Hisse Senedi / Büyük Şirket / Sigorta

Türkiye Sigorta

25/01/2021

Birleşmeden Sektör Lideri Doğdu

Türkiye Sigorta'yı araştırma kapsamımıza AL tavsiyesiyle alıyoruz. Türkiye Sigorta (TURSG.IS) için bir yıllık hedef fiyatımızı 10.5 TL olarak belirledik. Üç kamu sigorta şirketinin Türkiye Sigorta şemsiyesi altında birleşmesinin hayat dışı sigorta sektöründe en büyük şirketi ortaya çıkartırken, ülkede sigorta yaygınlığının artmasında önemli katkısı olabileceğini öngörüyoruz. Diğer büyüme dinamiklerinin yanında sözleşmeli acentesi konumunda bulunan üç kamu bankasının ekonomideki ağırlığının son dönemde artması da Türkiye Sigorta için doğal bir büyüme alanı yaratmaktadır.

Türkiye Sigorta'nın teknik karlılığının ve kombine oranının önümüzdeki dönemde normalleşmesini bekliyoruz. Şirketin 3Ç20 sonunda kombine oranı %81 düzeyindeyken sektör ortalaması %98 oranında bulunuyor. Toplam prim üretiminin önemli bir kısmını oluşturan trafik ve sağlık segmentlerinde şirketin pazar payı görece düşük seyretmesine rağmen brüt prim üretiminde Türkiye Sigorta'nın sektör lideri olması oldukça dikkat çekici. Genel zararlar ve kaza branşlarının yanında zorunlu/ihtiyari deprem, tarım sigortaları ve mühendislik gibi alt segmentlerde sektörde hakim konumda olması şirketin yüksek pazar payını açıklıyor. Bu alanlardaki yüksek teknik karlılık toplam karlılığı çok olumlu etkiliyor. Mevcut yüksek karlılık seviyelerini çok sürdürülebilir bulmuyor ve görece bir normalleşmenin yaşanmasını bekliyoruz. 2021 yılı finansallarından başlayarak şirketin kombine oranlarının Covid sonrasında %88 civarına yükselip o seviyede dengeleneceğini varsaydık. Bu arada kombine oranında her yüz baz puanlık düşüşün şirketin piyasa değerine %10 olumlu katkı yapma potansiyeli olduğunu belirtelim.

Türkiye Sigorta ülkede en büyük fiziki dağıtım ağına sahip sigorta şirketi. Birleşmeden sonra şu anda 5,000 rakamına ulaşan üç kamu bankasının şube ağı şirketin acentesi konumuna gelmiş durumda. Buna 2500 özel acente ve 110 brokerı da eklediğimizde ülkenin her tarafına yayılmış çok geniş bir dağıtım ağının olduğunu görüyoruz.

Bankasüransın faydalarını rakiplerden önce yakalamış durumda. Türkiye Sigorta topladığı primlerin %51'ini banka şubeleri aracılığıyla elde ediyor. Sektör ortalamasının sadece %14 olduğunu düşünürsek şirketin bankasürans işlemlerinin rekabetin çok önünde olduğunu görüyoruz. Bankaların kobi, tarım ve ticari faaliyetlerinde krediye bağlı sigorta aktiviteleri çok önemli büyüme potansiyeli sunmaya devam ediyor.

Şirketin TL 6.5 milyar seviyesinde bulunan yatırım portföyü yüksek faiz ortamından faydalanacak. Toplam yatırım portföyünün getirisinin 2021 yılında bir önceki yıla göre 150 baz puan artmasını bekliyoruz. Bunun yanında prim büyümesiyle beraber yatırıma yönlenen miktarda da paralel bir büyüme bekliyoruz.

Sürdürülebilir öz kaynak karlılığı %30 düzeyinde. Tahminlerimize göre şirket 10 yılın sonunda %30'luk bir öz kaynak karlılığı elde eder halde olacak. Burada çok muhafazakâr olarak teknik kar marjlarının sektör ortalamalarına yakınsamasını öngörürken şirketin kar dağıtım oranının en az %30 olacağını tahmin ettik. Türkiye Sigorta için belirlediğimiz hedef PD/DD çarpanı 3x düzeyinde.

Riskler: Ekonomik aktivitede beklenmedik bir yavaşlama veya gerileme, öngörülemeyen katastrofik olaylar, yeni ve olumsuz düzenleme etkileri, karlılığı baskılayacak boyutta rekabet koşulları, hasarları olumsuz etkileyecek TL'de ani ve yüksek oranlı değer kaybı.

AL

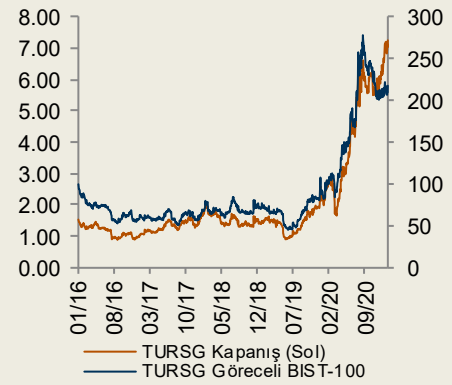
Yükselme Potansiyeli 45%

Kodu		TURSG
Fiyat Bilgileri	TL (₺)	ABD $
Kapanış	7.23	0.98
12 Aylık Hedef Fiyat	10.51	1.29
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	-	-
Piyasa Değeri (mn)	8,398	1,133
Halka Açık PD (mn)	1,585	214
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	196.8	31.3
Hisse sayısı (Adet mn)		1,162
Takas Saklama Oranı (%)		19

Çarpanlar	2020T	2021T	2022T
F/K	6.5	6.7	6.2
PD/DD	2.3	2.0	1.7

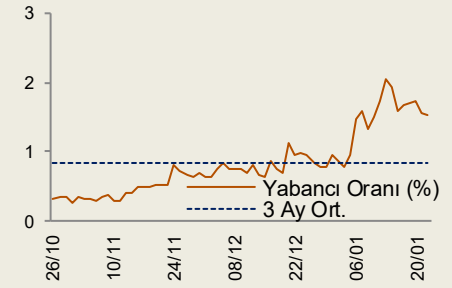
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL (₺)	14.2	9.6	180.2
ABD $	17.9	9.9	124.3
BIST-100 Relatif	4.0	4.9	122.6

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺)	6.81	7.23

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	2



Dr.Bülent Şengönül
bsengonul@isyatirim.com.tr
+90 212 350 25 66

Ozet Finansal Tablo ve Göstergeler

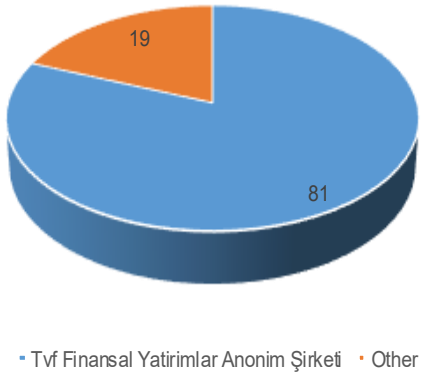
Gelir Tablosu	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Brüt Primler	8,883	10,533	12,705	15,452	18,639	22,401
Reasüröre Devredilen Primler	4,264	4,845	5,590	6,644	7,828	8,960
Net Kazanılmış Primler	4,619	5,688	7,115	8,808	10,811	13,440
Kazanılmamış Prim Karşılığı Değ.	44	(558)	(635)	(773)	(932)	(1,120)
Aktarılan Yatırım Gelirleri	685	821	781	769	940	1,110
Diğer Gelirler	64	71	87	105	127	155
Net Hasarlar	(2,929)	(3,298)	(4,212)	(5,266)	(6,528)	(8,191)
Faaliyet Giderleri	(1,079)	(1,357)	(1,628)	(1,892)	(2,234)	(2,666)
Teknik Kar	1,381	1,342	1,476	1,712	2,136	2,668
Yatırım Gelileri, net	174	194	185	182	222	262
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	1,565	1,548	1,676	1,912	2,380	2,957
Vergi	(313)	(341)	(369)	(421)	(524)	(650)
Net Kar (Zarar)	1,252	1,208	1,307	1,492	1,856	2,306
Bilanço						
Getirili Aktifler	6,909	7,933	9,223	10,658	12,256	14,234
Diğer Alacaklar	221	262	316	384	463	556
Cari Aktifler	9,355	10,963	12,998	15,356	18,024	21,259
Finansal Varlıklar	919	1,011	1,112	1,224	1,346	1,481
Sabit Kıymetler	296	326	355	355	355	355
Uzun Vadeli Aktifler	1,283	1,411	1,548	1,659	1,781	1,916
Toplam Aktifler	10,638	12,374	14,545	17,015	19,805	23,175
Esas Faaliyetlerden Borçlar	1,350	1,601	1,931	2,349	2,834	3,405
Teknik Karşılıklar	5,217	6,091	7,142	8,249	9,322	10,629
Muallak Tazminat Karşılığı	3,281	3,931	4,719	5,475	6,106	6,863
KV Diğer Yükümlülükler	6,955	8,151	9,628	11,272	12,969	15,012
UV Teknik Karşılıklar	101	112	122	122	122	122
Özsermaye Toplamı	3,522	4,046	4,725	5,550	6,643	7,970
Ödenmiş Sermaye	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163
Özsermaye ve Yükümlükler Toplamı	10,638	12,374	14,545	17,015	19,805	23,175
Oranlar						
Prim artış oranı (yıllık,%)	16.3	18.6	20.6	21.6	20.6	20.2
Teknik Marj (%)	29.9	23.6	20.7	19.4	19.8	19.9
Konservasyon Oranı	52.0%	54.0%	56.0%	57.0%	58.0%	60.0%
Hasar Oranı (%)	62.6%	64.1%	64.8%	65.4%	65.9%	66.4%
Kombine Oranı (%)	85%	91%	90%	89%	89%	88%
Özkaynak Karlılığı (%)	43.0	31.9	29.8	29.0	30.4	31.6
F/K (x)	6.7	7.0	6.4	5.6	4.5	3.6
PD/DD (x)	2.4	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1

Kaynak: İş Yatırım

Company Overview

Turkiye Sigorta became the largest non-life insurer after the merger of three state insurance companies back in 2020. With close to 5000 state bank branches, over 2000 private agencies and 110 brokers, it has a wide distribution channel across the country. Turkish Wealth Fund has 81% stake in the company.

Shareholder Structure



YATIRIM TEMASI

Türkiye Sigorta geçtiğimiz yılın Ağustos ayında tamamlanan birleşme sürecinden sonra hayat dışı sigorta sektöründe en büyük sigorta şirketi konumuna geldi. Üç kamu sigorta şirketi Türkiye Sigorta şemsiyesi altında birleşirken, şirketin çoğunluk hissesi %81 sahiplik oranıyla Türkiye Varlık Fonu tarafından devralındı.

Şirket, sektörde motor dışı bir kaç önemli branşta lider konumunda. Türkiye Sigorta üretilen brüt prim bazında sektörde liderliğini sürdürürken, diğer büyük sigorta şirketlerinden önemli bir noktada ayrılıyor. Şirketin diğer büyük ölçekli sigorta şirketlerinin aksine prim üretiminin önemli bir kısmı motor ve sağlık branşlarından elde edilmiyor. Genel zararlar, yangın, kaza ve mühendislik şirketin prim üretiminde önemli paya sahip segmentler. Türkiye Sigorta'nın 4,000 banka şubesi, 2,500 özel acente ve 110 brokerdan oluşan ve ülkenin dört bir yanına dağılmış geniş dağıtım ağı çok önemli bir büyüme potansiyeli sunuyor. Kamunun kontrolünde veya etki alanında bulunan alanlarda şirketin tercih edilebilecek sigortacı konumunda olması önemli bir büyüme kanalı teşkil etmekle beraber kamu iktisadi teşebbüslerinin sigorta şirketi seçiminde tamamen özgür olduklarını belirtelim. Özellikle bireysel anlamda yaygın dağıtım ağı ve müşteri tabanı Türkiye Sigorta için yüksek çapraz satış olanakları ve büyüme potansiyeli sunuyor.

Türkiye Sigorta, sektördeki ortalamaların çok üzerinde olarak toplam prim üretiminin % 50'sinden fazlasını banka kanalından elde ediyor. Bu, şirketin sadece sektör ortalamalarının üzerinde bir teknik karlılığa sahip olması sonucunu getirmiyor ayrıca çok geniş bir bireysel müşteri tabanına ulaşmasını da sağlıyor. Şirketin prim yapısı incelendiğinde mühendislik, bireysel kaza, zorunlu ve ihtiyari deprem poliçeleri ile tarım sigortalarının sürüklediği yangın, genel zarar, yangın ve kaza ana branşlarındaki güçlü üretimle oldukça değişik bir prim yapısına sahip. Ziraat Bankası'nın tarım finansmanındaki çok önemli konumu, Halkbank'ın Kobi ekosistemini destekleyen finansman olanakları ile Vakıfbank'ın son yıllarda önemli artış gösteren bireysel müşteri tabanı şirketin önümüzdeki dönemdeki büyüme olanaklarını önemli derecede arttırıyor.

Birleşmenin sinerjileri önümüzdeki dönemde daha fazla gerçekleşerek şirketin sürdürülebilir karlılığına katkı sağlayacaktır. Birleşme sonucunda ortaya çıkan daha büyük bilançonun olumlu etkisiyle daha az maliyetli ama daha yüksek bir reasürans kapasitesi ortaya çıkacaktır. Bu durum komisyon giderlerini makul bir seviyede sürdürülmesini sağlarken, maliyetlerde elde edilecek avantajlar gider baskısını azaltacaktır. Öte yandan kombine oranlarının ve teknik karlılığın sektöre göre daha güçlü seyretmesine yardım edecektir. Ancak önümüzdeki dönemde şirketin hasar frekansları yüksek olan trafik ve sağlık branşlarında pazar payını artıracağını, bunun ise hasar oranlarını bugünkü çok düşük seviyelerinden yukarı doğru ivmelendireceğini öngörüyoruz. Şirketin çok güçlü konumda bulunduğu branşlardaki büyümenin devam etmesi ve buralardaki düşük hasar frekanslarının ortalama hasar oranını sektöre göre avantajlı bir konumda tutamaya devam etmesi hasar oranlarını dengeleyici bir etken olacaktır.

2020'de gerçekleşen çok düşük kombine oranlarının gelecekteki teknik karlılık açısından bir gösterge olmadığını düşünüyoruz. Salgından sonra beklenen normalleşme ve trafik/sağlık gibi hasar frekanslarının yüksek seyrettiği segmentlerinde elde edilecek pazar payları şirketin kombine oranlarını yüksek ihtimalle %90'lara doğru taşıyacaktır. Şu anda %81 olan bu oranın %90'lara yükselmesi bile şirketin göreceli olarak çok yüksek sigorta teknik kar marjlarına sahip olacağına işaret etmekte. 2020 yılı ilk dokuz aylık dönemde elde edilen %30 civarı teknik kar marjının gelecek dönemlerde %20'ler seviyene yakınsayarak normalleşeceğini düşünüyoruz.

Tahminlerimize göre Türkiye Sigorta'nın ortalama öz kaynak karlılığı önümüzdeki on yıl içinde %30 seviyesinde olacak. Yüksek karlılığın sürdürülebilir şekilde devamını sağlayan faktörler arasında, beklenen prim artışlarının sektöre göre daha güçlü seyri, düşük kombine oranlarına bağlı olarak kuvvetli bir teknik karlılık, son olarak mevcutta 6.0-6.5 milyar TL bandında olan ve prim büyümesi ve yüksek faaliyet karlılığı ile daha da büyümesini beklediğimiz yatırım gelirlerinin net karlılığa olumlu katkı yapacak olması gösterilebilir.

Valuation

Türkiye Sigorta'yı net aktif değer (parçaların toplamı) analizi ile değerledik. Analizimizde şirketin ana faaliyetini (Sigorta) Gordon Büyüme ve Artık Değer Değerleme yöntemlerinin bir karışımını kullanarak belirledik. Şirketin ayrıca sigortacılık alanında faaliyet gösteren Türkiye Hayat ve Emeklilik ile Türk P&I Sigorta şirketlerinde iştiraki bulunurken, kamu bankalarına ait çeşitli leasing, faktöring ve GYO şirketlerinde hisseleri bulunuyor. İştiraklerin çoğunu defter veya piyasa değeri üzerinden değerlememize dahil ederken, Türkiye Emeklilik ve Hayat için işlem gören benzer şirket çarpanlarının ortalamasını kullandık. Sigorta iş kolu adil değerini hesaplarken muhafazakâr bir biçimde iki değerleme yönteminin ağırlıklı ortalamasını aldık. Artık Değer Yönetimi normal olarak büyümeyi daha iyi fiyatladığı için yüksek hedef piyasa değeri verirken, bunu dengelemek için Gordon Büyüme yönteminden elde ettiğimiz hedef değer ile sonuç hedef değerimizi bir anlamda dengeledik.

Artık Değer Modelimize göre şirketin sigortacılık işinin değerini 13,6 milyar TL olarak belirledik. Gordon Büyüme Modeli ise aynı değeri 10.8 milyar TL olarak veriyor. İki yöntemi eşit **ağırlıklandırdığımızda, ve iştiraklerden 206 milyon TL tutarındaki katkıyı eklediğimizde şirket için 10.5 TL pay başına hedef değere ulaşıyoruz.**

Net Aktif Değer (Parçaların toplamı) Analizi

Şirket	Sektör	TURSG Payı (%)	Değerleme Yöntemi	Hedef Değer	@ TURSG düzeyinde
Vakıf Leasing	Leasing	15.7	Piy. Değ.	227	35
Vakıf GYO	GYO	11.0	Piy. Değ.	241	27
Türkiye Hayat Emeklilik	Hayat ve Emeklilik	7.4	Benzer Ş.Ç.	1,806	133
Vakıf Faktöring	Faktöring	14.0	Defter Değ.	57	8
Türk P ve I Sigorta	Sigorta	65.0	Defter Değ.	6	4
Toplam İştirak Portföyü					**206**
Sigorta İşinin Değeri					**12,208**
Hedef Sermaye Değeri					**12,415**
Hedef PD/DD					**3.07**
Hedef F/K					**10.28**
Cari Piyasa Değeri					**8,400**
Yukarı Potansiyel (%)					**47.8**
Artik Gelir Modeline Göre Hedef Şirket Değeri				**Target Px**	**11.7**
Gordon Büyüme Modeline Göre Hedef Şirket Değeri				**Target Px**	**9.3**
Ağırlıklandırılmış (%50)				**Target Px**	**10.5**
Yukarı Potansiyel (%)					**45**

Kaynak: Iş Yatırım

Sermaye Maliyeti Hesabı

Sermaye maliyeti risksiz getiri oranında beklenen düşüşe paralel gerileyecek. Makro tahminlerimiz bize enflasyon oranlarında beklenen düşüşle beraber gösterge 10 yıllık TL bono oranlarının düşüşe geçebileceğini gösteriyor. Şu anda %13 seviyesinde olan bu oranın önümüzdeki 10 yıl içinde ortalama %11 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Şirketin özsermaye maliyetinin hesaplamasında kullanılan beta katsayısı ise normalde sigorta şirketlerinde 1x'in altında olmasına rağmen biz muhafazakâr olarak 1x çarpanı kullanmayı tercih ettik. Şirketin önümüzdeki dönemlerde sektörün en büyük oyuncularından biri olarak hem piyasa değeri hem de likiditesinin artacak olma ihtimali 1x beta çarpanı kullanmamız ardındaki temel sebep.

Sermaye Maliyet Hesaplaması

TL	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risksiz Getiri Oranı*	**13.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.5%**	**12.5%**	**11.5%**	**11.0%**	**11.0%**	**10.5%**	**10.5%**	**10.5%**
Hisse Risk Primi	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
İskonto Oranı	**19.0%**	**18.0%**	**18.0%**	**18.5%**	**18.5%**	**17.5%**	**17.0%**	**17.0%**	**16.5%**	**16.5%**	**16.5%**

** 10 yıllık gösterge faiz getrisi*

Kaynak: Iş Yatırım

Özet Mali Tablo ve Tahminler						
Gelir Tablosu	**2020T**	**2021T**	**2022T**	**2023T**	**2024T**	**2025T**
Brüt Primler	8,883	10,533	12,705	15,452	18,639	22,401
Net Kazanılan Primler	4,619	5,688	7,115	8,808	10,811	13,440
Kazanılmamış prim karş. değ.	44	(558)	(635)	(773)	(932)	(1,120)
Net Hasarlar	(2,929)	(3,298)	(4,212)	(5,266)	(6,528)	(8,191)
Faaliey Giderleri	(1,079)	(1,357)	(1,628)	(1,892)	(2,234)	(2,666)
Teknik Kar	1,381	1,342	1,476	1,712	2,136	2,668
Yatırım Gelirleri, net	174	194	185	182	222	262
Vergi Öncesi Kar/Zarar	1,565	1,548	1,676	1,912	2,380	2,957
Vergi Karşılığı	(313)	(341)	(369)	(421)	(524)	(650)
Net Kar (Zarar)	1,252	1,208	1,307	1,492	1,856	2,306
Bilanço						
Getirili Aktifler	6,909	7,933	9,223	10,658	12,256	14,234
Finansal Varlıklar	919	1,011	1,112	1,224	1,346	1,481
Teknik Karşılıklar	5,217	6,091	7,142	8,249	9,322	10,629
Muallak Tazminat Karşılığı	3,281	3,931	4,719	5,475	6,106	6,863
Özsermaye Toplamı	3,522	4,046	4,725	5,550	6,643	7,970
Özsermaye ve Yükümlükler Toplamı	10,638	12,374	14,545	17,015	19,805	23,175
Oran ve Göstergeler						
Prim Büyümesi (%)	16.3	18.6	20.6	21.6	20.6	20.2
Teknik Marj (%)	29.9	23.6	20.7	19.4	19.8	19.9
Konservasyon Oranı (%)	52.0%	54.0%	56.0%	57.0%	58.0%	60.0%
Hasar Oranı (%)	62.6%	64.1%	64.8%	65.4%	65.9%	66.4%
Kombine Oran (%)	85%	91%	90%	89%	89%	88%
Özsermaye Karlılığı (%)	43%	32%	30%	29%	30%	32%
F/K (x)	6.5	6.7	6.2	5.5	4.4	3.5
PD/DD (x)	2.3	2.0	1.7	1.5	1.2	1.0

Kaynak: İş Yatırım

- **Türkiye Sigorta'nın brüt prim üretim büyümesinin önümüzdeki beş yılda yıllık ortalama % 20 seviyesinde olmasını bekliyoruz.** Bu da reel bazda yıllık ortalama %8.7 büyüme anlamına geliyor. Pazar payının da 2020 seviyesi olan %12.7 seviyesinden 2025 sonunda %14.3'e ulaşmasını tahmin etmekteyiz. Şirkete pazar payı getirecek büyümeler daha çok sağlık, trafik/ kasko ve yangın branşlarından kaynaklanacak. Bunun yanında zaten güçlü olduğu segmentler de ise büyümelerin en az sektör ortalaması kadar olmasını bekliyoruz.

- **Şirketin hasar/prim oranının şu anki seviyesi olan %60'dan, %66'ya yükselmesini bekliyoruz**. 2020 salgın ve birleşme nedeniyle (primlerin iadesi ve buna bağlı karşılıkların çözülmesi) düşen hasar frekanslarının normalleşmesini tahminlerimize yansıttık. Burada özellikle trafik/kasko ve sağlık branşlarında normalleşme hasar/prim oranını yukarı çekecektir. Ayrıca, yangın ve genel zararlarda da daha yüksek hasar frekansı varsayımlarımız bulunuyor.

- **Türkiye Sigorta nakit yönünden oldukça zengin bir şirket ve yatırım gelirlerinin seyri toplam karlılık açısından büyük önem arz ediyor**. Yüksek faiz gelirlerinin özellikle 2021 yılında portföyün yatırım getirisini bir önceki yıla göre 150 baz puan arttırmasını bekliyoruz.

- Hasar frekanslarının normalleşmesi ile beraber 2020 yılında teknik karda gördüğümüz türde bir zıplamanın önümüzdeki dönem olmayacağını ve önümüzdeki 10 yıl sonunda öz kaynak karlılığının %30 seviyesinde dengeye ulaşacağını öngörüyoruz. Bununla beraber kombine oranlarındaki her 100 baz puan gerileme öz kaynak karlılığını 125 baz puan olumlu etkiliyor. O nedenle şirketin hasar/prim oranı veya masraf oranında sağlayabileceği iyileşmeler öz kaynak karlılığında da potansiyel bir yükseliş vadediyor.

Artık Değer Metoduna Göre Değerleme

Şekil : Türkiye Sigorta (TRY mn.)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Kar	1,252	1,208	1,307	1,492	1,856	2,306	2,681	3,096	3,553	4,059	4,632
- Sermaye Maliyeti	669	728	851	1,027	1,229	1,395	1,652	1,932	2,142	2,448	2,619
Artık Sermaye Getirisi	583	479	456	465	627	911	1,029	1,165	1,411	1,612	2,013
Artık Sermaye Getirisinin Terminal Değer										21,195	
Kümüle Sermaye Maliyeti	1.19	1.40	1.66	1.96	2.33	2.73	3.20	3.74	4.36	5.08	
Bugünkü Değer	490	341	275	237	269	333	322	311	324	4,569	
Başlangıç Özsermaye	3,522	4,046	4,725	5,550	6,643	7,970	9,719	11,362	12,984	14,834	15,873
Sermaye Maliyet Oranı	19%	18%	18%	19%	19%	18%	17%	17%	17%	17%	17%
Sermayenin Maliyeti	669	728	851	1,027	1,229	1,395	1,652	1,932	2,142	2,448	2,619
Özkaynak Getirisi	36%	32%	30%	29%	30%	32%	30%	29%	29%	29%	30%
Net Kar	1,252	1,208	1,307	1,492	1,856	2,306	2,681	3,096	3,553	4,059	4,789
Temettü Dağıtım Oranı	40%	40%	40%	40%	40%	42%	44%	46%	48%	50%	50%
Ödenen Temettüler	501	483	523	597	742	969	1,180	1,424	1,706	2,030	2,395
Bünyede Bırakılan Kar	751	725	784	895	1,114	1,338	1,501	1,672	1,848	2,030	0

Başlangıç Sermaye	3,522
Artık Sermayenin Bugünkü Değeri	7,472
Sigorta İşinin Bugünkü Değeri	13,591
Dilaşımdaki Hisse Sayısı (mn.)	1,163
Hisse Başı Sigorta İşi Değeri	**11.69**

Kaynak: İş Yatırım

Artık Değer Değerleme modelimizi kullanarak Türkiye Sigorta'nın ana sigortacılık faaliyetleri için bulduğumuz adil değer TL 13.6 milyar düzeyinde bulunuyor. Modelde, %11,5 risksiz getiri oranı, 1x beta katsayısı ve %7 nominal terminal büyüme varsayımları kullandık. Ana sigortacılık faaliyetlerinin bugünkü değerini hesaplarken tahmini net kar ve öz kaynak rakamlarını kullandık.

- Öz sermaye maliyetinin bileşenleri, risksiz getiri olarak kullanılan 10 yıllık TL cinsi tahvil getirisi ve %6 olarak varsayılan hisse senedi risk primi. Risksiz getiri oranları olarak İş Yatırım'ın 10 yıllık devlet tahvili getiri tahminlerini kullandık.
- Şirketin net kar rakamının ana belirleyicisi olan teknik kar gelişiminde ise 2020 yüksek teknik marjlarının yerine normalleştirilmiş marjlara dayanan muhafazakar tahminlerimizi kullanıldı. Tahminlerde kombine oranın yükselmesi ile marjlar aşağıya geliyor.
- Aşağıdaki tabloda ise şirketin adil değerinin kombine oranları ile yatırım portföy getirilerinin değişimlerine göre incelendiği bir senaryo analizi bulunuyor. Buna göre kombine oranlarında sağlanacak olası her 100 baz puanlık iyileşme şirketin ana sigortacılık adil değerini %10 artırıyor. Benzer olarak yatırım getirilerindeki her 100 baz puanlık artış ise aynı değeri potansiyel olarak yaklaşık %9 yükseltiyor.

Şekil : Sigortacılık değerinin kombine oran ve portföy getirisine göre durumu

Kombine Oranı	Yatırım Portföy Getirisi %				
	8%	10%	12%	14%	16%
95%	3.05	5.34	7.63	8.59	11.61
90%	5.47	8.39	10.75	12.14	15.21
88%	8.13	10.49	12.72	15.01	17.30
85%	10.22	13.25	16.32	19.39	22.46
80%	13.82	16.85	19.92	22.99	26.06

Kaynak: İş Yatırım

Temettü İskonto Değerlemesi

Türkiye Sigorta'nın şirket değerini bulmak için temettü iskonto modelini de kullandık. Burada şirketin tahmini temettü ödemelerinin bugünkü değerleri toplamı şirketin adil öz kaynak değerine eşit olduğunu varsayıyoruz. Burada temettüler tahmin edilen net kar rakamları baz alınarak hesaplandı.

İlk beş yıl %30 temettü dağıtım oranı, sonraki beş yılda %45, terminalde ise %60 dağıtım oranı varsayımlarını kullandık.

Türkiye Sigorta (TLmn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	TV
Özkaynak	3,522	4,046	4,725	5,550	6,643	7,970	9,719	11,362	12,984	14,834	15,873
Net Kar	1,252	1,208	1,307	1,492	1,856	2,306	2,681	3,096	3,553	4,059	4,632
Ödenen Temettüler	0	376	362	392	448	557	1,038	1,474	1,703	1,954	2,639
Sermaye Maliyeti	19.0%	18.0%	18.0%	18.5%	18.5%	17.5%	17.0%	17.0%	16.5%	16.5%	16.5%
İskonto Oranı	1.00	0.85	0.72	0.61	0.51	0.44	0.37	0.32	0.27	0.23	0.20
Temettülerin Bugünkü Değeri	0	318	260	238	229	242	386	469	465	458	27,775
Hesaplanan Özkaynak karlılığı	35.5%	31.9%	29.8%	29.0%	30.4%	31.6%	30.3%	29.4%	29.2%	29.2%	0.0%
Sürdürülebilir Özkaynak karlılığı	29.2%										
Sürdürülebilir Büyüme Oranı	7.0%										
U.V Özsermaye Maliyeti	16.5%										
Sermayenin Adil Değeri	**10,826**										
Temettülerin Bugünkü Değeri	3,065										
Terminal Değerin Bugünkü Değ	0										
İştirakler	618										
Piyasa Değeri	8,142										
Hedef Hisse Başı Değer	**9.31**										
Yukarı Potansiyel	**33.0%**										

Kaynak: İş Yatırım

Temettü iskonto modelimiz şirket için 10.8 milyar TL'lik adil hisse değerine işaret ediyor.

Önemli Varsayımlar:

- İlerideki temettü ödemelerini tahmini net kar rakamımız üzerinden yine tahmini bir temettü dağıtım oranıyla hesapladık. Şirketin sermaye yeterlilik oranı istenen asgari düzeyin iki katı seviyesinde olduğu için ilk beş yıl %30 temettü dağıtım oranı, ikinci beş yıl %45 ve terminalde %60 varsayımı kabul edildi. Terminalde büyüme dönemine göre temettü dağıtım oranlarının yükselmesi beklendiği için daha yüksek temettü dağıtım oranı kullanmayı tercih ettik

- Burada aslında belirsiz nokta şirketin henüz bir temettü dağıtım tarihçesi olmadığı için tarihi verilerin bulunmaması. Ancak, Türkiye Sigorta çatısı altında birleşen kamu sigortalarının daha önce kuvvetli temettü dağıtan şirketler olduğunu biliyoruz. Bu nedenle sermaye yeterliliği ve akran şirketlerin temettü dağıtım oranları da göz önüne alarak yukarıdaki dağıtım oranlarını tahmin ettik.

- Türkiye Sigorta'nın ana hissedarı konumunda bulunana Türkiye Varlık Fonu düzenli ve sürdürülebilir bir nakit akımını yatırımcı olduğu şirketlerden talep edebilir. Burada Fonun yeni yatırımları ve var olan yatırımlarının finansmanın sürdürülebilirliği için temettü yolu ile gelecek nakit akımlarının önemli olduğunu düşünüyoruz.

Benzer Şirketler Çarpanı Değerlemesi

Türkiye Sigorta akran yurtiçi sigorta şirketlerine göre F/K çarpanına göre %39 iskontolu, PD/DD çarpanına göre %59 oranında primli işlem görüyor. Ancak şirketin 2020 beklenen öz kaynak karlılığı ortalamanın yaklaşık üç kat üzerinde. Bizim genel değerleme modelimizde yurtdışı benzer çarpanlarını eklemedik ancak şu anda yurtdışı benzerlerine göre Türkiye Sigorta oldukça cazip oranlarda ve iskontolu olarak işlem görüyor. Şirketin görece yeni olması, aracı kurum araştırma kapsamlarına henüz istenen ölçüde girmiş bulunmaması ve karlılıkta beklenen normalleşme süreçlerinin belirsizliği körüklemesi nedeniyle ıskontonun bu kadar geniş olduğunu düşünüyoruz. Şirket Finansal sonuçlarını açıklandıkça ve yatırımcılarla gelecek beklentilerini ve stratejilerini daha fazla paylaştıkça bu ıskontonun daralması mümkün olabilir.

GOÜ* Benzer Şirket Çarpan Karşılaştırması

	F/K		PD/DD		Öz kaynak Karlılığı (%)	
Şirket	2020	2021	2020	2021	2020	2021
POZAVAROVALNICA SAVA DD	9.51	7.44	0.74	0.72	8.20	10.30
ZAVAROVALNICA TRIGLAV DD	8.78	9.65	0.88	0.84	10.05	9.10
POWSZECHNY ZAKLAD UBEZPIECZE	16.05	10.83	2.63	2.44	14.10	16.20
RAND MERCHANT INVESTMENT HOL	10.60	9.08	1.63	1.63	12.10	15.10
LPI CAPITAL BERHAD	15.60	14.86	2.43	2.32	16.10	16.20
HISCOX LTD	24.30	18.21	1.88	1.76	5.00	11.57
AKSIGORTA	6.73	6.04	2.54	2.04	42.50	37.60
ANADOLU	8.11	7.11	1.52	1.34	21.70	19.30
Average	10.63	9.21	1.46	1.37	11.32	14.25
Türkiye Sigorta	6.50	6.71	2.32	2.02	43.10	32.20
Disc./Prem (-/+)	**-39%**	**-27%**	**59%**	**47%**	**281%**	**126%**

Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

** Gelişmekte olan ülkeler*

Golabal Benzer Şirket Çarpan Karşılaştırması

	F/K		P/BV		Öz kaynak Karlılık (%)	
Şirket	20T	21T	20T	21T	20T	21T
AGEAS	10.4	9.50	0.84	0.80	8.2	8.4
AEGON NV	8.2	7.97	0.51	0.49	6.1	6.1
ALLIANZ SE-REG	12.6	10.36	1.13	1.09	9.0	10.7
AVIVA PLC	6.9	6.49	0.73	0.70	10.5	10.6
AXA SA	10.9	7.47	0.72	0.69	6.4	9.2
ASSICURAZIONI GENERALI	12.3	8.76	0.82	0.80	6.8	9.3
GRUPO CATALANA OCCIDENTE	15.0	14.70	1.07	1.03	6.6	7.6
HELVETIA HOLDING AG-REG	17.4	9.94	0.83	0.83	5.2	8.3
LEGAL & GENERAL GROUP PLC	9.6	9.39	1.64	1.53	16.4	16.8
MAPFRE SA	8.8	7.68	0.68	0.67	7.1	7.8
TOPDANMARK A/S	27.5	18.80	3.87	3.88	14.2	20.6
VIENNA INSURANCE GROUP AG	11.2	10.51	0.66	0.64	6.1	6.2
BEAZLEY PLC	15.5	13.38	1.65	1.51	(5.3)	14.0
EULER HERMES GROUP	16.2	15.72	1.84	1.77	11.6	11.9
GRUPO CATALANA OCCIDENTE S	12.3	11.83	1.49	1.49	12.2	13.0
ATLAS FINANCIAL HOLDINGS INC	10.0	9.11	1.43	1.21	14.9	16.3
Benzer Şirket Oratalaması	12.5	11.77	1.13	1.07	9.2	9.5
TÜRKİYE SİGORTA	6.5	6.71	2.32	2.02	43.1	32.2
AKSIGORTA	6.9	6.23	2.62	2.11	42.5	37.6
ANADOLU	8.1	7.12	1.51	1.32	21.7	19.3

Bloomberg Oratalama Tahminler

Covid-19: Hayat Dışı Sigortacılık için felaket mi yoksa nimet mi?

Çok düşük düzeyde bulunan sigortalılık oranları nedeniyle oluşan büyük potansiyel ve büyüyen bir ekonomiye olan doğrudan etkileşimi nedeniyle, elementer sigortacılık Türkiye'de yatırım teması olarak hep ilgi çekmiştir. Ülkedeki prim üretimini şekillendiren faktörler; ekonomide sürdürülebilir bir büyümenin sağlanması, ii-) son dönemde artış eğilimi gösteren salgın, deprem, sel, dolu gibi felaketlerin sigorta bilincini arttırması, iii-) zorunlu sigorta kapsamının genişletilmesi, iv-) kronik yüksek enflasyon ve buna bağlı zayıf TL ile yüksek faizlerin tahribatını azaltmak için sigorta ihtiyacının artış göstermesi, v-) sağlık, hayat gibi branşların sunduğu vergi kalkanlarının daha çok kesimler tarafından kullanılmaya başlanması olarak sıralanabilir. Sektör için yaptığımız tahminlerde önümüzdeki 10 yıl içerisinde sektördeki reel prim artışının reel GSMH artışının 1.5 katı düzeyinde olacağını gösteriyor. Bu da ortalama yıllık %16,3'lük bir brüt prim üretim artışına karşılık geliyor. Yine önümüzdeki dönemler için yaptığımız tahminlerde trafik/kasko dışı elementer segmentlerdeki büyümenin bu iki branşa göre biraz daha kuvvetli olacağını öngörüyoruz.

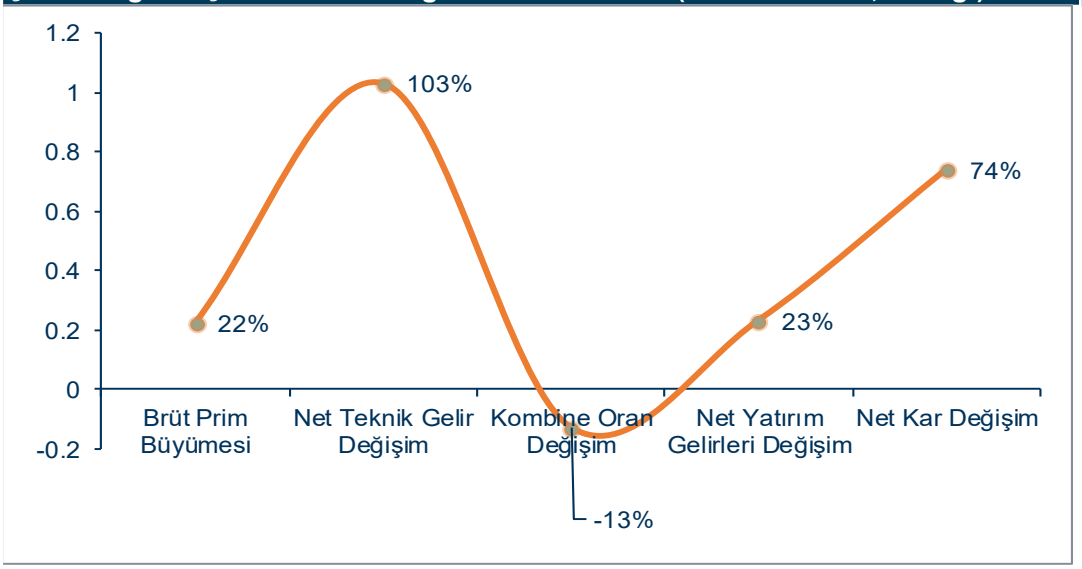
Ekonomideki kapanmalar nedeniyle Covid-19'un daha düşük hasar frekansı yoluyla kombine oranlarını suni olarak iyileştirdiğini görüyoruz. Covid-19'un olumsuz bir etkisi 2020 yılında oluşabilecek potansiyel büyümeyi sınırlandırması olabilir. Bu etkinin yüzde 10% ek büyüme potansiyeli olabileceğini düşünüyoruz. Ancak düşük hasar dosyaları nedeniyle kombine oranlarındaki düşüş teknik karlılıkları bu süreçte çok olumlu etkiledi. Bu sürecin aşılamanın yaygınlaşması ve ekonomik aktivitenin normale dönmesiyle beraber tekrar olması gereken noktalara doğru evirileceğini düşünüyoruz. Hasarların normalleşmesi tahminimizle beraber özellikle trafik branşlarındaki son yıllarda görülen hasar frekanslarının düşüş eğilimi aslında yapısal olarak olumlu bir gelişme. Ayrıca yine Covid-19'a bağlı olarak tüketim alışkanlıklarının yeniden şekillendiği düşünülürse sağlık, finansal kayıp gibi alanlardaki sigorta talebi Covid öncesi döneme göre önemli derecede artacaktır.

Salgın, ülkenin makro ekonomik dengeleri üzerinde önemli etkiler yarattı. Salgının etkilerini hafifletmek için alınan önlemler yüksek enflasyon ve yüksek faiz ortamını tetikledi. Pandeminin ilk dönemlerinde kapanmaların etkilerini azaltma amacıyla agresif indirilen faizler sonucunda oluşan güçlü kredi büyümesi bozulan cari açık kanalıyla TL üzerinde olumsuz bir baskı yarattı. TL'deki zayıflık ise geçişkenlik ile enflasyon dinamiklerini olumsuz etkiledi. Sonuçta, Merkez Bankası enflasyonu dizginlemek ve TL'yi desteklemek adına faizleri yine kuvvetli bir biçimde arttırmak durumunda kaldı. Bu yüksek faiz ortamından faydalanacak sektörlerin başında geniş yatırım portföyleri ile sigortacılık sektörü geliyor. Portföylerde TL ağırlığı ve yatırımın önemli bir kısmının kısa vadeli TL mevduatlarda olması sektörün faiz indirimlerinden daha hızlı yararlanacak olması anlamını taşıyor.

Her ne kadar tedrici bir geçiş olmasını beklesek de, 2021 yılı hayat dışı sigorta şirketleri için özellikle aşılamalarla beraber bir normalleşmeye geçiş dönemi olacak. Hayat dışı sigorta şirketlerinin teknik gelir ortamının aşağıdaki faktörler nedeniyle daha iyi olmasını tahmin ediyoruz;

i) Prim büyümesinin enflasyonun üzerinde olmasını bekliyoruz. Ekonomik aktivitede daha güçlü bir görünüm beklentimiz nedeniyle prim üretim artışının enflasyon üzerinde olmasını bekliyoruz. Burada

Şekil : Sigorta Şirketlerinin Salgında Performansı (20/09 vs. 19/09, % değ.)



Kaynak: TSRB, İş Yatırım

özellikle sağlık, kasko, yangın, genel zararlar ve sorumluluk sigortalarında sigortalılık oranlarının yükselmesini bekliyoruz. Ayrıca, yenileme oranlarının hızlanması ve prim fiyatlarının genel olarak enflasyon üzerinde olması bu süreci destekleyecektir.

Ii) Her ne kadar hasar frekanslarının ekonomide normalleşmeye paralel olarak artmasını öngörsek de, özellikle trafik segmentinde eskide görülen yüksek hasar frekanslarının yapısal olarak düşüş eğilimine girdiğini görüyoruz. Ayrıca kurda beklediğimiz göreceli istikrar da hasar şiddetinin (gerçekleşen hasarın parasal karşılığı) normalleşmesine de yardımcı olacak.

Iii) Zorunlu sigorta kapsamının ve derinliğinin genişletilmesini ve bunun sigortalılık oranlarını yukarıya çekmesini bekliyoruz. Prim artış hızı da bu durumdan olumlu etkilenecektir.

Iv) Teknolojinin Covid-19 sürecinde kullanımının yoğunlaşmasının sigortalılık oranlarına olumlu yansımasını bekliyoruz. Sigorta bilincinin yaygınlaşması yanında online kanalların kullanım yaygınlaşmasının şirketlerin masraf oranlarını aşağı çekmede önemli bir unsur olacağı görülüyor.

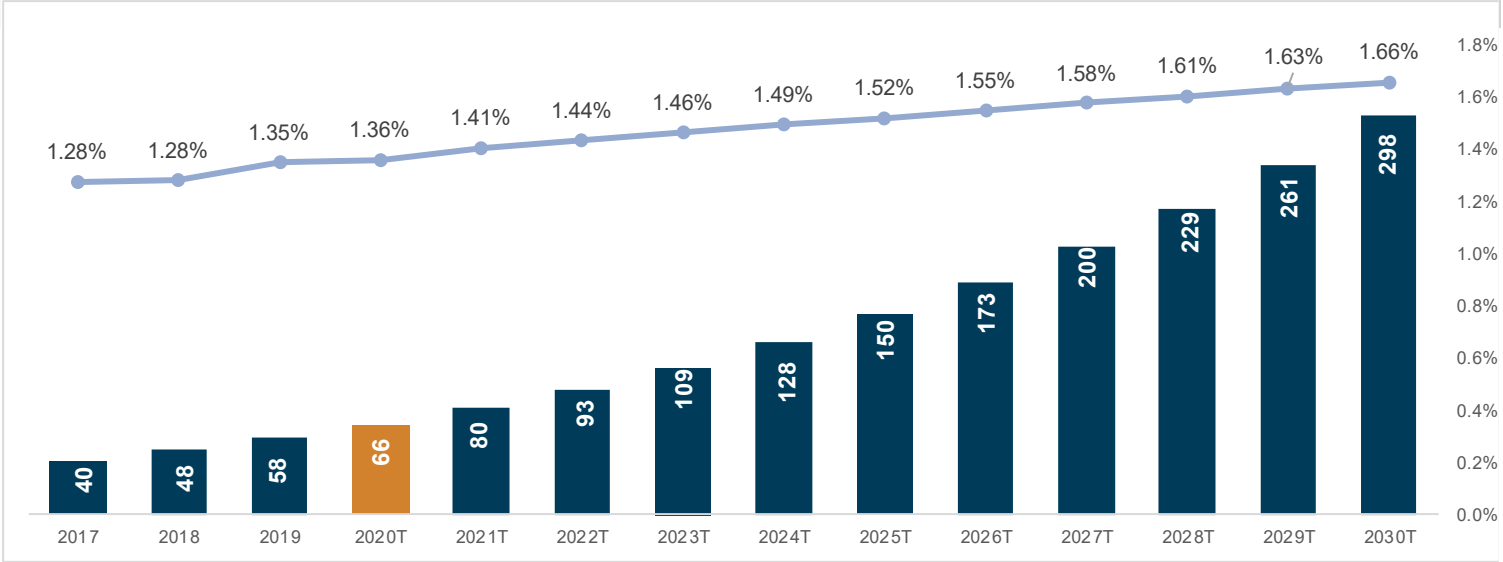
Sigortacılık sektörünün genel olarak teknik karlılıktaki olumlu ortamın ve büyüme potansiyellerinin yüksek oluşu nedeniyle değer ve büyüme anlamında yatırımcılar çok önemli bir alternatif sunduğunu düşünüyoruz.

Prim büyümesi GSMH büyümesine paralel artış gösterirken makro dengesizlikler ve düşük sigortalılık oranlarıyla sınırlanıyor. Sektör oyuncularının geçmişten bugüne gelen tüm çabalarına rağmen prim üretimin önemli bir kısmı halen başta motor ve sağlık olmak üzere bir kaç branştan sağlanıyor. Trafik ve kaskonun toplam primdeki payı bir zamanlar %60'ları bulurken bugün oran %46 civarında. Geleneksel düşük sigortalılık oranları yanında başta TL'deki oynaklık ve enflasyon olmak üzere makro ekonomik dengesizlikler sigortalılık oranının olumsuz etkilerken, doğal felaketlerin olui sıklığının artması, yeni nesil alışkanlıkları ve Teknoloji kullanımının yaygınlaşması ise sigorta bilincini arttırarak sigortalılık oranlarını arttırıcı etki yapıyor.

Bütün bu olumsuzluklara rağmen sektör reel bazda GSMH üzerinde büyüyerek toplam prim/ GSMH oranının düzenli olarak arttırmayı başarıyor. Ancak 2019 sonu itibarıyla %1,35 olan bu oran dünya ile karşılaştırıldığında çok düşük kalmakta. SIGMA'nın yayınladığı 2019 verilerine göre, toplam prim /GSMH dünya ortalaması %3.88 düzeyinde. Bunun kırılımına baktığımızda gelişmekte olan ülkeler %1,35 (ki burada sigortalılık oranı çok düşük olan örneğin Afrika ülkeleri ortalamayı aşağıya çekiyor), gelişmiş ülkeler ortalaması ise %3,6 düzeyinde.

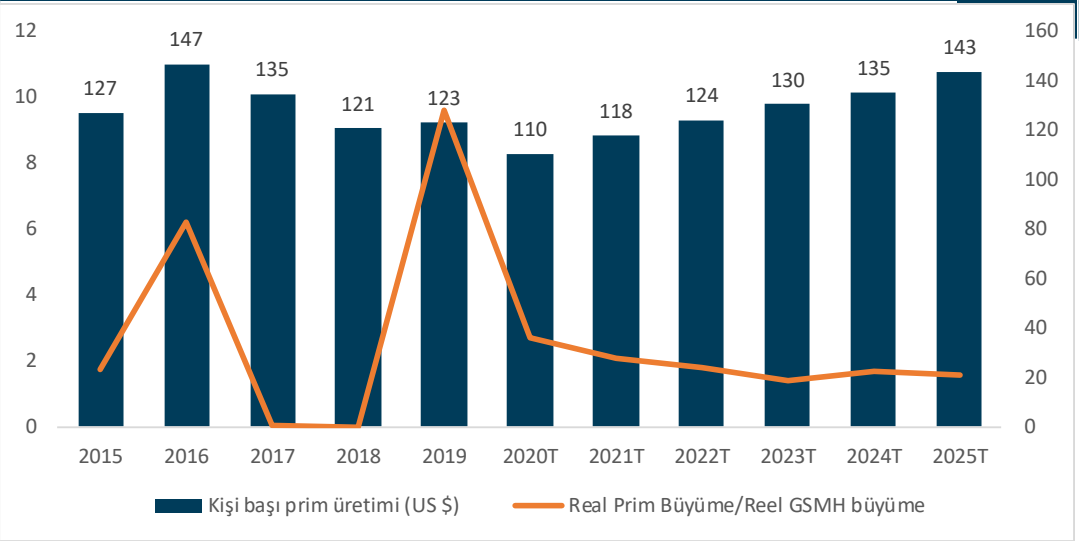
Tahminlerimize göre sektör brüt prim üretimi 2030 yılında 290 milyar TL'yi bulacak. Senelik %9 reel büyümeye karşılık gelen bu rakamla prim/GSMH oranı %1,68 seviyesine ulaşmış olacak. 2020 gibi zor bir sene de dahi sektöre %1,7 reel prim üretimi gerçekleştirirken özellikle bu zor dönemde çok önemli bir sınav verdi.

Şekil: Hayat Dışı Sigorta Sektör Prim (TL milyar) ve GSMH'nin %'si olarak



Kaynak: İş Yatırım, Türkiye Sigorta ve Reasürasn Şirketleri Birliği (TRSB)

Şekil: Kişi başı prim üretimi (US$, Sağ eksen) - Real Prim Üretimi/Reel GSMH Büyümesi (Sol eksen)

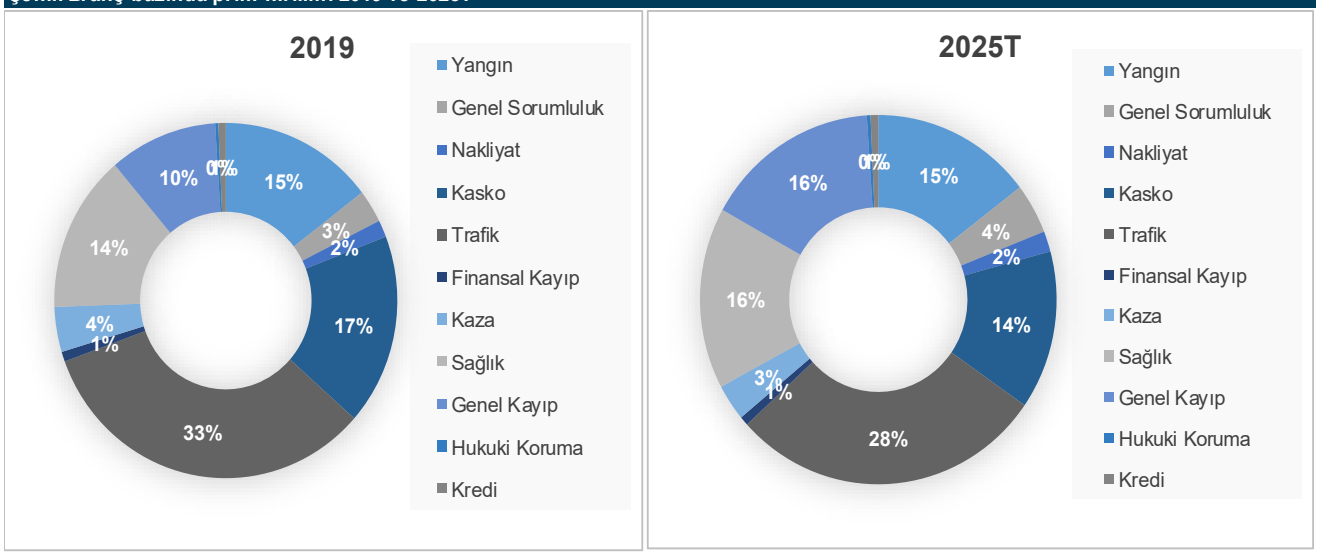


Kaynak: TRSB, İş Yatırım

Düşük sigortalılık oranları prim üretim büyümesini destekleyen bir faktör. Toplam prim üretimi ekonomik aktivitenin büyümesine bağlı olsa da Türk Sigortacılık Sektörünün en önemli karakteristiklerinden bir tanesi sigortalılık oranının özellikle bazı branşlarda çok düşük seyretmesi olagelmiştir. Zorunlu trafik segmentleri incelendiğinde özellikle otomotiv tarafında zorunlu sigortalarda sigortalılık oranları %90 seviyesine çıkarken, örneğin motosikletlerde bu oran %10'lara kadar düşebilmektedir.

Prim kompozisyonunda motor harici branşlar ön plana çıkıyor. Prim üretimin motor branşları harici sektörlere kaymasının sadece prim büyüme ivmelendirmesini beklemiyoruz fakat teknik karlılığı da olumlu katkı vermesini bekliyoruz. Son beş yıl rakamlarına baktığımızda trafik/kasko kaynaklı uğranılan hasarların toplamının 67 milyar TL (brüt) seviyesine ulaştığını görüyoruz. Bu nedenle trafik/kasko dışı sektörlerde sigortalılık oranlarının artması sektör için yaşamsal önemde bir unsur. Tahminlerimize göre motor branşlarının toplam primlerdeki bugünkü payı olan %46 rakamının önümüzdeki dönemlerde %40 seviyelerine düşmesini bekliyoruz. Yangın, sağlık, genel zarar ve sorumluluk gibi alanlarda prim üretim büyümesinin motor segmentlerine göre daha hızlı olacağını düşünüyoruz. Ayrıca bu segmentlerin çoğunda kombine oranları motor branşlarına göre daha düşük seyrediyor.

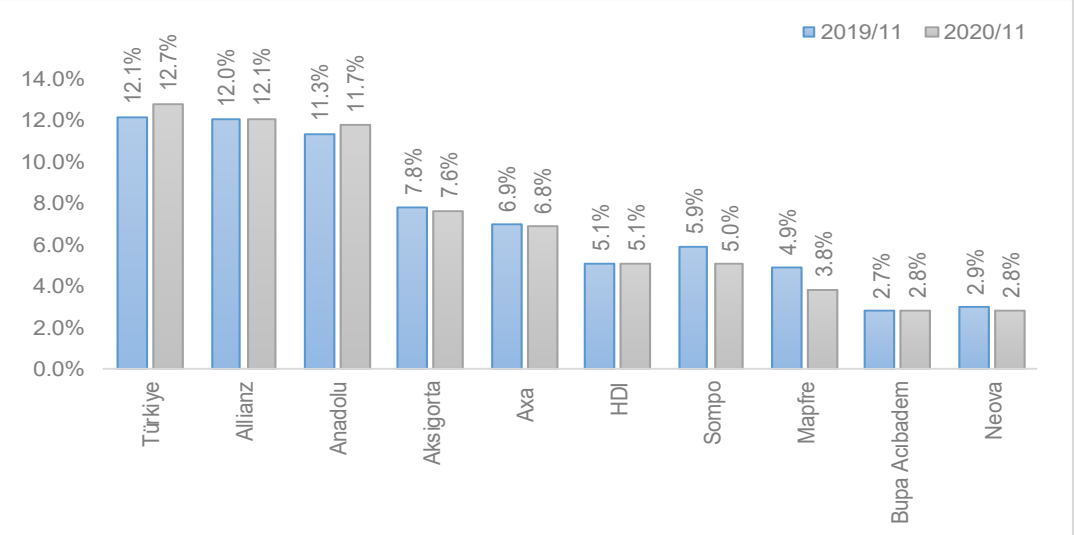
Şekil: Branş bazında prim kırılımı 2019 ve 2025T



Kaynak: TRSB, İş Yatırım

Kasım 2020 verilerine göre en büyük 10 sigorta şirketi toplam prim üretiminin %70'ini gerçekleştiriyor, bu oran beş sene önce %75 düzeyindeydi. Bunun anlamı orta ve küçük ölçekli sigorta şirketlerinin sektördeki ağırlığının artmış olduğu gerçeğidir. Bununla birlikte bu ilk 10 şirketteki azalmanın bir zafiyetten öte özelikle trafik/kasko segmentlerinde agresif olmama isteğine bağlıyoruz. Özellikle yüksek faiz dönemlerinde rekabetin fiyatlar üzerinden çok arttığını biliyoruz. Toplanan primlerden elde edilen faiz gelirleri bazen bu agresifliği haklı çıkarmakla beraber sektördeki fiyat/risk dengesini de olumsuz etkilediği bir gerçek. Yakın bir tarihte sektörde yabancı büyük bir oyuncunun pazar payı için fiyatları çok aşağıya çektiğini ama sürecin sonunda büyük zararlara katlanmak zorunda kaldığını görüyoruz.

Şekil: Pazar payları (2019/11-2020/11)



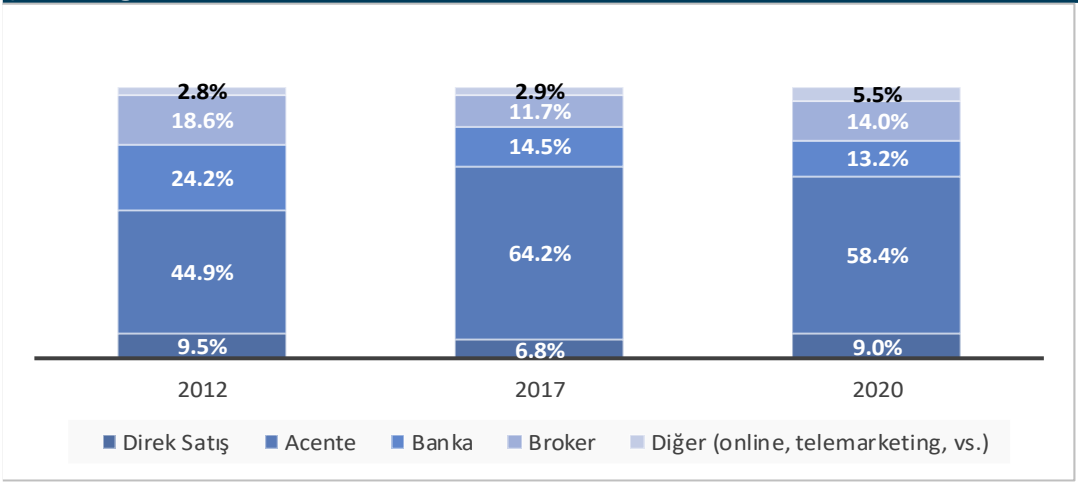
Kaynak: TSRB, İş Yatırım

Birleşmeden sonra Türkiye Sigorta (TURSG.IS) sektörde liderliği ele aldı. Aslında birleşmenin öncesinde de kamu sigorta şirketleri pazar paylarını düzenli olarak arttırıyorlardı. Bu sürecin Ağustos 2020'de gerçekleşen birleşmeden sonra da devam etmesini bekliyoruz. Birleşik şirketin 2019 sonunda %12,1 olan kombine pazar payı son verilere göre %12,7 seviyesine yükselmiş durumda. Bununla birlikte özellikle ilk üçte yer alan sigorta şirketlerinin pazar paylarının birbirine çok yakın olduğunu belirtelim. Sektörde yadsınamaz bir başka gerçek ise yabancı sigorta şirketlerinin sektördeki ağırlıklarıdır. İlk on şirket incelendiğinde sekiz şirketin sahipliğinin tüm veya kısmi olarak yabancı sigorta şirketlerine ait olduğunu görüyoruz.

Geçmişte yaşanılan öldürücü rekabetin tarihin tozlu sayfalarında kaldığını düşünüyoruz. Faiz oranlarının yüksek seyrettiği dönemlerde, prim toplamak adına sigorta şirketlerinin fiyatlarını makul seviyelerin çok altına çekip faizden para kazanma yoluna gittiklerini biliyoruz. Bunun da teknik oranlarda çok zor tamir edilen tahribatlara yol açtığı görülmekte. Bugün yine rekabet çok yoğun yaşansa da fiyatların rasyonel çizginin dışına çok çıkmadığını da görüyoruz.

Dağıtım kanallarındaki mevut yapının giderek daha artacak bir biçimde online dağıtım kanallarına kayacağı görülüyor. Özellikle salgından sonra bu sürecin hızlandığı çok açık. Toplam prim üretiminin dağıtım kanalı bazında incelendiğinde halen toplam üretimin %72'sinin geleneksel acenta ve brokerlar aracılığıyla gerçekleştirildiği görülüyor. Ancak teknolojik altyapı gelişmesine devam ederken ve yeni kuşaklar hızlı biçimde işgücüne katılırken bu yapının online tarafında doğru kayması kaçınılmaz olacaktır. Dağıtım kanalları içerisinde bir zamanlar çok büyümesi beklenen banka kanalı (bankassürans) ise geldiğimiz nokta itibariyle beklentinin çok gerisinde kalmaktadır. Toplam prim üretiminde banka kanalının payı %15'ler seviyesini geçmemektedir.

Şekil: Dağıtım Kanalı Bazında Prim Üretimi



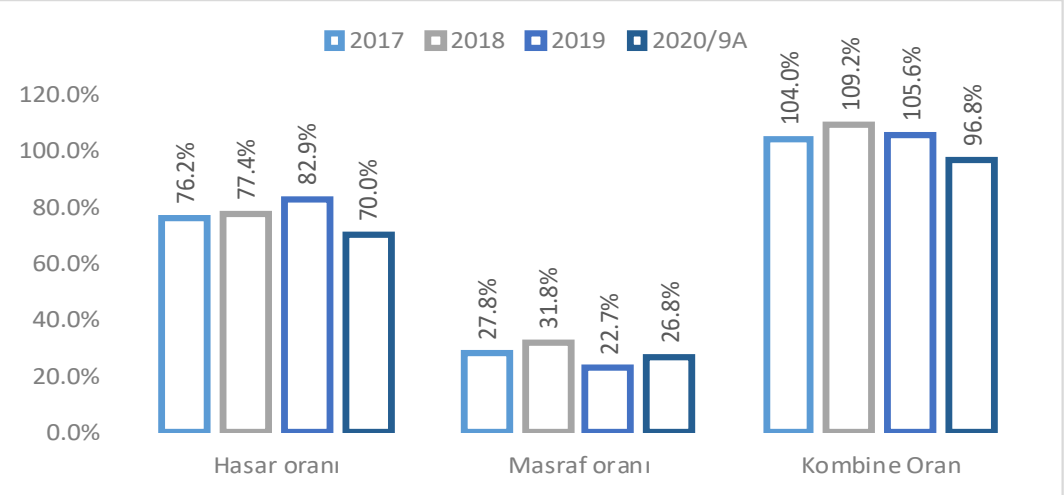
Kaynak: Türkiye Sigorta ve Reüssarans Birliği

2020 yılında teknik sonuçlardaki pozitif görünüm ne kadar sürdürülebilir?

Sektörün kombine oranı uzun zaman sonra %100'ün altına indi. Salgının Türkiye'yi etkilemeye başlamasından sonra alınan kapatma önlemleriyle yılın ikinci çeyreğinden itibaren hasara frekansları görünür biçimde azalarak sigorta teknik marjlarını kuvvetli biçimde yükseltti. Ekonomideki normalleşme süreci ve aşıyla beraber hasar frekanslarının normale dönmesini bekliyoruz. Ancak, hasar frekanslarında özellikle trafik/kasko segmentlerinde görülen düşüş sadece salgına bağlanmamalı, gelişen altyapı ve sıkı denetimler zaten buradaki hasar sıklığını düşürmüş durumdaydı. Ancak araç yedek parçalarının tamamen yabancı para cinsinden fiyatlanması neticesinde hasar miktarlarında bu kaza oluş frekansının olumlu etkisi çok izlenemedi. TL'nin görece istikrara kavuşması bu anlamda da sektörün kar marjlarını olumlu etkileyecektir.

Sorumluluk sigortalarındaki hasar zıplamalarının nedenini geçmişte oluşan hasarların kanuni takip sürecinin yoğunlaşmasına bağlarken özellikle iklim değişikliğine bağlı olarak genel zarar ve yangın branşlarında hasarlarda artış var. Bunun yanına depremi de eklersek doğal afet riskinin ülkede en önemli risk kategorisi olduğu sonucuna varıyoruz. Pandemi sürecinde sağlık hasar frekanslarının da düştüğünü görüyoruz ancak salgın sonrası burada hızlı bir normale dönüş beklenmesi gerekiyor. Özellikle sağlık ve trafik branş hasarlarının normalleşecek olmasıyla teknik karların da 2020 gerçekleşmelerine göre düşmesini (normalleşmesini) bekliyoruz.

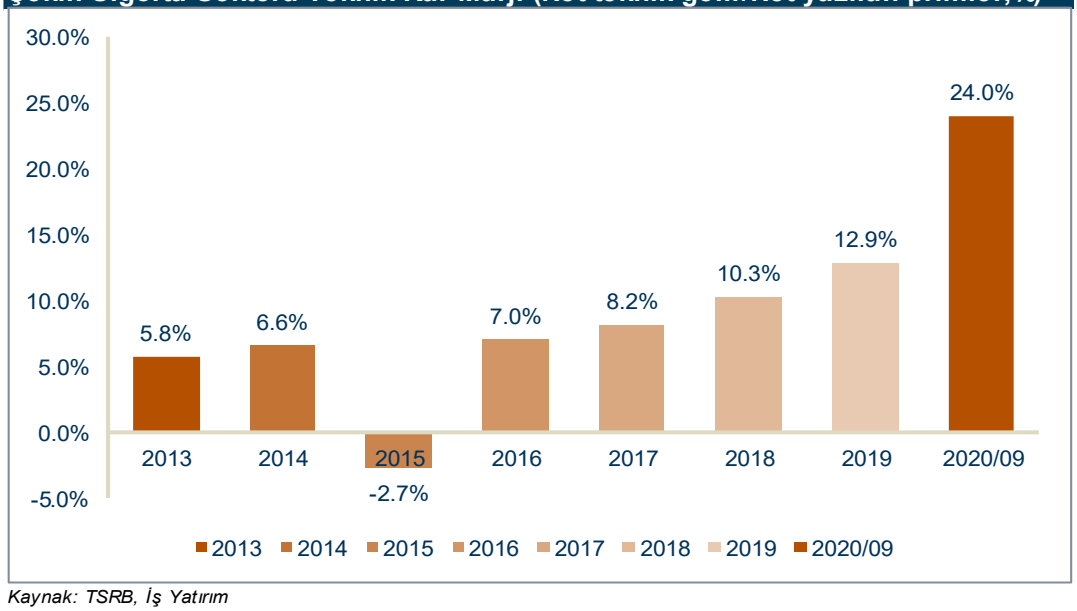
Şekil: Sigorta sektörü teknik karlılık oranları (%)



Kaynak: TRSB, İş Yatırım

Hayat dışı sigorta şirketlerinin teknik marjları 2020 yılında sıçrama gösterdi. Bunun ana tetikleyici faktörü sağlık ve trafik branşlarında kapatmalar nedeniyle sert gerileme gösteren hasar oranları. Kombine oranların gider oranı kısmında acente kanalının baskın yapısı nedeniyle önemi bir değişim gözlemlenmemiş durumda. Giderlerin içinde de acentelere ödenen komisyonlar ana masraf kalemi olarak öne çıkıyor. Hasar frekanslarının normalleşme beklentimiz yanında gider kısmında bir iyileşmeyi ancak orta vade de teknolojik dağıtım kanallarının yaygınlaşmasıyla olabileceğini öngörüyoruz.

Şekil: Sigorta Sektörü Teknik Kar Marjı (Net teknik gelir/Net yazılan primler,%)



Kaynak: TSRB, İş Yatırım

Hasar frekansları normalleşme ile beraber hızla artacak. Aşağıda verilen tabloda yıllar itibarıyla hasar gelişimleri gösteriliyor. Buradan da 2020 yılındaki teknik karlılıktaki güçlenmenin nedeni anlaşılabilir. Özellikle trafik/kasko ve sağlık sektörlerinde hasar normalleşmesinin hızla normale dönmesini bekliyoruz. Bununla beraber kasko ve sağlıkta gözlemlenen yıllar itibarıyla olumlu hasar freaksn gelişimleri gelecekteki teknik karlılık açısından olumlu noktalar. Burada dkakat çeken nokta ise özellikle sorumluk sigortaları. Bu branşta geçmiş yıllarda oluşan hasarların hukuk sistemi aracılığıyla tazmin edilmek istenmesi son dönemde bu branştan gelen hasarların yoğunlaşmasına neden oldu. Sigrota şirketlerinin bu branlşa ilgili önden yüklemeli daha fazla karşılık ayırarak ve uzlaşı yoluyla hasar oranlarını daha aşağı noktalara çekmelerini muhtemel görüyoruz.

Şekil: Branş bazında hasar oranları (sektör, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Trafik	98.5%	135.6%	90.4%	92.5%	104.1%	103.9%	86.3%
Kasko	64.6%	72.8%	69.4%	75.5%	81.3%	67.0%	61.7%
Yangın	50.7%	56.3%	63.2%	54.2%	58.4%	52.5%	55.5%
Sağlık	75.7%	74.2%	74.9%	74.0%	73.6%	72.8%	61.8%
Kaza	18.0%	16.3%	19.4%	13.0%	13.5%	9.1%	7.3%
Nakliye	21.5%	35.4%	47.9%	37.2%	35.0%	33.4%	44.7%
Genel Zararlar	57.5%	59.6%	61.6%	58.7%	64.3%	58.4%	66.4%
Genel Sorumluk	62.3%	64.3%	70.2%	131.0%	116.2%	149.5%	180.0%

Kaynak: TSRB, İş Yatırım

Trafik branşında neden bir iyileşme bekliyoruz?

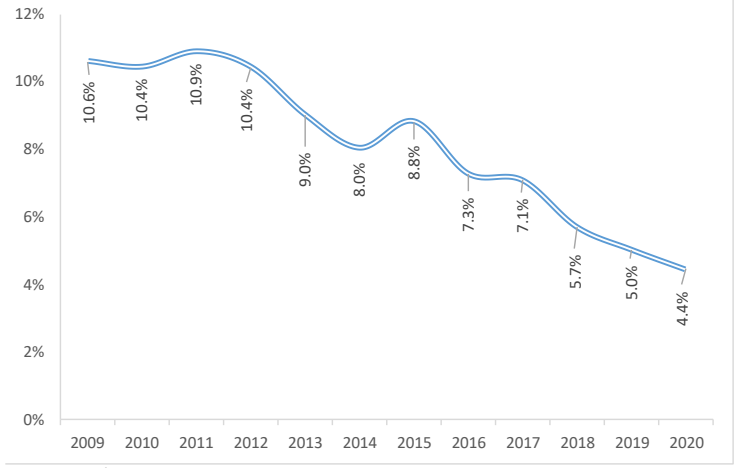
Hayat dışı sigorta sektörünün teknik karlılığını olumlu/olumsuz anlamda çok önemli derecede etkileyen trafik/kasko branşlarındaki hasar oluşumu sektörün aşil tendonu konumuna gelmiş durumdadır. Tazminat ödemelerinde son yıllarda normalleşme görülebilen standartlar, ölümcül rekabet, kurlara olan hassasiyet, fiyatlarda uygulanan tavan fiyatlar ve üretilen primin toplam primlerdeki yüksek ağırlığı bu branşların karlılık gelişiminin sigorta sektörüne yön verdiğini göstermektedir.

Bununla birlikte bu branşlarda gözlenen hasarların yakın zaman öncesine göre tepe noktasına ulaştığını ve trafik/kasko teknik karlılıklarında önümüzdeki dönemlerde önemli düzelmeler öngörmekteyiz. Bizi bu görüşe yaklaştıran nedenler ise;

i. Bir süre önce mevzuatta yapılan değişikler tazminat ödemlerinde yeni bir standart getirirken oluşturulan risk havuzlarıyla riskin sektör geneline daha adil bir biçimde pazar payıyla doğru orantılı biçimde yayılması sağlanmıştır. Riskli sürücülerin de bu sistemle risk/fiyat ayırımı dha doğru bir şekilde yapılabilmektedir.

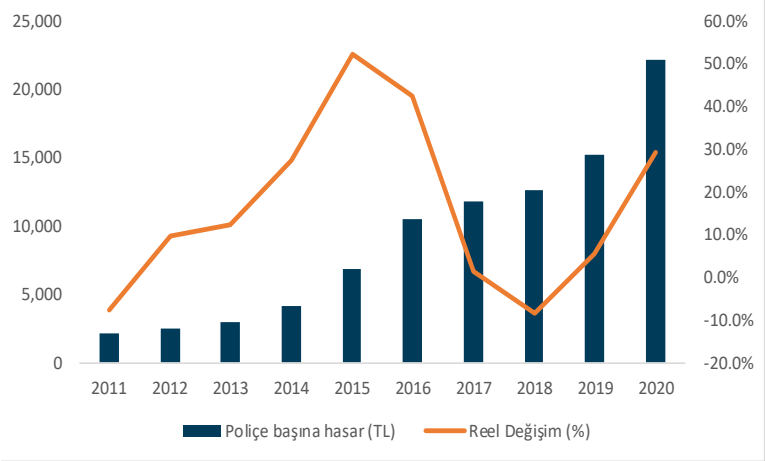
ii. Kaza tespit tutanaklarına göre son yıllarda kaza adetlerinde önemli düşüşler kaydedilmiştir. Kaza adetlerinde yaşanan bu düşüşe rağmen kazaların sebep olduğu hasar miktarları ise yedek parçaların yabancı primlerine bağlı oluşu ile yaralanma ve vefatlara ödenen tazminatlardaki artışlar nedeniyle adetlerdeki düşüşe rağmen çok daha fazla artışa neden olmuştur. TL'deki olası bir istikrara dönemiyle beraber bu düşüşlerin hasar miktarlarına da yansımasını bekliyoruz. Bunun dışında trafik cezalarının artışı ve daha iyi karayolu altyapısı hasar frekansını düşürücü diğer etkenler arasındadır. Hasar frekanslarını kaza tespit tutanaklarını mevcut yürürlükte olan poliçe sayısına bölerek bulduk. Ancak biz bu sayıyı 1,5 ile çarptık çünkü kazada her iki tarafta suçlu bulunabiliyor.

Sekil : Trafik Hasar Frekans Oranı (Tutanak/Toplam Poliçe)



Kaynak: TRSB, İş Yatırım

Şekil: Trafik poliçe başı hasar gelişim

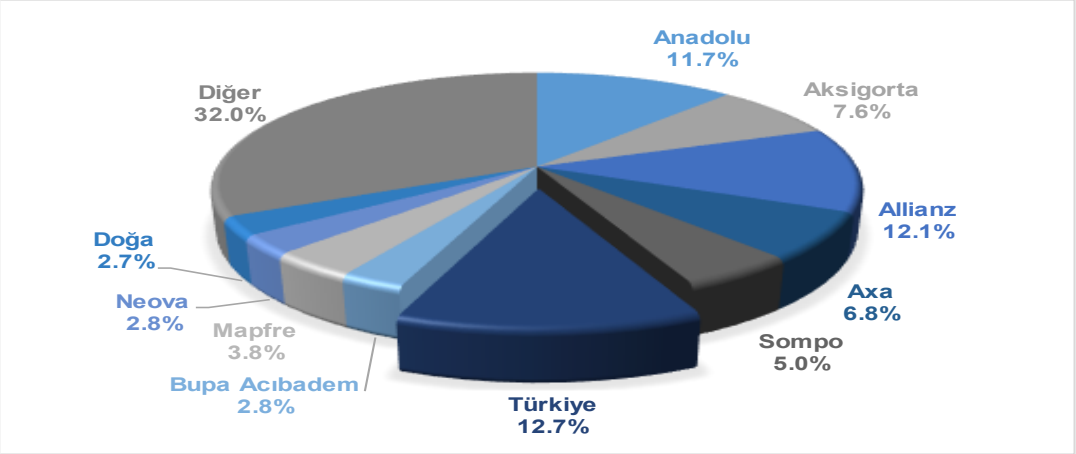


Kaynak: TRSB, İş Yatırım

Türkiye Sigorta

Geçtiğimiz yılın Ağustos ayında üç kamu sigorta şirketinin Türkiye Sigorta çatısı altında birleşmesinden sonra hayat dışı sigorta sektöründe %12,7'lik piyasa payıyla en büyük sigorta şirketi ortaya çıkmış oldu. Türkiye Varlık Fonu (TVF) şirkette %81,1 payla çoğunluk hisseye sahipken geri kalan paylar BİST'te işlem görüyor. Türkiye Sigorta, diğer büyük sigorta şirketlerinin çoğunun aksine prim üretiminin önemli kısmını trafik/kasko ile sağlık dışında kalan branşlardan elde ediyor. Söz konusu trafik/kasko ve sağlık sektörde üretilen toplam primin yarısından fazlasını teşkil etmekte. Şirketin bahsedilen bu segmentler dışındaki güçlü piyasa pozisyonu aslında geniş dağıtım ağının ve birleşen kamu sigorta şirketlerinin iş modellerinden kaynaklanıyor. Birleşen bu üç şirket eskiden üç kamu bankasının iştiraki olduğu için kamu bankalarının çok önemli pazar payı bulunan, tarım, kobiler, altyapı ve bazı zorunlu bireysel sigortacılık alanlarında önemli bir pozisyona ve potansiyele sahip durumda.

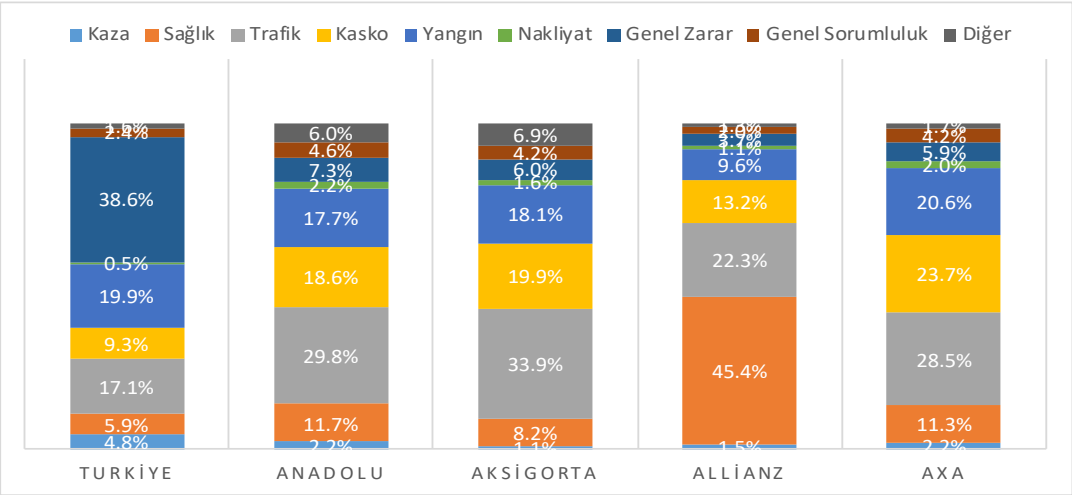
Şekil : Pazar payları (2020/11)



Kaynak: TRSB

Değişik bir prim kompozisyonu. Türkiye Sigorta'nın prim yapısına bakıldığı zaman sektörün aksine motor (trafik/kasko) ve sağlık segmentleri dışı ağırlıklı bir yapının öne çıktığı görülüyor. Söz konusu bu branşların Türkiye Sigota prim üretimi içindeki payı %32,3 düzeyinde bulunurken bu oran Anadolu Sigorta için %60, Aksigorta için %62, Allianz için %80,9 oranında bulunuyor. Prim üretiminde genel zararlar branşı tarım sigortalarındaki güçlü konum nedeniyle aslan payını alırken, deprem sigortalarındaki pazar liderliği nedeniyle de yangın branşı da şirketin önemli iş alanlarından birisi konumunda. Türkiye Sigorta teknik kârlılık yapısının da görece güçlü olmasının en önemli sebeplerinden birisinin bu değişik prim kompozisyonu olduğunu düşünüyoruz.

Şekil : İlk 5 büyük Sigorta Şirketi Prim Dağılımı (%, 9A20)



Kaynak: TRSB

Türkiye Sigorta'nın dikkat çeken bir diğer ayrıştıran özelliği ise çok büyük ölçekli fiziksel dağıtım ağına sahip olmasıdır. 4,499 adet kamu banka şubesi şirketin acentesi görevini yerine getirirken buna 2,245 özel acente ve 111 broker da dahil edildiği zaman aslında bu yapının çok rahat taklit edilemeyecek büyük ölçekli bir dağıtım ağı olduğu anlaşılıyor. Ayrıca şirket prim üretiminin önemli bir kısmını banka şubeleri aracılığıyla elde ediyor (yarısından fazlasını), bu oran rakiplerinde %15 ortalama civarında seyrediyor. Bankadan yapılan satışların faydası ise çok geniş bir müşteri kitlesine hitap edebilme imkanı vermesi olarak özetlenebilir.

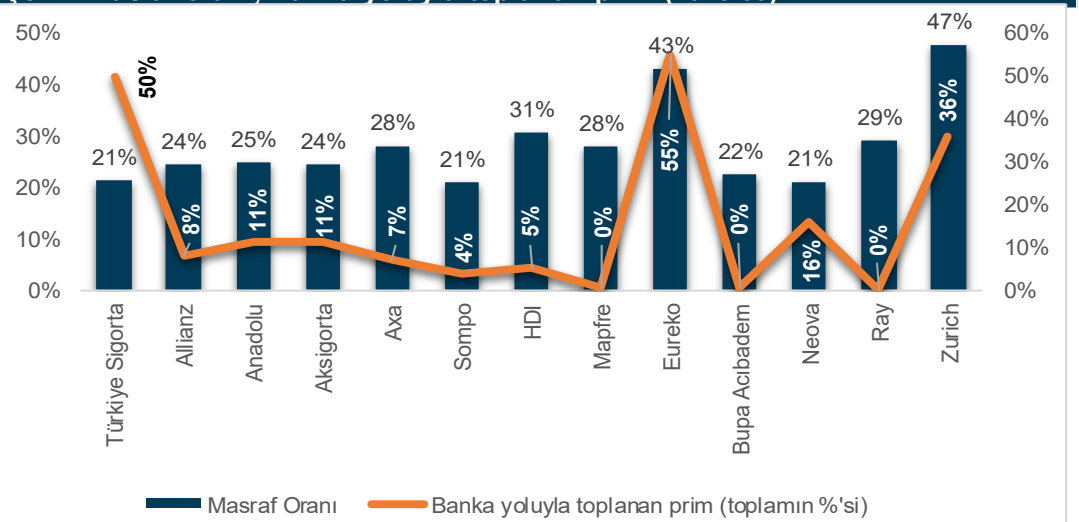
Şekil: Dağıtım kanalı bazında prim üretimi (toplamın %'si olarak)

	Türkiye	Anadolu	Aksigorta	Allianz	Axa	Sektör Ort.
Banka	51.3%	11.7%	10.9%	7.7%	7.6%	13.2%
Direkt satış	19.8%	1.2%	8.9%	8.9%	6.3%	9.0%
Agenta	23.2%	63.1%	60.7%	69.3%	70.8%	58.4%
Broker	5.3%	10.7%	15.3%	14.0%	14.5%	14.0%
Diğer	0.3%	13.3%	4.2%	0.0%	0.7%	5.5%

Kaynak: TSRB

Sektördeki durumun aksine, Türkiye Sigorta prim üretiminin yarısından fazlasını banka kanalından elde ediyor. Bu rakam sektör ortalaması olarak %13,2 düzeyinde ve Türkiye Sigorta'nın yakın rakipleri de primlerinin önemli bir kısmını banka kanalı dışından sağlamakta. Sektörde üretilen toplam brüt primin %58,2'si özel acenteler tarafından temin ediliyor. İlk dört en büyük sigortanın yapısı incelendiğinde Türkiye Sigorta dışında acente ağırlığını görebiliyoruz. Acente ağırlığının prim üretiminde yüksek oluşu bu kanala ödenen komisyon giderlerinin de toplam içindeki payının yüksek olmasını ve acentelerin pazarlık gücünün artması sonucunu getiriyor. Türkiye Sigorta'da üretimin sadece %23'ü acente kanalından sağlanıyor ve %51'dden fazlası banka kanalından sağlanıyor. Bu anlamda şirket sektörde bankassürans kanalını en yoğun olarak kullanan şirket olarak karşımıza çıkıyor. Bu durum hem bireysel müşteriye erişim imkanını hem de çapraz satış ihtimalini arttıran bir faktör.

Şekil: Masraf oranı, Banka yoluyla toplanan prim (2020/09)



Kaynak: TSRB, İş Yatırım

Verilere baktığımızda yoğun banka kanalı kullanımının doğrudan masraf oranını aşağıya çektiğine dair bir sonuca ulaşmak iddialı olabilir. Ancak banka kullanımı ölçek ekonomisi ile beraber sağlanırsa gider oranlarının aşağıya düşme eğilimi gözleniyor. Bu açıdan Türkiye Sigorta'nın iyi bir örnek oluşturduğunu düşünüyoruz. Yoğun banka kullanımı yanında ölçek ekonomisi ile beraber şirketin giderlerinin toplam prime oranı rekabete göre daha iyi bir yerde duruyor.

Türkiye Sigorta'nın teknik karlılık göstergeleri iyi durumda, karlılık sürdürülebilir mi?

Türkiye Sigorta sektörde en düşük kombine oranlarından birini sahip. 2020 yılının üçüncü çeyreği itibariyle sektör ortalamasının %97 olduğu bir durumda kendine özgü prim üretim yapısıyla Türkiye Sigorta'nın kombine oranı % 81 seviyesinde bulunuyor. Şirketin prim üretiminde ağırlığı bulunan genel zararlar, yangın, mühendislik ve trafik/kasko segmentlerinden özellikle ilk üçü teknik karlılık olarak kuvvetli branşlar. Bunun yanında son derece karlı olan bireysel kazanın şirketin toplam prim üretimindeki payı sektörün en yükseklerinden bir tanesi. Aşağıdaki tabloda şirketin kombine oranlarının branş bazında diğer büyük sigorta şirketleri ile karşılaştırmalı bir analizi verilmiştir.

Şekil: İlk 7 büyük sigorta şirketi kombine oranları (branş bazı ve sektör ortalaması, 09/20, %)

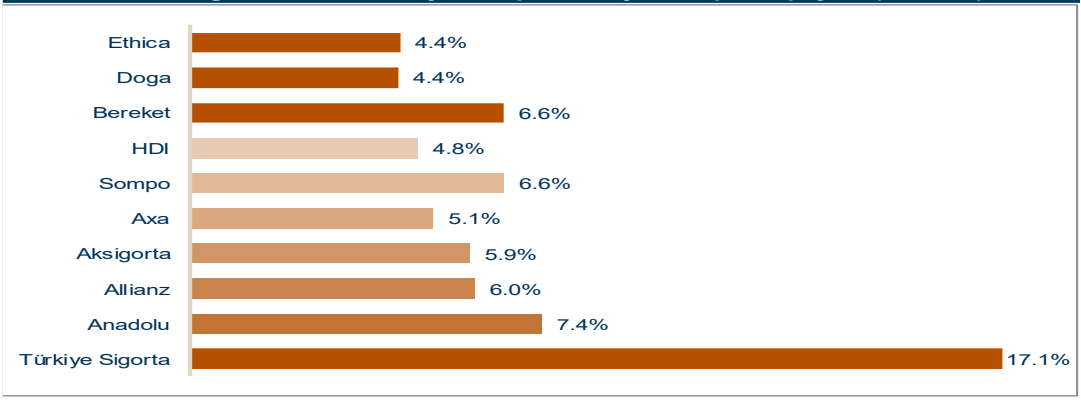
	Toplam	Trafik	Kasko	Yangın	Sağlık	Kaza	Nakliyat	G. Zarar	G. Sorum.
TÜrkiye	**81.1%**	111.7%	84.1%	59.4%	81.7%	34.9%	69.0%	59.7%	161.0%
Anadolu	**107.3%**	103.6%	93.7%	119.1%	98.3%	60.7%	88.3%	118.9%	223.0%
Allianz	**92.8%**	101.2%	88.9%	93.1%	89.4%	46.5%	75.8%	159.0%	232.6%
Aksigorta	**87.9%**	89.4%	93.5%	77.8%	57.1%	-30.5%	59.3%	107.6%	803.4%
Axa	**100.9%**	109.1%	85.3%	107.4%	91.3%	82.1%	72.9%	101.7%	267.7%
Sompo	**109.7%**	91.2%	81.0%	66.6%	107.3%	59.3%	44.7%	84.8%	267.7%
Mapfre	**97.7%**	87.0%	94.9%	90.3%	90.6%	61.5%	53.4%	115.5%	298.6%
Sektör	**96.8%**	103.9%	91.4%	95.0%	93.3%	51.8%	71.1%	102.2%	206.0%

Kaynak: TSRB

Covid-19 sonrası süreçte özellikle trafik/kasko ile sağlık segmentlerinde 2020 yılında düşen hasarların normalleşmesini bekliyoruz. Bunun yanında Türkiye Sigorta'nın güçlü olduğu alanlarda aynı ölçekte bir hasar frekans yükselmesi beklemiyoruz. Normalleşmiş hasar frekanslarıyla çoğu branştaki kombine oranların %90 olan tarihi ortalamalarına dönmesini bekliyoruz. Bunun yanında Türkiye Sigorta'nın sağlık ve trafik branşlarında pazar payı kazanacağı ve bunun şirketin kombine oranlarını yukarı iten bir etki yapacağını öngörüyoruz. Öte yandan 2020 teknik karlılıklarını olumlu etkileyen bazı düşük yazılmış karşılık giderlerinin de bundan sonraki süreçte normalleşmesi beklenmelidir. Örnek olarak şirketin 2020 dokuz aylık finansallarında prim üretimi düşük seyreden bazı branşlar nedeniyle normalde gider yazılan kazanılmamış pri karşılık kalemi 189mn TL olarak gelir kaydedilip teknik karlılığı olumlu etkiledi. Bu ve bunun gibi normalleşecek kalemler nedeniyle teknik kar momentumunda 2021 yılında bir düşüş öngörmekteyiz.

Türkiye Sigorta yazılan poliçe adeti bazında sektörde lider konumunda. Her ne kadar üretilen prim rakamı şirketin sektör içindeki pozisyonunu belirlemede daha iyi bir gösterge olsa da, yazılan poliçelerdeki pazar payı verisi de şirketin müşteri tabanının ne kadar geniş olduğu konusunda iyi bir fikir veriyor. Ayrıca sigorta şirketinin bireysel müşteri tabanında ne kadar yaygın olduğunu da gösteriyor. Türkiye Sigortanın burada toplam 48.3 milyon yaşayan poliçe içerisinde 8.24 mn poliçeyle % 17,1'lik bir Pazar payı bulunuyor. Şirketin zorunlu deprem, tamamlayıcı sağlık, tarım ve bireysel kaza poliçelerindeki dominant konumu nedeniyle bireysel tabanda çok önemli bir piyasa konumu bulunuyor.

Şekil: Seçilmiş sigorta şriketlerinin yazılan poliçe sayısında pazar payları (2020/09)



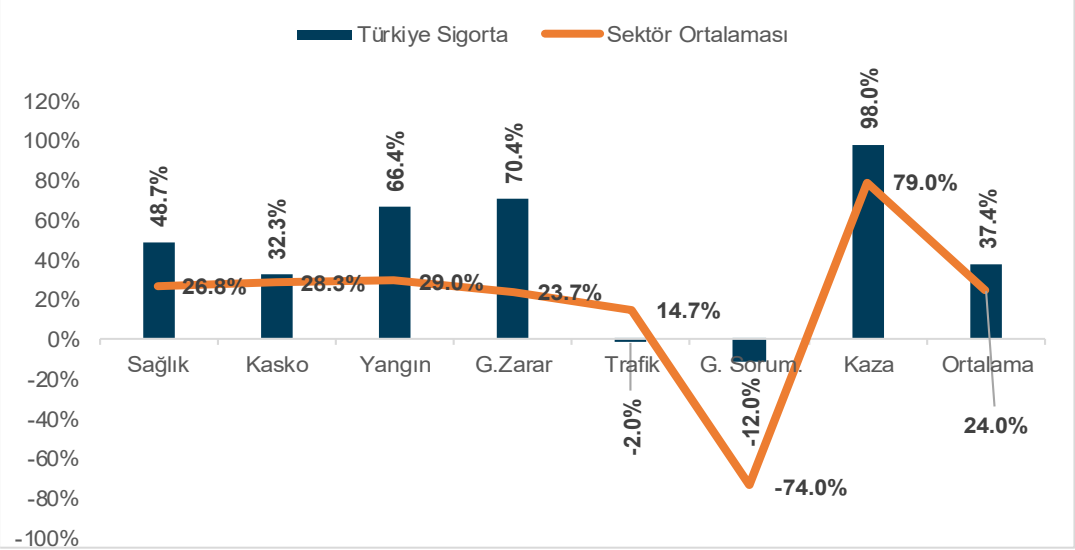
Kaynak: TSRB, İş Yatırım

Türkiye Sigorta'nın konservasyon oranları sektör ortalamalarına göre düşük seyrediyor. Şirketin reasüröre devretmeyip bünyesinde bıraktığı primlerin bir göstergesi olan konservasyon oranı 2020'nin üçüncü çeyreği itibarıyla %49 seviyesiyle %66'lık sektör ortalamalarının oldukça altında. Burada şirketin güçlü olduğu zorunlu deprem, tarım gibi alanlarda ve bazı büyük risklerin reasürörlere devrinden kaynaklı bir sonuç görüyoruz. Örneğin zorunlu deprem sigortalarında şirket hemen hemen tüm riski reasürörlere devretmektedir. Diğer büyük riskli poliçelerde de konservasyon oranları genelde çok düşük olabilmekte ve şirket elde edilen primlerin devrinden dolayı bir komisyon geliri elde etmektedir. Ancak şunu da belirtmek gerekir ki 2020 yılında konservasyon oranının çok düşmesi daha önce bilançoda olan önemli büyüklükteki bir poliçenin devredilmesi sonucunda gerçekleşti. Dolayısıyla önümüzdeki dönemlerde konservasyon oranının %60'lare doğru yükselmesini bekliyoruz.

Özellikle yangın, genel zarar ve bireysel kazalar branşlarında yüksek hacimle üretilen primler nedeniyle şirketin teknik karlılığının görünümü oldukça güçlü. Hatta bunun genelde teknik karlılığı çok yüksek olmayan sağlık branşı için geçerli olduğunu görüyoruz. Şirketin sağlık branş teknik karlılığı rakip ve sektör ortalamalarının oldukça üzerinde. Burada anahtar konu şirketin yaygın bir bireysel müşteri tabanına hizmet vermesi ve ölçek ekonomisini yakalamış olması gerçeğidir.

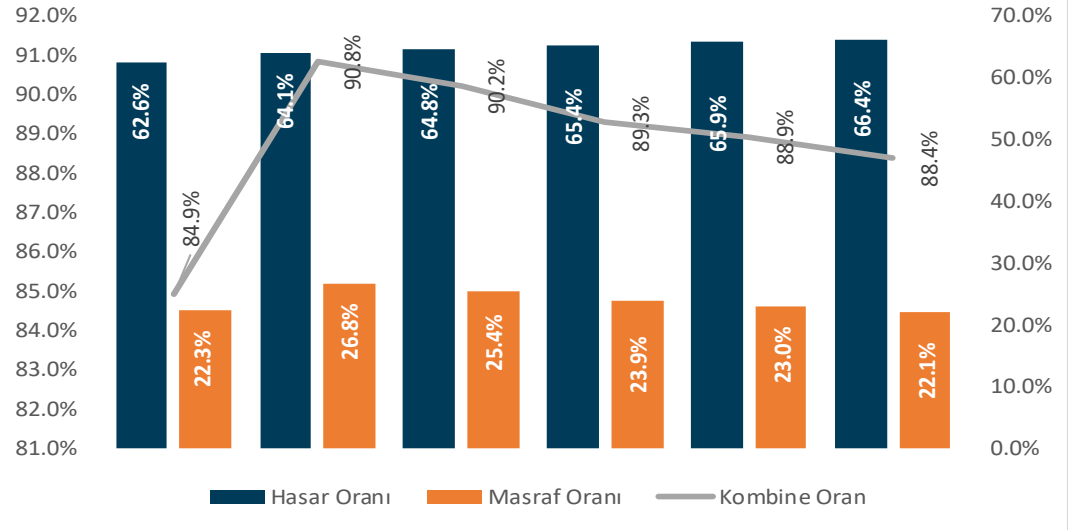
Tahminlerimize göre 2020 sonu itibarıyla %32 seviyesinde bulunan şirketin sigorta teknik kar marjının 10 yıllık dönemde %22'lere doğru normalleşmesini öngörmekteyiz. Teknik kar marjın belirleyici bileşenleri ise prim büyüme ve kompozisyonu, hasar frekanslarının gelişimi, giderlerin görünümü ile rekabet/düzenleme koşullarının çerçevesi olacaktır. Şirketin prim kompozisyonunda önemli değişiklikler beklememekle beraber önümüzdeki dönemde trafik ve sağlık branşlarında daha güçlü prim üretimleriyle hasar frekansının özellikle 2020 yılına göre yükselmesini beklemekteyiz. Teknik kar marjının önemli derecede gerileme beklentimiz aslında oldukça muhafazakar varsayımlar altında gerçekleştirildi. Şirketin her zaman bu beklentimizin ötesinde daha olumlu bir performans gösterme ihtimali bulunmaktadır.

Şekil: Branş bazında teknik kar marjı, Turkiye Sigorta ile Sektör Ort. (2020/09)



Kaynak: TSRB, İş Yatırım

Şekil: Hasar, masraf ve kombine oran tahminleri (Türkiye Sigorta, 20-25T)



Kaynak: TSRB, İş Yatırım

Tahminlerimize göre Türkiye Sigorta'nın önümüzdeki beş yılda toplam prim üretimi yıllık ortalama olarak %21 seviyesinde olacak. Şirketin büyümek istediği sağlık, kasko/trafik gibi branşlarda pazar payı kazanımını öngörürken, hâlihazırda kuvvetli olan segmentlerde de prim büyüme tahminlerimiz reel bazda kuvvetli gözüküyor. Şirketin tamamlayıcı sağlık alanına odaklanması ve yeni kurulan şehir hastane altyapılarıyla bu mecrada kuvvetli büyümeler beklerken, deprem, sel, yangın gibi doğal afetler konusunda da sigortalılık oranının yükselmesiyle sektör ortalamalarının üzerinde büyümeler bekliyoruz. Kamu bankalarının 5000 şubesinin acente olarak kullanılması bunun yanında 2000 özel acente şirketin çok önemli bir bireysel ve kurumsal müşteriye ulaşması sonucunu getiriyor. Özellikle bireysel alanda kuvvetli bir müşteri tabanının olması, kredinin içine yedirilmiş ürünlere (banka kanalı ile) kolay erişim gibi özellikler şirketin çapraz satış yapma dolayısıyla büyüme potansiyelini arttıracaktır.

Türkiye Sigorta'nın teknik karlılık göstergesi olan kombine oranının (hasar/prim ve gider/prim oranlarının toplamı) önümüzdeki beş yılda ortalama %88 olacağını tahmin ediyoruz. Hasar/prim oranlarında 2020 sonuçlarına göre bir normalleşme (yükseliş) bekliyoruz. Özellikle sağlık ve trafik branşlarındaki hasar frekanslarının normale dönmesiyle toplam kombine oranı da kademeli yukarı gidecektir. 2020 ilk dokuz ay itibarıyla %60 civarında seyreden hasar/prim oranının kademeli olarak %66-67 bandına doğru hareket etmesini bekliyoruz.

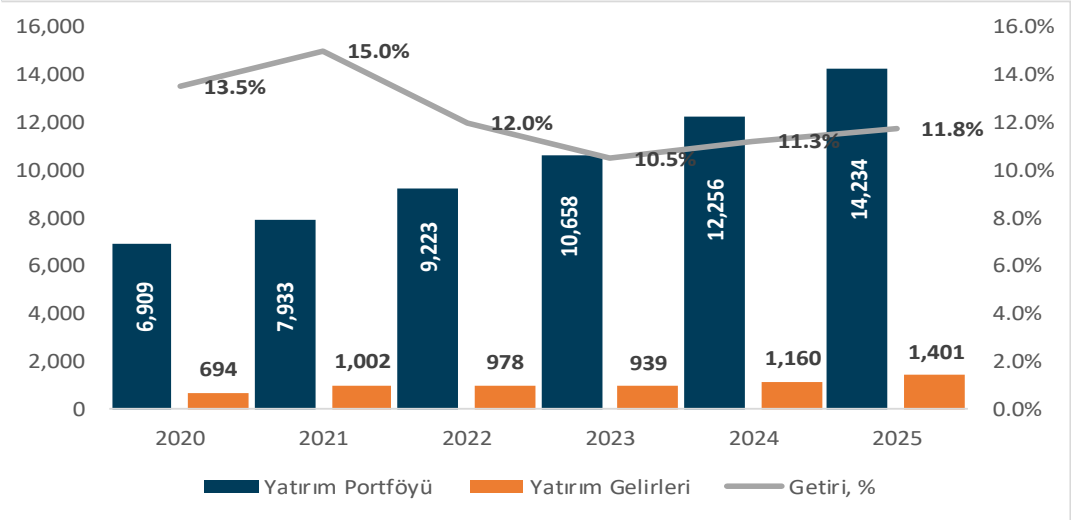
Birleşmeden sonra ortaya çıkacak sinerjileri tahminlerimize üç yıl sonra kısmi olarak yansıttık. Birleşme nedeniyle özellikle faaliyet giderlerinde ortaya çıkabilecek potansiyel sinerjilerin gider oranlarını aşağıya çekici bir etkisi olacaktır. Ancak biz muhafazakar olarak bu etkileri tahminlerimize ileriki yıllarda kısmi olarak yansıttık. Gider oranının iki bileşeninden birisi olan acentelere ödenen komisyonlarda herhangi bir azalma olacağını düşünmüyoruz. Sinerjik etki ancak faaliyet giderlerinde çıkabilecektir. Burada teknolojinin de daha yaygın kullanımıyla şirket açısından geniş bir iyileştirme alanı olduğunu düşünüyoruz.

Teknik tarafa aktarılan yatırım gelirlerinde bir ivme kaybı yaşanabilir. Geçtiğimiz yıllarda bu üç şirketin yatırım gelirlerinin önemli bileşeni olan iştiraklerden temettü gelirleri, hayat ve emeklilik şirketlerin hisselerinin önemli bir kısmının TVF'ye devriyle bundan sonraki süreçte düşeceğini öngörüyoruz. Bunun yanında 2020 yılında önemli katkı sağlayan kur farkı gelirleri de 2021 yılında zayıf seyredecektir. Ancak şirketin uzun döviz pozisyonunun özellikle trafik/kasko kaynaklı hasarlarda doğal bir koruma sağladığını da not etmemiz gerekiyor. Yukarıda bahsedilen nedenler ile faiz getiren yatırımların gelirlerinde 2021 yılında yıllık olarak bir zıplama beklesek de toplam yatırım gelirleri 2020 yılına göre önemli bir büyüme kaydetmeyecek. Ondan sonraki yıllarda ise prim büyümesine paralel olarak yatırım portföy hacmi ile faizlerin gidişatına göre yatırım portföy getirileri şekillenecek.

Yüksek faiz ortamı yatırım gelirlerini destekleyecek

Faiz gelirleri 2021 yılında artış gösterecek. Teknik gelir tarafına aktarılan yatırım gelirleri toplam sigortacılık gelirlerinin önemli bir kısmını oluşturuyor o nedenle faiz oranlarındaki gidişat sigorta şirketlerinin karlılığında önemli bir unsur. Elinde bulunan yaklaşık TL 7 milyarlık yatırım portföyü ile Türkiye Sigorta artan faiz ortamından en olumlu etkilenecek şirketlerden biri olarak karşımıza çıkıyor. Toplam nakit ve nakit benzeri aktiflerin 2020 yılında TL 6.7 milyarlık kısmının yatırım portföyü olmasını geri kalan kısmının da kredi kart alacaklarından oluşmasını bekliyoruz. Yatırım portföyünün çok büyük bir kısmı kısa vadede yeniden fiyatlanan TL mevduatlardan oluştuğu için kısa sürede yüksek faizlerin olumlu getirisi Portföy verimine yansımış olacak. Portföyün toplam ağırlıklı getirisinin 2020'ye göre en az 150 baz puan artmasını öngörüyoruz. Geçmiş performansa baktığımızda Portföy veriminin sektör ve akran şirket ortalamalarına yakın olması yönetimin Portföy getirisi konusunda oldukça hassas olduğunu gösteriyor.

Şekil: Yatırım Portföy, gelir ve getiri (20-25T)



Kaynak: TSRB, İş Yatırım

Yatırım gelirlerinin diğer kalemleri geçmiş dönemlere göre azalacak. Birleşen kamu sigorta şirketlerinin iştiraki durumunda olan Hayat ve Emeklilik şirketlerinin önemli büyüklükteki hissesi TVF'ye devrolduğu için bu şirketlerden gelen temettü gelirlerinde 2021'den itibaren önemli bir düşüş görülecek. Bunun yanında TL'nin zayıf seyrinden ötürü 2020 yılı boyunca kuvvetli uzun pozisyon karı yazılan net kur gelirleri de muhtemelen 2021 yılında düşüş eğiliminde olacak. Yine de faiz gelirlerinin olumlu etkisiyle toplam yatırım gelirlerinin 2021 yılında TL 1 milyar seviyesine ulaşmasını bekliyoruz (2020T: TL 965mn).

Tahminlerimize göre Türkiye Sigorta'nın yatırım portföyü 2020 yılı sonu itibariyle TL 6.5 milyar seviyesinde olup bunun yaklaşık %95'I TL mevduatlarda durmaktadır. Şirketin 2020 dokuz aylık verilerinde TL 5.6 milyarlık bir miktarın TL mevduatlara plase olmuş olduğu görülüyor. Ayrıca TL 248mn'luk bir döviz mevduatı bulunuyor. Şirketin TL377mn'luk bir uzun pozisyonu bulunuyor ve özellikle trafik segmenti yedek parka giderlerinin dövize bağlı olması nedeniyle oldukça etkin bir koruma da sağlıyor.

Mevduatlar yatırım portföyünün en önemli kısmını teşkil ediyor. Son dönemlerde Merkez Bankası'nın birbiri ardına gelen faiz artırımlarından ötürü vadesi daha kısa olan TL mevduatların getirisi tırmanmaya devam ediyor. Yönetimin mevduat getirisi konusunda hassas olduğu ve piyasada mevcut en cazip oranlar üzerinden yatırımı yönlendirmeyi hedeflediklerini düşünüyoruz.

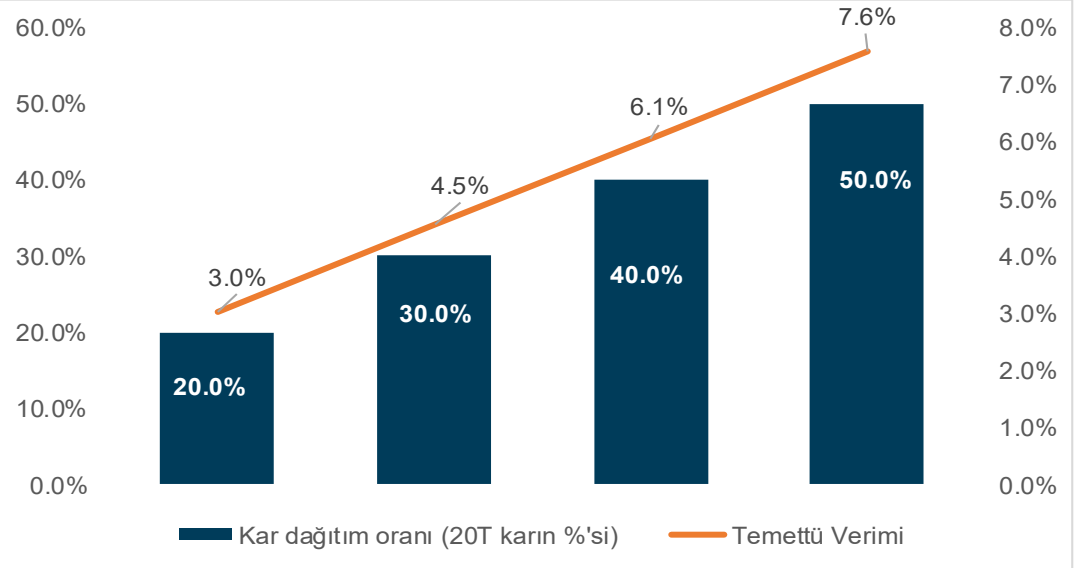
Toplam yatırım portföyü içerisinde tahvillerin payı oldukça düşük düzeyde bulunuyor ancak burada faiz döngüsüne ve getiri cazibesine göre yatırımların daha fazla kısmı tahvile ve bono piyasasında değerlendirilebilir.

Türkiye Sigorta'nın istikrarlı temettü ödeyen bir şirket olacağını düşünüyoruz.

Sigorta şirketlerinin temettü ödemeleri karlılık, düzenlemeler/sermaye yeterlilik gereksinimleri ve yönetimin yeni yatırım tercihlerinin bir fonksiyonudur şeklinde özetlenebilir. Daha önce şirketin yönetimi bölgesel büyüme planları dahilinde çevre ülkelerde yatırım yapılabileceğinin altını çizmişti. Böyle bir yatırımın çok önemli miktarlarda bir sermaye yatırımı olmayacağını düşünüyoruz.

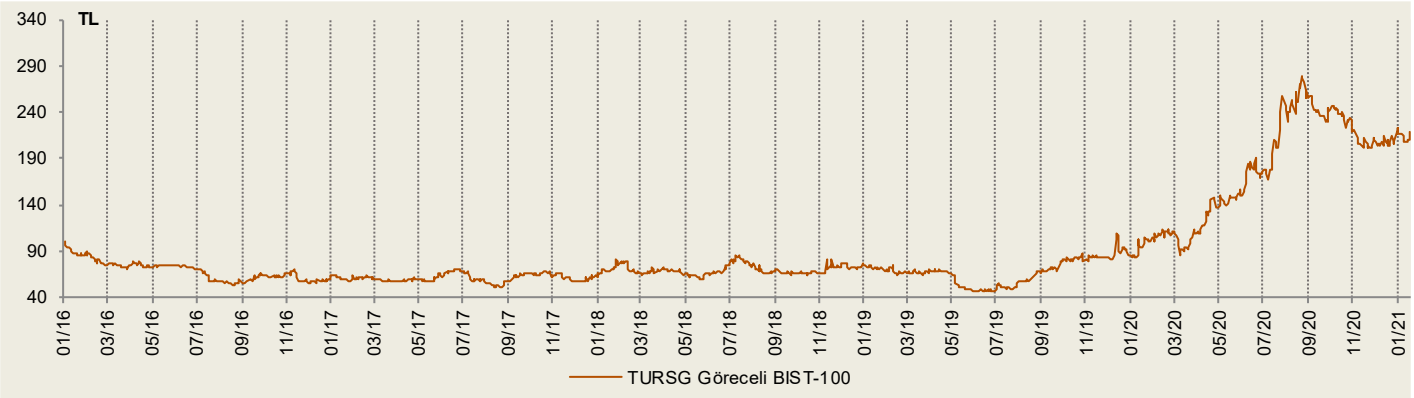
Sermaye yeterlilik oranlarına bakılacak olursa herhangi bir sigorta şirketi riskli aktiflerinin en az % 100'ü oranında sermaye bulundurmak durumundalar. Buna göre, Türkiye Sigorta'nın 2020 üçüncü çeyrek dipnotlarında yer aldığı gibi şirketin bulundurması gereken asgari sermaye miktarı 874mn TL düzeyinde. Ancak şirketin aynı tarih itibarıyla TL 1.6 milyarlık çekirdek sermayesi bulunuyor bu da sermaye yeterlilik oranının %192 seviyesine çıkartıyor. Düzenleyici kurum sermaye yeterliliğinin % 115'in altına düşmesi durumunda sigorta şirketini yakın izlemeye alıyor bu sebeple temettü ödemek için %115'lik sermaye oranı tutturmak önemli bir eşik konumunda. Bu açıdan bakıldığı zaman Türkiye Sigorta'nın çok rahat temettü ödeyebilecek konumda bir şirket olduğunu görüyoruz. Ayrıca ana sermayedar olan TVF'de temettü konusuna çok olumlu yaklaşabilir. Bu çerçevede şirketin önümüzdeki yıllarda ortalama olarak karının %30' unu temettü olarak dağıtabileceği varsayımını tahminlerimize yansıttık.

Şekil: Değişik dağıtım oranlarına göre temettü verimleri (Türkiye Sigorta, 2020T)

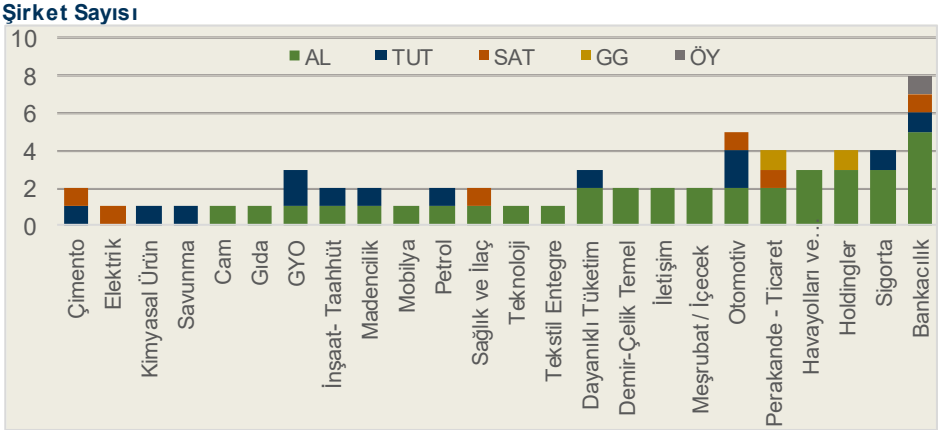


Kaynak: TSRB, İş Yatırım

Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı

This report has been prepared by "İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş." (İş Investment) solely for the information of clients of İş Investment. Opinions and estimates contained in this material are not under the scope of investment advisory services. Investment advisory services are given according to the investment advisory contract, signed between the intermediary institutions, portfolio management companies, investment banks and the clients. Opinions and recommendations contained in this report reflect the personal views of the analysts who supplied them. The investments discussed or recommended in this report may involve significant risk, may be illiquid and may not be suitable for all investors. Investors must make their decisions based on their specific investment objectives and financial positions and with the assistance of independent advisors, as they believe necessary.

The information presented in this report has been obtained from public institutions, such as Istanbul Stock Exchange (ISE), Capital Market Board of Turkey (CMB), Republic of Turkey, Prime Ministry State Institute of Statistics (SIS), Central Bank of the Republic of Turkey (CBT); various media institutions, and other sources believed to be reliable but no independent verification has been made, nor is its accuracy or completeness guaranteed.

All information in these pages remains the property of İş Investment and as such may not be disseminated, copied, altered or changed in any way, nor may this information be printed for distribution purposes or forwarded as electronic attachments without the prior written permission of İş Investment. (www.isinvestment.com)

Capital IQ
A Division of Standard & Poor's

This research report can also be accessed by subscribers of Capital IQ, a division of Standard & Poor's. For more information, please visit Capital IQ's web site at www.capitaliq.com.