

Prim Büyümesinde Normalleşme

Özkaynak Karlılığı Yüksek Seyrine Devam Ediyor

Anadolu Sigorta (ANSGR) için hedef fiyatımızı 40,00 TL'ye güncelliyor, %72 getiri potansiyeliyle Endeks Üzeri Getiri önerimizi koruyoruz.

Geçtiğimiz sene güçlü prim ivmesi ve yüksek faiz ortamının desteklediği yatırım gelirleri sayesinde net kar yıllık bazda kuvvetli artış göstermiştir; yönetilebilir bir normalleşme patikasında 2025-2027 döneminde karlılıkta çift haneli artışın sürmesi beklenmektedir. Teknik marjın yüksek seviyesini koruyacağı, finansal gelir katkısının hem beklenenden yavaş düşen faizler hem de yüksek menkul kıymet portföyü sebebiyle devam edeceği öngörülmektedir.

Operasyonel tarafta büyümeyi sağlık (%81) ve kaza (%64) sürüklerken; yangın & doğal afetler (%33), kasko (%26), trafik (%44) ve genel zararlar (%33) seçici bir üretim profiliyle ilerlemektedir. Bu kompozisyon; net hasar oranının ~%80, net teknik marjın %15 ve bileşik rasyonun %110 seviyelerinde istikrar kazanmasına destek olmaktadır.

Makro cephede prim üretimi/GSYH oranındaki artış (2021: %1,2; 2025: %1,8) penetrasyonun derinleştiğine işaret ederken, dezenflasyon ve daha öngörülebilir fiyatlama döngüsü teknik sonuçların iyileşme potansiyelini güçlendirir. Buna karşın kur duyarlılığı yüksek branşlar ve reasürans maliyetleri yakından izlenmesi gereken başlıklar olmaya devam etmektedir.

Başlıca katalistler;

- Yenileme dönemlerinde fiyatlama gücü ve segmentasyonun derinleşmesi,
- Reasürans yenilemelerinde kapasite/maliyet istikrarı,
- Yatırım portföyünün yeniden fiyatlama hızı;

Başlıca riskler;

- Hasar enflasyonu,
- MTPL (trafik sigortası) tarafındaki düzenlemeler ve
- Reasürans maliyetlerindeki oynaklık olarak sıralanabilir.

Fiyatlama disiplini koruyan, sağlık ve kaza odaklı seçici büyümesini sürdüren ve yatırım gelirlerinde süreklilik sağlayan ANSGR'nin karlılık profilinin güçlü kalmasını bekliyoruz. Bu çerçevede, baz senaryomuzdaki 1,5x PD/DD varsayımı ve 40,00 TL 12A hedef fiyatımızla "Endeks Üzeri Getiri" görüşümüzü yineliyoruz.

Anadolu Sigorta A.Ş.

72% Getiri Potansiyeli

Öneri ve Hedef Fiyat

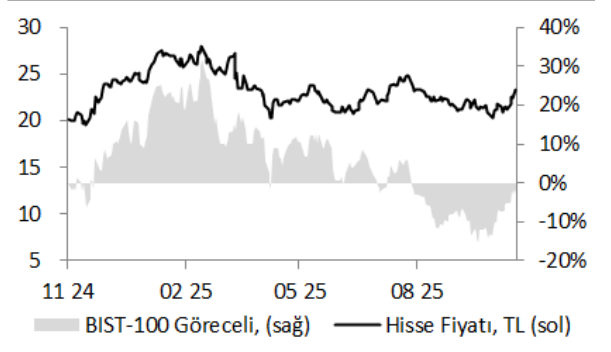
Hisse Kodu	ANSGR TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Fiyatı, TL	23,30
Hedef Hisse Fiyatı, TL	40,00
Yükselme Potansiyeli	72%
Halka Açıklık Oranı	35%
Piyasa Değeri, TL mln	46.600
Yabancı Yatırımcı Oranı	9%
Emeklilik Fonları Oranı	14%
Yatırım Fonları Oranı	10%

Fiyat ve Piyasa Değeri 24 Ekim itibari ile

Temel Finansal Göstergeler

TL mln	2023	2024	2025T	2026T
Brüt Prim Üretimi	44.228	69.589	97.630	122.038
Prim Üret. Büyümes	86%	57%	40%	25%
Operasyonel Gelir	7.357	14.993	15.962	23.838
Operasyonel Marj	66,5%	86,2%	65,4%	78,1%
Net Kar	5.909	10.878	11.924	17.174
Net Kar Büyümesi	421,5%	84,1%	9,6%	44,0%
Temettü Oranı	0%	19%	0%	0%
Temettü Verimliliği	0,0%	4,5%	0,0%	0,0%
Özsermaye	14.204	30.656	40.063	57.981
Özsermaye Karlılığı	61%	47%	35%	35%
F/K	2,71	3,96	3,91	2,71
F/DD	1,13	1,41	1,16	0,80

Hisse Fiyat Performansı



	1 ay	3 ay	6 ay	1 yıl
Nominal	10,2%	-3,6%	5,7%	15,8%
Göreceli	14,6%	-7,1%	-10,9%	-2,8%
İşlem Hacmi, TL mln	208	203	193	220

Kaynak: Şirket verisi, PhillipCapital Araştırma

İrfan Kemal ÖZER

kemal.ozer@phillip.com.tr

Sadrettin BAĞCI

sadrettin.bagci@phillip.com.tr

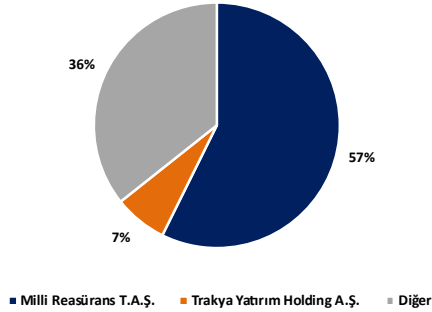
İçerik

Şirket Profili	3
Sektör ve Makro Görünüm	5
Dağıtım Kanalları.....	6
Stratejik Konumlanma	7
2Q25 İtibarıyla Segmentler	7
SWOT Analizi.....	8
Seçili Branşlarda Şirket ve Sektör Verileri	9
Tüm Ürün Grupları.....	9
Kaza.....	10
Hastalık-Sağlık.....	11
Kasko.....	12
Yangın ve Doğal Afetler	13
Genel Zararlar	14
Trafik.....	15
Finansal Tablolar ve Değerleme	16
Duyarlılık Analizi	17

Şirket Profili

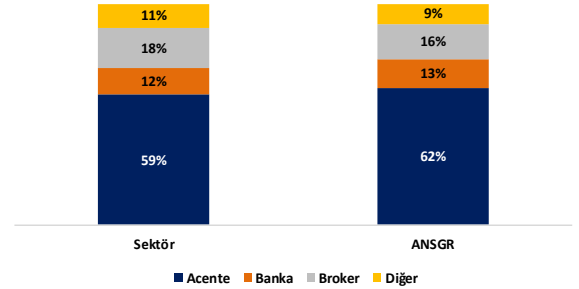
Türkiye'nin hayat dışı sigorta pazarındaki köklü ve güçlü oyuncularından biri olan Anadolu Sigorta, yangın ve doğal afet, motor (kasko/ZMSS), nakliyat, mühendislik, tarım, sağlık, kredi ve sorumluluk branşlarında faaliyet göstermektedir. 1925 yılında kurulan şirket, Türkiye'nin ilk ulusal sigorta kuruluşu olup, ana ortağı Milli Reasürans Türk Anonim Şirketi'dir (%57,3). Şirket ~%35 fiili dolaşım oranıyla Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. Geniş acente ağı, bankasürans iş birliği ve dijital kanallardaki etkinliği sayesinde Anadolu Sigorta, sektörün en yüksek prim üretim hacmine sahip özel sigorta şirketlerinden biridir.

Ortaklık Yapısı (%)



Kaynak: Şirket Verileri

Kanal Dağılımı (%)

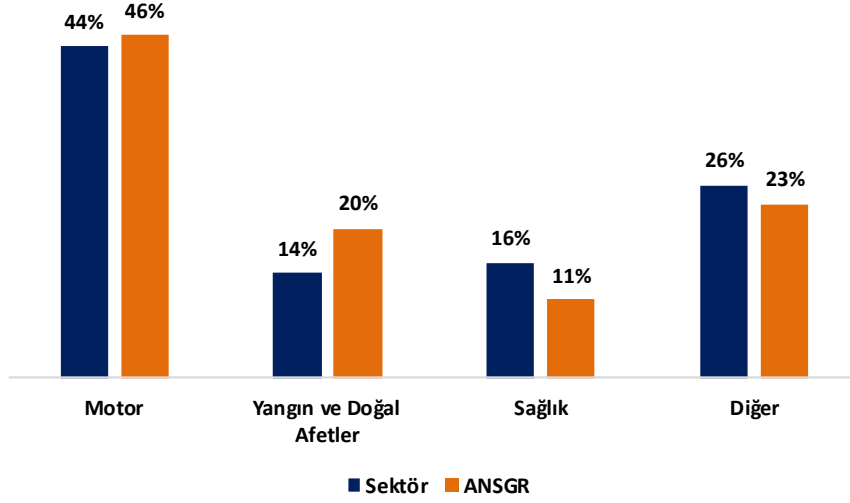


Kaynak: TSB

Haziran 2025 itibarıyla Anadolu Sigorta'nın dağıtım karması, sektör ortalamasına kıyasla acente ağı ağırlıklı yapısıyla öne çıkmaktadır. Acente kanalının payı %62 ile sektör ortalamasının (%59) üzerinde yer alırken, banka kanalının payı %13, broker kanalının payı %15, diğer kanalların payı ise %9 seviyesindedir. Genel olarak dağılımın sektörden çok da ayrışmadığını söyleyebiliriz.

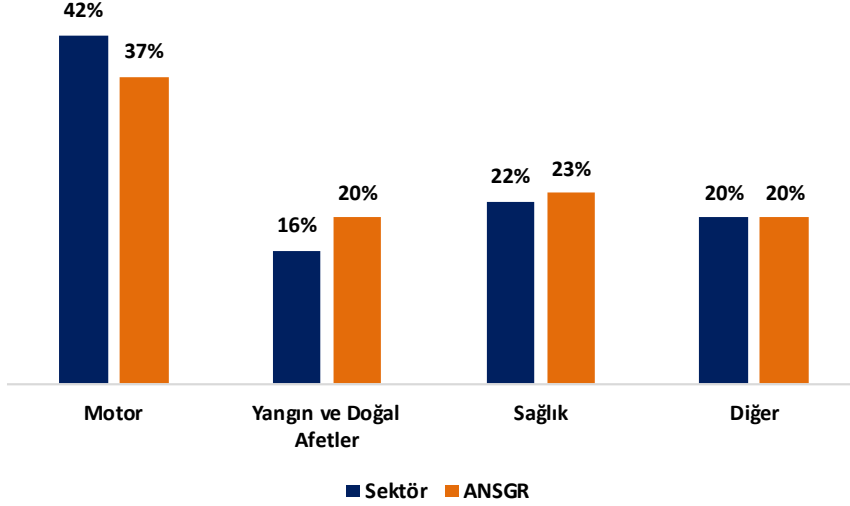
Yaygın acente organizasyonu, Anadolu Sigorta'nın geniş müşteri tabanına ulaşımını ve özellikle motor, sağlık ve yangın branşlarındaki üretim istikrarını desteklemektedir. Bankasürans kanalı, İş Bankası Grubu ile olan güçlü entegrasyon sayesinde bireysel müşteri segmentinde düzenli prim üretimi sağlamaktadır. Broker kanalının dengeli katkısı ise kurumsal müşterilerdeki derinliği artırarak portföy çeşitliliğini güçlendirmektedir. Bu çok kanallı yapı, şirketin pazar payı sürdürülebilirliğini, edinim gideri optimizasyonunu ve marj dayanıklılığını destekleyen temel faktörler arasında yer almaktadır.

ANSGR ve Sektör Portföy Branş Payı, 06.2022



Kaynak: Şirket Verileri

ANSGR ve Sektör Portföy Branş Payı, 06.2025

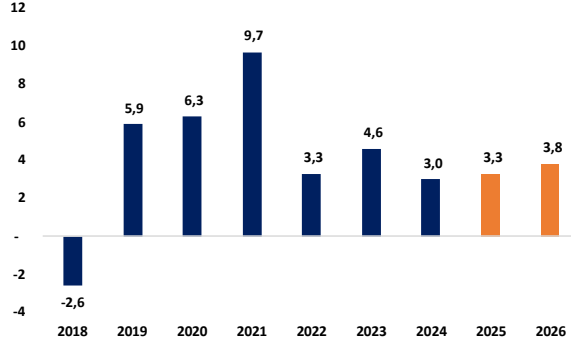


Kaynak: Şirket Verileri

2022 sonundan 2025 Haziran dönemine uzanan süreçte Anadolu Sigorta, portföyünde daha dengeli ve kârlılık odaklı bir yapı oluşturmuştur. 2022’de %46 seviyesinde olan Motor branşı payı 2025’te %37’ye gerilerken, sağlık branşı payı %11’den %23’e çıkarak güçlü bir büyüme kaydetmiş, bu da şirketin son dönemde bireysel sağlık sigortalıları ve tamamlayıcı sağlık ürünlerine odaklandığını göstermektedir. Bu dönüşüm, Motor branşındaki yüksek hasar oranı baskısını azaltırken, sağlık ve yangın segmentlerinin katkısıyla teknik kârlılığın sürdürülebilirliğini desteklemektedir. Ancak Y&DA ve sağlık segmentlerinin artan payı, büyük hasar volatilitesi ve reasürans maliyetlerine karşı dikkatli risk yönetimi gerektirmektedir.

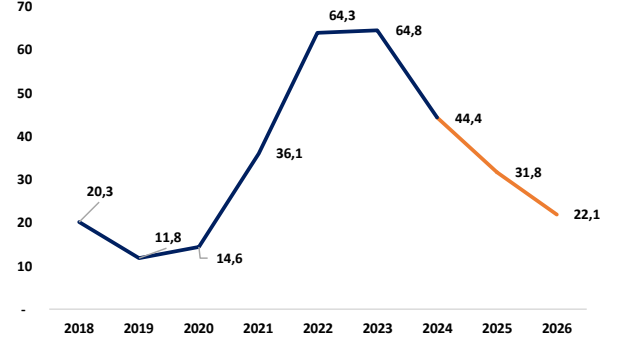
Sektör ve Makro Görünüm

Türkiye GSYİH Değişim (Yıllık %)



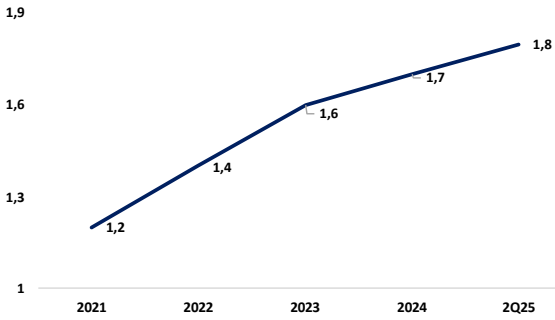
Kaynak: TÜİK; Piyasa Katılımcıları Anketi

Türkiye Enflasyon Oranı (Yıllık %)



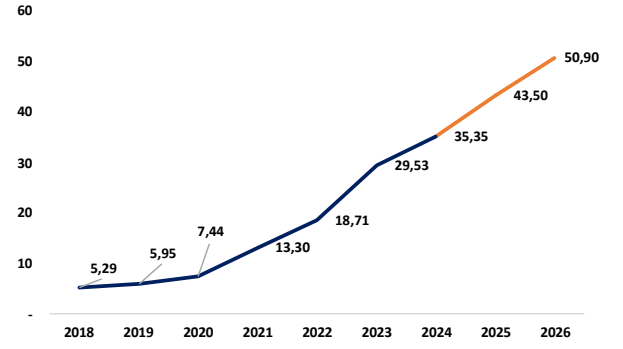
Kaynak: TÜİK; Piyasa Katılımcıları Anketi

Türkiye Hayat Dışı Sigorta Sektörü Brüt Prim Üretimi / GSYİH



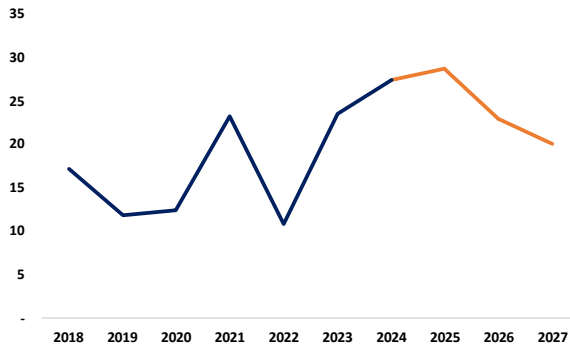
Kaynak TSB, TÜİK

USD/TRY (Yıl sonu)



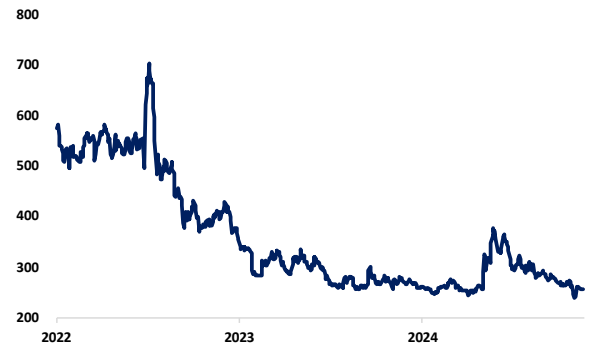
Kaynak: Bloomberg Terminal

Türkiye 10 Yıllık Tahvil Verimi



Kaynak Bloomberg Terminal

Türkiye CDS 5 Yıllık USD

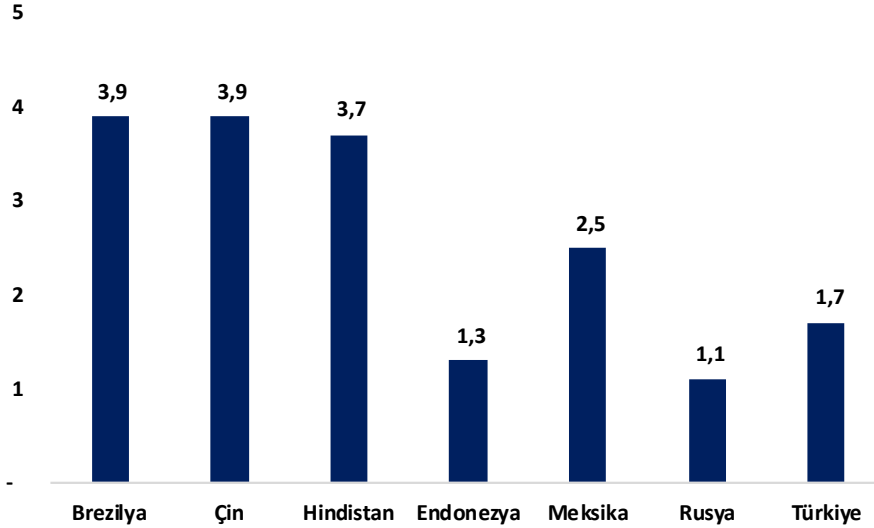


Kaynak: Bloomberg Terminal

2025 itibarıyla Türkiye ekonomisinde büyüme dinamikleri dengelenme sürecine girmiştir. GSYH artışı %3–3,5 bandında seyrederken, sigorta sektörü talebi artık hacimden çok fiyatlama disiplini, risk seçimi ve ürün karması yönetimiyle şekillenmektedir. Hayat dışı prim üretiminin GSYH'ye oranı 2021'de %1,2'den 2025'te %1,8'e yükselmiştir; bu artış derinleşmenin hızlandığını gösterse de, gelişmekte olan ülke ortalaması olan %3,0–3,5 bandına kıyasla hâlâ düşük seviyede kalmaktadır. Bu fark, sektörün önümüzdeki yıllarda sürdürülebilir büyüme alanı bulunduğunu teyit etmektedir.

Enflasyonun 2024'teki zirve (%64,9) seviyesinden sonra 2025'ten itibaren kademeli olarak %30'lar bandına gerilemesi, hasar maliyetleri ve rezerv oynaklığı üzerinde belirgin bir rahatlatma yaratacaktır. Bu dönemde nominal prim artış hızında yavaşlama beklenebilir; ancak fiyatlama döngüsünün öngörülebilir hale gelmesi ve faizlerdeki göreceli normalleşme, bileşik rasyo tarafında iyileşme potansiyeli sunmaktadır.

Seçili Gelişmekte Olan Ülkelerin Prim Üretimi / GDP Rasyoları (%) (2023)



Kaynak: Swiss Re Institute World Insurance Report

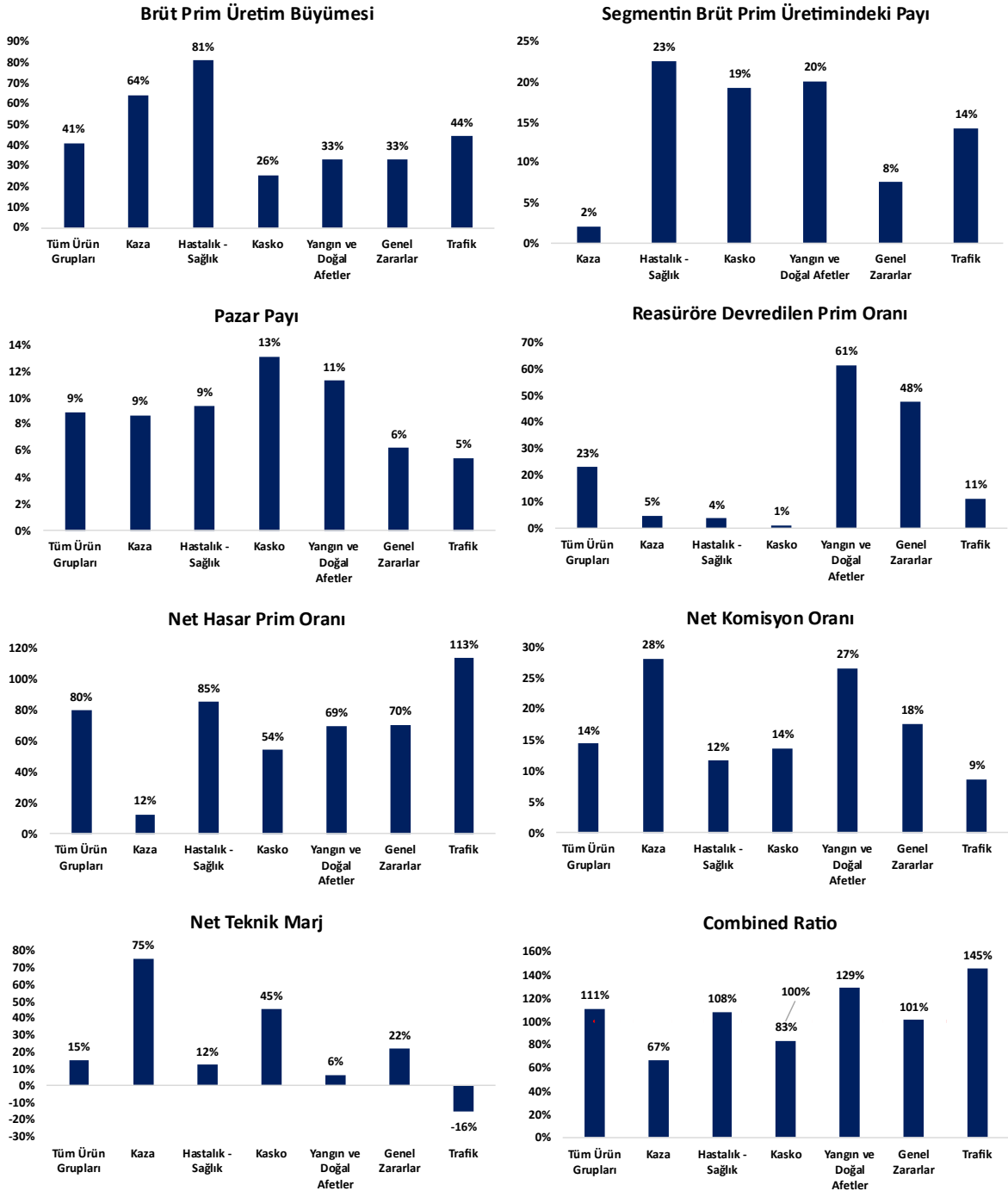
Yukarı yönlü kur riski, reasürans maliyetleri ile ithal girdi bağımlı kalemlerde (sağlık, kasko yedek parça, inşaat & yangın) maliyet riskini canlı tutuyor. Bu nedenle kur geçişkenliği yüksek branşlarda sık fiyatlama ve teminat yönetimi kritik olmaya devam edecek.

Özetle, 2025–2027 döneminde sektörün ana teması dezenflasyon süreci, yüksek fakat normalize faiz ortamı ve teknik kârlılık kalitesi olacaktır. Ölçekli, çok kanallı dağıtım yapısına sahip, güçlü ALM disiplini bulunan ve sağlık & kur maliyeti duyarlılığı düşük ürün karmasına odaklanan sigorta şirketleri, bu dönemde marj dayanıklılığı ve sermaye verimliliği açısından pozitif ayrışmaya en yakın oyuncular olacaktır.

Stratejik Konumlanma

- 2Ç25 itibarıyla, Anadolu Sigorta'da büyümenin ana sürükleyicileri Sağlık (%81) ve Kaza (%64) branşları olmuştur. Yangın & Doğal Afetler %33, Kasko %26, Trafik %34, Genel Zararlar %33 büyüme kaydetmiştir. Portföy dağılımı Sağlık ve Y&DA lehine güçlenirken, reasüransa devredilen prim oranı %23 ile dengeli risk transferi sağlanmıştır. Net hasar oranı yaklaşık %80, net teknik marj %15, bileşik rasyo %111 seviyesindedir. Operasyonel verimlilik ve ölçek etkisi, kârlılık dayanıklılığını desteklemektedir.

2Ç25 İtibarıyla Segmentler



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

SWOT Analizi

Güçlü Yanlar

- Yüksek Pazar payı & ölçek: ~%9 pazar payı ve çoklu branş kapsamı; ölçek ekonomisi sayesinde edinim/işletme giderlerinde avantaj.
- Dağıtım kanalı çeşitliliği: 1.009 İş Bankası şubesi ve 3.100+ acente ile (%16'sı sadece ANSGR ile çalışıyor) oldukça güçlü bir hayat dışı dağıtım ağına sahip.
- Sağlık branşındaki yüksek büyüme: 2025'te %81 yıllık artışla portföyün %23'üne ulaştı; tamamlayıcı sağlık ve kurumsal poliçelerde büyüme ivmesi güçlü.

Zayıf Yanlar

- Motor branşı bağımlılığı: Portföyün %37'si motor segmentinden geliyor; bu alan yüksek rekabet ve hasar oynaklığı nedeniyle görece düşük marjlı.
- Enflasyon & kur duyarlılığı: Motor, yangın ve sağlıkta hasar şiddeti; ithal bileşen/medikal maliyetler ve yedek parça fiyatlamasıyla kârlılık oynaklığı; ancak doğru portföy yönetimiyle bu minimuma indirilebilir.

Fırsatlar

- Penetrasyon artışı potansiyeli: Türkiye'de hayat dışı prim/GSYH oranı %1,8, gelişen ülke ortalaması %3-4 aralığında; uzun vadeli büyüme alanı büyük.
- Yüksek faiz ortamında yatırım getirisi: Portföyün %56'sı kısa vadeli faiz enstrümanlarında; sıkı para politikası döneminde yatırım gelirleri güçlü kalıyor.
- Faiz indirim sürecinde reel prim büyümesi: Özellikle bankasürans desteğiyle faizlerin indiği ve ekonominin canlandığı bir ortamda prim büyümelerinin enflasyonun oldukça üzerinde olması beklenebilir.

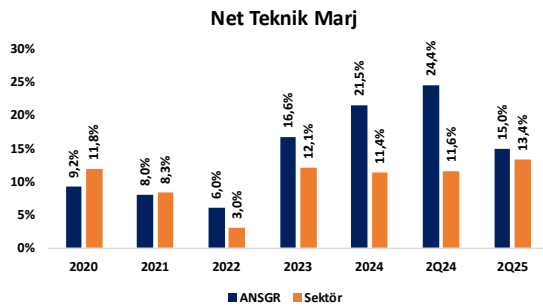
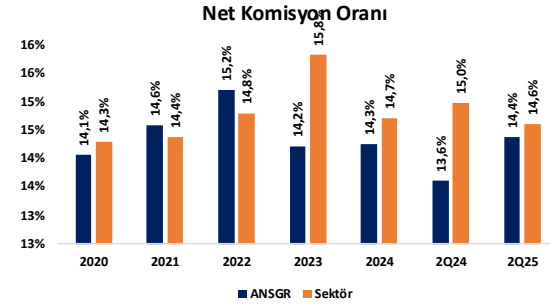
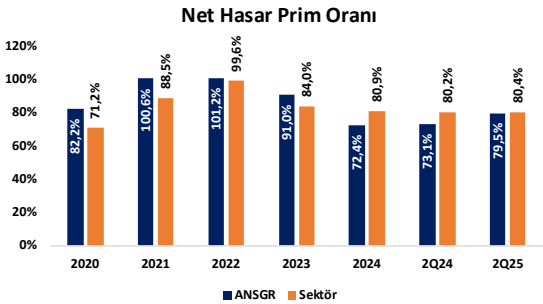
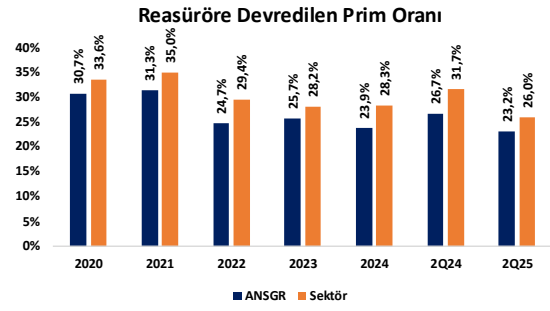
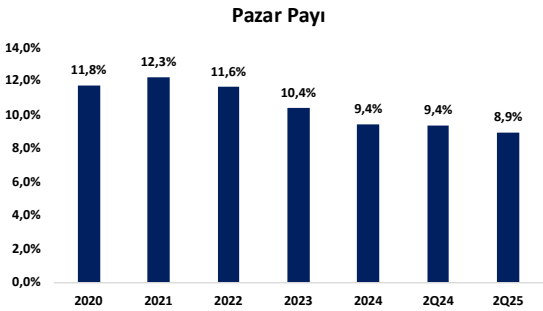
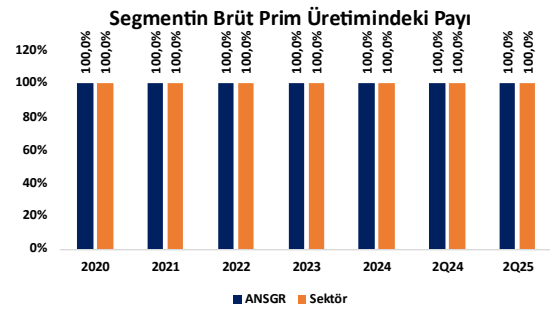
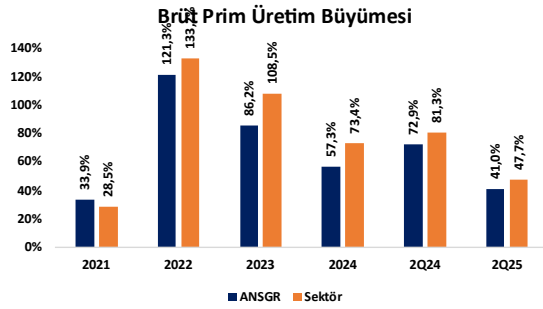
Tehditler

- Makro oynaklık: Enflasyon ve kur riski reasürans maliyetleri ve sermaye maliyeti (CDS) baskısı yaratabilir.
- Asgari ücret ve zamlar: Asgari ücretteki yükselişin, hasar enflasyonunu öngörülen seviyelerin üzerine taşıması.
- Dijitalleşme: Dijital dönüşümün hızlanması, müşteri edinim maliyetlerini ve fiyat rekabetini artırarak kârlılığı aşağı çekebilir.

Seçili Branşlarda Şirket ve Sektör Verileri

- Büyüme sektörden yavaş: 2025'te brüt prim artışı %41,0 ile sektörün %47,7'sinin gerisinde; Anadolu Sigorta hacimden çok kârlılığa odaklanıyor.
- Teknik marj üstünlüğü: Net teknik marj %15,0 ile sektörün %13,4 seviyesinin üzerinde; risk seçimi ve fiyatlama disiplini güçlü.
- Karlılıkta toparlanma: Bileşik rasyo %110,9 ile sektörün %111,7'sine yaklaşılarak son üç yılda belirgin verimlilik artışı sağladı.

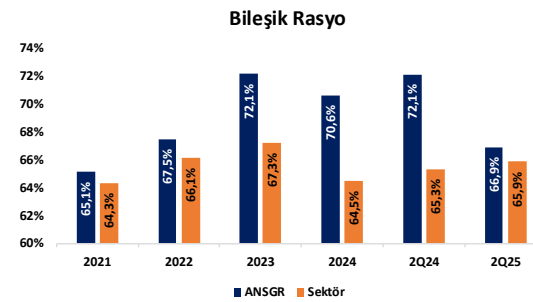
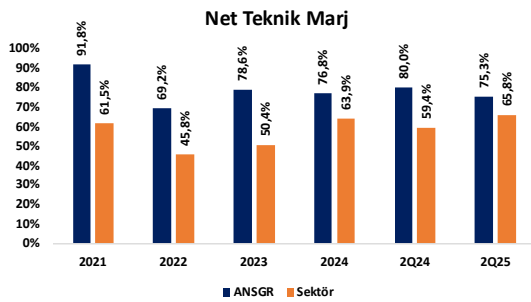
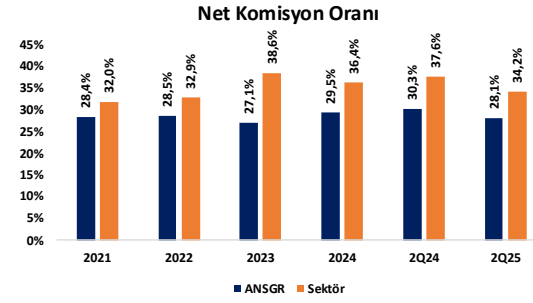
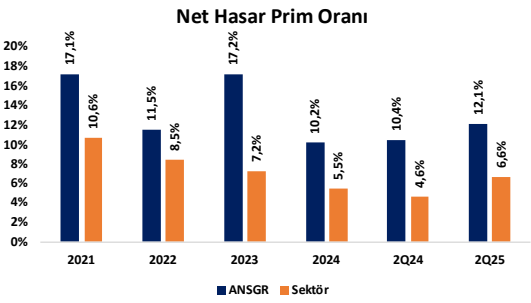
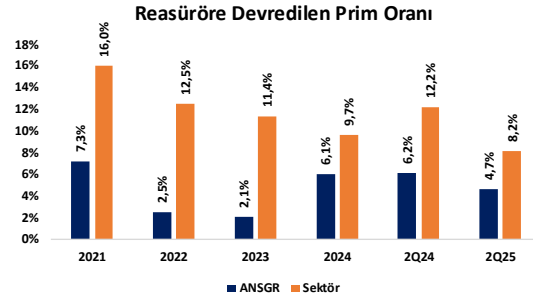
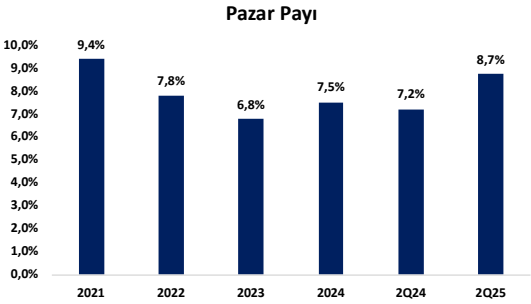
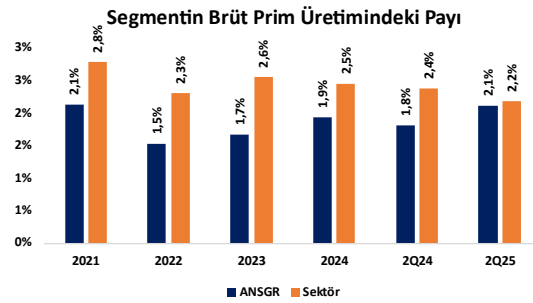
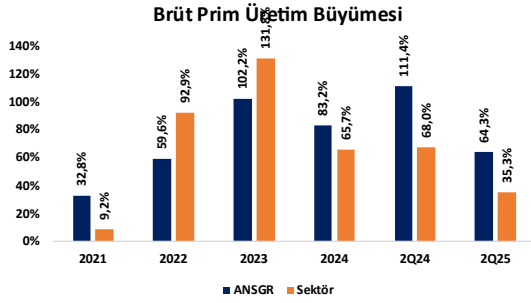
Tüm Ürün Grupları



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

- Güçlü üretim performansı: Brüt prim üretimi büyümesi 2025'te %64,3 ile sektörün %35,3'lük artışının üzerinde; Anadolu Sigorta kaza segmentinde hacim olarak sektörün önünde.
- Sınırlı reasürans kullanımı: Reasüransa devredilen prim oranı %4,7 ile sektör ortalaması %8,2'nin altında; yüksek retansiyon kârlılığa doğrudan katkı sağlıyor.

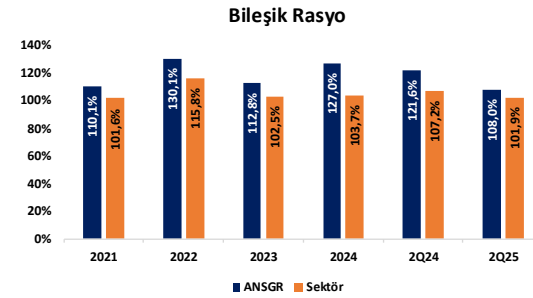
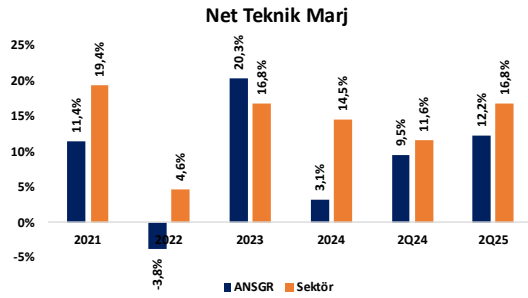
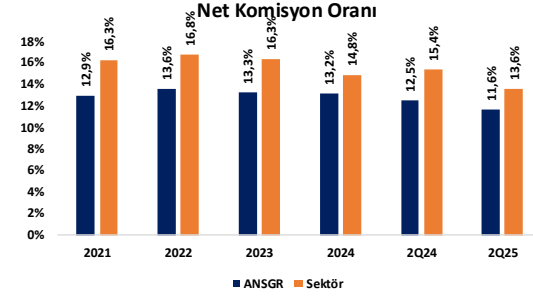
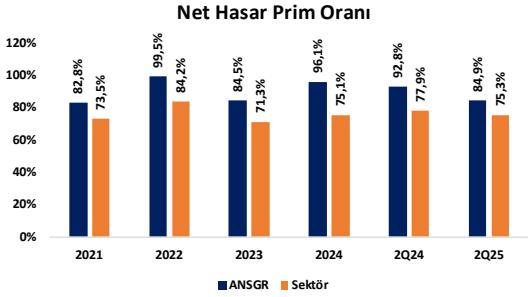
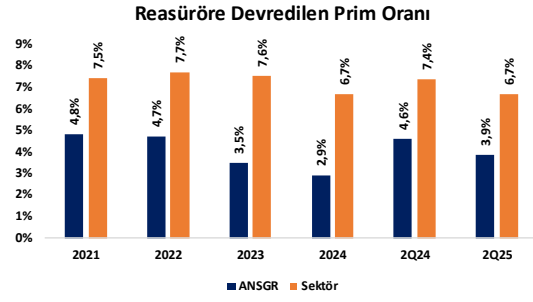
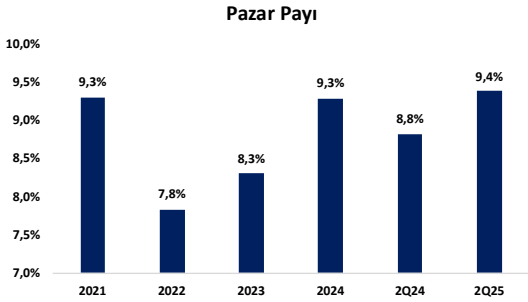
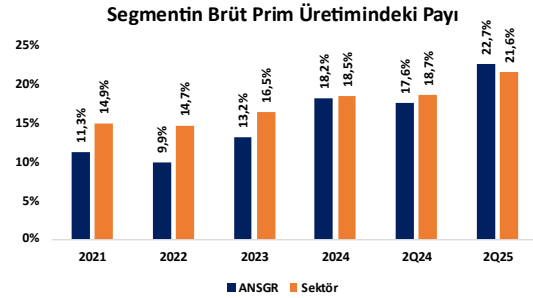
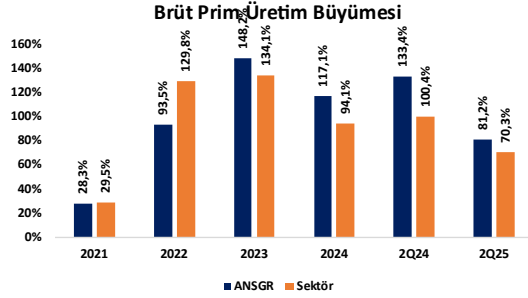
Kaza



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

- Sektör ortalamasının üzerinde büyüme: Brüt prim üretimi artışı 2025'te %81,2, sektörün %70,3 seviyesinin üzerinde; Anadolu Sigorta sağlık branşında güçlü hacim artışıyla pazar payını artırıyor.
- Teknik karlılıkta toparlanma: 2022'de teknik marj -%3,8'den 2025'te %12,2'ye yükselmiş; hasar oranı bu dönemde %99,5'ten %84,9'a gerileyerek kârlılığı desteklemiş.
- Yükselen pazar payı: Branş özelinde 2022 yılından beri sürdürülebilir ve sağlıklı bir büyümenin ve pazar payı kazanımının devam ettiğini görülmektedir.

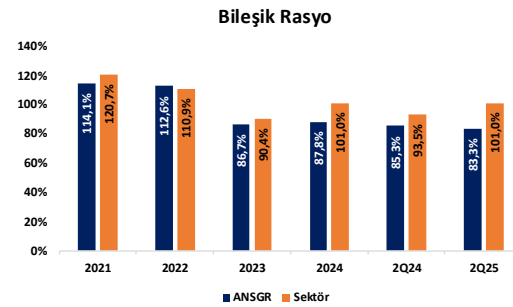
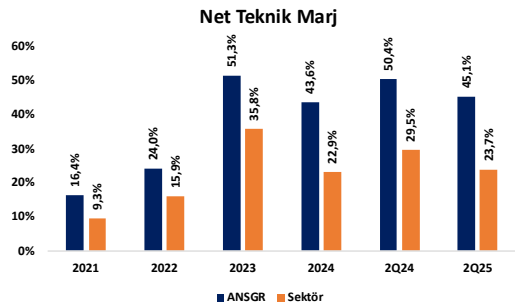
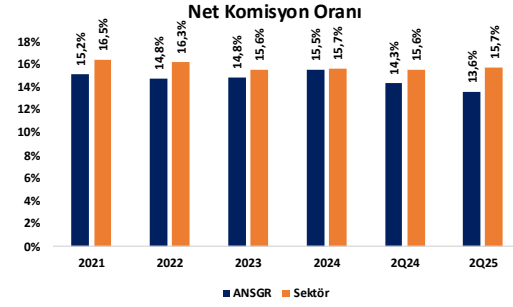
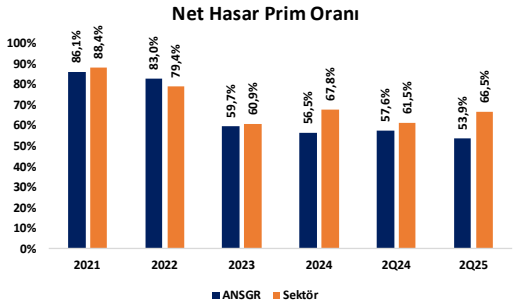
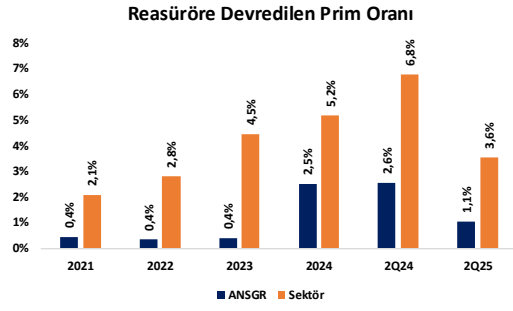
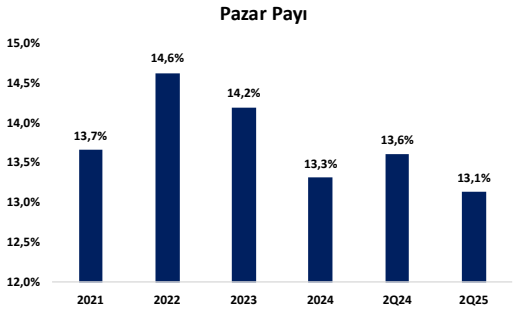
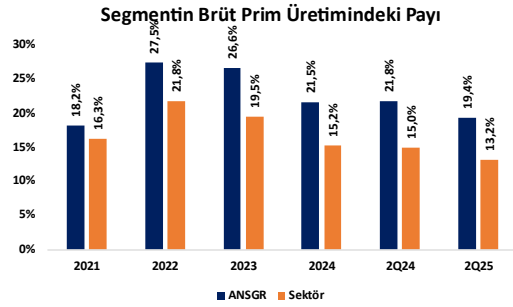
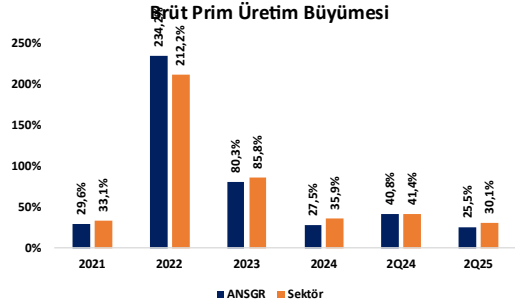
Hastalık-Sağlık



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

- Büyümede yavaşlama, pazar payı korunuyor: 2025'te brüt prim üretimi artışı %25,5, sektör %30,1; ANSGR son 3 senedir büyümede sektörün altında ilerlerken pazar payı da %13,1 seviyesine gerilemiş duruyor.
- Teknik karlılık güçlü: Net teknik marj %45,1, sektör %23,7; 2023 sonrası net hasar oranının %60'lı seviyelerden %53,9'a gerilemesi marjları desteklemiş.
- Risk yönetimi disiplinli: Reasüransa devredilen prim oranı %1,1, sektör %3,6; yüksek retansiyon ve düşük komisyon oranı (%13,6) karlılığı koruyan temel unsurlar.

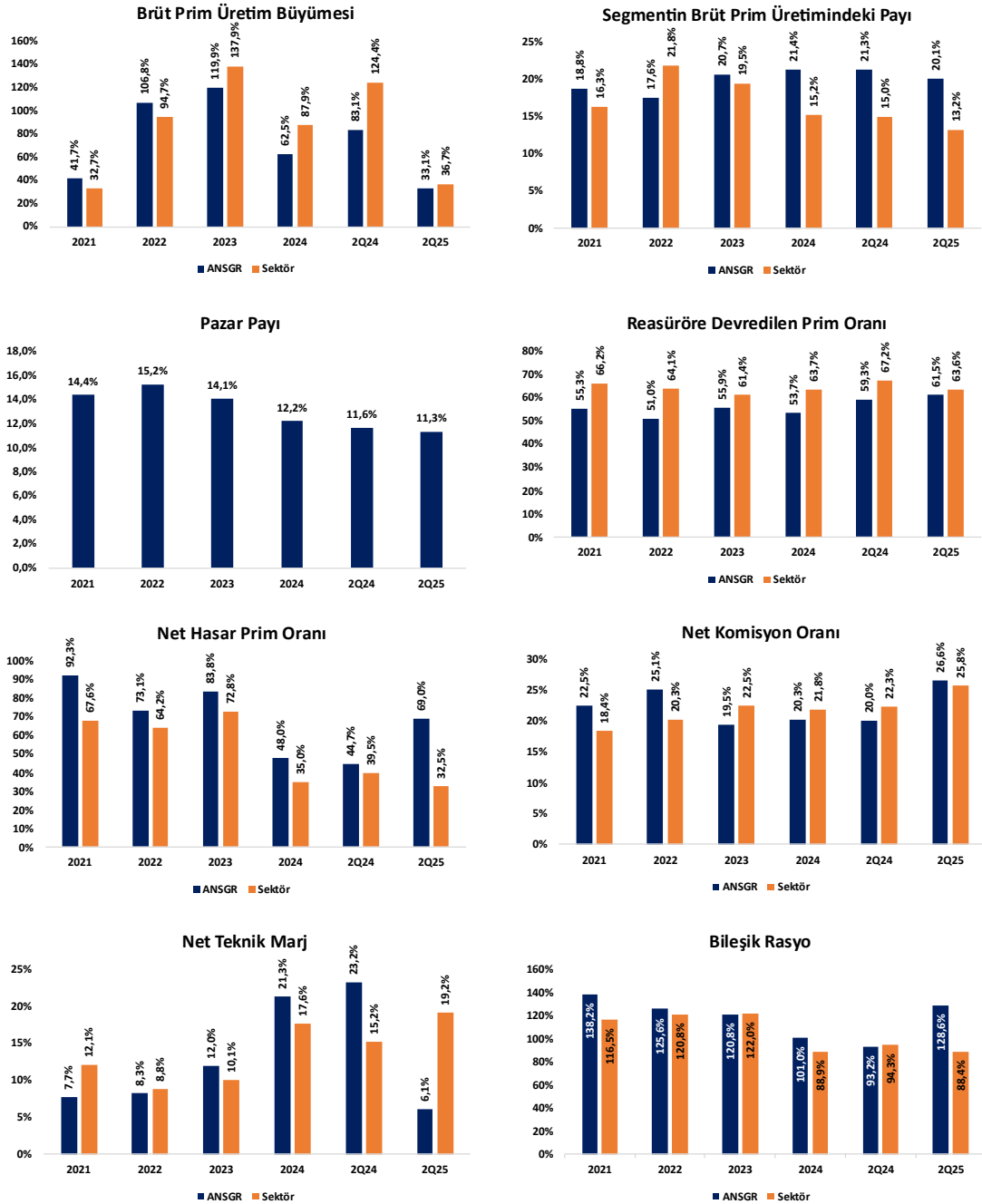
Kasko



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

- Büyüme ılımlı, pazar payı geriliyor: 2025'te brüt prim üretimi artışı %33,1, sektör %36,7; ANSGR hacim olarak sektörden bir miktar geride kalırken pazar payı %11,3'e gerilemiş durumda.
- Yüksek reasürans bağımlılığı: Reasüransa devredilen prim oranı %61,5, sektör %63,6; bu oran Y&DA segmentinde yüksek risk transferini ve büyük hasar maruziyetini yansıtır.
- Teknik karlılık sınırlı: Net teknik marj %6,1, sektör %19,2; bileşik rasyo %128,6 ile sektörün %88,4 seviyesinin oldukça üzerinde; büyük hasar maliyetleri kârlılığı kısıtlıyor.

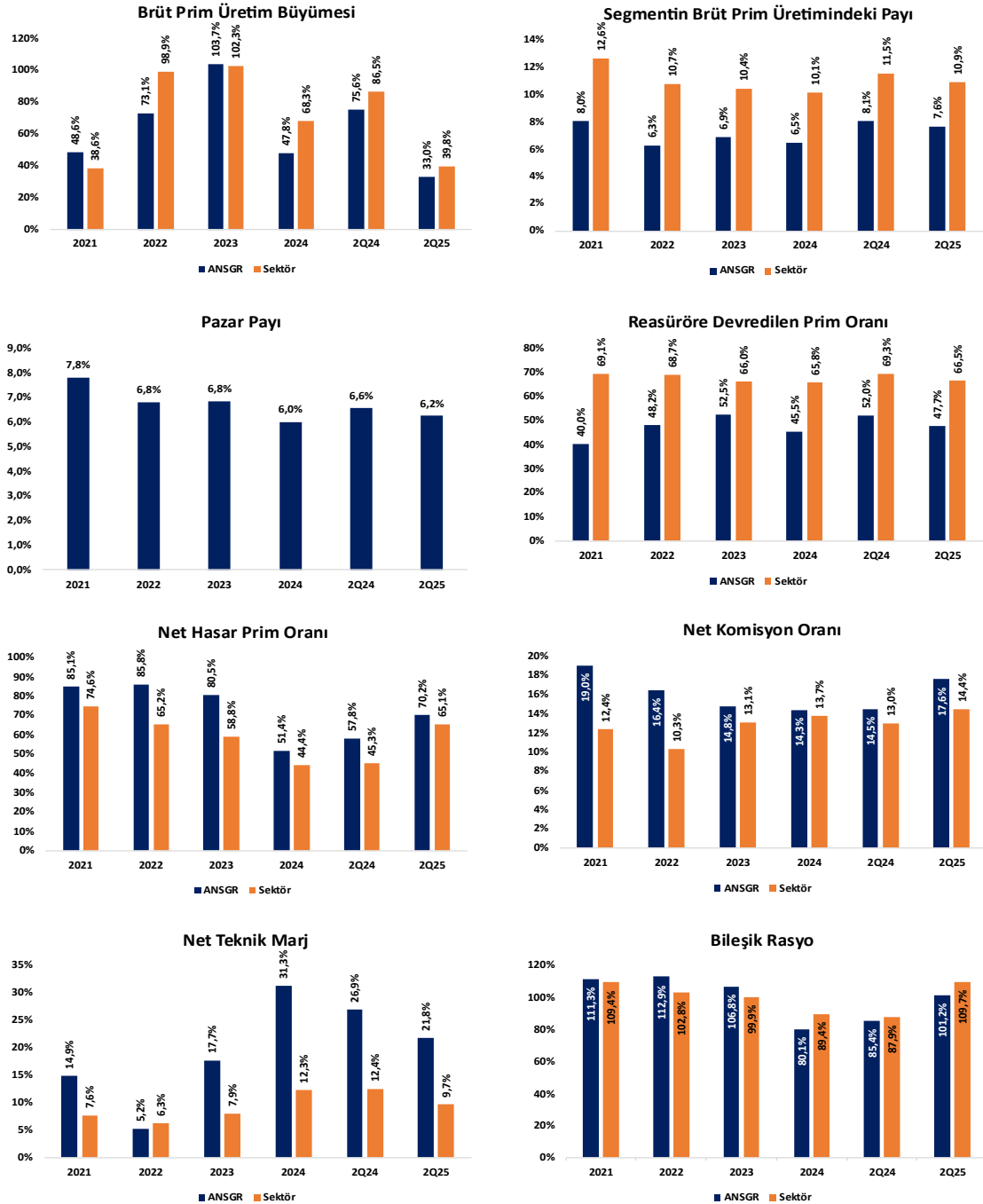
Yangın ve Doğal Afetler



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

- Büyüme sektörün gerisinde: 2025'te brüt prim üretimi artışı %33,0, sektör %39,5; ANSGR büyümede geride kalsa da pazar payını %6,2 seviyesinde korumuş.
- Karlılık: Net teknik marj %21,8, sektör %9,7; net hasar prim oranı %70,2 olmasına rağmen şirket, sektör ortalamasının oldukça üstünde teknik karlılık sağlıyor.
- Risk transferi: Reasüransa devredilen prim oranı %47,7, sektör %66,5; devredilen prim oranının düşük olması riski arttırsa da teknik karlılığı desteklemektedir.

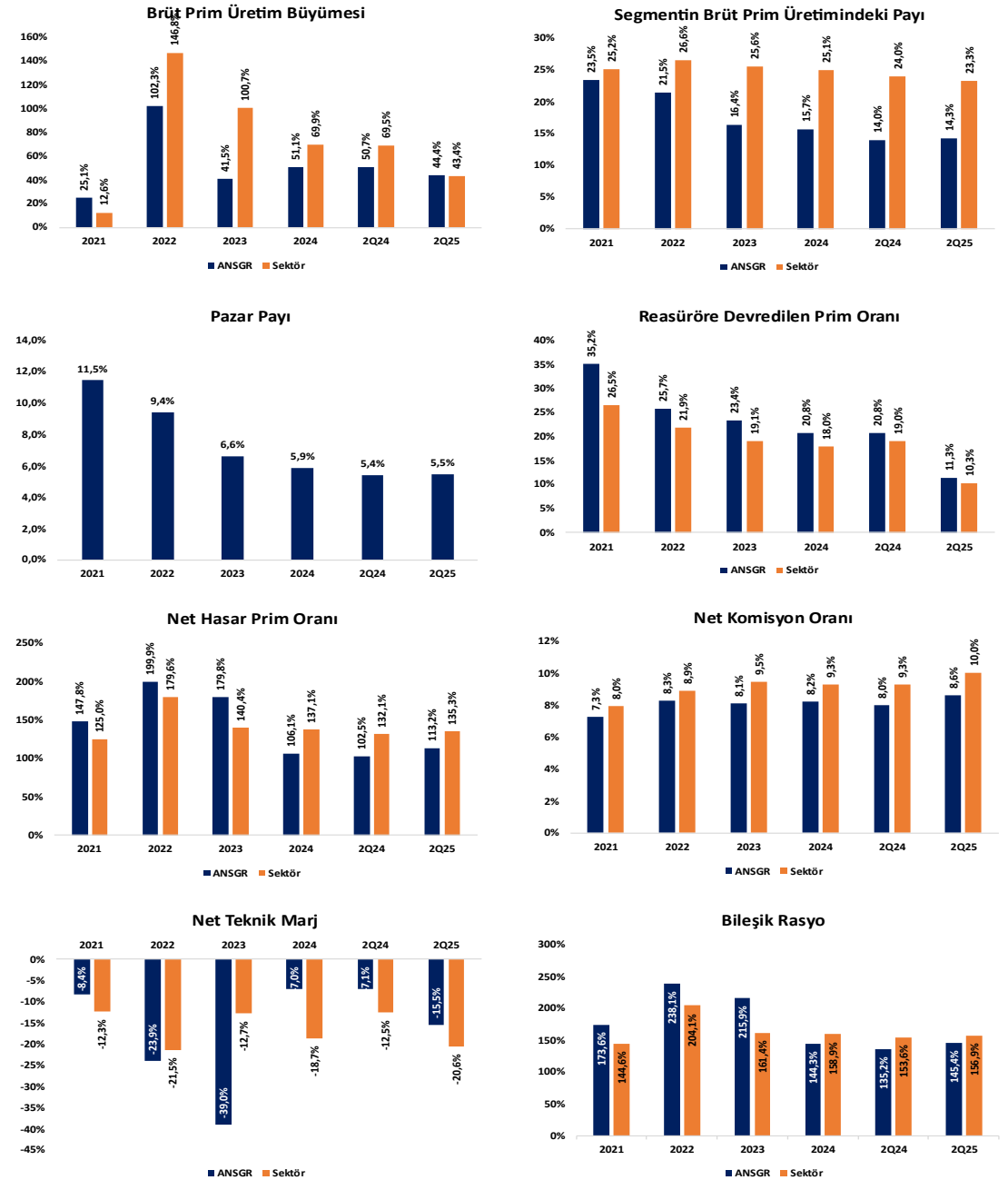
Genel Zararlar



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

- Büyüme sektörün oldukça altında: son 3 senedir Anadolu Sigorta'nın trafik branşında brüt prim üretimi artışı sektörün oldukça altında olup şirketin pazar payı kaybettiği görülmektedir.
- Zayıf teknik sonuçlar: Net hasar prim oranı %113,2, sektör %135,3; bu oranlar trafik segmentinde yüksek hasar frekansı ve fiyatlama baskısının sürdüğünü gösteriyor ki bu da şirketin Pazar payı düşüşün ana sebebi olarak söylenebilir.

Trafik



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği

Finansal Tablolar ve Değerleme

Gelir Tablosu ve Oranlar (mn TL)

	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2024 y/y	2025 y/y	2026 y/y	2027 y/y
Brüt Prim Üretimi	44.228	69.589	97.630	122.038	146.445	57%	40%	25%	20%
Reasüröre Devredilmeyen Primler	32.414	52.268	74.373	92.882	111.470	61%	42%	25%	20%
Elde Tutma Oranı	73%	75%	76%	76%	76%				
Ödenen Hasarlar	- 14.859	- 26.008	- 38.342	- 48.309	- 57.950	75%	47%	26%	20%
Hasar/Prim Oranı*	-46%	-50%	-52%	-52%	-52%				
Faaliyet Giderleri	- 6.102	- 11.975	- 16.402	- 19.564	- 25.914	96%	37%	19%	32%
Prim Üretim Komisyonları	- 3.879	- 6.819	- 10.201	- 12.946	- 15.541	76%	50%	27%	20%
Diğer Faaliyet Gelir/Gider	- 2.223	- 5.156	- 6.201	- 6.618	- 10.372	132%	20%	7%	57%
Karşılıklar	- 15.544	- 15.360	- 23.258	- 27.965	- 33.506	-1%	51%	20%	20%
Karşılıklar/Prim Oranı	-48%	-29%	-31%	-30%	-30%				
Diğer Operasyonel Gelir/Gider	- 350	- 859	- 693	- 995	- 966	146%	-19%	44%	-3%
Yatırım Gelirlerinden Transferler	11.798	16.926	20.284	27.790	33.527	43%	20%	37%	21%
Operasyonel (Teknik) Kar	7.357	14.993	15.962	23.838	26.662	104%	6%	49%	12%
Operasyonel (Teknik) Marj**	67%	86%	65%	78%	73%				
Finansal Gelirler	11.610	16.958	20.227	27.822	33.537	46%	19%	38%	21%
Faiz Gelirleri	6.617	14.136	19.589	27.600	33.270	114%	39%	41%	21%
Net Kur Farkı Gelir/Gider	4.400	1.860	323	-44	-13	-58%	-83%	-114%	-71%
Net Türev Gelir/Gider	613	936	45	-36	-10	53%	-95%	-179%	-71%
Temettü Gelirleri	100	200	500	625	688	100%	150%	25%	10%
Amortisman	-119	-175	-230	-323	-398	47%	32%	40%	23%
Diğer Gelir/Gider	405	-887	-700	-971	-420	-319%	-21%	39%	-57%
Vergi Öncesi Kar	7.574	14.136	15.205	22.899	26.251	87%	8%	51%	15%
Net Kar	5.909	10.878	11.924	17.174	21.001	84%	10%	44%	22%

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Bilanço (mn TL)

	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2024 y/y	2025 y/y	2026 y/y	2027 y/y
Kasa ve Bankalar	11.303	24.338	40.932	44.229	58.392	115%	68%	8%	32%
Menkul Kıymetler	24.169	37.498	47.740	85.570	121.874	55%	27%	79%	42%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	3.483	5.701	12.654	15.817	18.980	64%	122%	25%	20%
Uzun Vadeli Varlıklar	4.987	11.452	9.561	10.554	11.649	130%	-17%	10%	10%
Toplam Varlıklar	58.368	96.198	142.277	195.407	257.981	65%	48%	37%	32%
Karşılıklar	35.378	50.270	73.228	101.193	134.699	42%	46%	38%	33%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.487	2.861	3.135	3.918	4.702	92%	10%	25%	20%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	837	1.424	2.607	3.259	3.910	70%	83%	25%	20%
Özkaynak	14.204	30.656	40.063	57.981	79.802	116%	31%	45%	38%
Özkaynak Karlılığı***	61%	47%	35%	35%	31%				

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

2024'te brüt prim üretimi %61 artarken, güçlü yatırım gelirleri (+%46) ve yüksek faiz ortamının desteğiyle net kâr %84 artışla 10,9 milyar TL'ye yükseldi. 2025–2027 döneminde prim artışının %40'tan %20'ye yavaşlaması beklenmesine rağmen, teknik marjın %73 seviyesinde korunması ve finansal gelirlerdeki büyüme (%19–%38) ile net kârın çift haneli artışını sürdürmesi öngörülmüyor. Özkaynak karlılığının 2023 itibarıyla %61'den %31'e kademeli olarak gerilemesini bekliyoruz.

*Hasar/prim oranı, Ödenen Tazminatlar / Reasüröre Devredilmeyen Primler,

**Teknik Marj, Net Teknik Gelir / Brüt Prim Üretimi

*** Özkaynak Karlılığı, Net Kar / son 5 çeyrek Özkaynak ortalaması olarak hesaplanmaktadır.

PD/DD

		Terminal Büyüme Oranı				
		11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
Özkaynak Maliyeti	24%	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9
	25%	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8
	26%	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6
	27%	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
	28%	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Hedef Fiyat

		Terminal Büyüme Oranı				
		11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
Özkaynak Maliyeti	24%	44,3	45,1	45,9	46,7	47,7
	25%	41,3	41,9	42,5	43,2	43,9
	26%	38,7	39,2	39,6	40,1	40,7
	27%	36,5	36,8	37,2	37,5	37,9
	28%	34,5	34,7	35,0	35,3	35,6

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Baz senaryomuzda (CoE %26, g %12,5) PD/DD 1,5x olup hedef fiyat ≈ 40,0 TL'dir. CoE'nin %25'e gerilemesi aynı büyüme varsayımıyla hedef fiyatı 42,5 TL'ye taşırken, %27'e yükselmesi 37,1 TL'ye indiriyor; bu da CoE'de ±100 bp değişimin hedef fiyatı yaklaşık ±2,5-2,9 TL etkilediğine işaret eder. Terminal büyümenin %12,5'ten %13,0'a çıkması durumunda hedef fiyat 40,1 TL'ye, %12,0'a inmesi durumunda ise 39,2 TL'ye yönelir; dolayısıyla +50 bp g artışı yaklaşık +0,4 TL katkı sağlar. Bu iki eksenin makul bandında (CoE %23–%25, g %12,0–%13,0) değerlendirme 36,8-43,2 TL aralığına yerleşmekte; iyimser kombinasyon (%23 CoE, %13,0 g) üst banda (43,2 TL), temkinli kombinasyon (%25 CoE, %12,0 g) ise alt banda (36,8 TL) karşılık gelmektedir.

milyon TL	
Sürdürülebilir Özkaynak Karlılığı	33%
Özkaynak Maliyeti	26%
Büyüme	12,5%
Hedef PD/DD	1,5
İş Değeri	69.443
Hedef Piyasa Değeri	79.373
Mevcut Piyasa Değeri	46.600
Beklenen Getiri	72%
Hedef Fiyat	40,00

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

%33'lük sürdürülebilir Özkaynak Karlılığının %26'lık Özkaynak Maliyetinin belirgin üzerinde olduğunu ve %12,5 büyüme varsayımıyla 1,5 hedef PD/DD'nin makul görüldüğünü söyleyebiliriz. Mevcut 46 milyar TL piyasa değerine karşı 80 milyar TL hedef piyasa değeri ve 40,00 TL hedef fiyat şirketin yaklaşık %72 yukarı yönlü potansiyele sahip olduğunu göstermektedir.

Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayınlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Yasal Uyarı

“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 analizler 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.

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. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.”