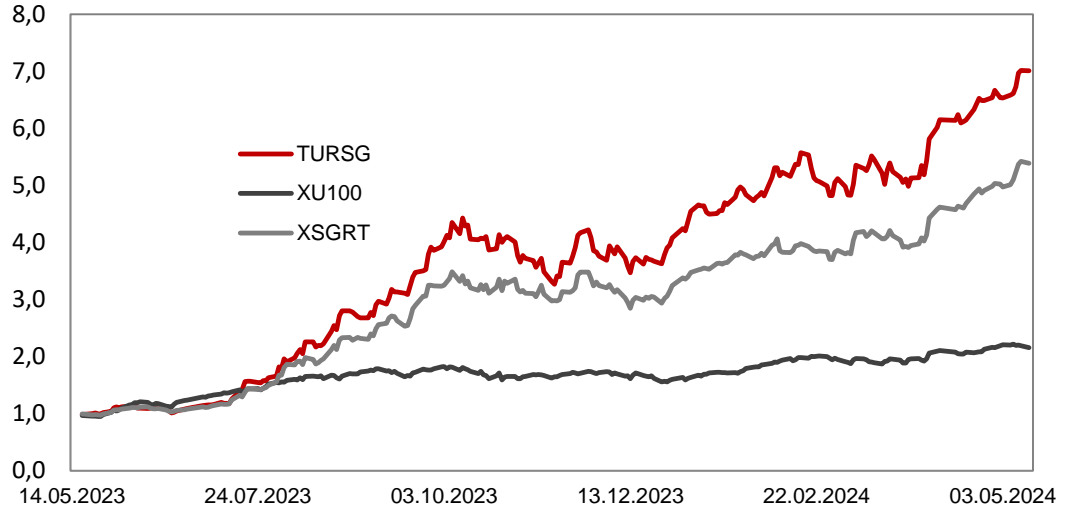
- Penetrasyon oranlarındaki düşüklüğün yüksek büyüme alanı oluşturması
- Doğal afetler sonrasında sigortacılık bilincinin artabileceğine yönelik inanç
- Dijitalleşmenin maliyetler üzerindeki olumlu etkisi
- Trafik branşında normalleşme emarelerinin gözlenmesi

Tehditler

- Önemli bir makro risk olan enflasyonun kontrol altına alınamaması, kur riski, alım gücünün düşmesi
- Deprem gibi yıkıcı riskler, iklim değişikliğinin tahribatları artırması
- Düzenlemelere yönelik oluşabilecek belirsizlikler
- Jeopolitik riskler, salgın hastalıklar, döngüsel ekonomik yavaşlamalar

Gelirlerin düşük kalması ve sosyoekonomik koşullar büyümeleri sınırlayabilir...

HİSSE PERFORMANSI

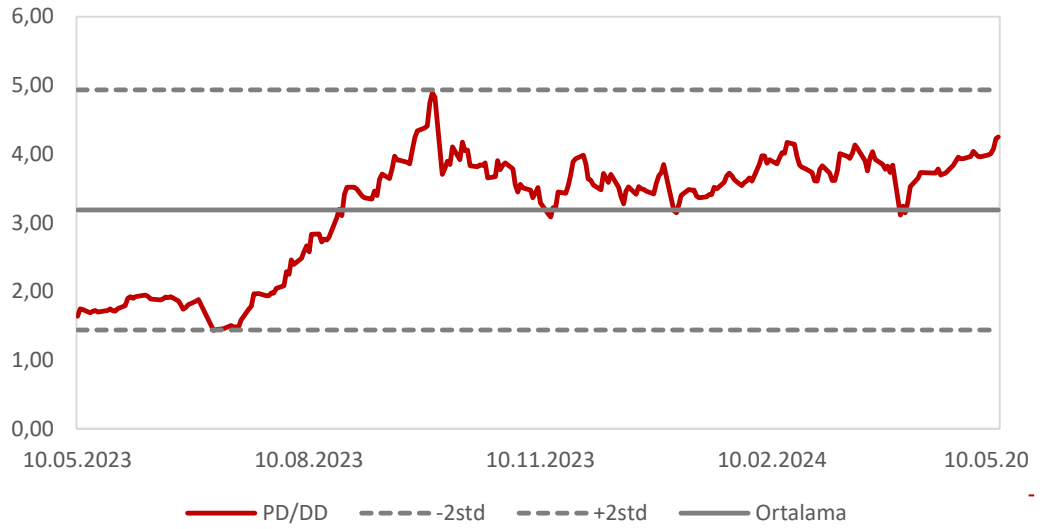


Kaynak: Finnet

Uzun vadede Türkiye Sigorta hisseleri oldukça iyi bir performans sergilemiştir...

Türkiye Sigorta hissesi son beş yıllık süreçte BİST Sigorta endeksi ve BİST-100'ün oldukça üzerinde bir getiri elde ederek olumlu bir görüntü sergilemiştir. Son bir yıllık süreçte ise fark açılmış Türkiye Sigorta hisseleri %601 oranında değer kazanmıştır. Aynı dönemde BİST100 endeksi sırasıyla %126 oranında yükselmiştir.

Piyasa Değeri / Defter Değeri



Kaynak: Finnet

Türkiye Sigorta'nın son bir yıllık PD/DD ortalaması 3,3x...

Türkiye Sigorta 15 Mayıs 2024 tarihi itibarıyla 4,2x PD/DD ile işlem görmektedir. Son bir yıllık ortalama PD/DD'i 3,3x'dir. Son zamanlarda Şirket hissesi söz konusu ortalamanın üzerinde işlem görmektedir.

Bilanço	2020	2021	2022	2023	1Ç2023	1Ç2024	Değ.
Cari Varlıklar	9.306	12.511	24.144	70.191	32.907	80.825	146%
Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklar	6.535	6.104	9.034	31.547	13.202	28.922	119%
Finansal Yatırımlar	187	2.174	8.606	21.924	10.571	26.910	155%
Diğer	2.583	4.233	6.504	16.720	9.135	24.993	174%
Cari Olmayan Carlıklar	1.450	1.877	3.385	6.107	3.310	5.779	75%
Finansal Varlıklar	1.139	1.401	2.324	4.234	2.312	4.223	83%
Diğer	311	476	1.061	1.872	998	1.556	56%
Toplam Aktifler	10.756	14.387	27.529	76.297	36.217	86.604	139%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.131	9.915	21.390	61.465	29.792	68.103	129%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	157	216	388	437	409	497	21%
Özsermaye	3.468	4.256	5.751	14.395	6.015	18.003	199%
Ödenmiş Sermaye	1.162	1.162	1.162	1.162	1.162	1.162	0%
Toplam Pasifler	10.756	14.387	27.529	76.297	36.217	86.604	139%
Gelir Tablosu	2020	2021	2022	2023	1Ç2023	1Ç2024	Değ.
Teknik Gelir	4.371	5.389	9.663	29.850	4.219	13.699	225%
Brüt Yazılan Primler	8.887	11.750	25.173	59.518	12.175	28.163	131%
Reasüröre Devredilen Primler	5.115	6.580	11.797	24.573	5.879	16.365	178%
Yazılan Primler	3.665	4.992	12.783	33.801	6.050	11.585	91%
Kazanılmış Primler Karşılığı	-6	869	4.738	12.944	2.631	2.347	-11%
Devam Eden Riskler Karşılığı	15	-22	-1.152	-599	-46	731	-
Aktarılan Yatırım Gelirleri	613	1.116	2.631	9.198	805	3.513	336%
Diğer	72	172	139	395	40	217	442%
Teknik Gider	3.027	4.092	9.161	21.955	3.290	9.078	176%
Net Ödenen Hasarlar	1.708	2.553	5.102	10.007	1.882	4.878	159%
Net Muallak Hasarlar Karşılığı	379	561	2.161	6.693	574	2.069	261%
Diğer Teknik Giderler	940	978	1.898	5.255	834	2.131	155%
Teknik Kar - Zarar	1.344	1.297	502	7.895	928	4.621	398%
Faaliyet Giderleri	922	957	1.869	5.209	812	2.069	155%
Yatırım Gelirleri	1.160	2.385	4.112	14.722	1.162	5.572	380%
Yatırım Giderleri	908	2.095	3.584	14.215	1.154	5.353	364%
Net Yatırım Gel./Gid.	252	290	528	507	7	219	2864%
Olağandışı Gelir/Gider	-163	-184	235	-758	-251	-615	145%
Vergi Karşılığı	276	345	324	1.499	148	699	374%
Net Öden Karı Zararı	1.153	1.058	941	6.155	537	3.527	557%
Oranlar	2020	2021	2022	2023	1Ç2023	1Ç2024	Değ.
Prim Artış	24%	32%	114%	136%	115%	131%	17%
Teknik Marj	36,7%	26,0%	3,9%	23,4%	15,3%	39,9%	25%
Özsermaye Karlılığı	38,7%	27,4%	18,8%	61,1%	5,3%	29,4%	24%
Aktif Karlılık	10,7%	8,4%	4,5%	11,9%	1,0%	5,7%	5%
Konverbasyon Oranı	41%	42%	52%	57%	50%	41%	-9%
Net Hasar/Prim Oranı	57%	76%	100%	76%	73%	70%	-3%
Net Komisyon Oranı	11,3%	9,9%	11,0%	12,0%	11,1%	11,7%	1%
Net Masraf Oranı	13,7%	13,4%	14,0%	10,0%	12,9%	9,0%	-4%
Net Birleşik Rasyo	82%	99%	126%	98%	97%	90%	-6%

Kaynak: Türkiye Sigorta, Ziraat Yatırım

Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

AL : %20,01 ve üzeri iskonto

EKLE : %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto

TUT : %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto

AZALT : %-10,01 ile %-20,00 aralığında iskonto

SAT : %-20,01 ve üzeri iskonto

İZLE : Nötr

Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük Pazarlama

Levent Mah. Gonca Sokağı No.22 (Emlak Pasajı) Kat.1 34330 Beşiktaş İSTANBUL

+90 212 339 8080 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri