

SİGORTA SEKTÖRÜ – XSGRT - OLUMLU

Güçlü sonuçlarla yola devam

Sektörde tadilat süreci bitti. Hem hayat dışı hem hayat sigortaları grubunda süregelen tadilat süreçleri nezdinde tadilat süreçleri 2.çeyrek itibariye tamamlandı. 3.çeyrek itibariyle karlılık nezdinde daha canlı karlılıkların elde edini mi söz konusu olacaktır.

İskonto oranında güncelleme geldi. Piyasanın yılsonunda beklediği muallak tazminatta iskonto oranında güncelleme 29 Eylül 2025 itibariyle devreye alındı. Bu doğrultuda 250 baz puan daha indirim devreye girmesiyle birlikte hayat sigortaları tarafında 350 milyon-1 milyar TL bandında net kardan eliminasyona sebebiyet vermiş oldu. Eliminasyon olmasa idi hayat ile yarışacakları bir 3.çeyrek izlemek mümkün olacaktı.

Hayat tarafı çok güçlü seyrediyor. Kredi hayat tarafında görece iyimser seyir ve BES/OKS gruplarında görece canlı kullanımlar doğal olarak gelirlerin güçlü büyümesine neden oluyor. Önümüzdeki dönemdeki yeni hikayelere erişmeden buradaki büyüme hızları hayat dışından daha fazla seyrediyor.

Gelecek nelere işaret ediyor?:

Olumlu yönler: i) Hayat için kritik TES 2026 2.çeyrekte mevzuatın gündeme getirilip 2027'de devreye alınması, ii) Hayat dışı tarafta birikmiş iştanın canlı seyretmeye devam etmesi, iii) Faiz indirim döngüsünün beklenenin aksine sektöre pozitif yansıması,

Olumsuz yönler: i) İskonto oranlarında tekrardan bir indirim yapılması ii) Ani şok iii) TES sürecinin beklenenden daha geç kalması diyebiliriz.

2025 3.çeyrek özelinde kar tahminlerimiz aşağıdaki gibidir:

KOD	Tahmin	2Ç25	3Ç24	Ç-Ç%	Y-Y%
AGESA	1.350	1.260	702	7%	92%
AKGRT	870	858	555	1%	57%
ANHYT	1.445	1.326	707	9%	104%
ANSGR	3.320	2.959	2.441	12%	36%
TURSG	4.880	4.811	3.071	1%	59%
Sektör*	11.865	11.215	7.477	6%	59%

Kaynak:Marbaş Menkul Değerler Araştırma Departmanı

Sektör*: Araştırma kapsamımızda olan ve halka açık şirketler

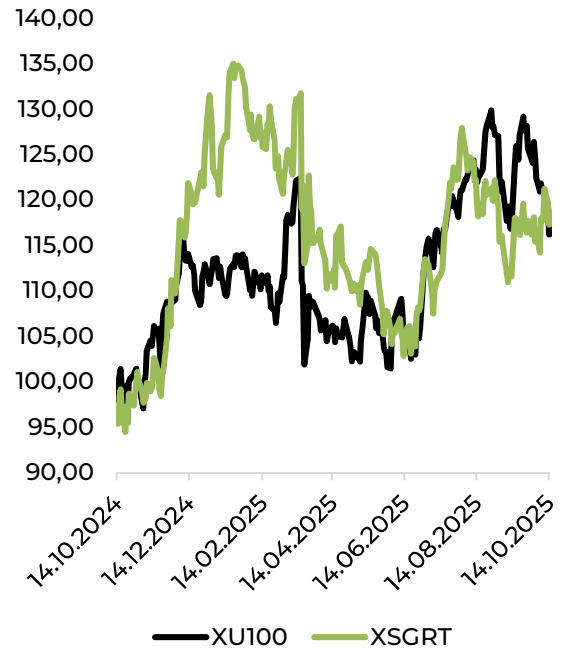
Şirket bazlı detaylarına bir sonraki sayfadan itibaren ulaşabilirsiniz

15 Ekim 2025

Hisse Kodu	XSGRT
Piyasa Değeri (mlr TL)	220,63
Piyasa Değeri (mln \$)	5.274

**FİYAT
PERFORMANSI
(%)**

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	3,34	1,72	0,73
XUMAL'E GÖRE	2,48	-2,36	-19,64
Nominal (TL)	5,11	4,96	22,08
Nominal (USD)	3,85	0,97	-0,13



KOD	ESKİ FİYAT	YENİ FİYAT	TAVSİYE
AGESA	237,83	279,69	AL
AKGRT	8,71	9,01	AL
ANHYT	181,78	181,78	AL
ANSGR	36,02	36,02	AL
TURSG	15,93	15,93	AL

Kaynak:Marbaş Menkul Değerler Araştırma Departmanı

AGESA - AL

Güneş yerinde her şey yolunda

Prim üretimleri büyümesinde tartışmasız lider olarak karşımıza çıkıyor. Şirket özellikle yoğun saha satış ekibinin de katkısıyla birlikte gözle görülür şekilde reel büyümeye prim üretimlerinde devam ediyor. **2025 3.çeyrek yıllık büyümesi %79,64 olurken aylık bazda en iyi dönem %89,26 ile Eylül ayı oldu. 9 aylık büyüme ise %69,7 olarak gerçekleşti. 3.çeyrek prim üretimi 6,82 milyar TL oldu.**

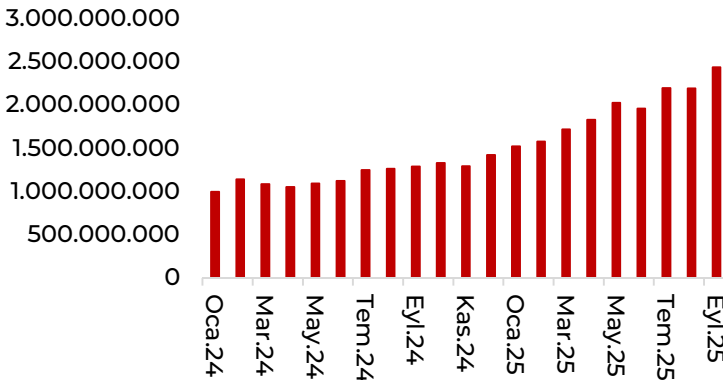
Sektörden daha iyi gidiyor. Kredi hayat tarafındaki canlı seyirle birlikte TÜFE'nin üzerinde büyümeye devam edilmesi doğal olarak enflasyon aşağıya geldikçe katkının hızı daha fazla hissedilmiş oluyor. **Fon birikimlerinde büyüme ülke ortalamalarının üzerinde seyrediyor.** Yönetişim becerisi sayesinde şirketin fon birikimlerinde büyüme hızı beklenenden daha hızlı gerçekleşirken bu da ilave bir alan sağlıyor.

Temettü iştahı yüksek seyrediyor. Şirketin özellikle yönetim becerisi doğrultusunda yine yüksek oranlı temettü dağıtım iştahını önümüzdeki yıllarda ve 2025 karında da devam ettireceğini değerlendiriyoruz. Kendi değerlendirmemiz doğrultusunda **2025 yılında karın %40'ını dağıtarak yaklaşık 2,1 milyar TL'lik bir net kar dağıtımını gerçekleştireceğini hesaplıyoruz. Burada temettü iştahının güncel sermayenin artık bayağı reel olarak niteliği kalmaması nedeniyle hem nakdi hem de bedelsiz olarak olma olasılığı arttığını değerlendiriyoruz.**

AGESA özelinde 3.çeyrekte 1,35 milyar TL (1,3-1,5) net kar bekliyoruz. Burada özellikle büyümenin çeyrekten çeyreğe %7 yıldan yıla %92 büyümeye işaret ediyor. Yılsonu 4 milyar TL net kar beklentimizi 5,2 milyar TL'ye revize ediyoruz.

Bu veriler ışığında AGESA hedef fiyatımızı 237,83 TL'den 279,69 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Tablo-1: Prim Üretimleri (seviye, aylık, TL)



Kaynak:Marbaş Menkul Değerler Araştırma Departmanı

15 Ekim 2025

Hisse Kodu	AGESA
Piyasa Değeri (mlr TL)	34,02
Piyasa Değeri (mln \$)	813
HEDEF FİYAT	279,69
POTANSİYEL GETİRİ	%42,75
TAVSİYE	AL

F/K	8,09
PD/DD	4,86

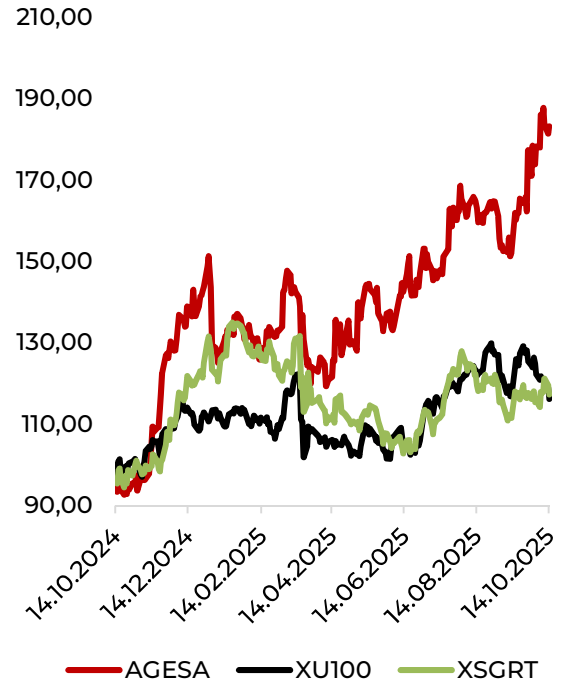
Hisse Sayısı (mln lot)	180
FDPO (%)	19,86
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	62,74

FİYAT
PERFORMANSI
(%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	18,61	20,70	70,94
XSGRT'A GÖRE	13,26	16,97	67,87
Nominal (TL)	20,38	23,93	92,29
Nominal (USD)	19,12	19,94	70,07

ORTAKLIK YAPISI

	%
SAHOL	40
AGEAS	40
DİĞER	20



AKGRT - AL

İyileşme döneminden sürdürülebilir karlılığa

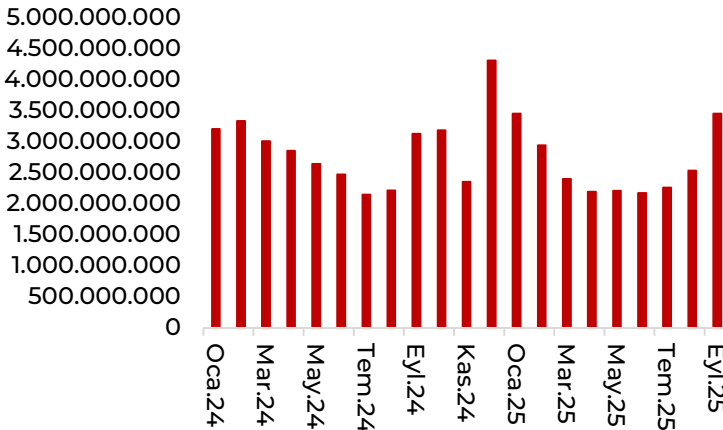
KAS zorluğu ortadadır. Şirket prim üretimleri tarafında üretimde pozitifte geçmiş olsa da pozitifliği daraltan grup maliyetli ve zarara neden olan KAS grubudur. Bu grup var olmasa idi prim üretimlerindeki büyüme görünenden daha fazla olacaktır. Biz yine de bu veri setinde KAS dahil bakıyoruz. Prim üretiminde 2025 3.çeyrek özelinde yıllık büyüme %10,04 olurken en iyi büyüme %14,44 ile Ağustos ayında gerçekleşti. 9 aylıkta zayıf ay varlıkları nedeniyle %5,57 gibi sınırlı bir daralma var. 3.çeyrek prim üretimi 8,25 milyar TL olarak gerçekleşti.

Net mali gelir yönetişimi etkin olmaya devam ediyor. Prim üretimleri kaynaklı teknik dengeye önemli bir baskı yaratımı olsa da net mali gelir ve yönetim becerisiyle birlikte net kar ve teknik denge diri tutulmaya devam ediliyor. İyileşme ölçütlerinin gözle görülür şekilde tamamlandığını değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde artık odağın "karlılığın sürdürülebilirliği" olacaktır.

Bu veriler ışığında AKGRT özelinde kar tahminimiz 870 (850-890) milyon TL'dir. Burada özellikle net mali gelir etkisiyle birlikte net kar rakamının gözle görülür ayrıştığını gözlemlerken 2.çeyrek itibariyle iyileşmenin başladığını 3.çeyrek itibariyle daha reel hale geleceğini değerlendiriyoruz. 2 milyar TL net kar beklentimizi 2,7 milyar TL seviyesine çıkartıyoruz.

AKGRT özelinde tahminlerimizi güncellememiz vesilesiyle 8,71 TL olan hedef fiyatımızı 9,01 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Tablo-2: Prim Üretimleri (seviye, aylık, TL)



Kaynak: Marbaş Menkul Değerler Araştırma Departmanı

15 Ekim 2025

Hisse Kodu	AKGRT
Piyasa Değeri (mlr TL)	9,96
Piyasa Değeri (mln \$)	238
HEDEF FİYAT	9,01
POTANSİYEL GETİRİ	%45,79
TAVSİYE	AL

F/K	4,05
PD/DD	1,58

Hisse Sayısı (mln lot)	263,98
FDPO (%)	27,99
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	104,55

FİYAT

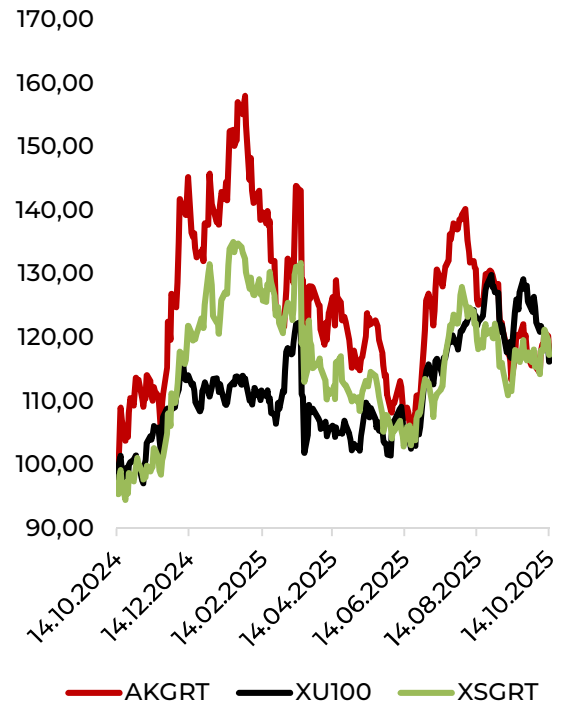
PERFORMANSI

(%)	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	2,27	-11,95	-1,11
XSGRT'A GÖRE	-3,08	-15,68	-4,19
Nominal (TL)	4,04	-8,71	20,23
Nominal (USD)	2,78	-12,71	-1,98

ORTAKLIK YAPISI

%

SAHOL	36
AGEAS	36
DİĞER	28



ANHYT - AL

Tadilattan güçlü karlılığa geçiş

2.çeyrek tadilat çeyreği idi. Hatırlatmak gerekirse 2025 2.çeyrek sigortacılık raporunda da vurguladığımız üzere şirketin bu çeyrekte gider yönetişimi, maliyet kontrolü ve komisyonların nitelikli hale getirilmesi gibi aksiyonlar alacağı ve bu doğrultuda dengeli bir kar üreteceğini hatırlatmıştık. Şirket 2.çeyrekte tadilat sürecini başarıyla tamamlayarak güçlü karlılığa geçişte ilk çeyreği karşımıza sunmuş oldu.

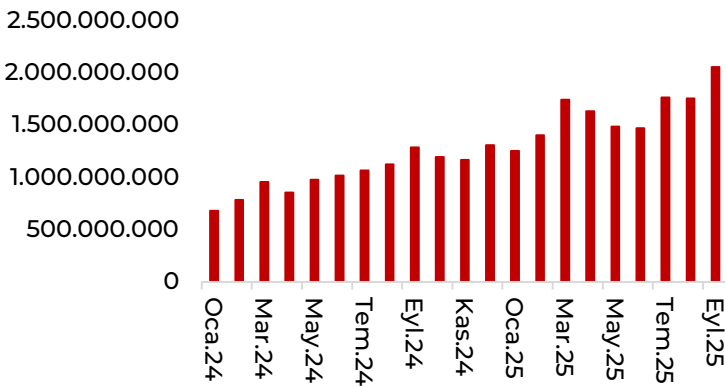
2.çeyrek karının önemli bir kısmı 1 defaya mahsustu. Burada özellikle hatırlatmak gerekirse 2025 2.çeyreğin gerçekten zorlu geçtiğini biliyorduk. 2.çeyrek karlılığında neredeyse yarısı girişim sermayesi yatırımlarının değerlemesinden geldi. Bu doğrultuda 3.çeyreğin hem yıllık hem çeyreklik bazda reel manada büyümesi görünenden çok fazla olduğunu söylemek gerekiyor.

TL bazında en iyi prim üretimini Eylül ayında yaptı. Şirket ivmelendirdiği prim üretimini özellikle Eylül ayında TL bazlı ilk defa 2 milyar TL barajını aştı. Prim üretiminde 2025 3.çeyrekte yıllık büyüme %60,45 olarak gerçekleşirken yüzde bazlı en iyi büyüme ise Temmuz ayından geldi. 3.çeyrek prim üretimi 5,56 milyar TL oldu. 9 aylık büyüme ise %66,6 olarak kaydedildi.

ANHYT özelinde bu veriler ışığında kar tahminimiz 1,445 (1,4-1,5) milyar TL'dir. Yılsonunda 5,05 milyar TL'lik beklentimizi korumaya devam ediyoruz. 4.çeyrekte de ivmelenme sürmesi durumunda ilave bir alan açılımı söz konusu olacaktır.

ANHYT özelinde 181,78 TL hedef fiyat ve AL tavsiyemizi korumayı sürdürüyoruz.

Tablo-3: Prim Üretimleri (seviye, aylık, TL)



Kaynak: Marbaş Menkul Değerler Araştırma Departmanı

15 Ekim 2025

Hisse Kodu	ANHYT
Piyasa Değeri (mlr TL)	39,78
Piyasa Değeri (mln \$)	951,21
HEDEF FİYAT	181,78
POTANSİYEL GETİRİ	%96,52
TAVSİYE	AL

F/K	8,63
PD/DD	3,93

Hisse Sayısı (mln lot)	430
FDPO (%)	15,07
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	117,1

FİYAT

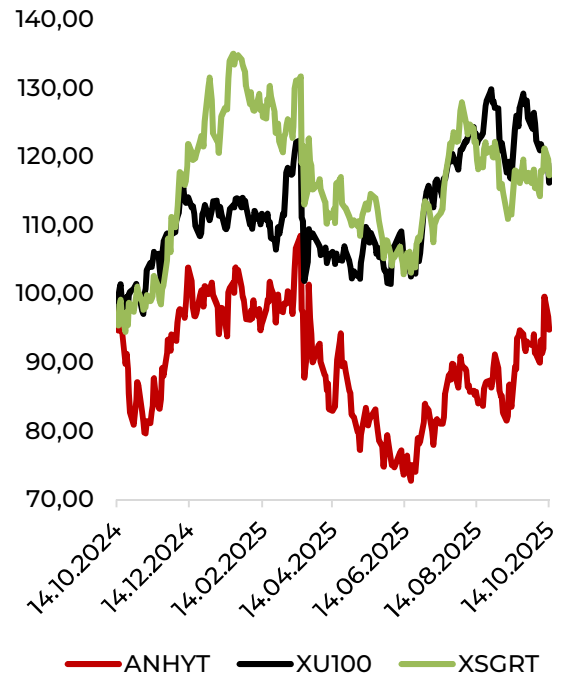
PERFORMANSI

(%)	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	11,72	13,71	-23,90
XSGRT'A GÖRE	6,37	9,97	-26,97
Nominal (TL)	13,50	16,94	-2,55
Nominal (USD)	12,24	12,95	-24,76

ORTAKLIK YAPISI

%

İŞ BANKASI	63,92
ANSGR	20
DİĞER	16,08



ANSGR - AL

İskonto etkisi finansallarda görülüyor

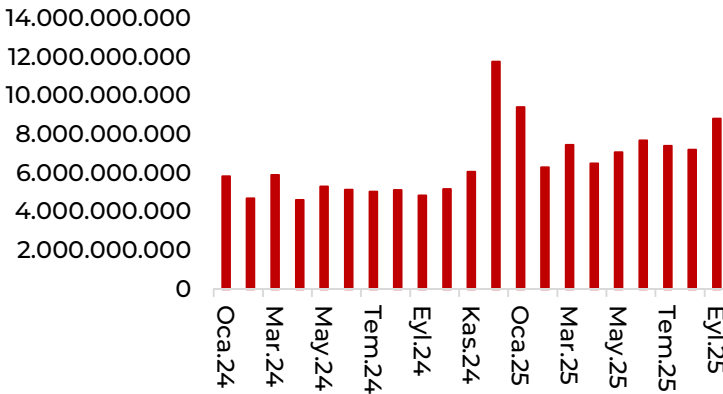
2.çeyrek karmaşık bir çeyrekti. Şirketin özellikle net mali gelir tarafında 19 Mart sonrası yaşanan dalgalanma kaynaklı beklendiği gibi sonuç elde etmemesiyle birlikte beklenenden daha az bir net kar yansımaları takip ettik. Ayrıca muallak tazminatta iskonto oranı etkisinin de 6 aya yansımalarının etkilerini de gördük. Bu durum doğal olarak iyimser tahminlerin elimine olmasına ve özsermaye karlılığının beklenenden daha fazla gerilemesine neden oldu.

3.çeyrekte görünüm bir miktar iyimserliğini kaybetti. Şirketin özellikle güçlenen prim üretimleriyle birlikte karlılıkta yeni bir evreye 3.çeyrek itibarıyla geçmesini bekliyorduk. Detaylandırmak gerekirse: **2025 3.çeyrekte yıllık prim üretimi büyümesi %56,18 oranında büyüyerek hayat dışında en iyi büyüme kaydedilirken en iyi büyüme Eylül ayında %82,17 ile kaydedildi. 3.çeyrek prim üretimi toplamı 23,45 milyar TL oldu. 9 aylık büyüme ise %45,88 olarak kaydedildi.** Burada iyimserliği kaybetmede ana husus muallak tazminatlarda iskonto nezdinde yılsonu beklenen indirimin yılsonu yapılması doğal olarak finansallarda **700-750 milyon TL bandında bir net kar eliminasyonuna sebebiyet verdi. Kombine rasyonun bir miktar yukarı yönlü seyrine sebebiyet verse de modelimiz dahilinde olduğunu belirtmek isteriz.**

Bu veriler ışığında ANSGR özelinde 2025 3.çeyrekte 3,32 milyar TL (2,9-3,5) net kar bekliyoruz. Yılsonunda 13 milyar TL net kar beklentimizi korurken muallak tazminat iskonto oranında olası bir indirim daha ihtimalinin 2025 özelinde görece azalmasıyla birlikte 4.çeyreğin net bir şekilde pozitif ayrışmasını bekliyoruz.

ANSGR özelinde 36,02 TL hedef fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Tablo-4: Prim Üretimleri (seviye, aylık, TL)



Kaynak: Marbaş Menkul Değerler Araştırma Departmanı

15 Ekim 2025

Hisse Kodu	ANSGR
Piyasa Değeri (mlr TL)	41,84
Piyasa Değeri (mln \$)	1.000
HEDEF FİYAT	36,02
POTANSİYEL GETİRİ	%72,18
TAVSİYE	AL

F/K	3,78
PD/DD	1,57

Hisse Sayısı (mln lot)	2.000
FDPO (%)	34,74
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	242,54

FİYAT

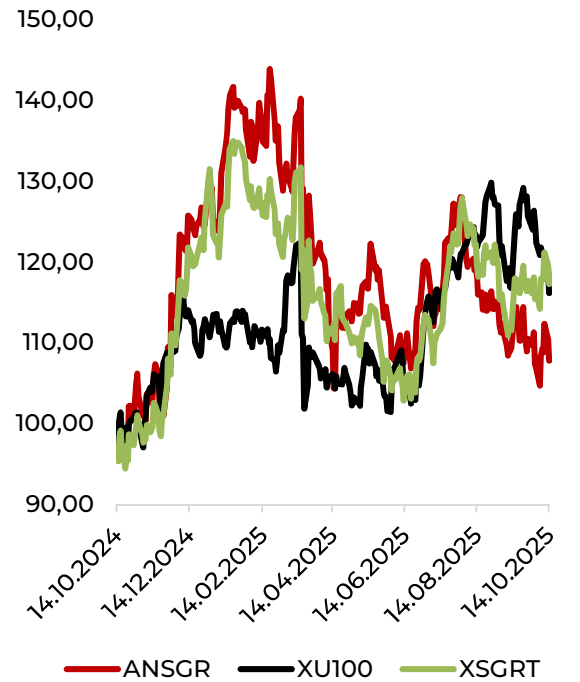
PERFORMANSI

(%)	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	-3,28	-8,79	-9,21
XSGRT'A GÖRE	-8,63	-12,52	-12,28
Nominal (TL)	-1,51	-5,55	12,14
Nominal (USD)	-2,77	-9,54	-10,08

ORTAKLIK YAPISI

%

MİLLİ REASÜRANS	57,31
TRAKYA YATIRIM HOLDİNG	7
DİĞER	35,69



TURSG - AL

Liderliği büyüterek korumaya devam

Prim üretimlerinde problem yok. Matematiksel olarak pazar lideri sürdürülebilir odağa geçeceği noktada şirket büyümesinden ödün vermeden reel prim üretimi büyümesine devam ediyor. **Detaylandırmak gerekirse: 2025 3.çeyrek özelinde yıllık büyüme %45,73 olurken en iyi büyüme %54,74 ile Temmuz ayında kaydedildi. Prim üretimi 2025 3.çeyrekte 32,3 milyar TL olarak gerçekleşti. 9 aylıkta büyüme %44,65 olarak sonuçlandı.**

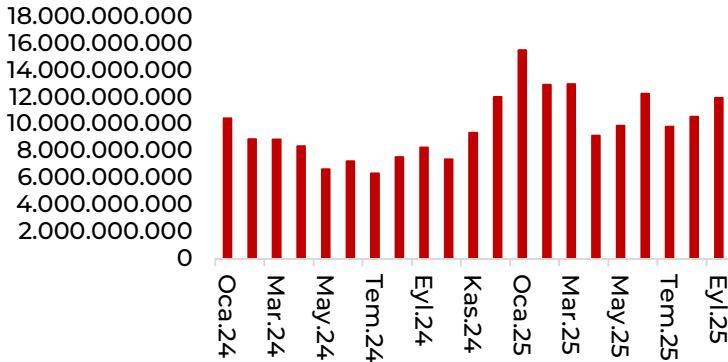
İskonto oranı net karı sınırladı. ANSGR özelinde beyan ettiğimiz husus burada da nominal olarak biraz daha fazla olmakla birlikte şirketin bu kısımda net kar özelinde 4.çeyreği net bir şekilde pozitif ayrıştırmasını bekleyebiliriz. **3.çeyreğe yansımalarının 900 milyon-1 milyar TL aralığında olduğunu hesaplıyoruz.**

Kombine rasyo %100'ün altında kaldı. Muallak tazminat iskonto oranı etkisi doğrultusunda kombine rasyonun sınırlı yükseldiğinin farkındayız. Bu doğrultuda 2025 2.çeyrekte %97,5 olan kombine rasyonun %99,2 bandına yükseldiğini değerlendiriyoruz. Bu durum %100'ün altında kalışı göstermekle birlikte iyimser karlılıkların kapısını çalmaktadır.

Bu veriler ışığında TURSG özelinde 2025 3.çeyrekte 4,88 milyar TL (4,8-5,1) net kar bekliyoruz. Yılsonunda 13 milyar TL'lik beklentimizi 17 milyar TL bandında hesaplamakla birlikte hedef fiyatta önümüzdeki yılların özsermaye karlılığını muhafazakar hale getirerek değişime gitmedik.

TURSG özelinde 15,93 TL hedef fiyat ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Model portföyümüzde yer almaya devam ediyor.

Grafik-5: Prim Üretimleri(seviye, aylık, TL)



Kaynak:Marbaş Menkul Değerler Araştırma Departmanı

15 Ekim 2025

Hisse Kodu	TURSG
Piyasa Değeri (mlr TL)	92
Piyasa Değeri (mln \$)	2.200
HEDEF FİYAT	15,93
POTANSİYEL GETİRİ	%73,15
TAVSİYE	AL

F/K	5,90
PD/DD	2,59

Hisse Sayısı (mln lot)	10.000
FDPO (%)	18,89
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	267,62

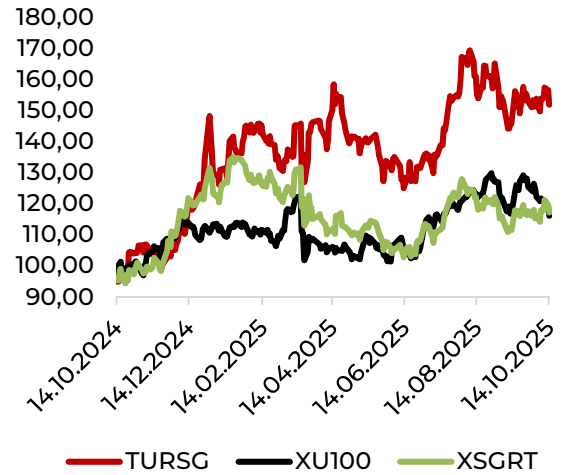
FİYAT

PERFORMANSI

(%)	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	2,30	6,24	38,68
XSGRT'A GÖRE	-3,05	2,51	35,60
Nominal (TL)	4,07	9,48	60,02
Nominal (USD)	2,81	5,49	37,81

ORTAKLIK YAPISI

	%
TVF FİNANSAL YATIRIMLAR	81,10
DİĞER	18,90





YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ

İletişim Bilgileri:

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr
☎ +90 (212) 286 30 00 / 331
📠 +90 (212) 286 30 50
📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul