ÜNLÜ & Co

09 Ocak 2026

Türkiye Hayat Dışı Sigorta Sektörü

Faiz İndirimlerine Rağmen Güçlü Karlılık

Sektör Raporu

Araştırma | CEEMEA/Türkiye | Sigortacılık

Hayat dışı sigorta sektörüne yönelik yatırımcı algısı, Türkiye'de devam eden para politikasındaki gevşeme ile birlikte zayıflamış ve sektör çarpanları aşağı yönlü revize edilmiştir. Bununla birlikte, bu olumsuz algının aşırı olduğunu düşünüyoruz. Politika faizlerindeki düşüşe rağmen, sektörün bileşik olarak artan yatırım portföylerinin sayesinde yatırım gelirlerinde belirgin bir düşüş beklemiyoruz. 2026 yılında güçlü özkaynak kârlılıklarının (ROE) korunacağını öngörüyoruz; bu da sektör için daha yüksek PD/DD çarpanlarını haklı kılmaktadır. Bu raporla birlikte Aksigorta, Anadolu Sigorta ve Türkiye Sigorta için AL tavsiyemizi koruyoruz.

- **Faiz indirim döngüsü sektör için baskı unsuru oluşturuyor:** Hayat dışı sigorta sektörü, prim tahsilatı ile hasar ödemeleri arasındaki zaman farkı sayesinde yüksek faiz ortamından önemli ölçüde faydalanmış; güçlü yatırım gelirleri teknik taraftaki zayıflıkları telafi ederek kârlılığı desteklemiştir. Ancak faiz indirim döngüsünün ilerlemesiyle birlikte, piyasa faizlerindeki düşüş yatırım gelirleri üzerinde baskı yaratmaktadır. Buna ek olarak, gevşeme dönemlerinde düzenleyici otoriteler genellikle muallak hasar karşılıklarında kullanılan iskonto oranını aşağı yönlü revize etmekte; bu durum raporlanan karşılıkları artırarak kârlılık üzerinde baskı oluşturmaktadır.

- **Gevşemeye rağmen yatırım gelirleri güçlü seyrini koruyacak:** TCMB'nin politika faizini yıl sonuna kadar yaklaşık 800 baz puan indirerek %30 seviyesine çekmesini beklememize rağmen, mevcut faiz düzeyi hâlen cazip bir şekilde bileşik bazda yaklaşık %40'lık bir getiriye karşılık gelmektedir. Ayrıca, faizlerdeki düşüşün yatırım gelirleri üzerindeki etkisinin kademeli olmasını bekliyoruz; zira sigorta şirketlerinin portföyleri, kısa vadeli enstrümanların yanı sıra anlamlı ölçüde uzun vadeli varlıkları da içermektedir. Buna ek olarak, sektörün yönetilen varlık büyüklüğündeki (AUM) belirgin artış, getirilerde daralma yaşansa dahi yatırım gelirlerinin güçlü kalmasına katkı sağlayacaktır.

- **Odağın değişmesiyle teknik kârlılıkta iyileşme bekleniyor:** Teknik kârlılığın şirketlerin kâr üretiminde daha merkezi bir rol üstlenmesini ve sektör genelinde daha dengeli bir kompozisyona geçişi desteklemesini bekliyoruz. Son yıllarda motor branşlarında kârlılık baskı altında kalmış olsa da, sigorta şirketlerinin işletilen para (float) üzerinden elde edilen getirilere olan yüksek bağımlılığının zamanla azalmasını ve şirketlerin artık daha çok teknik karlılığa odaklanmasını öngörüyoruz. İstikrarlı TL görünümü de, hasar enflasyonunu kontrol altında tutan destekleyici bir unsurdur. Bu çerçevede, sektörün teknik kârlılığında 2026 ve 2027 için belirgin bir iyileşme bekliyoruz.

- **Sektörün güçlü özkaynak karlılığı üretimini sürdürmesi daha yüksek PD/DD çarpanlarını destekliyor:** Faiz oranlarındaki düşüşe rağmen, sektörün güçlü özkaynak kârlılıklarını (ROE) korumasını bekliyoruz (TURSG: 40%, ANSGR: 34%, AKSGRT: 32%). Enflasyonun üzerinde seyreden bu ROE seviyelerinin, sektör için daha yüksek PD/DD çarpanlarını haklı kıldığı kanaatindeyiz.

- Bu kapsamda, Aksigorta (AKSGR, HF: 10,1 TL), Anadolu Sigorta (ANSGR, HF: TL37,9) ve Türkiye Sigorta (TURSG, HF: TL17,9) için AL tavsiyelerimizi koruyoruz.

- **Riskler:** Beklentilerden hızlı gerçekleşebilecek faiz indirimleri ve karşılık iskonto oranlarının indirilmesi yatırım gelirleri ve kârlılığı baskılayabilir; artan fiyat rekabeti ise teknik marjlar için aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

	Tavsiye	HF (TL)	Fiyat (TL)	Yukarı Potansiyel
Aksigorta	Al	10.10	6.90	45%
Anadolu Sigorta	Al	37.90	24.00	58%
Türkiye Sigorta	Al	17.90	11.80	51%

Değerleme Çarpanları

Aksigorta		Al
	2025T	2026T
F/K (x)	3.8	3.3
PD/DD (x)	1.4	1.0
Özkaynak Karlılığı (%)	44.4%	31.8%

Anadolu Sigorta		Al
	2025T	2026T
F/K (x)	3.9	3.3
PD/DD (x)	1.2	0.9
Özkaynak Karlılığı (%)	36.6%	34.0%

Türkiye Sigorta		Al
	2025T	2026T
F/K (x)	6.2	5.1
PD/DD (x)	3.1	2.0
Özkaynak Karlılığı (%)	51.8%	40.3%

Kaynak: Ünlü & Co tahminleri, Rasyonet

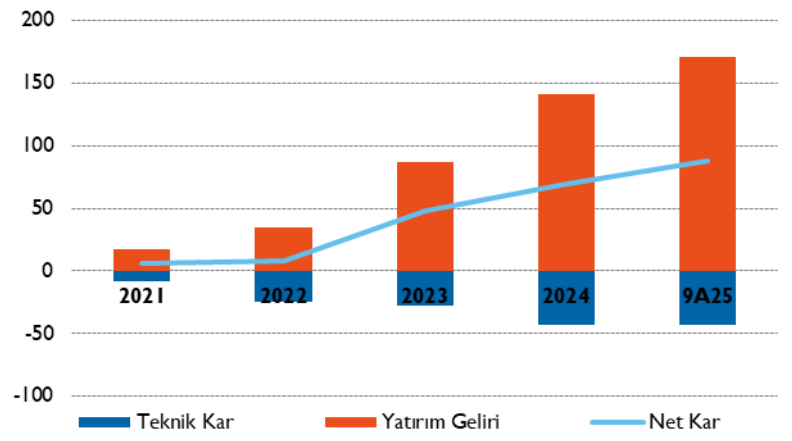
Araştırma Analisti
Salih Köseoğlu
salih.koseoglu@unluco.com
Erol Danış, Ph.D, CFA
erol.danis@unluco.com

Yatırım Tezi

Faiz indirim döngüsüne rağmen dayanıklı net kâr beklentisi

Hayat dışı sigorta sektörü, primlerin peşin tahsil edilmesi ve hasar ödemelerinin daha sonraya sarkmasıyla ortaya çıkan yapısal vade uyumsuzluğu sayesinde yüksek faiz ortamından önemli ölçüde faydalanmaktadır. Bu zamanlama farkı, ağırlıklı olarak sabit getirili enstrümanlara yönlendirilen "float" niteliğinde kayda değer bir yatırım havuzu yaratmaktadır. Yüksek faiz dönemlerinde, bu fonların yeniden yatırım getirileri ve faiz gelirleri artarak yatırım gelirleri ve kârlılığı anlamlı ölçüde desteklemektedir. Son yıllarda sektör kârlılığının ana kaynağı yatırım gelirleri olmuştur. Nitekim 9A25 itibarıyla hayat dışı sigorta şirketleri 170,5 milyar TL net yatırım geliri elde ederken, yatırım gelirleri hariç teknik zarar 42,9 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiş ve sektör net kârı 88,3 milyar TL olmuştur.

Tablo 1: Hayat dışı sigorta sektörü teknik kâr*, net yatırım geliri ve net kâr (mr TL)



Kaynak: TSB (*) yatırım gelirleri hariç

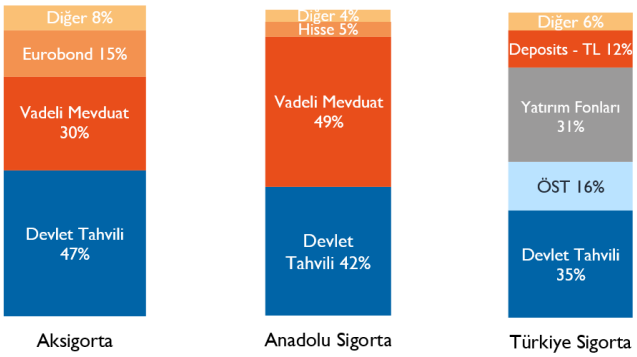
Ancak faiz indirim döngüsünün ilerlemesiyle birlikte bu destekleyici unsur tersine dönmekte; piyasa faizlerindeki düşüş yatırım gelirleri üzerinde baskı yaratmaktadır. Gevşeme dönemleri ayrıca karşılık muhasebesi kanalıyla ikincil bir baskı unsuru oluşturmaktadır. Düzenleyici otoriteler, faiz indirimleri sırasında muallak hasar karşılıklarında kullanılan iskonto oranını genellikle aşağı yönlü revize etmekte; bu durum raporlanan karşılıkları artırarak kârlılığı baskılamakta, ancak nakit akışları üzerinde bir etki yaratmamaktadır. Nitekim 2025 yılında düzenleyici otorite iskonto oranını üç kez düşürmüştür (1Ç25: %35,0'ten %32,5'e; 3Ç25: %32,5'ten %30,0'a; 4Ç25: %30,0'dan %29,0'a); söz konusu adımlar raporlanan karşılıkları artırmış ve kısa vadeli kârlılık üzerinde baskı oluşturmuştur. Özellikle 3Ç25'teki indirim, Kara Araçları Sorumluluk (KAS) ve Kasko branşlarının uzun kuyruklu yapısı nedeniyle motor ağırlığı yüksek şirketlerde tek seferlik bir kâr etkisi yaratmıştır: Türkiye Sigorta'da TL421 mn (%3Ç25 solo net kârın %8,4'ü), Anadolu Sigorta'da ise daha yüksek olmak üzere TL685 mn (%20,0) seviyesinde etki kaydedilmiştir. Bu etkiler nakit dışı nitelikte olup, temel nakit akışlarını ve operasyonel dinamikleri değiştirmemektedir; dolayısıyla içsel değerlemeler üzerinde anlamlı bir etki beklememekle birlikte, ilave düzenleyici adımlar konusunda yatırımcı algısının temkinli kalabileceğini not düşmek isteriz.

Faiz indirim sürecine rağmen yatırım gelirlerinin güçlü seyrini koruması

Faiz indirim döngüsünün başlamasıyla birlikte hayat dışı sigorta sektörüne yönelik yatırımcı algısı zayıflamış ve sektör çarpanları aşağı yönlü revize edilmiştir. Ancak bu olumsuz algının aşırı olduğunu düşünüyoruz. Politika faizlerindeki düşüşe rağmen, sektörün yatırım gelirlerinde anlamlı bir bozulma beklemiyoruz. Yapıcı görüşümüz aşağıdaki unsurlara dayanmaktadır:

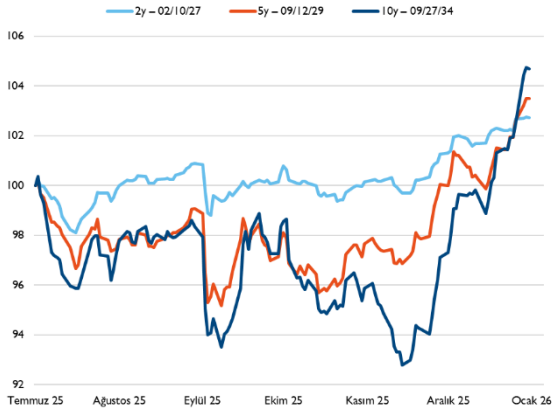
1) Araştırma kapsamımızdaki hayat dışı sigorta şirketlerinin portföy kompozisyonu, yüksek ağırlıktaki devlet tahvili pozisyonlarından oluşmaktadır. Devlet tahvilleri, Aksigorta, Anadolu Sigorta ve Türkiye Sigorta'nın toplam varlıklarının sırasıyla %47, %42 ve %35'ini oluşturmakta olup, getirilerdeki düşüşle birlikte ortaya çıkan yeniden değerleme kazançlarından faydalanmaya elverişli bir yapı sunmaktadır.

Tablo 2: Hayat Dışı Sigorta Şirketlerinin Portföy Kompozisyonları



Kaynak: Şirket verileri

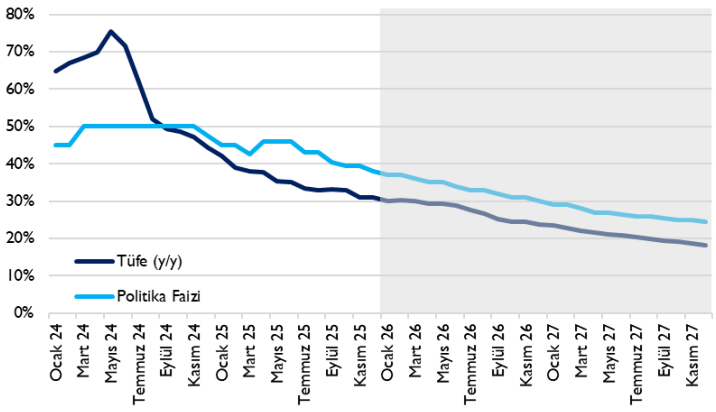
Tablo 3: Devlet Tahvili Fiyatları (1 Temmuz 2025 = 100 olacak şekilde normalize edilmiştir)



Kaynak: Bloomberg, Ünlü & Co analizi

2) 2026 boyunca gösterge faizin kademeli olarak gerilemesini beklemekle birlikte, mutlak seviyeler itibarıyla yüksek kalacağını öngörüyoruz. TCMB politika faizinin 2026 yıl sonuna kadar %38'den %30'a düşeceğini varsayan senaryomuz çerçevesinde, para piyasası fonlarının 2026 yılında yaklaşık %40 bileşik getiri sağlayabileceğini tahmin ediyoruz. Bu getiri, %23,9 TÜFE varsayımıyla yaklaşık %13 reel getiriye karşılık gelmektedir.

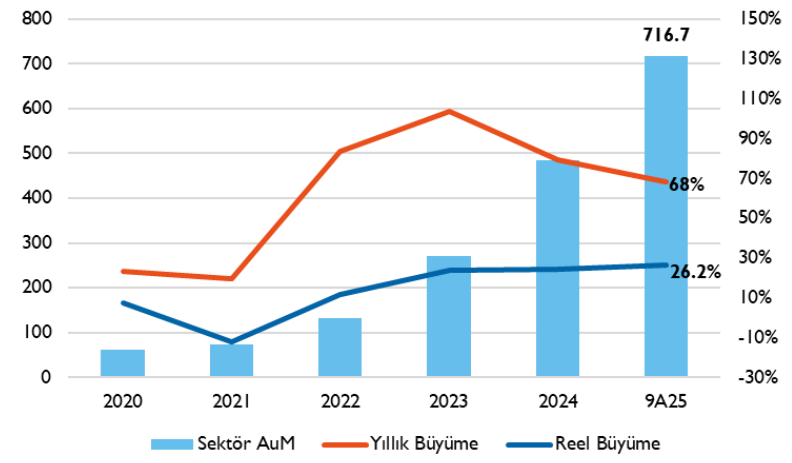
Tablo 4: TÜFE Yıllık Değişim ve Politika Faizi İçin Beklentilerimiz



Kaynak: Tüik, Ünlü & Co tahminleri

3) Sektörün yönetilen varlık büyüklüğü (AUM) son yıllarda kayda değer ölçüde artmış olup, getiriler daralsa dahi yatırım gelirlerinin dayanıklılığını korumasına katkı sağlamaktadır.

Tablo 5: Hayat-dışı sigorta sektörü AuM ve büyüme göstergeleri (mr TL)



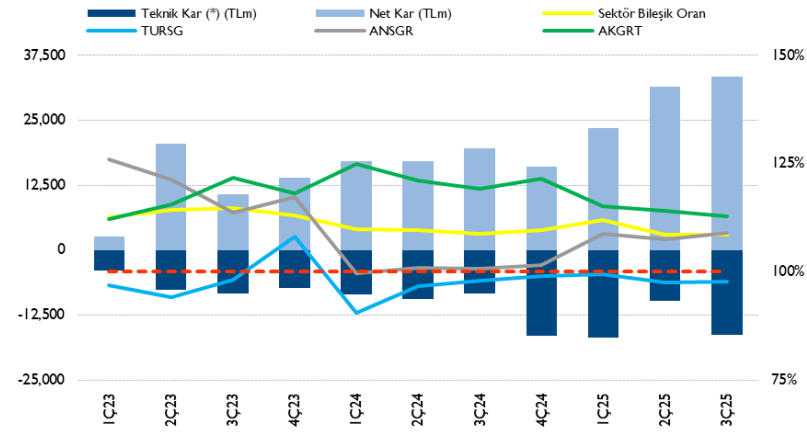
Kaynak: TSB, Tüik, Ünlü & Co Analiz

Bu dinamiklerin, yatırım gelirlerinin dayanıklı seyrini sürdürmesini sağlayarak güçlü özkaynak kârlılıklarını (ROE) destekleyeceğini düşünüyoruz.

Odağın değişmesiyle birlikte teknik kârlılıkta iyileşme bekleniyor

Getirilerin kademeli olarak normalleşmesiyle birlikte, teknik kârlılığın şirketlerin kâr üretiminde daha merkezi bir rol üstlenmesini ve sektör genelinde daha dengeli ve sürdürülebilir bir kâr kompozisyonuna geçişi desteklemesini bekliyoruz.

Tablo 6: Hayat Dışı Sigorta Sektörü Teknik Kâr, Net Kâr ve Bileşik Rasyo Gelişimi (m TL)



Kaynak: TSB, Şirketler, Ünlü&Co Analiz

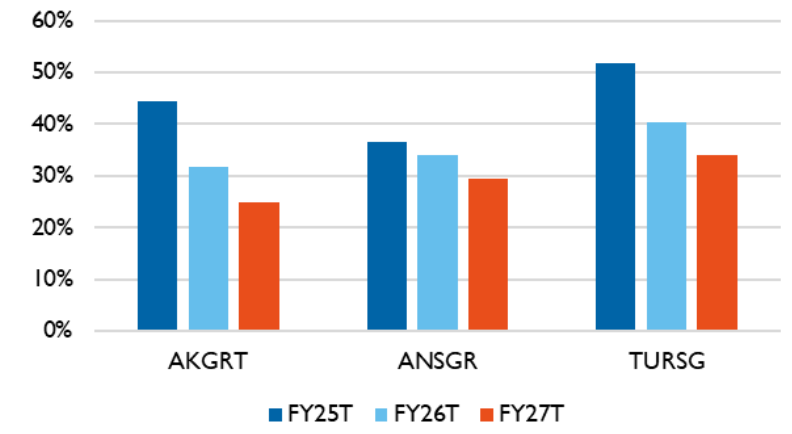
Son yıllarda motor branşlarında kârlılık baskı altında kalmış olsa da, sigorta şirketlerinin işletilen paradan (float) elde edilen gelirlerine artan bağımlılığının zamanla azalmasını ve teknik kârlılığa öne çıkmasını bekliyoruz; bu eğilim, rekabetçi fiyatlama davranışlarını da sınırlayabilir. İstikrarlı bir TL görünümü de, döviz bazlı orijinal yedek parçalardaki oynaklığı sınırlayarak hasar enflasyonunun kontrol altında tutulmasına katkı sağlayan bir diğer destekleyici unsurdur. Buna ek olarak, sağlık ve ferdi kaza branşlarının artan katkısı, gelirlerin daha iyi çeşitlenmesini sağlamakta ve sektör kârlılığının genel kalitesini

yükseltmektedir. Bu çerçevede, sektörün teknik kârlılığında 2026 ve 2027 yıllarında iyileşme bekliyoruz. 2026'ya bakıldığında, Anadolu Sigorta yüksek finansal kaldıraç yapısıyla öne çıkarken, Türkiye Sigorta üstün teknik kârlılığıyla ayrışmaktadır.

Sektörün güçlü özkaynak kârlılıklarını (ROE) sürdürmesi daha yüksek PDD/DD çarpanlarını destekliyor

Hayat dışı sigorta şirketlerinin kârlılığına yönelik olumlu görüşümüzü koruyoruz; zira birden fazla destekleyici unsur varlığını sürdürmektedir. Tahvil pozisyonlarından kaynaklanan yeniden değerleme kazançlarının, azalan yeniden yatırım gelirlerini dengelemesini beklerken, yatırım portföylerinin de bileşik şekilde büyümeye devam ettiğini görüyoruz. Buna ek olarak, faiz indirim döngüsünün beklentilerden daha yavaş ilerlemesini; faizlerin gerilemekle birlikte mutlak seviyeler itibarıyla yüksek kalmasını öngörüyoruz ki bu da genel kârlılığı desteklemektedir. Bu çerçevede, faiz oranlarındaki düşüşe rağmen sektörün güçlü özkaynak kârlılıkları (ROE) üretmeye devam etmesini bekliyoruz (TURSG: 40%, ANSGR: 34%, AKGRT: 32%). Enflasyonun üzerinde seyreden bu ROE seviyelerinin, sektör için daha yüksek PD/DD çarpanlarını haklı kıldığı kanaatindeyiz.

Tablo 7: Araştırma Kapsamımızdaki Hayat Dışı Sigorta Şirketleri İçin ROE Görünümü (%)



Kaynak: Şirketler, Ünlü&Co Analiz

Hayat dışı sigorta şirketleri, dezenflasyon sürecindeki olası aksamalara karşı doğal bir koruma sunmaktadır.

2025 yılı başında yıl sonu gösterge repo faizine ilişkin varsayımımız %32,5 seviyesindeydi. Ancak finansal piyasalardaki dalgalanmalarla birlikte 2Ç25'te piyasa faizleri yükselmiş ve 2025 yıl sonu gösterge repo faizi %38,0 seviyesine ulaşmıştır. Bu ortam, 2025 boyunca sektör kârlılığını desteklemiş; hayat dışı sigorta sektörünün yüksek faizlerden kaynaklanan yapısal avantajını ve dezenflasyon programında yaşanabilecek olası aksaklıklara karşı bir koruma unsuru olma niteliğini bir kez daha ortaya koymuştur.

Hayat dışı sigorta şirketleri için AL tavsiyelerimizi koruyoruz.

Aksigorta (AKSGRT, HF: 10,1 TL), Anadolu Sigorta (ANSGR, HF: 37,9 TL) ve Türkiye Sigorta (TURSG, HF: 17,9 TL) için AL tavsiyelerimizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatlarımız, Aksigorta için %45, Anadolu Sigorta için %58 ve Türkiye Sigorta için %51 potansiyel getiriye işaret etmektedir.

Anadolu Sigorta sektörde en beğendiğimiz hisse konumunda.

Şirket; yüksek yatırım kaldıraç oranı (72,3 milyar TL finansal varlık, özkaynakların 2,0 katı), 2026 için öngörülen güçlü temettü verimi (%8,6) ve Anadolu Hayat'taki %20'lik stratejik payı (7,7 milyar TL değer) ile olumlu ayrışmaktadır. Anadolu Sigorta'nın 2023-24 döneminde ortalama ROE'si %58 ile sektör ortalaması olan %53'ün üzerinde

gerçekleşmiş; bu performans, daha uzun yatırım vadesine sahip branşlara odaklanan prim portföyü sayesinde üstün yatırım geliri üretiminden kaynaklanmıştır. Sektör genelinde ROE'de bir normalleşme beklememize rağmen, şirketin özkaynak kârlılığının kümülatif bazda yüksek seviyelerini koruyacağını; 2025E'de %36,6'dan 2026E'de %34,0'a sınırlı bir gerileme göstereceğini öngörüyoruz. Azalan ancak mutlak seviyeler itibarıyla hâlen yüksek seyreden piyasa faizleri ile teknik tarafta beklenen toparlanma, bu görünümü desteklemektedir. Ayrıca, şirketin 2017–2021 döneminde gözlenen %33,5'lik tarihsel ortalama temettü dağıtım oranını koruması varsayımıyla, %8,6 seviyesinde cazip bir temettü verimi gerçekleştireceğini öngörüyoruz.

UNLU&Co Research

	TLm	AKGRT	ANSGR	TURSG	Ortalama
Değerleme	Hisse Fiyatı	6.9	24.0	11.8	
	Hisse Sayısı	1,612	2,000	10,000	
	Piyasa Değeri	11,187	48,000	118,400	
	Hedef Fiyat	10.1	37.9	17.9	
	Yukarı Potansiyel	45%	58%	51%	
	Tavsiye	BUY	BUY	BUY	
	2025T PD/DD	1.4	1.2	3.1	
	2026T PD/DD	1.0	0.9	2.0	
	2027T PD/DD	0.8	0.8	1.5	
	2025T F/K	3.8	3.9	6.2	
	2026T F/K	3.3	3.3	5.1	
	2027T F/K	3.0	3.0	4.4	
Karlılık	2024 Net Kar	1,857	10,878	12,720	25,455
	2025T Net Kar	2,919	12,395	19,060	34,374
	2026T Net Kar	3,421	14,351	23,416	41,188
	2027T Net Kar	3,766	16,103	27,123	46,992
	2025T Net Kar Büyümesi	57%	14%	50%	35%
	2026T Net Kar Büyümesi	17%	16%	23%	20%
	2027T Net Kar Büyümesi	10%	12%	16%	14%
	2025T Özkaynak Karlılığı	44.4%	36.6%	51.8%	2.2%
	2026T Özkaynak Karlılığı	31.8%	34.0%	40.3%	2.7%
	2027T Özkaynak Karlılığı	25.0%	29.4%	34.0%	3.1%
	2025T Bileşik Oran	113%	110%	98%	
	2026T Bileşik Oran	111%	109%	97%	
	2027T Bileşik Oran	109%	108%	96%	
Finansallar	Brim Büyümesi				
	2025	-2%	33%	44%	24%
	2026	22%	30%	32%	28%
	Özkaynaklar / Varlıklar (9A25)	27%	32%	36%	
	Finansal Varlıklar / Özkaynaklar (9A25)	230%	200%	183%	

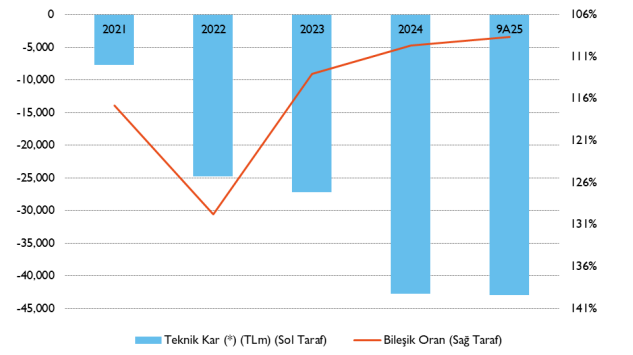
Kaynak: Şirketler, Rasyonet, UNLU&Co Tahminleri

SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ

2023'ten bu yana belirgin kârlılık toparlanması

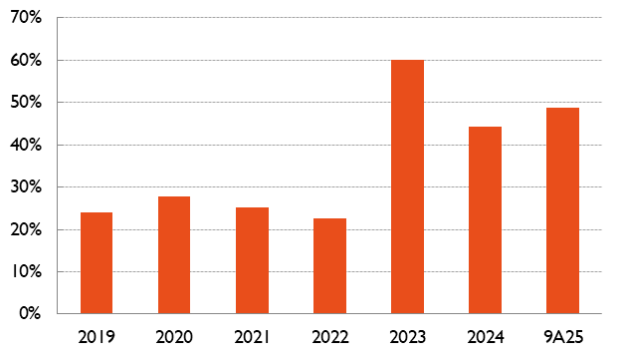
2022'de döviz kuru ve hiper-enflasyon şokunun tetiklediği sürdürülemez derecede zayıf bir teknik fiyatlama ortamının ardından, sektör kârlılığı 2023'ten itibaren yükselen faiz oranlarıyla paralel şekilde kayda değer ölçüde toparlanmıştır.

Tablo 8: Hayat dışı sigorta sektörünün teknik karlılığı



Kaynak: TSB (*) yatırım gelirleri hariç, Ünlü&Co Analiz

Tablo 9: Hayat dışı sigorta sektörünün özkaynak kârlılığı

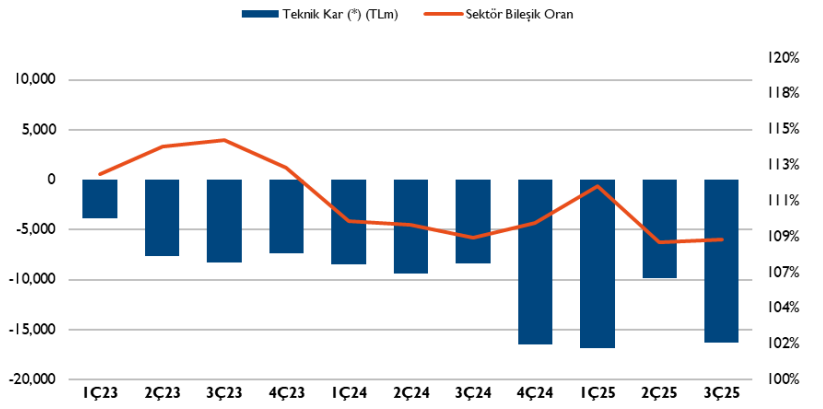


Kaynak: TSB, Ünlü&Co Analiz

9A25 itibarıyla hayat dışı sigorta sektörünün özkaynak kârlılığı (ROE), 2025 yılında faiz indirim döngüsünün beklentilerden daha yavaş gerçekleşmesi sebebiyle yüksek seviyelerini korumaktadır. Sektör ROE'sinin 2026 yıl sonu itibarıyla yaklaşık %30 seviyesine doğru gerilemesini beklemekle birlikte, faiz oranlarının hâlen yüksek seyretmesi kârlılık açısından temel bir destek unsuru olmaya devam etmektedir.

3Ç23'ten itibaren, artan yatırım gelirleri ve MTPL branşındaki teknik toparlanmanın etkisiyle kârlılıkta gözlenen iyileşme, ilgili segmentte rekabetin belirgin şekilde artmasına yol açmıştır. Artan rekabet ve yükselen hasar frekansı nedeniyle 3Ç25'te MTPL ve MOD branşlarında birleşik rasyolar yükselmiş olsa da, 4Ç25'te sınırlı bir normalleşme bekliyoruz.

Tablo 10: Hayat dışı sigorta sektörünün çeyreklik kârlılığı



Kaynak: TSB, Ünlü&Co Analiz

Finansal gelirler sektör kârlılığının ana itici gücü konumunda

9A25 itibarıyla hayat dışı sigorta şirketlerinin toplam finansal varlıkları (finansal yükümlülükler net) 717 milyar TL'ye ulaşmıştır. Prim tahsilatı ile hasar ödemeleri arasındaki zaman farkı, sigorta şirketlerinin bu fonları işletmesine ve söz konusu ara dönemde yüksek finansal gelir elde etmesine imkân tanımaktadır. Gelecekteki hasar yükümlülükleri için ayrılan teknik karşılıklar 9A25'te 912 milyar TL seviyesine ulaşmış olup, bu varlıkların temel fonlama kaynağı niteliğindedir. Ortalama olarak, poliçenin düzenlenmesi ile hasarın ödenmesi arasında yaklaşık 11 aylık bir süre bulunmaktadır. Daha uzun kuyruklu yapıya sahip MTPL branşında ise bu süre yaklaşık 17 aya kadar uzamaktadır.

Tablo 11: Branş bazında teknik karşılıklar (m TL)

	Teknik Rezervler	Rezervler/Prim (*)
KAS (Trafik)	424,042	17 ay
Kasko	94,693	8 ay
Sağlık	103,186	6 ay
Genel Zararlar	79,327	10 ay
Genel Sorumluluk	43,785	26 ay
Yangın	107,647	8 ay
Diğer	59,700	10 ay
Toplam	**912,382**	**11 ay**

Kaynak: TSB, Ünlü&Co Analiz (*) aylık ort. Brüt prim 9A25 itibarıyla

Türkiye Sigorta sektördeki liderliğini sürdürüyor

Halihazırda hayat dışı sigorta sektöründe 45 şirket faaliyet göstermektedir. Türkiye Sigorta, 9A25 itibarıyla %14,5 pazar payı ile sektör lideri konumunda yer alırken, Allianz %10,8, Anadolu Sigorta %9,4 ve Axa Sigorta %8,1 pazar paylarıyla Türkiye Sigorta'yı takip etmektedir.

Tablo 12: Hayat dışı sigorta sektöründeki büyük oyuncular (m TL)

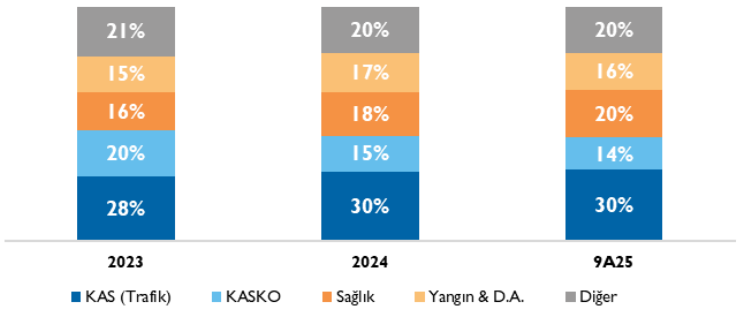
		2024		9A25		
		Brüt Yazılan Primler (TLm)	Pazar Payı	Brüt Yazılan Primler (TLm)	Pazar Payı	Artış (y/y)
1	Türkiye Sigorta	101,366	% 13.8	105,135	% 14.5	% 45
2	Allianz Sigorta	82,334	% 11.2	78,558	% 10.8	% 42
3	Anadolu Sigorta	69,589	% 9.5	67,918	% 9.4	% 46
4	Axa Sigorta	61,084	% 8.3	58,979	% 8.1	% 55
5	Sompo Sigorta	35,171	% 4.8	36,597	% 5.0	% 56
6	Aksigorta	34,872	% 4.8	23,625	% 3.3	-% 6
7	HDI Sigorta	34,273	% 4.7	36,802	% 5.1	% 52
8	Ray Sigorta	31,362	% 4.3	31,933	% 4.4	% 53
9	Quick Sigorta	30,247	% 4.1	28,373	% 3.9	% 88
10	Bupa Acıbadem	21,163	% 2.9	23,275	% 3.2	% 41
	Top 10		% 68.5		% 67.7	
	Toplam	**731,920**	**% 100.0**	**725,240**	**% 100.0**	**% 46**

Kaynak: TSB

Motor branşları prim üretiminde ağırlığını koruyor

Türkiye'deki sigorta bilinci 2023'ten bu yana kayda değer ölçüde artmış olsa da, toplam penetrasyon hâlen düşük seviyelerdedir. Motor branşları prim kompozisyonundaki baskın konumunu sürdürmekte olup, MTPL ve Kasko birlikte 9A25 itibarıyla toplam primlerin yaklaşık %45'ini oluşturmaktadır. Bu yıl öne çıkan segment ise, kamu hastanelerinden özel hastanelere yönelimin artmasıyla güçlü prim büyümesi kaydeden sağlık branşı olmuş; söz konusu eğilim rekabeti de artırmıştır.

Tablo 13: Alt branş bazında prim dağılımı

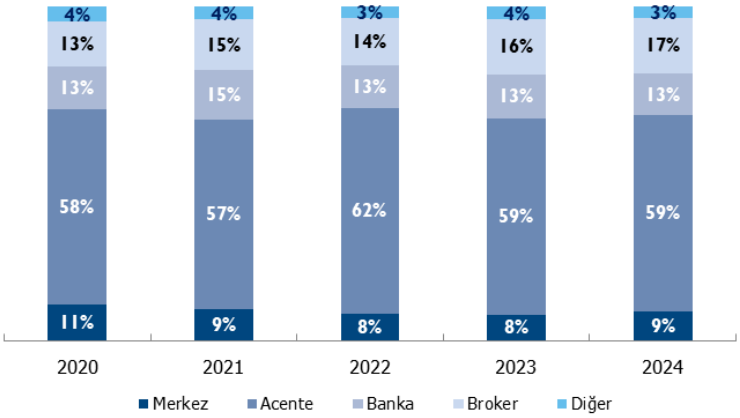


Kaynak: TSB

Acenteler ana dağıtım kanalı konumunda

Acenteler, hayat dışı sigorta şirketleri için temel dağıtım kanalı olmaya devam etmektedir; nitekim 2024 yılında yazılan primlerin %59'u acenteler aracılığıyla üretilmiştir. Acenteler özellikle Kasko ve MTPL branşlarında etkin olup, bu segmentlerde primlerin sırasıyla %80 ve %78'ini oluşturmuştur. Önümüzdeki dönemde de acentelerin sektörün ana dağıtım kanalı olmayı sürdürmesini bekliyoruz.

Tablo 14: Hayat dışı primlerde dağıtım kanallarının payı



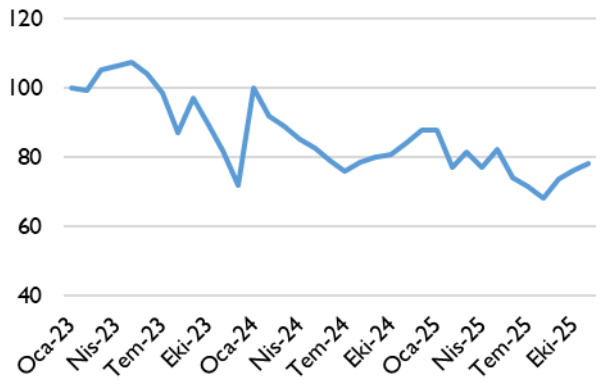
Kaynak: TSB

Rekabet baskısının fiyatlama toparlanmasıyla dengelenmesi bekleniyor

MOD ve MTPL, 9A25 itibarıyla yazılan primlerin yaklaşık %45'ini oluşturarak hayat dışı sigorta sektörünün en büyük iki segmenti konumundadır. Yükselen faiz oranlarının desteğiyle sektör kârlılığında gözlenen son dönemdeki iyileşme, bu segmentlerde rekabetin belirgin şekilde artmasına yol açmıştır. Sigorta şirketleri, fondan (float) elde edilen finansal gelirlerin artmasıyla birlikte prim hacmini ve dolayısıyla float büyüklüğünü artırmak amacıyla daha agresif fiyatlama stratejileri benimseyebilmektedir. Bu yaklaşım teknik gelirleri aşağı çekse de, artan finansal gelirler sayesinde toplam gelir seviyesi görece güçlü kalabilmektedir.

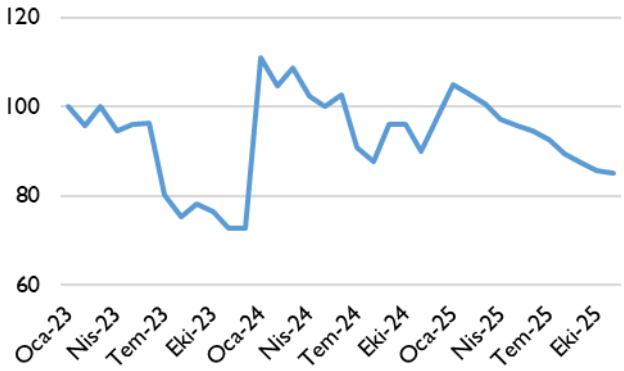
MOD segmentinde uzun süredir devam eden reel fiyatlama baskısının ardından, fiyatlama dinamiklerinin destekleyici bir görünüme evrilmesini bekliyoruz. Bu çerçevede, enflasyondaki ılımlı seyir ve nominal fiyat artışlarının etkisiyle, 4Ç25'te ortalama primlerin bir önceki çeyreğe kıyasla reel bazda %10 artacağını öngörüyoruz. Buna karşılık, prim tahsilatı ile hasar ödemesi arasında ortalama yaklaşık 17 aylık sürenin bulunduğu ve dolayısıyla float etkisinin daha belirgin olduğu MTPL segmentinde, ortalama reel prim fiyatlarının çeyreklik bazda %5 gerilemesini bekliyoruz.

Tablo 15: Kasko ortalama fiyatı (TÜFE'ye göre düzeltilmiş, Ocak 23 = 100)



Kaynak: TSB, Tüik, Ünlü&Co Analiz

Tablo 16: Trafik sigortası ortalama fiyatı (TÜFE'ye göre düzeltilmiş, Ocak 23 = 100)

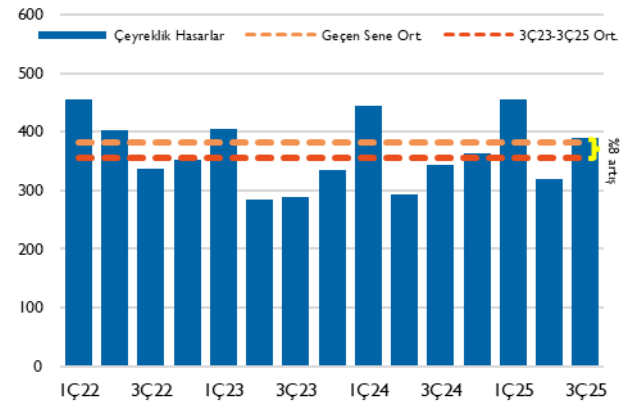


Kaynak: TSB, Tüik, Ünlü&Co Analiz

Hasar Frekansında Olumlu Seyir

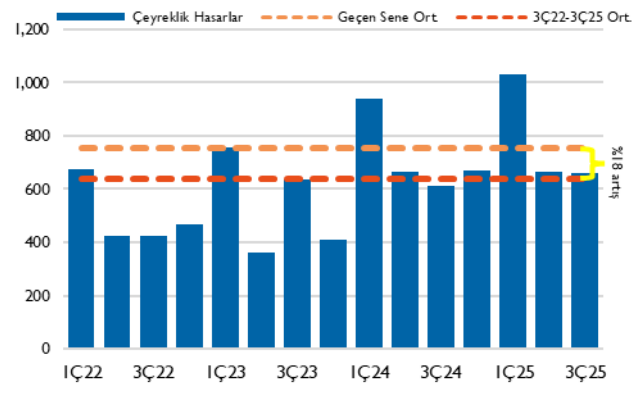
2022–2024 döneminde trafikteki toplam araç sayısı 26,4 milyondan 31,0 milyona yükselerek %17,5 artmasına rağmen, MOD ve MTPL branşlarında hasar sayısındaki artış daha sınırlı kalmış; bu durum araç başına hasar frekansında bir gerilemeye işaret etmektedir. Görece düşük ekonomik aktiviteye bağlı ılımlı mobilite ve daha sıkı trafik düzenlemeleri, teknik fiyatlama ve sigortacılık temellerini destekleyen unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Tablo 17: Kasko hasar sayısı (bin adet)



Kaynak: TSB, Ünlü&Co Analiz

Tablo 18: Trafik hasar sayısı (bin adet)



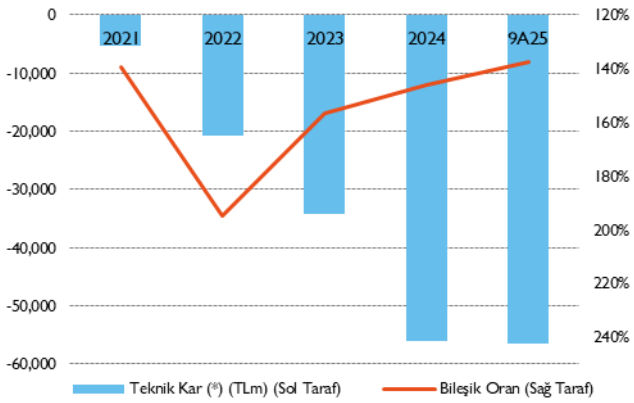
Kaynak: TSB, Ünlü&Co Analiz

Şirketler KAS branşındaki finansal gelire odaklanıyor

Kara araçları sorumluluk (trafik), zorunlu bir sigorta olmasına rağmen son derece rekabetçi bir alan olmaya devam etmektedir. Sigortalılar, sigorta şirketinden doğrudan bir hizmet almadıkları için fiyatlara oldukça duyarlıdır.

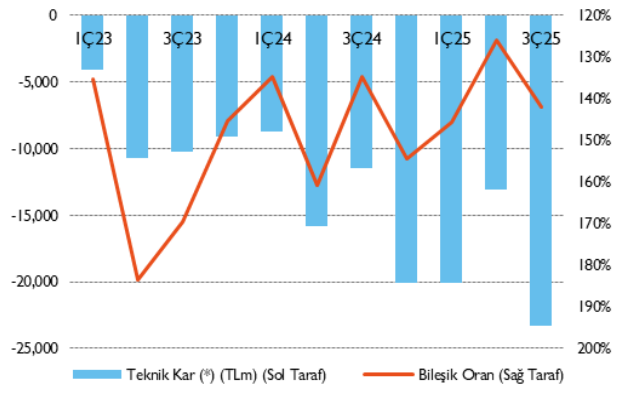
Şirketler teknik tarafta (finansal gelirler hariç) zarar yazsa dahi, KAS segmenti prim tahsilatı ile hasar ödemesi arasında ortalama yaklaşık 17 aylık bir süre bulunması nedeniyle sigorta fonunun (float) büyütülmesi açısından önem taşımaktadır. Yüksek faiz ortamı dikkate alındığında, 2026 yılında piyasa faizleri gerilese dahi mutlak seviyelerin yüksek kalması sayesinde bu segmentin finansal açıdan kârlı bir yapı sunmaya devam edeceğini ön görüyoruz.

Tablo 19: Trafik teknik kârlılığı (kümülatif)



Kaynak: TSB (*) yatırım hatırları hariç, Ünlü&Co Analiz

Tablo 20: Trafik teknik kârlılığı (çeyreklik)



Kaynak: TSB (*) yatırım gelirleri hariç, Ünlü&Co Analiz

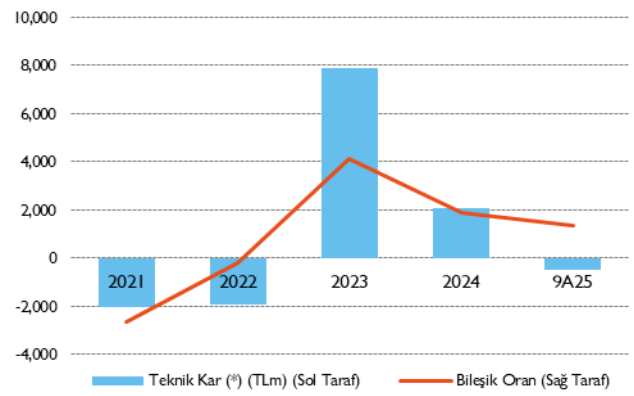
Trafik, kasko büyümesinin önünü açıyor

Düzenleyici otorite, sigorta şirketlerinin KAS primlerini (dolaylı brüt yazılan primler bazında) MOD primlerinin en az %70'i seviyesinde tutmasını zorunlu kılmaktadır. Bu düzenleme, KAS prim üretimini kasko segmentinde sürdürülebilir büyümenin ön koşulu haline getirmektedir. Dolayısıyla, daha yüksek marjlı kasko primi yazabilme kapasitesi, şirketlerin trafik poliçesi yazma isteği ve kabiliyetiyle yapısal olarak bağlantılıdır. Bu çerçevede KAS, bağımsız bir büyüme alanından ziyade kasko genişlemesini mümkün kılan stratejik bir kaldıraç işlevi görmektedir.

Kısa vadeli baskılara rağmen MOD kârlılığı dayanıklılığını koruyor

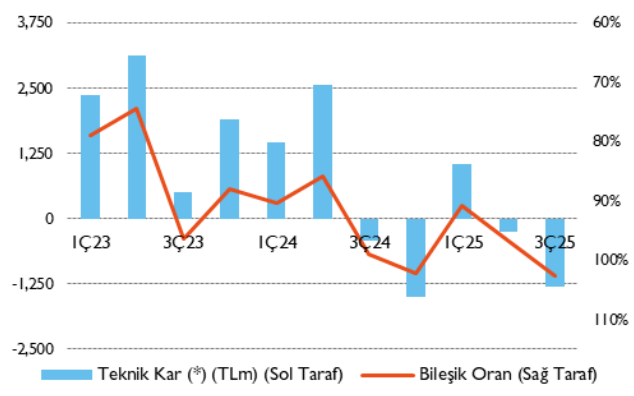
Kasko branşında birleşik rasyo, 2024 yılındaki %94,8 seviyesinden 9A25'te %97,1'e yükselmiş; artan hasar frekansı nedeniyle çeyreklik performans geçici olarak başabaş seviyesinin üzerine çıkarak %102,6 olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, kaskonun döviz bazlı orijinal yedek parçalara daha yüksek maruziyeti dikkate alındığında, TL'deki son reel değerlenmenin ortalama hasar maliyetlerini reel bazda düşürmesi beklenmektedir. Hasar frekansının normalleşmesiyle birlikte, 2025 yılı genelinde teknik kârlılığın kümülatif bazda başabaş seviyelerine geri dönmesini; iyileşen maliyet dinamiklerinin ise yukarı yönlü potansiyel yaratmasını öngörüyoruz.

Tablo 21: Kasko teknik kârlılığı (kümülatif)



Kaynak: TSB (*) yatırım gelirleri hariç, Ünlü&Co Analiz

Tablo 22: Kasko teknik kârlılığı (çeyreklik)



Kaynak: TSB (*) yatırım gelirleri hariç, Ünlü&Co Analiz

Artan sağlık katkısı kâr kompozisyonunu iyileştiriyor

Motor-dışı branşlar, güçlü ferdi kaza marjları ve sağlık branşındaki belirgin ivmelenmenin öncülüğünde sektör kârlılığını desteklemeye devam etmektedir. Sağlık, 9A25 itibarıyla kamu hastanelerinden özel hastanelere yönelimin artmasıyla birlikte güçlü talep sayesinde öne çıkan ana büyüme segmenti haline gelmiştir. Sağlık ve ferdi kaza branşlarının artan katkısı, kazançların daha iyi çeşitlenmesini sağlamakta ve sektör kârlılığının genel kalitesini desteklemektedir.

Şirketlerin yüksek kâr marjları elde ettiği alanlardan biri de ferdi kaza branşıdır. Motor branşlarının aksine, bu segmentte ana dağıtım kanalı bankalar olup, 9A25'te yazılan primlerin %52'sini oluşturmaktadır; ayrıca fiyat duyarlılığının daha sınırlı olduğu görülmektedir. Ferdi kaza branşında teknik kârın brüt yazılan primlere oranı 2024'te %26, 9A25'te ise %31 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Tablo 23: Branş bazında teknik karlılık (m TL)

	2023		2024		9A25	
	Teknik Kar*	Teknik Kar / Primler	Teknik Kar*	Teknik Kar / Primler	Teknik Kar*	Teknik Kar / Primler
Kasko	7,888	10%	2,096	2%	-509	-1%
KAS (Trafik)	-34,198	-29%	-56,053	-26%	-56,427	-25%
Motor-Dışı Branşlar	-854	0%	11,221	3%	14,042	3%
Yangın ve Doğal Afetler	-2,706	-4%	4,154	3%	5,104	4%
Sağlık	-569	-1%	-2,550	-2%	2,194	2%
Genel Zararlar	248	1%	1,909	3%	-98	0%
Kaza	1,844	21%	3,991	26%	4,398	31%
Diğer	329	1%	3,717	7%	2,445	4%
Toplam Hayat Dışı	(27,164)	-6%	(42,736)	-6%	(42,895)	-9%

Kaynak: TSB (*) yatırım gelirleri hariç, Ünlü&Co Analiz

09 Ocak 2026

Aksigorta

Portföy Sadeleşmesiyle Kârlılığa Yeniden Odaklanma

- **Aksigorta için AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse başına 10,1 TL hedef fiyatımız %45 potansiyel getiriye işaret etmektedir. Şirketin portföy sadeleşmesi yoluyla kârlılığa ve operasyonel verimliliğe yeniden odaklanması sayesinde önümüzdeki dönemde ilave iyileşme bekliyoruz. Öz sermaye karlılığının mevcut yüksek seviyelerinden (2024T: %44, 9A25: %45) normalleşeceğini öngörmemize rağmen, uzun vadeli sürdürülebilir %18 ROE varsayımımız dahi 1,5x P/B adil değere işaret etmektedir. Şirket, 2026T tahminlerimize göre 3,3x F/K ve 1,1x P/B çarpanlarıyla işlem görmektedir.**

- **İhtiyatlı risk yönetimi sermaye yeterliliğini güçlendiriyor:** Yüksek prim üretim ve varlık riskleri nedeniyle Haziran 2024'te %107'ye gerileyen sermaye yeterlilik rasyosu (SYR), sonraki dönemlerde belirgin bir şekilde toparlanmıştır. Düzenleyici asgari eşik %115, temettü dağıtım eşiği ise %135 seviyesindedir. Motor branşına maruziyetin kademeli azaltılması ve yatırım portföyünün daha düşük riskli varlıklara yönlendirilmesiyle sermaye tabanı güçlenmiştir. 9A25 itibarıyla SYR %178'e ulaşmış olup, gelecekteki prim büyümesini desteklemektedir.

- **Prim trendlerindeki iyileşmeyle finansal gelirlerde kademeli toparlanma:** Aksigorta'nın 2025 finansal gelir görünümü, yıl boyunca zayıf prim üretimi nedeniyle kapsamımızdaki benzerlerine kıyasla görece daha sınırlı kalmıştır. 9A25'te toplam yazılan primler 23,6 milyar TL'ye gerileyerek 9A24'teki 25,0 milyar TL'ye kıyasla %6 düşüş göstermiştir. Uzun vadeli yatırım gelirlerinin önemli bir kaynağı olan trafik branşında zayıflık daha belirgindir; primler 2,85 milyar TL'ye gerileyerek %52 y/y düşmüştür. Bu daralma 2025'te finansal gelirlerden faydalanma kapasitesini sınırlamıştır. 2025 boyunca güçlenen sermaye yeterliliği ve risk yönetimi disiplini sayesinde, kârlı branşlarda prim üretiminin toparlanmasını bekliyoruz.

- **Yangın ve doğal afetlerde daha yüksek pay:** Aksigorta, 9A25'te %3,2 pazar payıyla hayat dışı pazarda dokuzuncu sıradadır. Yangın & doğal afet branşındaki payı görece yüksektir; bu segmentte birleşik rasyo 9A25 itibarıyla kümülatif bazda %96 olup, %100 başabaş seviyesinin altında güçlü teknik performansa işaret etmektedir. Bununla beraber sağlık ile genel zararlar gibi teknik olarak kârlı segmentlerde pazar payı artışı bekliyoruz.

- **AL tavsiyesi korunuyor, hedef fiyat 10,1TL'ye revize edildi:** Aksigorta için hedef fiyatımızı 10,7TL'den 10,1TL'ye revize ederken AL tavsiyemizi koruyoruz. Değerlememiz artık katma değer modeline dayalı olup; 2026 yılı için %27,0 risksiz getiri, %6,0 risk primi ve 10 yıllık beta ortalamasıyla %32,6 özsermaye maliyeti varsayılmıştır. Aşağı yönlü riskler olarak i) beklenenden yüksek fiyat rekabeti ve ii) öngörülemeyen düzenleyici baskıları görüyoruz.

Tavsiye:	**AL**
Hedef Fiyat:	TL 10,1

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksine göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. ÜNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri	
Hisse kodu	AKGRT.IS
Sektör	Sigortacılık
Fiyat	TL 6.94
Piyasa değeri (TLm)	11,187
Şirket değeri (TLm)	-
Piyasa değeri (USDm)	260
Şirket değeri (USDm)	-
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	2.30
Halka açıklık (%)	28

BIST 100'e göre fiyat

BIST 100'e göre geçmiş performans (%)			
Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	0.3	11.4	-3.9
Endekse göre (%)	-7.2	-0.9	-21.4

Kaynak: BIST 100, ÜNLÜ & Co

Göreli fiyat grafiği 8 Ocak 2026 tarihinde 12,088 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksine karşı performansı ölçer.

Değerleme çarpanları	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T
F/K (x)	-92.3	9.4	6.0	3.8	3.3	3.0
PD/DD(x)	5.7	3.4	2.2	1.4	1.0	0.8
F/yazılan primler (x)	0.8	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
Temettü verimi (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Oran analizi	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Sermaye verimliliği (%)	-8.1	45.4	44.4	44.4	35.0	29.3
Aktif verimliliği (%)	-1.2	7.0	8.0	10.5	9.5	7.5
Hasar prim oranı (%)	107	86	87	74	78	76
Gider prim oranı(%)	22	32	35	39	33	33
Bileşik oran (%)	129	118	122	113	111	109
Net kar marjı (%)	-0.9	4.3	5.3	8.5	8.1	7.0

Kar ve zarar (TLm)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Brüt yazılan primler	13,563	27,299	34,872	34,370	42,088	53,837
Büyüme oranı (yıllık)	94%	101%	28%	-1%	22%	28%
Kazanılan primler	4,912	7,677	10,277	11,582	15,237	20,049
Gerçekleşen tazminatlar (net)	-5,261	-6,622	-8,889	-8,434	-11,885	-14,836
Faaliyet giderleri	-1,056	-1,933	-2,846	-3,565	-5,126	-6,521
Düzeltilmiş teknik kar	-1,637	-1,216	-2,265	-1,600	-3,422	-3,364
Büyüme oranı (yıllık)	200%	-26%	86%	-29%	114%	-2%
Finansman geliri/gideri	1,534	2,870	4,532	5,447	7,844	8,779
Diğer gelir/gider	-18	-321	-253	-298	-349	-394
Vergi öncesi kar	-121	1,333	2,014	3,511	4,562	5,021
Vergi	0	-148	-158	-592	-1,140	-1,255
Efektif vergi oranı	*0.0%*	*11.1%*	*7.8%*	*16.9%*	*25.0%*	*25.0%*
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0	0
Net kar	-121	1,185	1,857	2,919	3,421	3,766
Büyüme oranı (yıllık)	-164%	-1078%	57%	57%	17%	10%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	1,612	1,612	1,612	1,612	1,612	1,612
Hisse başı net kar (TL)	-0.08	0.74	1.15	1.81	2.12	2.34
Hisse başı temettü (TL)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Temettü ödeme oranı	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Bilanço (TLm)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit	8,497	11,464	15,846	17,615	22,454	26,565
Dönen varlıklar	12,327	20,264	24,084	27,891	39,571	54,347
Duran varlıklar	504	868	1,472	2,033	2,820	3,459
Toplam Varlıklar	**12,831**	**21,132**	**25,556**	**29,924**	**42,391**	**57,806**
Kısa vadeli teknik karşılıklar	6,840	9,896	12,413	14,013	19,602	23,555
Kısa vadeli yükümlülükler	10,670	17,723	20,113	21,368	30,276	36,332
Uzun vadeli teknik karşılıklar	156	87	181	284	418	594
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	212	133	351	490	627	806
Özkaynaklar	1,949	3,276	5,092	8,066	11,488	14,227
Toplam Kaynaklar	**12,831**	**21,132**	**25,556**	**29,924**	**42,391**	**57,806**
Net nakit (borç)	7,834	11,407	15,676	17,417	22,287	26,398

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co tahminleri

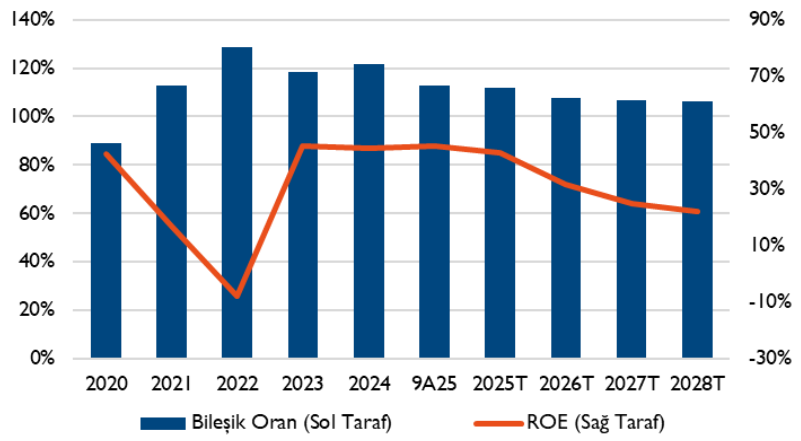
Şirket Genel Görünümü

Aksigorta Aksigorta, Sabancı Holding ve Ageas ortaklığında faaliyet göstermekte olup, her iki ortağın da şirkette %36 payı bulunmaktadır. 9A25 itibarıyla şirket 3.656 acente aracılığıyla faaliyet göstermekte ve Akbank ile yürürlükte olan bankasürans anlaşması kapsamında 679 şubeye erişim sağlamaktadır. Aksigorta, 9A25 itibarıyla %3,2 pazar payı ile hayat dışı sigorta pazarında dokuzuncu sırada yer almaktadır.

Şirket, yangın & doğal afet branşlarında daha güçlü bir konuma sahiptir; bu segmentte birleşik rasyo 9A25 itibarıyla %96 seviyesinde olup, sağlıklı bir teknik performansa işaret etmektedir. Kuyruk riskini sınırlamak ve sermaye yeterliliğini desteklemek amacıyla motor branşlarına olan maruziyetini kademeli olarak azaltmış; kasko ve trafik payları, 9A25 itibarıyla bir önceki yıl sırasıyla %5,9 ve %4,0 seviyelerinden %2,1 ve %1,3'e gerilemiştir. Önümüzdeki çeyreklerde Aksigorta'nın sağlık ile emtia & hasar gibi teknik açıdan daha kârlı segmentlerde büyümesini bekliyoruz.

Portföy optimizasyonu ROE toparlanmasını destekliyor: Şirketin ortalama özkaynak kârlılığı (ROAE), 1Ç25'teki %26,8 seviyesinden güçlü bir toparlanma göstererek 9A25 itibarıyla kümülatif bazda %45,1'e ulaşmış; bu oran, hayat dışı sektör ortalaması olan %48,8'in bir miktar altında kalmıştır. Portföy optimizasyonu ve disiplinli teknik fiyatlama, kârlılık ve sermaye verimliliğindeki iyileşmenin temel itici unsurları olmuştur. Bununla birlikte, 4Ç25'te piyasa faizlerindeki gerilemeyle birlikte ROE'nin %44,4 seviyesine sınırlı ölçüde düşmesi beklenmektedir. Sermaye açısından verimli ve teknik olarak kârlı segmentlere yönelimin sürmesinden dolayı, marjlardaki normalleşmeye rağmen Aksigorta'nın karlılık seviyesinin güçlü kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

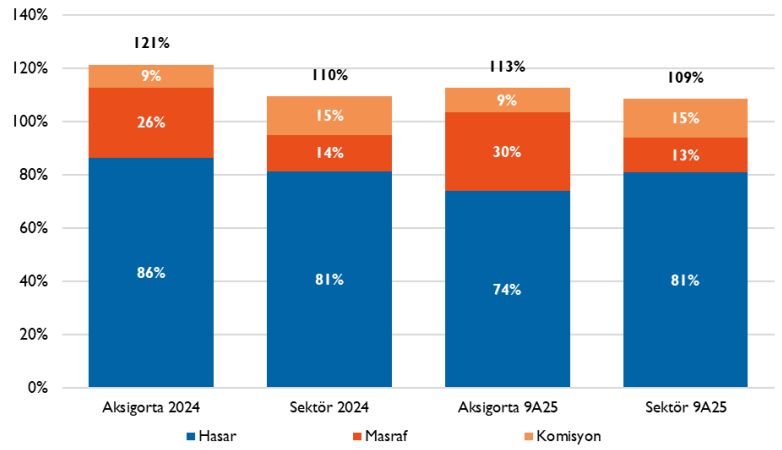
Tablo 24: Aksigorta özkaynak kârlılığı ve birleşik rasyo



Kaynak: Şirket, Ünlü&Co Analiz

Düşük komisyon oranı kârlılığı destekliyor: Aksigorta, 9A25'te %9,1 komisyon oranı ile sektör ortalamasının 5,6 puan altında performans sergilemiştir. Bu görünüm, komisyon geliri yaratan reasüranslı portföylere yönelimin hızlanması ve motor branşlardaki daralmanın birlikte komisyon giderlerini azaltmasından kaynaklanmaktadır.

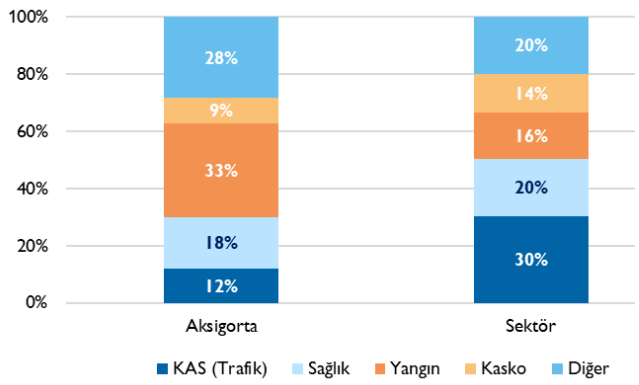
Tablo 25: Aksigorta ve hayat dışı sigorta sektörü İçin hasar, gider ve komisyon dağılımı



Kaynak: Şirket, TSB, Ünlü&Co Analiz

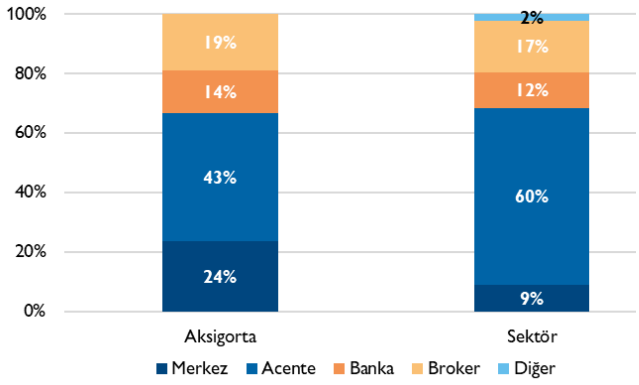
Prim portföyündeki dönüşüm olumlu görünümü destekliyor: Şirketin prim üretiminde son dönemde gerçekleştirdiği yön değişikliği, olumlu görünümü desteklemeye devam etmektedir. Aksigorta, benzerlerine kıyasla hem bankasürans hem de merkez kanalında aktifliğini korurken, prim üretiminin ağırlıklı olarak acenteler üzerinden gerçekleştiği motor branşlarından (9A25 itibarıyla trafik ve kaskoda sırasıyla %79 ve %81) stratejik olarak uzaklaşmakta; bankacılık kanalının daha güçlü olduğu yangın branşına yönelmektedir (bankalar aracılığıyla %21; sektör ortalamasına kıyasla yüksek). Acenteye bağımlılığı daha düşük, kalite odaklı dağıtım kanallarına bu geçiş, daha dengeli ve sürdürülebilir bir portföy kompozisyonunu destekleyerek şirketin olumlu görünümünü pekiştirmektedir.

Tablo 26: Branş bazında prim dağılımı (9A25)



Kaynak: TSB

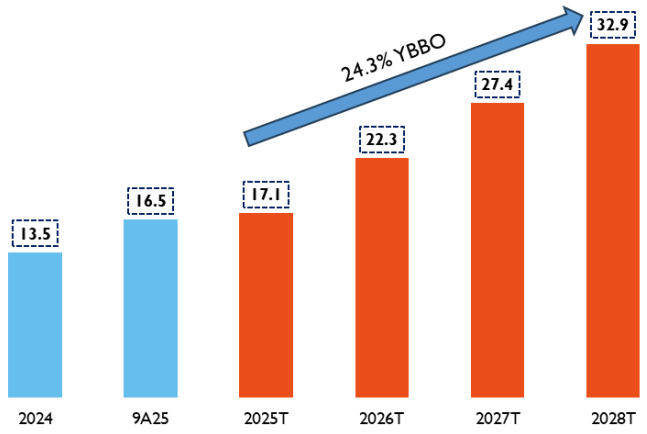
Tablo 27: Satış kanalı bazında prim dağılımı (9A25)



Kaynak: TSB

Aksigorta'nın AUM büyüklüğü 9A25 itibarıyla 16,5 milyar TL'ye ulaştı: Net finansal varlıklar özkaynakların 2,3 katı seviyesinde olup, bu oran kapsamımızdaki şirketler arasında en yüksek kaldıraç düzeyine işaret etmektedir (Anadolu Sigorta: 2,0x, Türkiye Sigorta: 1,8x). Aksigorta'nın yönetilen varlık büyüklüğünün (AUM) 2025T'de 17,1 milyar TL'den 2028T'de 32,9 milyar TL'ye yükselmesini; buna paralel olarak %24,3'lük yıllık bileşik yıllık büyüme oranı (CAGR) kaydetmesini öngörüyoruz.

Tablo 28: Aksigorta Portföy Büyüklüğü ve Görünümü

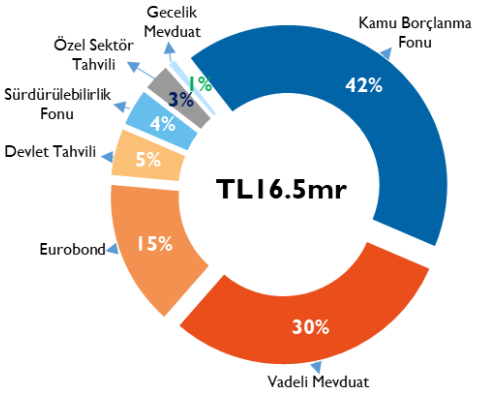


Kaynak: Şirket, Ünlü&Co Analiz

Faizler gerilerken Aksigorta anlamlı sermaye kazançları elde etmeye aday: 9A25 itibarıyla vadeli mevduatlar Aksigorta'nın yatırım portföyünün yaklaşık %30'unu oluştururken, devlet tahvili fonları ve doğrudan devlet tahvili yatırımları sırasıyla %42 ve %5 paya sahiptir. Getirilerdeki geri çekilmeler ileriye dönük yatırım gelirlerini bir miktar baskılayabilecek olsa da, şirketin yüksek sabit getirili varlık ağırlığı, faizlerin düşüşünü sürdürmesi halinde anlamlı sermaye kazançları elde etmesi için elverişli bir konum sunmaktadır.

Tablo 29: Aksigorta Portföy Kompozisyonu

Faizlerdeki gerileme yeniden yatırım getirileri üzerinde baskı yaratabilecek olsa da, yüksek sabit getirili portföy büyüklüğü sermaye kazançları yoluyla bu etkiyi kısmen dengelemektedir.



Kaynak: Şirket verisi

Değerleme

Aksigorta mevcut seviyelerde %45 potansiyel getiri sunuyor

Aksigorta için 10,1 TL/hisse hedef fiyatımız %45 potansiyel getiriye işaret etmekte olup, bu doğrultuda AL tavsiyemizi koruyoruz. Aksigorta'yı artık katma değer modeli ile değerliyor ve hedef fiyatımıza 10,1 TL olarak ulaşıyoruz.

Değerlememizde 2026 için %27,0 (2027 için %23,5 ve sonrası için %21,0) risksiz getiri oranı ve %6,0 risk primi varsayımı kullanıyoruz. Aksigorta için 10 yıllık beta ortalaması esas alınarak %32,6 özsermaye maliyetine ulaşıyoruz.

Tablo 30: Aksigorta değerleme

Artık Katma Değer Modeli (m TL)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Özkaynak	1,949	3,276	5,092	8,066	11,488	14,227	16,674
(-) İştirakler	-60	-100	0	-9	-9	-9	-9
Çekirdek Sermaye	**1,889**	**3,176**	**5,092**	**8,058**	**11,479**	**14,218**	**16,665**
Net Kar	-121	1,185	1,857	2,919	3,421	3,766	3,953
(-) İştiraklerden Gelirler	0	0	-57	0	0	0	0
Ana Ortaklığa ait Net Kar	**-121**	**1,185**	**1,799**	**2,919**	**3,421**	**3,766**	**3,953**
Düzeltilmiş Özkaynak Karlılığı		62.7%	56.6%	57.3%	42.5%	32.8%	27.8%
Özkaynak maliyeti		27%	46%	35%	33%	29%	27%
Artık Özkaynak karlılığı		**36%**	**11%**	**23%**	**10%**	**4%**	**1%**
							18%
Uzun Dönem Büyüme Oranı							16.7%
İskonto Faktörü				0.74	1.00	0.77	0.61
Ekonomik Kar				1,159	796	428	174
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri				862	796	331	107
İma edilen yıllık ilave PD/DD				0.169	0.156	0.065	0.021
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri (2026-2029)	1,234						
İma edilen ilave PD/DD (2026-2029)	0.24						
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri - Terminal	1,257						
İma edilen yıllık ilave PD/DD - Terminal	0.25						
Toplam Ekonomik Kâr üzerinden ima edilen ilave PD/DD	0.49						
Hedef PD/DD Çarpanı	**1.5**						
Hedef çekirdek özkaynak değeri	16,220						
İştirakler	9						
Hedef Piyasa Değeri	**16,229**						
Güncel Piyasa Değeri	11,187						
Hisse Sayısı	1,612						
Hedef Fiyat	**10.1**						
Güncel Fiyat	6.94						
Hedef Getiri	**45%**						

Kaynak: Şirket, Ünlü&Co Analiz

09 Ocak 2026

Anadolu Sigorta

Daha yüksek çarpanları hak ediyor

- **Anadolu Sigorta'yı AL tavsiyesiyle kapsamımızda tutuyoruz. Hisse başına 37,90 TL hedef fiyatımız %58 potansiyel getiriye işaret etmektedir. Anadolu Sigorta'da hem teknik tarafın olumlu görünümü hem de finansal tarafın güçlü seyretmesi sebebiyle, %14 sürdürülebilir ROE varsayımıyla 1,5x hedef PD/DD çarpanını hak ettiğini düşünüyoruz. Şirket, 2025T tahminlerimize göre 3,3x F/K ve 0,9x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.**

- **Motor branşında güçlü konum:** Anadolu Sigorta, motor segmentinde güçlü pazar payıyla öne çıkan önemli bir hayat dışı sigortacıdır. 9A25 itibarıyla MOD'da %12,4 pazar payıyla lider konumda, MTPL'de ise %6,8 payla dördüncü sıradadır; bu da şirketi bu segmentteki en büyük halka açık oyuncu yapmaktadır.

- **Teknik istikrara giden yol netleşiyor:** 9A25 itibarıyla Anadolu Sigorta'nın birleşik rasyosu %108,9 ile sektör ortalaması olan %108,7 seviyesine yakın gerçekleşmiştir; bu durum MTPL'ye yüksek maruziyete rağmen kaydedilmiştir. Enflasyon baskılarındaki gevşeme ve TL'nin ABD doları karşısındaki reel değerlenmesiyle birlikte, 1Ç26'da MTPL ve MOD görünümünün iyileşmesini bekliyoruz. Buna paralel olarak, 2026 yıl sonu birleşik rasyonun yaklaşık %106,9 seviyesine gerilemesini öngörüyoruz.

- **Yüksek piyasa faizlerinden fayda sağlıyor:** Anadolu Sigorta'nın finansal varlıkları 3Ç25 itibarıyla 72,3 milyar TL'ye ulaşarak özkaynakların 2,0 katı seviyesine çıkmıştır. Birleşik rasyo %100'ün üzerinde seyretse de, şirket sigorta fonunu (float) yatırım geliri üretmek için etkin şekilde kullanmaktadır. MTPL ve MOD segmentlerinin görece daha uzun yatırım ufku sunması, Anadolu Sigorta'nın yüksek piyasa faizlerinden benzerlerine kıyasla daha fazla faydalanmasını sağlamaktadır.

- **Anadolu Hayat'taki %20 pay önemli bir değer unsuru:** Anadolu Sigorta'nın Anadolu Hayat'taki payı 3Ç25 itibarıyla 7,7 milyar TL değerinde olup, bu tutar Anadolu Sigorta'nın özkaynaklarının %26'sına karşılık gelmektedir. Şirket, Anadolu Sigorta'ya 1Ç24 ve 1Ç25'te sırasıyla 200 milyon TL ve 500 milyon TL temettü geliri sağlamış; bu tutarlar ilgili dönemlerde net kârın %7 ve %22'sini oluşturmuştur. 2026'da temettü gelirinin 600 milyon TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Ayrıca, hızlı büyüyen hayat sigortası ve bireysel emeklilik sektörüne olan maruziyet, değerlemeye olumlu katkı sağlamaktadır. Faiz indirim döngüsünden faydalanması beklenen birikimsiz hayat primleri, Anadolu Hayat'ın toplam brüt prim üretiminin yaklaşık %60'nı oluşturması, Anadolu Sigorta'ya faiz indirim döngüsünde avantaj sağlıyor.

- **Cazip temettü görünümü:** Anadolu Sigorta 2025'te yatırımcılarına 2,1 milyar TL temettü dağıtarak %19 ödeme oranına ulaşmıştır; bu seviye tarihsel ortalamanın altındadır. 2017–2021 dönemindeki %33,5 ortalama kar dağıtım oranına dönüş varsayımıyla, 2026'da hisse başına 2,1 TL brüt nakit temettü dağıtılacağını ve bunun %8,6 temettü verimine karşılık geleceğini öngörüyoruz.

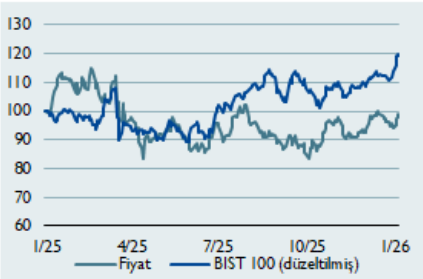
- **AL korunuyor, hedef fiyat revize edildi:** Anadolu Sigorta için hedef fiyatımızı 38,8 TL'den 37,9 TL'ye revize ederken AL tavsiyemizi koruyoruz. Değerlememiz artık katma değer modeline dayalı olup 2026 için %27,0 risksiz getiri, %6,0 risk primi ve 10 yıllık beta ortalaması varsayımlarıyla %31,2 özsermaye maliyetine ulaşıyoruz. Değerlemeye Anadolu Hayat'taki %20 pay da dahil edilmiştir. Aşağı yönlü riskler olarak i) beklenenden yüksek fiyat rekabeti ve ii) öngörülemeyen düzenleyici baskıları not ediyoruz.

Tavsiye:	**AL**
Hedef Fiyat:	TL 37,9

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksine göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. ÜNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri	
Hisse kodu	ANSGR.IS
Sektör	Sigortacılık
Fiyat	TL 24.00
Piyasa değeri (TLm)	48,000
Şirket değeri (TLm)	-
Piyasa değeri (USDm)	1,117
Şirket değeri (USDm)	-
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	3.91
Halka açıklık (%)	35

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)			
Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	3.1	13.2	-0.1
Endekse göre (%)	-4.6	0.7	-18.2

Kaynak: BIST 100, ÜNLÜ & Co

Göreli fiyat grafiği 8 Ocak 2026 tarihinde 12,088 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksine karşı performansı ölçer.

Değerleme çarpanları	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T
F/K (x)	42.4	8.1	4.4	3.9	3.3	3.0
PD/DD(x)	7.9	3.4	1.6	1.2	0.9	0.8
F/yazılan primler (x)	2.0	1.1	0.7	0.5	0.4	0.3
Temettü verimi (%)	0.0	0.0	4.4	8.6	12.0	15.1

Oran analizi	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Sermaye verimliliği (%)	24.5	58.4	48.5	35.2	31.5	28.2
Aktif verimliliği (%)	4.8	13.3	14.1	11.2	10.1	9.1
Hasar prim oranı (%)	101	91	72	81	80	79
Gider prim oranı(%)	27	26	29	29	29	29
Bileşik oran (%)	129	117	102	110	109	108
Net kar marjı (%)	4.8	13.4	15.6	13.3	11.8	10.7

Kar ve zarar (TLm)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Brüt yazılan primler	23,756	44,228	69,589	93,182	121,486	150,229
Büyüme oranı (yıllık)	121%	86%	57%	34%	30%	24%
Kazanılan primler	10,769	23,247	41,138	63,326	79,534	96,652
Gerçekleşen tazminatlar (net)	-10,894	-21,156	-29,769	-51,226	-59,651	-74,422
Faaliyet giderleri	-2,952	-6,102	-11,975	-17,610	-20,892	-25,207
Düzeltilmiş teknik kar	-3,486	-4,441	-1,934	-6,714	-2,462	-4,758
Büyüme oranı (yıllık)	114%	27%	-56%	247%	-63%	93%
Finansman geliri/gideri	5,038	11,729	17,133	24,228	26,626	26,626
Diğer gelir/gider	-142	286	-1,062	-676	-829	-983
Vergi öncesi kar	1,410	7,574	14,136	15,813	19,135	21,471
Vergi	-277	-1,664	-3,259	-3,418	-4,784	-5,368
Efektif vergi oranı	*19.6%*	*22.0%*	*23.1%*	*21.6%*	*25.0%*	*25.0%*
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0	0
Net kar	1,133	5,909	10,878	12,395	14,351	16,103
Büyüme oranı (yıllık)	117%	421%	84%	14%	16%	12%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Hisse başı net kar (TL)	0.57	2.95	5.44	6.20	7.18	8.05
Hisse başı temettü (TL)	0.00	0.00	1.05	2.08	2.87	3.62
Temettü ödeme oranı	0%	0%	19%	33%	40%	45%

Bilanço (TLm)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit	19,340	35,472	61,835	89,567	110,355	134,981
Dönen varlıklar	27,839	53,381	84,747	113,130	143,938	172,777
Duran varlıklar	2,866	4,987	11,451	12,108	14,772	21,789
Toplam Varlıklar	**30,706**	**58,368**	**96,198**	**125,238**	**158,710**	**194,566**
Kısa vadeli teknik karşılıklar	19,912	35,378	50,270	67,597	82,027	100,178
Kısa vadeli yükümlülükler	23,957	43,327	64,118	83,285	104,653	127,756
Uzun vadeli teknik karşılıklar	525	604	1,072	1,776	2,660	3,734
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	700	837	1,424	2,134	2,894	3,968
Özkaynaklar	6,048	14,204	30,656	39,819	51,163	62,842
Toplam Kaynaklar	**30,706**	**58,368**	**96,198**	**125,238**	**158,710**	**194,566**
Net nakit (borç)	19,240	35,358	61,627	89,412	110,355	134,981

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co tahminleri

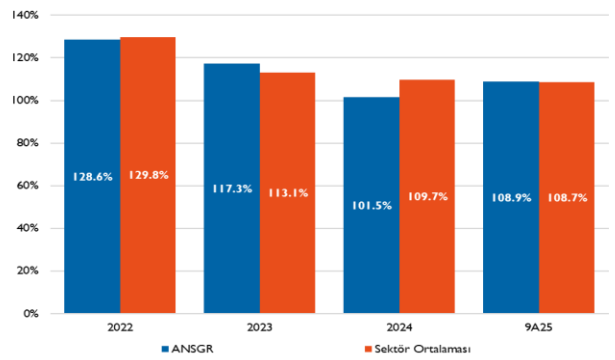
Şirket Genel Görünümü

Anadolu Sigorta, İş Bankası Grubu bünyesinde faaliyet göstermektedir. İş Bankası'nın %87 paya sahip olduğu Milli Re, %57 oranındaki payıyla şirketin ana ortağı konumundadır. 9A25 itibarıyla Anadolu Sigorta, 3.174 acente ile faaliyet göstermekte olup; İş Bankası (1.003 şube) ile bankasürans anlaşmasına sahiptir. Şirket, 9A25 itibarıyla %9,3 pazar payı ile hayat dışı sigorta pazarında üçüncü sırada yer almaktadır.

Hayat dışı sigorta sektöründe güçlü konum: Anadolu Sigorta, son on yılda pazar payı bazında istikrarlı biçimde ilk üç hayat dışı sigorta şirketi arasında yer almıştır. Şirket; Kasko (%12,4 Pazar payı), tekne (%25,0 Pazar payı) ve nakliyat (%14,8 Pazar payı) branşlarında pazar lideri konumundadır.

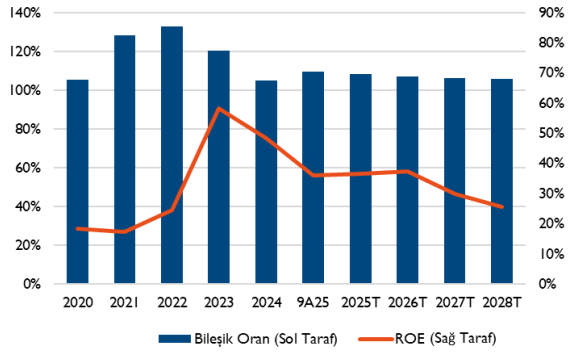
Teknik istikrara giden yol netleşiyor: Anadolu Sigorta'nın 9A25 birleşik rasyosu %108,9 ile sektör ortalaması olan %108,7'ye paralel seyretmiştir; bu durum, MTPL'ye olan yüksek maruziyete rağmen kaydedilmiştir. Enflasyondaki gevşeme ve TL'nin reel değerlenmesinin hasar dinamiklerini iyileştirmesiyle birlikte, önümüzdeki çeyreklerde trafik branşında toparlanma bekliyoruz. Bu çerçevede, yıl geneli birleşik rasyonun yaklaşık %108,1 seviyesine gerileyerek teknik performansta kademeli bir normalleşmeye işaret edeceğini öngörüyoruz.

Tablo 31: Anadolu Sigorta ve hayat dışı sigorta sektörünün bileşik rasyo gelişimi



Kaynak: TSB, Şirket verileri, Ünlü&Co analizi

Tablo 32: Anadolu Sigorta özkaynak kârlılığı ve birleşik rasyo

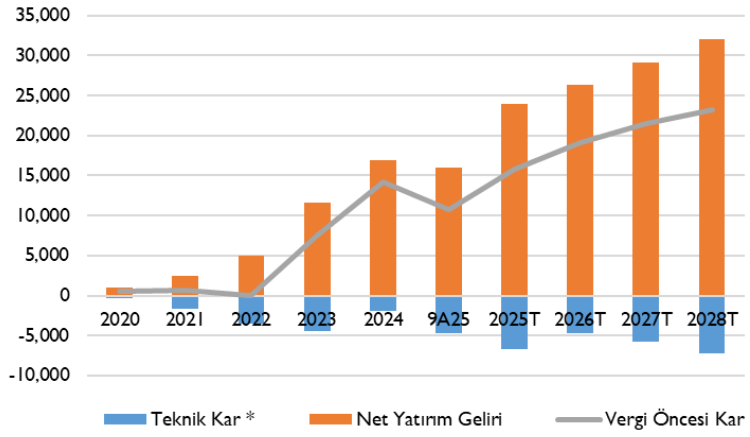


Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co tahminleri

Anadolu Hayat'taki %20 pay önemli bir değer unsuru: Anadolu Sigorta'nın Anadolu Hayat'taki payı 3Ç25 itibarıyla 7,7 milyar TL değerindedir ve bu tutar Anadolu Sigorta'nın özkaynaklarının %21'ine karşılık gelmektedir. Şirket, 1Ç24 ve 1Ç25'te sırasıyla 200 milyon TL ve 500 milyon TL temettü geliri kaydetmiş; söz konusu tutarlar ilgili dönemlerde net kârın %7 ve %22'sini oluşturmuştur. Ayrıca, devam eden faiz indirim döngüsünden faydalanması beklenen birikimsiz hayat primlerinin, Anadolu Hayat'ın toplam prim üretiminin yaklaşık %60'ını oluşturması, şirketin faiz indirimlerine olan yüksek duyarlılığını ortaya koymaktadır.

Anadolu Sigorta yüksek faiz ortamından fayda sağlıyor: Anadolu Sigorta'nın finansal varlıkları 3Ç25 itibarıyla 72,3 milyar TL'ye ulaşarak özkaynakların 2,0 katı seviyesine yükselmiştir. Birleşik rasyo %100'ün üzerinde seyretse de, şirket sigorta fonunu (float) etkin biçimde değerlendirerek yatırım geliri üretmektedir. 2026 yıl sonu için %30,0 seviyesindeki gösterge faiz öngörümüz, 2026'da yaklaşık %40 bileşik getiriye işaret eden cazip getiri dinamikleri sunmakta olup, Anadolu Sigorta için olumlu bir görünümü desteklemektedir.

Tablo 33: Anadolu Sigorta teknik kâr, net yatırım geliri ve vergi öncesi kâr



Kaynak: Şirket verileri (*) yatırım gelirleri hariç, Ünlü&Co tahminleri

Cazip temettü görünümü aşağı yönlü koruma sağlıyor: Anadolu Sigorta'nın 2025 yılında gerçekleştirdiği 2,1 milyar TL tutarındaki temettü dağıtımı %19 ödeme oranına işaret etmekte olup, bu seviye tarihsel ortalamasının altında kalmaktadır. 2017–2021 dönemindeki %33,5 ortalama ödeme oranına doğru bir normalleşme varsayımıyla, 2026 yılında hisse başına 2,1 TL brüt nakit temettü dağıtılacağını ve bunun %8,6 temettü verimine karşılık geleceğini öngörüyoruz. Görüşümüze göre bu nakit getiri profili, toplam hissedar getirisini destekleyerek yatırım tezini güçlendirmekte ve hisse fiyatındaki aşağı yönlü riskleri sınırlamaya yardımcı olmaktadır.

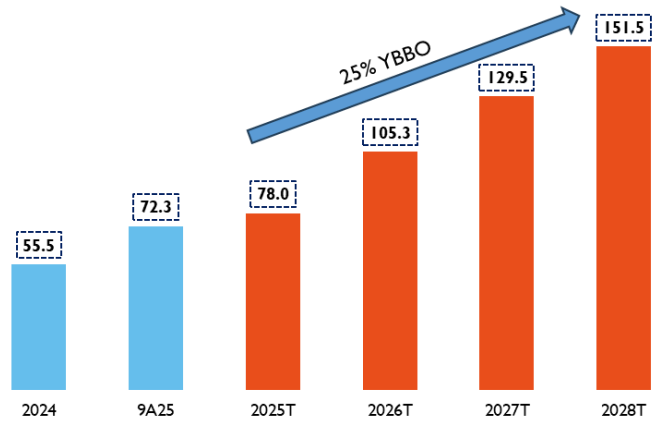
Tablo 34: ANSGR'nin temettü dağıtımına ilişkin duyarlılık analizi

Kar Dağıtım Oranı	4Ç25 Solo Net Kar						
8.6%	3,000	3,250	3,500	3,750	4,000	4,250	4,500
23.0%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.1%	6.2%	6.3%
26.5%	6.4%	6.6%	6.7%	6.8%	7.0%	7.1%	7.3%
30.0%	7.3%	7.4%	7.6%	7.7%	7.9%	8.1%	8.2%
33.5%	8.1%	8.3%	8.5%	**8.6%**	8.8%	9.0%	9.2%
37.0%	9.0%	9.2%	9.4%	9.6%	9.7%	9.9%	10.1%
40.5%	9.8%	10.0%	10.2%	10.5%	10.7%	10.9%	11.1%
44.0%	10.7%	10.9%	11.1%	11.4%	11.6%	11.8%	12.0%

Kaynak: Ünlü & Co Analizi

Anadolu Sigorta'nın yönetilen varlık büyüklüğünün 2025T'de 78,0 milyar TL'den 2028T'de 151,5 milyar TL'ye yükselmesini ve buna paralel olarak yaklaşık %25'lik üç yıllık bileşik büyüme oranı kaydetmesini bekliyoruz. Söz konusu büyüme, düşen faiz ortamına rağmen şirketin etkin sermaye yönetimini ve artan yatırım kapasitesini ortaya koymaktadır.

Tablo 35: Anadolu Sigorta Portföy Büyüklüğü ve Görünümü



Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co tahminleri

Değerleme

Anadolu Sigorta mevcut seviyelerde %58 potansiyel getiriye işaret etmektedir.

Anadolu Sigorta için 37,9 TL/hisse hedef fiyatımız %58 potansiyel getiriye işaret etmekte olup, bu doğrultuda AL tavsiyemizi koruyoruz. Anadolu Sigorta'yı, artık katma değer modeline dayalı olarak değerliyor ve değerlememize Anadolu Hayat'taki %20 payını da dahil ediyoruz. Bu çerçevede 75,87 milyar TL hedef şirket değerine ulaşıyoruz.

Değerlememizde 2026 yılı için %27,0 risksiz getiri oranı ve %6,0 risk primi varsayımlarını kullanıyoruz. Anadolu Sigorta için 10 yıllık beta ortalaması esas alınarak %31,2 özsermaye maliyeti hesaplanmıştır.

Tablo 36: Anadolu Sigorta değerleme

Artık Katma Değer Modeli (m TL)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Özkaynak	6,048	14,204	30,656	39,819	51,163	62,842	74,529	85,789
(-) İştirakler	-1,985	-3,277	-8,944	-7,632	-8,776	-10,093	-11,607	-13,348
Çekirdek Sermaye	**4,064**	**10,927**	**21,712**	**32,187**	**42,387**	**52,749**	**62,922**	**72,441**
Net Kar	1,133	5,909	10,878	12,395	14,351	16,103	17,419	18,229
(-) İştiraklerden Gelirler	-88	-100	-200	-500	-600	-780	-975	-1,170
Ana Ortaklığa ait Net Kar	**1,045**	**5,809**	**10,678**	**11,895**	**13,751**	**15,323**	**16,444**	**17,059**
Düzeltilmiş Özkaynak Karlılığı				54.8%	42.7%	36.2%	31.2%	27.1%
Özkaynak maliyeti				33%	31%	28%	25%	25%
Artık Özkaynak Karlılığı				**22%**	**12%**	**8%**	**6%**	**2%**
Uzun Dönem Büyüme Oranı								13.6%
İskonto Faktörü					1.00	0.78	0.63	0.50
Ekonomik Kar					3,709	3,582	3,152	1,202
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri					3,709	2,805	1,971	601
İma edilen yıllık ilave PD/DD					0.115	0.087	0.061	0.019
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri (2026-2029)	9,085							
İma edilen ilave PD/DD (2026-2029)	0.28							
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri - Terminal	5,858							
İma edilen yıllık ilave PD/DD - Terminal	0.18							
Toplam Ekonomik Kâr üzerinden ima edilen ilave PD/DD	0.46							
Hedef PD/DD Çarpanı	**1.46**							
Hedef çekirdek özkaynak değeri	62,436							
İştirakler	9,283							
2025T Temettü	4,151							
Hedef Piyasa Değeri	**75,870**							
Güncel Piyasa Değeri	48,000							
Hisse Sayısı	2,000							
Hedef Fiyat	**37.94**							
Güncel Fiyat	24.00							
Hedef Getiri	**58%**							

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co tahminleri

09 Ocak 2026

Türkiye Sigorta

Türkiye Hayat Dışı Sigorta Sektörünün Lokomotifi

Tavsiye:	**AL**
Hedef Fiyat:	TL 17,9

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksine göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. ÜNLÜ&Co'nun ürünüdür.

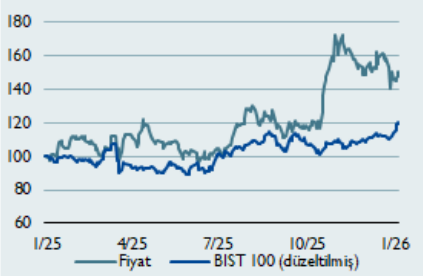
Türkiye Sigorta için AL tavsiyemizi koruyor, 17,90 TL/hisse hedef fiyatımızla 51% potansiyel getiri öngörüyoruz. Yapıcı görüşümüz, şirketin sektörde lider konumdaki teknik performansı ve öne çıkan portföy yönetim performansına dayanırken, son dönemdeki hisse fiyatı geri çekilmesini de cazip bir giriş fırsatı olarak değerlendiriyoruz. Piyasa faizlerindeki normalleşmenin etkisiyle 2026'da öz sermaye karlılığının %40.3 seviyesine gerilemesini beklemekle birlikte (2024: %57,6, 9A25: %54,5), değerlememiz 3,2x PD/DD adil çarpanına işaret etmektedir. Şirket, 2026T tahminlerimize göre 5,1x F/K ve 2,0x P/B çarpanlarıyla işlem görmektedir.

- **Sektörde pazar lideri:** Türkiye Sigorta, 9A25 itibarıyla %14,5 pazar payı ile hayat dışı sigorta sektöründeki lider konumunu sürdürmekte olup, en yakın rakibi Allianz Sigorta'nın (%10,7) belirgin şekilde önünde yer almaktadır. Şirketin Türkiye Varlık Fonu (TVF) ile olan stratejik ilişkisi ile Ziraat, Halk ve Vakıfbank'ın toplam 4.900'ü aşkın şubeden oluşan geniş dağıtım ağı, ülke genelinde ölçek ve dağıtım gücü açısından önemli bir rekabet avantajı sağlamaktadır.
- **Borsada işlem gören tek teknik olarak kârlı hayat dışı sigorta şirketi:** Türkiye Sigorta, tarım branşındaki güçlü konumu sayesinde Türkiye'de borsada işlem gören hayat dışı sigorta şirketleri arasında teknik olarak kârlı olan tek şirket olarak öne çıkmaktadır. 9A25 itibarıyla şirketin birleşik rasyosu %97,7 seviyesinde gerçekleşmiş olup, sektör ortalaması olan %108,7'nin belirgin şekilde altındadır. 2025 yıl geneli için birleşik rasyonun, Mart–Nisan döneminde yaşanan zirai don kaynaklı hasarların etkisinin azalmasının, 4Ç25'te sağlık branşına ilişkin görece daha zayıf görünümle dengelenmesi sebebiyle, mevcut seviyelere yakın seyretmesini bekliyoruz. 2025E net kâr tahminimiz olan 19,1 milyar TL, yıllık bazda %50'lik güçlü bir artışa işaret etmekte olup; bu performans, iyileşen teknik disiplin, elverişli branş karması ve dağıtım ağındaki verimlilik kazanımlarıyla desteklenmektedir. 2026 yılına yönelik olarak ise, birleşik rasyonun 96,9% seviyesine sınırlı bir iyileşme göstermesini, net kârın ise 23% artarak 23.4 milyar seviyesine yükselmesini öngörüyoruz.
- **Öne çıkan yatırım yönetimi performansı teknik gücü tamamlıyor:** Türkiye Sigorta, güçlü teknik kârlılığına ek olarak, halka açık benzerlerine kıyasla daha düşük finansal kaldıraç seviyesine sahip olmasına rağmen yatırım gelirleri tarafında da öne çıkmaktadır. 9A25'te şirket TL20.1 milyar finansal gelir kaydederek yıllık bazda %64 artış (reel olarak %23) sağlamış; aynı dönemde AUM %52 y/y büyümüştür. Çevik portföy yönetimi, dayanıklı bir getiri profili sunulmasını sağlamaktadır.
- **Araştırma kapsamımızdaki en yüksek sermaye yeterlilik oranı:** Türkiye Sigorta'nın sermaye yeterliliği oranı 9A25 itibarıyla %191 seviyesinde olup, hem %135'lik kâr dağıtım eşiğinin hem de %115'lik düzenleyici asgari seviyenin belirgin şekilde üzerindedir. 2026 yılında 3,8 milyar TL (hisse başına 0,38 TL) temettü dağıtımı bekliyor; bunun %3,2 temettü verimine karşılık geldiğini öngörüyoruz.
- **AL tavsiyesi korunuyor, hedef fiyat TL17,9 olarak revize edildi:** Türkiye Sigorta için hedef fiyatımızı 13,0 TL'den 17,9 TL'ye revize ederken AL tavsiyemizi koruyoruz. Değerlememiz artık katma değer modeline dayanmakta olup, 2026 yılı için %27,0 risksiz getiri oranı ve %6,0 risk primi varsayımlarını kullanıyoruz. Türkiye Sigorta için 10 yıllık beta ortalaması esas alınarak %33,3 özsermaye maliyetine ulaşıyoruz. Aşağı yönlü riskler arasında i) beklenenden yüksek fiyat rekabeti, ii) öngörülemeyen düzenleyici baskılar ve iii) tarım branşına yönelik düzenleme ve fiyatlama değişiklikleri yer almaktadır.

Hisse verileri

Hisse kodu	TURSG.IS
Sektör	Sigortacılık
Fiyat	TL 11.84
Piyasa değeri (TLm)	118,400
Şirket değeri (TLm)	-
Piyasa değeri (USDm)	2,755
Şirket değeri (USDm)	-
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	18.69
Halka açıklık (%)	18

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)			
Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	-3.0	27.2	54.8
Endekse göre (%)	-10.2	13.2	26.7

Kaynak: BIST 100, ÜNLÜ & Co

Göreli fiyat grafiği 8 Ocak 2026 tarihinde 12,088 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksine karşı performansı ölçer.

Choose an item.

Araştırma | CEEMEA/Türkiye

Değerleme çarpanları	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T
F/K (x)	125.8	19.2	9.3	6.2	5.1	4.4
PD/DD(x)	18.4	7.7	5.5	3.1	2.0	1.5
F/yazılan primler (x)	2.4	1.0	0.6	0.4	0.3	0.3
Temettü verimi (%)	0.1	0.8	1.7	3.2	4.9	5.7

Oran analizi	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Sermaye verimliliği (%)	17.7	56.4	57.6	50.8	39.5	32.5
Aktif verimliliği (%)	4.4	11.7	14.6	14.8	13.5	13.0
Hasar prim oranı (%)	105	82	77	73	72	72
Gider prim oranı(%)	27	26	22	25	25	24
Bileşik oran (%)	132	108	99	98	97	96
Net kar marjı (%)	3.7	10.3	12.5	13.5	12.6	12.0

Kar ve zarar (TLm)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Brüt yazılan primler	25,173	59,518	101,366	146,214	185,833	225,558
Büyüme oranı (yıllık)	114%	136%	70%	44%	32%	21%
Kazanılan primler	6,893	20,258	42,317	59,722	76,180	99,866
Gerçekleşen tazminatlar (net)	-7,263	-16,700	-32,626	-43,663	-55,611	-72,902
Faaliyet giderleri	-1,869	-5,209	-9,264	-15,135	-18,325	-23,091
Düzeltilmiş teknik kar	-2,129	-1,292	888	1,850	3,963	5,733
Büyüme oranı (yıllık)	-1277%	-39%	-169%	108%	114%	45%
Finansman geliri/gideri	3,199	9,777	17,606	27,520	35,599	36,406
Diğer gelir/gider	195	-831	-1,873	-3,586	-2,830	-3,253
Vergi öncesi kar	1,266	7,654	16,621	25,785	31,222	36,164
Vergi	-324	-1,499	-3,901	-6,724	-7,805	-9,041
Efektif vergi oranı	*25.6%*	*19.6%*	*23.5%*	*26.1%*	*25.0%*	*25.0%*
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0	0
Net kar	941	6,155	12,720	19,060	23,416	27,123
Büyüme oranı (yıllık)	-11%	554%	107%	50%	23%	16%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
Hisse başı net kar (TL)	0.09	0.62	1.27	1.91	2.34	2.71
Hisse başı temettü (TL)	0.02	0.10	0.20	0.38	0.59	0.68
Temettü ödeme oranı	16%	16%	16%	20%	25%	25%

Bilanço (TLm)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit	17,640	53,471	59,556	129,065	116,936	147,804
Dönen varlıklar	24,144	70,191	87,303	150,361	170,095	213,908
Duran varlıklar	4,055	7,137	9,228	11,157	14,853	19,536
Toplam Varlıklar	**28,199**	**77,328**	**96,531**	**161,518**	**184,948**	**233,444**
Kısa vadeli teknik karşılıklar	14,726	35,028	48,951	63,811	83,281	103,700
Kısa vadeli yükümlülükler	21,390	61,465	66,697	114,138	116,281	143,035
Uzun vadeli teknik karşılıklar	160	206	516	790	1,138	1,596
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	388	437	1,111	1,061	1,425	1,899
Özkaynaklar	6,421	15,426	28,723	46,318	67,241	88,510
Toplam Kaynaklar	**28,199**	**77,328**	**96,531**	**161,518**	**184,948**	**233,444**
Net nakit (borç)	15,739	35,054	58,322	110,390	116,936	147,804

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co tahminleri

Şirket Genel Görünümü

Üç kamu bankası tarafından desteklenen güçlü dağıtım ağı, Türkiye Sigorta'ya önemli bir rekabet avantajı sağlamaktadır.

Türkiye Sigorta, 9A25 itibarıyla %14,5 pazar payı ile hayat dışı sigorta sektörünün lideri konumundadır. Şirket, Ağustos 2020'de üç kamu sigorta şirketinin (Ziraat Sigorta, Halk Sigorta ve Güneş Sigorta) birleşmesiyle kurulmuş olup, Türkiye Varlık Fonu şirketin %81 hissesine sahiptir.

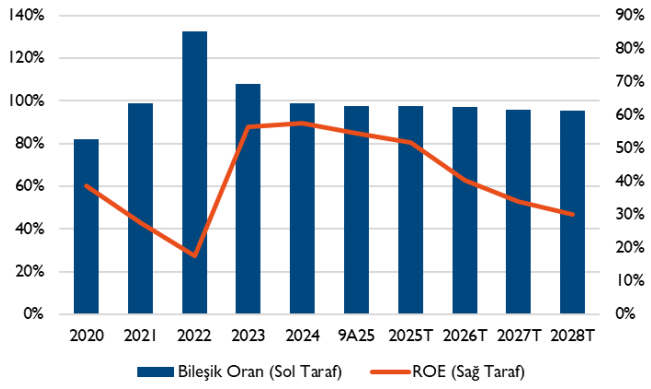
Türkiye Sigorta, Ziraat, Halk ve Vakıfbank'ın toplam +4.900 şubeden oluşan dağıtım ağından faydalanmaktadır. Bu çoklu banka dağıtım platformu, genellikle tek bir büyük banka ortağına dayanan rakiplerine kıyasla yapısal bir rekabet avantajı sağlamaktadır.

Teknik Olarak Kârlı Tek Hayat Dışı Sigorta Şirketi

Türkiye Sigorta, özellikle tarım branşındaki güçlü konumu sayesinde, Türkiye'de borsada işlem gören hayat dışı sigorta şirketleri arasında istikrarlı biçimde teknik kâr üreten tek şirket olarak öne çıkmaktadır. 9A25 itibarıyla birleşik rasyo %97,7 seviyesinde gerçekleşmiş olup, sektör ortalaması olan %108,7'nin belirgin şekilde altındadır. 2025 yıl geneli için birleşik rasyonun, yılın ilk aylarında yaşanan zirai don kaynaklı hasarların etkisinin normalleşmesinin, 4Ç25'te sağlık branşında beklenen görece zayıflıkla dengelenmesi sonucu, genel olarak istikrarlı kalmasını bekliyoruz.

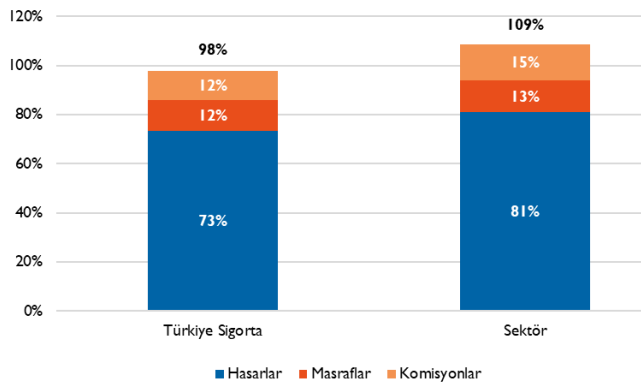
Türkiye Sigorta, 9A25 itibarıyla %60,5 pazar payı ile tarım sigortalarında açık ara lider konumda olup, bu güçlü performans büyük ölçüde Ziraat Bankası ile olan bankasürans iş birliği tarafından desteklenmektedir. Tarım branşı, şirketin toplam prim portföyünün yaklaşık %19'unu oluşturmaktadır.

Tablo 37: Türkiye Sigorta özkaynak kârlılığı ve birleşik rasyo



Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co tahminleri

Tablo 38: Türkiye Sigorta ve hayat dışı sigorta sektörünün bileşik rasyo gelişimi (9A25)



Kaynak: TSB, Ünlü&Co Analizi

Tarım branşı yapısal verimlilik ve kârlılığı destekliyor

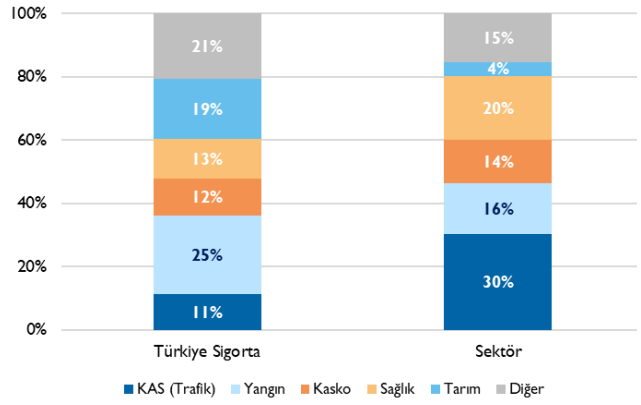
Kamu destekli tarım sigortaları segmentinde Türkiye Sigorta, Ziraat Sigorta'dan devralınan portföyün katkısıyla %60,5 pazar payı ile lider konumdadır. Tarım branşının cazibesi, tarım sektörünü desteklemek ve sigorta kapsamını genişletmek amacıyla primlerin yarısının devlet tarafından karşılanmasından kaynaklanmaktadır.

Sigorta şirketleri üstlendikleri riskleri TARSİM (Tarım Sigortaları Havuz İşletmesi) tarafından yönetilen havuza devretmekte; söz konusu riskler daha sonra yurtiçi ve uluslararası reasürörler ile yerel sigorta şirketleri aracılığıyla reasüre edilmektedir.

Marj baskısına rağmen sağlık branşında güçlü büyüme

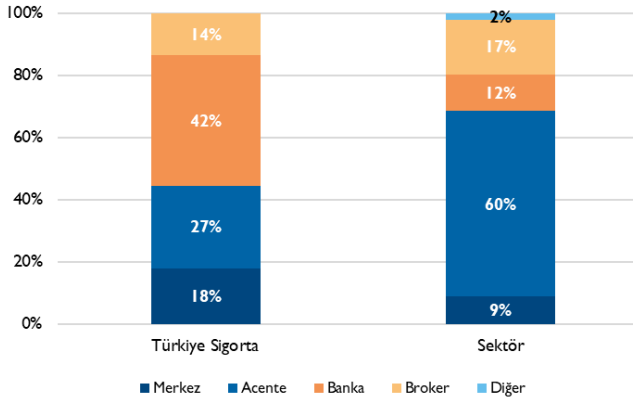
Türkiye Sigorta, prim portföyü içinde önemli bir büyüme motoru haline gelen sağlık branşında agresif genişlemesini sürdürmektedir. 9A25 itibarıyla sağlık primleri yıllık bazda %122 artarak kümülatif olarak 13,4 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Bu güçlü büyümeye karşın, sağlık branşındaki yoğun rekabet marjlar üzerinde baskı yaratmaya devam etmekte; birleşik rasyo %108,4 ile sektör ortalaması olan %97,4'ün üzerinde seyretmektedir. Şirketin sağlık operasyonlarını ölçeklendirmesi ve maliyet verimliliğini artırmasıyla birlikte, bu segmentteki birleşik rasyonun zaman içinde sektör ortalamasına doğru kademeli olarak yakınsamasını bekliyoruz.

Tablo 39: Branş bazında prim dağılımı (9A25)



Kaynak: TSB

Tablo 40: Satış kanalı bazında prim dağılımı (9A25)

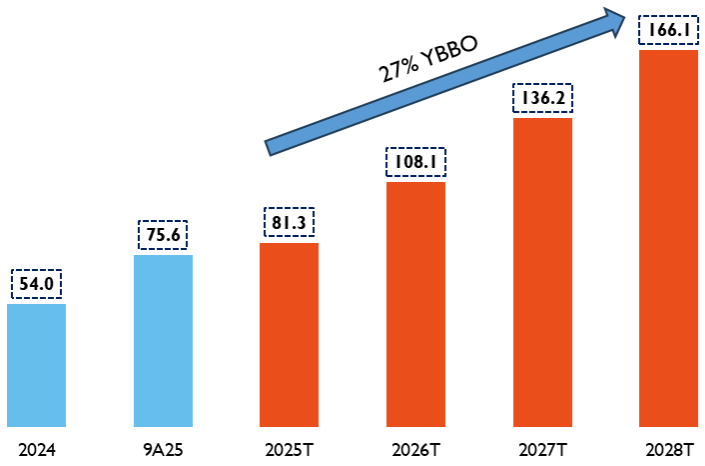


Kaynak: TSB

Türkiye Sigorta'nın AUM'u 9A25 itibarıyla 75,6 milyar TL'ye ulaştı

Net finansal varlıklar özkaynakların 1,8 katı seviyesinde olup, bu oran kapsamımızdaki şirketler arasında en düşük kaldıraç düzeyine işaret etmektedir (Anadolu Sigorta: 2,0x, Aksigorta: 2,3x). Türkiye Sigorta'nın AUM'unun 2025E'de 81,3 milyar TL'den 2028E'de 166,1 milyar TL'ye yükselmesini ve %27'lik yıllık bileşik büyüme oranı (CAGR) kaydetmesini bekliyoruz. Güçlü teknik kârlılık, şirketin AUM'unu benzerlerine kıyasla daha hızlı büyütmesine olanak tanımaktadır.

Tablo 41: Türkiye Sigorta Portföy Büyüklüğü ve Görünümü

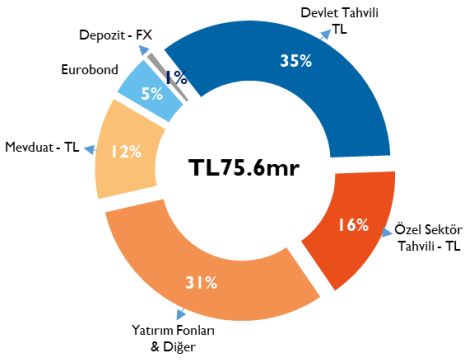


Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co tahminleri

Sabit getirili ağırlıklı portföy, faiz indirimlerinden fayda sağlayacak

9A25 itibarıyla Türkiye Sigorta'nın yatırım portföyü 75,6 milyar TL seviyesinde olup; bunun %35'i TL cinsi devlet tahvillerine, %31'i yatırım fonları ve diğer enstrümanlara, %16'sı özel sektör tahvillerine ve %12'si TL mevduata ayrılmıştır. TCMB'nin faiz indirimlerini sürdürmesiyle birlikte, devlet tahvilleri ve yatırım fonlarına olan yüksek maruziyetin anlamlı yeniden değerleme kazançları yaratmasını; bu sayede yatırım gelirlerini ve toplam kârlılığı desteklemesini bekliyoruz.

Tablo 42: Türkiye Sigorta Portföy Kompozisyonu



Kaynak: Şirket verileri

Değerleme

Türkiye Sigorta mevcut seviyelerde 51% getiri potansiyeli sunmaktadır.

Türkiye Sigorta için 17,9 TL/hisse hedef fiyatımız %51 potansiyel getiriye işaret etmekte olup, bu doğrultuda şirket için AL tavsiyemizi koruyoruz. Türkiye Sigorta'yı, artık katma değer modeline dayalı olarak değerliyor; değerlememize 9,1 milyar TL tutarında iştirak değerini de dahil ediyoruz. Bu çerçevede 178,5 milyar TL hedef piyasa değerine ulaşıyoruz.

Değerlememizde 2026 yılı için %27,0 risksiz getiri oranı ve %6,0 risk primi varsayımlarını kullanıyoruz. Türkiye Sigorta için 10 yıllık beta ortalaması esas alınarak %33,3 özsermaye maliyeti hesaplanmıştır.

Tablo 40: Turkiye Sigorta değerleme

Artık Katma Değer Modeli (m TL)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Özkaynak	6,421	15,426	28,723	46,318	67,241	88,510	111,434	135,612
(-) İştirakler	-3,040	-5,332	-7,228	-7,545	-9,054	-10,865	-11,951	-12,549
Çekirdek Sermaye	**3,380**	**10,093**	**21,495**	**38,773**	**58,187**	**77,645**	**99,483**	**123,063**
Net Kar	941	6,155	12,720	19,060	23,416	27,123	29,705	31,604
(-) İştiraklerden Gelirler	-562	-30	-166	-184	-230	-288	-360	-449
Ana Ortaklığa ait Net Kar	**379**	**6,126**	**12,555**	**18,876**	**23,186**	**26,835**	**29,345**	**31,155**
Düzeltilmiş Özkaynak Karlılığı		181.2%	124.4%	87.8%	59.8%	46.1%	37.8%	31.3%
Özkaynak maliyeti		27%	46%	35%	33%	30%	27%	27%
Artık Özkaynak karlılığı		**154%**	**78%**	**53%**	**26%**	**16%**	**10%**	**4%**
Uzun Dönem Büyüme Oranı								23.5%
İskonto Faktörü					1.00	0.77	0.60	0.47
Ekonomik Kar					10,255	9,467	8,109	3,956
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri					10,255	7,290	4,904	1,879
İma edilen yıllık ilave PD/DD					0.265	0.188	0.126	0.048
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri (2026-2029)	24,329							
İma edilen ilave PD/DD (2026-2029)	0.63							
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri - Terminal	60,220							
İma edilen yıllık ilave PD/DD - Terminal	1.55							
Toplam Ekonomik Kâr üzerinden ima edilen ilave PD/DD	2.18							
Hedef PD/DD Çarpanı	**3.2**							
Hedef çekirdek özkaynak değeri	165,620							
İştirakler	9,054							
2025T Temettü	3,812							
Hedef Piyasa Değeri	**178,486**							
Güncel Piyasa Değeri	118,400							
Hisse Sayısı	10,000							
Hedef Fiyat	**17.9**							
Güncel Fiyat	11.84							
Hedef Getiri	**51%**							

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co tahminleri

Bahsi geçen şirketler (9 Ocak 2026 kapanış fiyatlarıyla)
Aksigorta (AKGRT.IS, Tavsiye AL, Hedef fiyat 10,1 TL)
Anadolu Sigorta (ANSGR.IS, Tavsiye AL, Hedef fiyat 37,9 TL)
Türkiye Sigorta (TURSG.IS, Tavsiye AL, Hedef fiyat 17,9 TL)

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.S ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

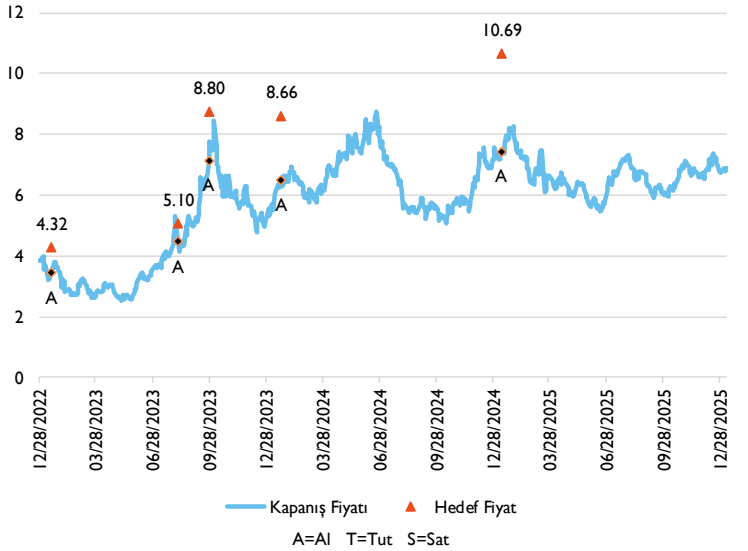
Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUResearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Duygun Kutucu, CFA işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (I) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

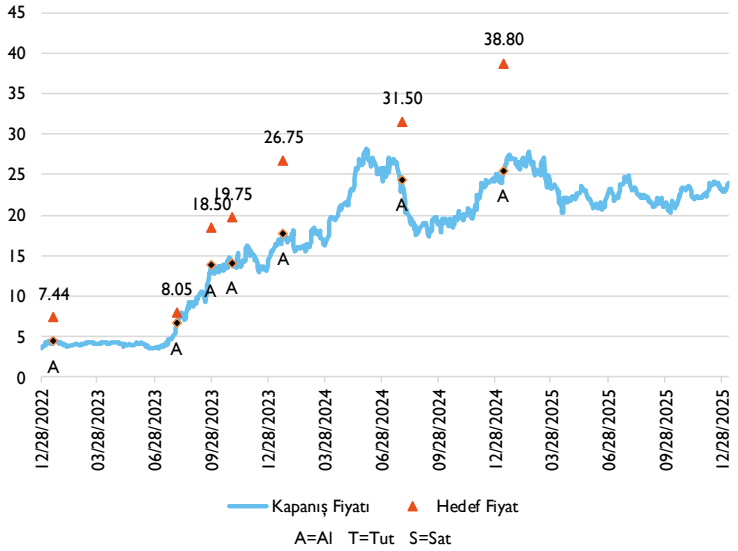
3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği AKGRT.IS

AKGRT.IS Tarih	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye
01/17/2023	3.49	**4.32**	**AL**
08/09/2023	4.52	**5.10**	**AL**
09/27/2023	7.19	**8.80**	**AL**
01/22/2024	6.55	**8.66**	**AL**
01/10/2025	7.49	**10.69**	**AL**



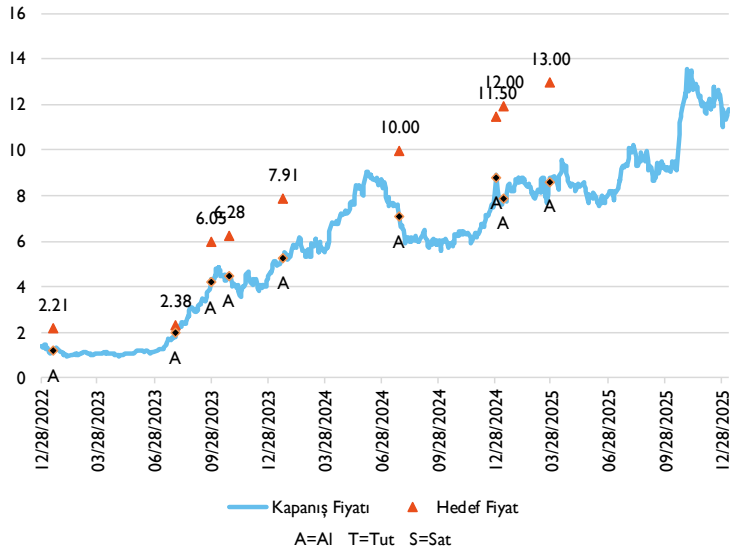
3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği ANSGR.IS

ANSGR.IS Tarih	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye
01/17/2023	4.49	**7.44**	**AL**
08/03/2023	6.68	**8.05**	**AL**
09/27/2023	13.83	**18.50**	**AL**
10/31/2023	14.11	**19.75**	**AL**
01/22/2024	17.71	**26.75**	**AL**
07/31/2024	24.33	**31.50**	**AL**
01/10/2025	25.43	**38.80**	**AL**



3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği TURSG.IS

TURSG.IS Tarih	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye
01/17/2023	1.24	**2.21**	**AL**
08/01/2023	2.03	**2.38**	**AL**
09/27/2023	4.22	**6.05**	**AL**
10/26/2023	4.52	**6.28**	**AL**
01/22/2024	5.34	**7.91**	**AL**
07/26/2024	7.11	**10.00**	**AL**
12/30/2024	8.81	**11.50**	**AL**
01/10/2025	7.94	**12.00**	**AL**
03/26/2025	8.67	**13.00**	**AL**



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılmı	AL	TUT	SAT	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	70	28	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

Al (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

Hedef fiyat: (12 aylık dönem için geçerli) (AKGRT.IS)
Değerleme metodu: Aksigorta'yı artık katma değer modeli ile değerliyoruz. %27,0 risksiz getiri oranı ve %6,0 hisse risk primi varsayımları ile Aksigorta için %32,6 sermaye maliyeti hesaplıyoruz.
Riskler: Pazarda beklenenden yüksek fiyat rekabeti, beklenmeyen regülasyonlar sebebi ile oluşabilecek baskı.

Hedef fiyat: (12 aylık dönem için geçerli) (ANSGR.IS)
Değerleme metodu: Anadolu Sigorta'yı artık katma değer modeli ile değerliyoruz ve Anadolu Hayat'ın %20 payını da ekliyoruz. %27,0 risksiz getiri oranı ve %6,0 hisse risk primi varsayımları ile Anadolu Sigorta için %31,2 sermaye maliyeti hesaplıyoruz.
Riskler: Pazarda beklenenden yüksek fiyat rekabeti, beklenmeyen regülasyonlar sebebi ile oluşabilecek baskı.

Hedef fiyat: (12 aylık dönem için geçerli) (TURSG.IS)
Değerleme metodu: Türkiye Sigorta'yı artık katma değer ile değerliyoruz. %15,5 risksiz getiri oranı ve %6,0 hisse risk primi varsayımları ile Türkiye Sigorta için %33,3 sermaye maliyeti hesaplıyoruz.
Riskler: Pazarda beklenenden yüksek fiyat rekabeti, beklenmeyen regülasyonlar sebebi ile oluşabilecek baskı, tarım sigortaları tarafında düzenlemeler veya fiyatlamalarda değişiklikler.

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş ("BIST") endeksine ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanıltıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
Aksigorta	D
Anadolu Sigorta	D
Türkiye Sigorta	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahı ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz.

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğunu düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz

konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımni hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası ("ADR") gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iş birimleri ve onların hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlaması açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.