

Hayat-Dışı Sigortacılık Sektörü

İyileşen ekonomik görünüm sigortacılığı destekleyecek

Aksigorta <AKGRT TI> ve Türkiye Sigorta <TURSG TI>'yı "AL" önerisiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz. Gordon Büyüme Modeli'ne göre Aksigorta için hesapladığımız 12 aylık hisse başı hedef fiyatımız 9.9TL, Türkiye Sigorta için 6.2TL'dir. Hedef fiyatlarımız, Aksigorta için %25, Türkiye Sigorta için %29 artış potansiyeli taşımaktadır.

Hisseler için olumlu görüşümüzün ortak etmenleri (i) toparlanan ekonomik büyümenin, prim penetrasyonu zaten düşük olan sektörün büyümesini desteklemesi, (ii) yüksek seyreden TL faizlerin yatırım gelirlerini arttırması, (iii) sigortacıların düzenli temettü gelenekleri ve (iv) yüksek özkaynak karlılığıdır.

Aksigorta hisseleri 2021 tahminlerimize göre 2.0x F/DD ve 5.4x F/K ile işlem görmektedir. Bu çarpanlar son 3 yıl ortalamalarına göre sırasıyla %17 ve %3 aşağısındadır. Türkiye Sigorta ise 2021 tahminlerimize göre 1.3x F/DD and 5.0x F/K oranları ile işlem görmektedir.

- İvmelenen aşılama sonrası iyileşen ekonomik görünüm prim üretimini destekleyecek:** 2020'de Kovid-19 kısıtlamaları sonrası prim üretimlerinde yavaşlama, hasar oranlarında ise düşüş gözlemlenmiştir. 2021 için reel GSYİH büyüme tahminimiz %6. Artan ekonomik aktivite, her iki şirketin de prim üretimini destekleyecektir. 2021 ve 2022'de her iki şirketin de prim üretimlerini ortalama %23 ve %29 arttırmasını, hasar oranları ve teknik karlılığın ise normalleşmesini bekliyoruz.
- Artan yatırım gelirleri karlılıkları destekleyecek:** Yüksek seyreden TL faizler, yatırım portföyleri ağırlıklı TL olan şirketlerin yatırım kazançlarını arttıracaktır. Diğer her şey aynı kalmak kaydıyla, her 1 puanlık faiz artışı, Aksigorta'nın net karını yaklaşık 25 milyon TL (2020 net karının %6'sı), Türkiye Sigorta'nın ise yaklaşık 50 milyon TL (2020 net karının %4'ü) arttıracaktır.
- Düzenli kar payı:** Aksigorta son 4 yılda, Türkiye Sigorta ise birleşme sonrası kar dağıtmıştır. 2021 yılı karından Aksigorta için %9, Türkiye Sigorta için %12 temettü verimi hesaplıyoruz.
- Yüksek özkaynak karlılığı:** Aksigorta ve Türkiye Sigorta'nın 2021'de %38 ve %29 özkaynak karlılığı elde etmelerini tahmin ediyoruz.
- Riskler:** (i) Düşük ekonomik büyüme, (ii) doğal afetler, (iii) regülasyon.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

	(TLmn)	2019	Δ	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ
AKGRT	F/K (x)	3.9		4.9		5.4		4.6	
	F/DD (x)	1.6		1.9		2.0		1.6	
	Hisse Başına Kar (TL)	1.2	61%	1.4	18%	1.5	4%	1.7	17%
	Temettü Verimi	14%		15%		9%		11%	
TURSG	F/K (x)	n/a		3.1		5.0		4.2	
	F/DD (x)	n/a		1.0		1.3		1.2	
	Hisse Başına Kar (TL)	0.7		1.0	39%	1.0	-4%	1.1	18%
	Temettü Verimi	a.d.		14%		12%		14%	

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

AKSIGORTA

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL9.90
Potansiyel Getiri	25%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AKGRT.TI / AKGRT.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL7.89
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	2,414 / 279
Hisse Sayısı (mn)	306
Saklama Oranı	28%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	7.92 / 0.95

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	8.05 / 7.67
1 Yıllık	9.63 / 6.33
Sene başından itibaren	9.63 / 7.53

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

TÜRKİYE SIGORTA

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL6.20
Potansiyel Getiri	29%

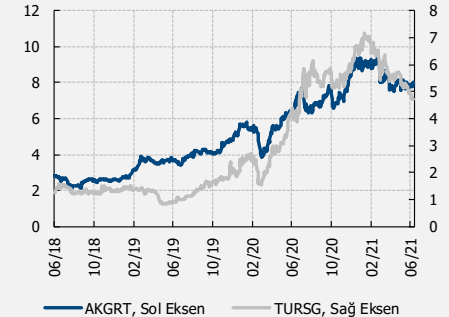
Fiyat Bilgileri

Kodu	TURSG.TI / TURSG.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL4.80
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	5,575 / 643
Hisse Sayısı (mn)	1,162
Saklama Oranı	18%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	57.17 / 6.81

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	5.29 / 4.72
1 Yıllık	7.15 / 3.88
Sene başından itibaren	7.15 / 4.72

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar



07 Temmuz 2021 tarihi ile güncellenmiştir.

Oğuzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 65

Aksigorta Solo Finansallar

Sirket Tanıtımı

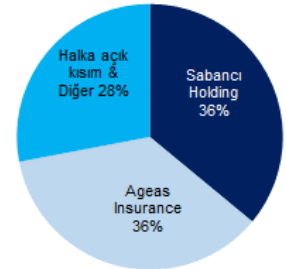
Aksigorta Sabancı Holding <SAHOL TI> ve Belçikalı sigorta grubu Ageas Insurance'ın %36'sar ortaklığına sahip, geri kalan %28 hissesi ise Borsa İstanbul'a kote bir şirkettir. Güncel piyasa değeri 2.4 milyar TL'dir. Şirket hayat-dışı sigortacılık alanında yaklaşık 3,000 acente, 69 broker ve Akbank <AKBNK TI>'ın banka şubeleri kanalları ile satış faaliyetlerini yürütmektedir. Hayat-dışı sigortacılıkta brüt prim üretiminde 4. sıradadır ve %7.4 pazar payına sahiptir. Aksigorta zorunlu trafik sigortası ve kasko branşlarında ise 3. konumdadır.

Aksigorta'nın sermaye yeterlilik oranı %126 ile yasal asgari oran %100-115'in üzerindedir.

Güçlü Alanlar: i) motor branşlarında kuvvetli pazar payı, ii) etkin faaliyet gideri yönetimi ve ürün fiyatlaması

Riskler: i) Beklenenden daha düşük ekonomik büyüme prim üretimini baskı altına alabilir, ii) deprem ve benzeri doğal afetler, iii) sektörün karlılığını olumsuz etkileyebilecek regülasyon, iv) yasal sınırlara bir miktar yakın sermaye oranı

Ortaklık Yapısı



Bilanço (TL mn)	2018	2019	2020	2021T	2022T
Nakit ve Benzeri	1,970	2,063	2,270	2,655	2,936
Finansal Yatırımlar	560	1,330	1,744	2,334	2,580
Yatırımlar	601	761	1,120	1,491	1,909
Toplam Varlıklar	3,515	4,608	5,620	6,897	7,892
Teknik Rezervler	1,910	2,515	3,068	3,932	4,404
Özkaynaklar	718	899	1,123	1,225	1,527
Toplam Yükümlülükler	3,515	4,608	5,620	6,897	7,892

Kar & Zarar Tablosu (TL mn)	2018	2019	2020	2021T	2022T
Teknik Gelir	1,853	2,276	2,797	3,360	4,380
Brüt prim	3,417	4,474	5,272	6,666	8,532
Net prim	1,825	2,243	2,737	3,316	4,329
Teknik Gider	-1,844	-2,168	-2,500	-3,341	-4,243
Brüt hasar	-1,485	-2,113	-2,231	-2,932	-3,838
Net hasar	-1,341	-1,544	-1,781	-2,509	-3,285
Faaliyet giderleri	-431	-513	-598	-677	-782
Diğer	-71	-111	-122	-155	-176
Teknik Kar	9	108	297	19	137
Net yatırım geliri (gideri)	339	434	338	668	647
Diğer gelir (gider)	-53	-50	-84	-100	-100
Vergi öncesi kar (zarar)	294	492	550	588	684
Vergi öncesi kar (zarar)	-67	-126	-118	-138	-157
Net kar (zarar)	228	366	432	449	527

Finansal Oranlar	2018	2019	2020	2021T	2022T
Brüt prim üretimi büyümesi	30%	31%	18%	26%	28%
Teknik kar büyümesi	-78%	1155%	175%	-94%	630%
Net kar büyümesi	79%	61%	18%	4%	17%
Gider oranı	24%	23%	22%	20%	18%
Teknik marj	0%	5%	11%	1%	3%
Kombine oranı	100%	95%	89%	99%	97%
Yatırım getirisi	19%	18%	11%	18%	15%
Kaldıraç (x)	4.9	5.1	5.0	5.6	5.2
Aktif karlılığı	7.3%	9.0%	8.5%	7.2%	7.1%
Özkaynak karlılığı	34%	45%	43%	38%	38%
PD /DD	1.6	1.6	1.9	2.0	1.6
F / K	5.0	3.9	4.9	5.4	4.6
Piyasa Değeri / Brüt Prim Üretimi	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
Temettü verimliliği	18%	14%	15%	9%	11%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket

Türkiye Sigorta Solo Finansallar

Bilanço (TL mn)	2019	2020	2021T	2022T
Nakit ve benzerleri	5,395	6,535	7,240	8,402
Finansal yatırımlar	399	187	959	1,113
Alacaklar	1,318	1,985	2,284	2,969
Diğer	1,593	2,040	3,160	2,948
Toplam aktifler	8,705	10,747	13,643	15,432
Teknik karşılıklar	4,778	5,223	6,390	7,157
Diğer	1,442	2,065	3,107	3,480
Özkaynak	2,484	3,460	4,146	4,795
Toplam yükümlülükler & özkaynak	8,705	10,747	13,643	15,432

Kar & Zarar Tablosu (TL mn)	2019	2020	2021T	2022T
Teknik Gelir	3,328	3,758	3,198	4,299
Brüt prim	7,167	8,887	10,666	13,866
Net prim	3,255	3,686	3,136	4,229
Teknik Gider	-3,043	-3,030	-3,055	-3,928
Brüt hasar	-2,502	-2,439	-2,885	-3,820
Net hasar	-2,258	-2,087	-2,176	-2,881
Faaliyet giderleri	-765	-922	-861	-1,029
Diğer	-16	-17	-17	-17
Teknik Kar	286	728	143	371
Net yatırım geliri (gideri)	854	865	1,408	1,420
Diğer gelir (gideri)	-109	-163	-82	-82
Vergi öncesi kar (zarar)	1,031	1,429	1,469	1,709
Vergi öncesi kar (zarar)	-202	-276	-358	-393
Net kar (zarar)	828	1,153	1,112	1,316

Finansal Oranlar	0	2020	2021T	2022T
Brüt prim üretimi büyümesi		24%	20%	30%
Teknik kar büyümesi		155%	-80%	159%
Net kar büyümesi		39%	-4%	18%
Gider oranı		25%	27%	24%
Teknik marj		20%	5%	9%
Kombine oranı		81%	96%	91%
Yatırım getirisi		15%	20%	17%
Kaldıraç (x)		3.1	3.3	3.2
Aktif karlılığı		11.9%	9.1%	9.1%
Özkaynak karlılığı		39%	29%	29%
PD /DD		1.0	1.3	1.2
F / K		3.1	5.0	4.2
Piyasa Değeri / Brüt Prim		0.4	0.5	0.4
Temettü verimliliği		14%	12%	14%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket

Şirket Tanıtımı

Şirket, Halk Sigorta, Güneş Sigorta ve Ziraat Sigorta'nın Ağustos 2020'de birleşmesiyle kurulmuştur. Türkiye Varlık Fonu (TVF) %82 ile en büyük hissedardır. Geri kalan %18 ise Borsa İstanbul'da halka açıktır. Şirket'in güncel piyasa değeri 5.6 milyar TL'dir.

Hayat-dışı sigortacılık brüt prim üretiminde Şirket %15.2 pazar payıyla lider konumdadır. 2. ve 3. sıradaki Allianz Sigorta ve Anadolu Sigorta %11.6 ve %11.3 pazar payına sahiptir.

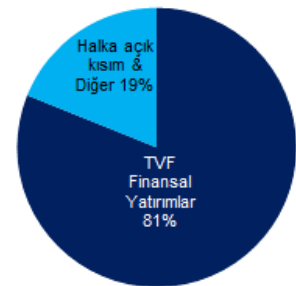
Şirket, hayat sigortası ve bireysel emeklilik operasyonlarını Türkiye Hayat&Emeklilik AŞ'deki %7 iştirak oranıyla yürütmektedir. Türkiye Sigorta'nın faaliyetleri yaklaşık 3,324 acenta, 118 broker ve 3 kamu bankasının (Halkbank, Vakıfbank, Ziraat Bankası) 4,527 şubesi üzerinden devam etmektedir. Şirket'in pazar payı olarak güçlü olduğu alanlar tarım, yangın ve doğal afet ve zorunlu trafik branşlarıdır. Bu alanlarda Türkiye Sigorta'nın sırasıyla %53, %16 ve %11 pazar payı vardır.

Şirket'in sermaye yeterlilik oranı %212 seviyesindedir.

Güçlü Alanlar: i) açık ara lider konumlanma, ii) bankasürans alanında kuvvetli pozisyonlanma, iii) güçlü sermaye oranları

Riskler: i) Beklenenden daha düşük ekonomik büyüme prim üretimini baskı altına alabilir, ii) deprem ve benzeri doğal afetler, iii) sektörün karlılığını olumsuz etkileyebilecek regülasyon, iv) pazar payı kazanımlarının karlılıkla desteklenmemesi

Ortaklık Yapısı



İçindekiler

	Sayfa
Yönetici Özeti	5
Yatırım Hikayesi	6
Riskler & Tehditler	7
Özet Tavsiye, Finansallar ve Çarpanlar	8
Değerleme	9
Aksigorta Değerleme	9
Türkiye Sigorta Değerleme	11
Şirket Bilgileri	13-16
Aksigorta	13
Türkiye Sigorta	15
Sektör	17

Yönetici Özeti

Aksigorta için 12 aylık hedef fiyatımız 9.9TL/hisse seviyesindedir bu %25 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Türkiye Sigorta için ise 12 aylık hedef fiyatımız 6.2TL/hisse seviyesindedir ve bu %29 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Aksigorta ve Türkiye Sigorta 2020 net karlarından sırasıyla %71 ve %43 temettü dağıtım oranları ile kar payı dağıtmışlardır.

Aksigorta <AKGRT TL> ve Türkiye Sigorta <TURSG TL>'yı "AL" önerisiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz. Gordon Büyüme Modeli'ne göre Aksigorta için hesapladığımız 12 aylık hisse başı hedef fiyatımız 9.9TL, Türkiye Sigorta için 6.2TL'dir. Hedef fiyatlarımız, Aksigorta için %25, Türkiye Sigorta için %29 artış potansiyeli taşımaktadır.

Hisseler için olumlu görüşümüzün ortak etmenleri (i) toparlanan ekonomik büyümenin, prim penetrasyonu zaten düşük olan sektörün büyümesini desteklemesi, (ii) yüksek seyreden TL faizlerin yatırım gelirlerini arttırması (iii) sigortacıların düzenli temettü gelenekleri. Aksigorta hayat-dışı sigortacılıkta faaliyet göstermektedir ve brüt toplam prim üretiminde %7.4 pazar payıyla 4. sıradadır. Aksigorta 'zorunlu trafik sigortası' ve 'kasko' branşlarında 3. konumdadır ve sırasıyla %10.1 ve %10.7 pazar payına sahiptir. Türkiye Sigorta hayat-dışı sigortacılık brüt toplam prim üretiminde %15.2 pazar payıyla lider konumdadır. Türkiye Sigorta hayat sigortası ve bireysel emeklilik operasyonlarını ise %7 iştirak iştirak ettiği Türkiye Hayat&Emeklilik ile yürütmektedir.

Her iki şirket de düzenli temettü ödeme potansiyeli olan şirketlerdir. Aksigorta ve Türkiye Sigorta 2020 yılında manşet net karlarının sırasıyla %71 ve %43'ünü hissedarlarına dağıtmışlardır. Şirketlerin 2021 net karlarının, sırasıyla %50 ve %60'ını dağıtmalarını bekliyoruz. Bu tahminlerimiz %9 ve %12 verime denk geliyor.

Hem Aksigorta hem Türkiye Sigorta yıl başından bugüne BIST100'ün sırasıyla %5 ve %15 gerisinde performans gösterdi. Her iki şirketin de teknik karlılıklarında, 2020'nin yüksek bazı nedeniyle gerileme öngörüyoruz ve bu gerilemenin zayıf hisse performansında da rol oynadığını düşünüyoruz. Teknik karlılıktaki bozulmanın net kara birebir yansımaları beklemiyoruz çünkü yüksek faiz ortamı yatırım gelirlerini arttıracak ve net kara olumlu yansıyacaktır.

Aksigorta'nın 2021 net karında %4 büyüme beklerken, Türkiye Sigorta'nın ise %4 daralma öngörüyoruz. Aksigorta 2021 tahminlerimize göre 2x F/DD ve 5.4x F/K ile işlem görmektedir bu çarpanlar son 3 yıl ortalamalarına göre sırasıyla %17 ve %3 iskontoya işaret etmektedir. Türkiye Sigorta ise 2021 tahminlerimize göre 1.3x F/DD and 5x F/K oranları ile işlem görmektedir. Aksigorta ve Türkiye Sigorta'nın 2021'de %38 ve %29 özkaynak karlılığı elde etmelerini tahmin ediyoruz.

Aksigorta'nın güçlü yanları: i) yüksek faaliyet gideri verimliliği, ii) motor branşlarında güçlü pazar payı iii) yapay zekaya dayalı fiyatlama.

Türkiye Sigorta'nın güçlü yanları: i) açık ara pazar lideri konum, ii) bankasürans kanalında güçlü konum, iii) yüksek sermaye yeterliliği.

Yatırım Hikâyesi

İvmelenen aşılama sonrası ekonomi açılıyor ve güçlü ekonomik görünüm prim üretimini destekleyecek: 2021 için reel GSYİH büyüme tahminimiz %6 seviyesinde ve bu sayede her iki şirketin de prim üretiminin güçlü seyretmesini öngörüyoruz. Fakat ekonomik açılma sonrası teknik karlılıkta normalleşme kaçınılmaz. Son dönemde aşılamanın hızlanması ile ekonominin açılması ivmelendi hasar oranlarında artış gözlemliyoruz.

Yatırım gelirleri karlılıkları destekleyecek: TL faiz oranlarının yüksek seviyelerde seyretmesi, TL ağırlıklı yatırım portföyleri olan her 2 şirketin de yatırım gelirlerini desteklemektedir.

Düzenli kar payı dağıtımı: 2021 net karlarından Aksigorta ve Türkiye Sigorta için sırasıyla %9 ve %12 temettü verimliliği tahmin ediyoruz. Yatırım gelirleri karlılığı destekliyor: Yüksek seyreden TL faizleri, hem Aksigorta hem de Türkiye Sigorta'nın karlılığını da destekliyor.

Yüksek özkaynak karlılığı: Aksigorta ve Türkiye Sigorta'nın 2021'de %38 ve %29 özkaynak karlılığı elde etmelerini tahmin ediyoruz.

Aksigorta'nın güçlü yanları: i) yüksek faaliyet gideri verimliliği, ii) motor branşlarında güçlü pazar payı iii) yapay zekaya dayalı dinamik ve verimli fiyatlandırma.

Türkiye Sigorta'nın güçlü yanları: i) açık ara pazar lideri konum, ii) bankasürans kanalında güçlü konum, iii) yüksek sermaye yeterliliği.

Riskler ve Tehditler

Ekonomik yavaşlama: Beklenenden daha düşük ekonomik büyüme prim üretimini baskı altına alabilir

Doğal afetler: Deprem ve benzeri doğal afetler sigorta şirketleri için risk teşkil etmektedir. Her ne kadar potansiyel hasarların büyük kısmı reasürörler ile sınırlanmış olmakla birlikte bu tür afetler sigorta şirketleri için risk oluşturmaktadır

Regülasyon: Sektörün karlılığını olumsuz etkileyebilecek regülasyon

Karlılıkla desteklenmeyen pazar payı kazanımları: Karlılıkla desteklenmeyen prim büyümesi, hem sermaye yeterlilikleri hem de özkaynak karlılıkları için baskı oluşturacaktır

Özet Finansallar, Çarpanlar, Göstergeler

	AKGRT	TURSG
Kapanış Fiyatı	7.9	4.8
Hedef Fiyat (12-ay)	9.9	6.2
Potansiyel	25%	29%
Tavsiye	AL	AL
Net Kar (milyon TL)		
2018	127	-
2018	228	-
2019	366	828
2020	432	1,153
2021T	449	1,112
2022T	527	1,316
Yıllık Net Kar Gelişimi		
2018	79%	-
2019	61%	-
2020	18%	39%
2021T	4%	-4%
2022T	17%	18%
F / K (x)		
2018	5.0	-
2019	3.9	-
2020	4.9	3.1
2021T	5.4	5.0
2022T	4.6	4.2
Fiyat / Brüt Prim (x)		
2018	0.3	-
2019	0.3	-
2020	0.4	0.4
2021T	0.4	0.5
2022T	0.3	0.4
F / DD (x)		
2018	1.6	-
2019	1.6	-
2020	1.9	1.0
2021T	2.0	1.3
2022T	1.6	1.2
Özkaynak Karlılığı		
2018	34%	-
2019	45%	-
2020	43%	39%
2021T	38%	29%
2022T	38%	29%
Hisse başına temettü (TL)		
2018	0.66	-
2019	0.66	-
2020	1.00	0.42
2021T	0.73	0.57
2022T	0.86	0.68
Temettü Verimliliği		
2018	18%	-
2019	14%	-
2020	15%	14%
2021T	9%	12%
2022T	11%	14%

Kaynak: YKY Araştırma

Aksigorta Değerleme Özeti

Aksigorta hisse senedini Gordon büyüme modeli ile değerlendiriyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 9.9TL/hisse seviyesindedir ve bu %25 prim potansiyeline işaret etmektedir. Bu nedenle hisse için **AL** tavsiyemiz mevcut. İskonto oranı olarak %21.2 (%17 risksiz getiri, %6 hisse risk primi, 0.7x beta) kullanıyoruz:

Grafik 1: Aksigorta Değerleme

Gordon büyüme modeli (milyon TL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Net Kar	228	366	432	449	527	616	702	815	949
(-) İştiraklerden gelirler	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Düzeltilmiş net kar	228	366	432	449	527	616	702	815	949
Özkaynak	718	899	1,123	1,225	1,527	1,879	2,273	2,737	3,278
(-) İştirakler	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Düzeltilmiş özkaynak	718	899	1,123	1,225	1,527	1,879	2,273	2,737	3,278
Düzeltilmiş özkaynak karlılığı		45%	43%	38%	38%	36%	34%	33%	32%
Risksiz getiri oranı									17%
Hisse risk primi									6%
Beta katsayısı									0.7
Özkaynak maliyeti									21.2%
Sonsuz büyüme oranı									10%
2020-2026 ortalama özkaynak karlılığı									35%
Hedef F/DD									2.2
Düzeltilmiş özkaynak (1-yıl ileri dönük)									1,354
12 Aylık Değer									3,036
(+) İştirakler									0
12 Aylık Değer									3,036
Güncel piyasa değeri									2,414
12 Aylık Hedef fiyat (TL/hisse)									9.9
Güncel fiyat (TL/hisse)									7.9
<i>Getiri potansiyeli (%)</i>									25%

Kaynak: YKY Araştırma

Değerleme ile ilgili Varsayımlar

- Prim üretiminde 2021-2023 (2021-2026: %22) yılları arasında yıllık ortalama %26 büyümeye öngörmekteyiz.
- Uzun vadede teknik marjın yaklaşık %5-%6 seviyesinde dengelenmesini tahmin ediyoruz.
- 2022 ve sonrasında faizlerdeki düşüş beklentimiz ile net yatırım gelirlerinin yönetilen fonlara oranında kademeli düşüş tahmin ediyoruz.
- Temettü dağıtım oranını %50 olarak varsayıyoruz.
- Sonsuz büyümeye oranını %10 olarak varsayıyoruz.

Grafik 2: Aksigorta Değerleme Varsayımları & Tahminler

	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Makro									
Real GSYİH büyümesi	3.0%	0.9%	1.8%	6.0%	3.5%	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%
Referans tahvil faizi (ort.)	18.5%	16.9%	11.9%	16.6%	13.6%	11.6%	9.6%	8.6%	8.6%
Enflasyon (dönem sonu)	20.3%	11.8%	14.6%	15.0%	12.0%	10.0%	8.0%	7.0%	7.0%
Enflasyon (ortalama)	16.2%	15.5%	12.3%	15.7%	13.5%	11.0%	9.0%	7.5%	7.0%
Operasyonlar									
Brüt prim üretimi büyümesi	30%	31%	18%	26%	28%	25%	20%	15%	15%
Brüt hasarlar / Brüt prim üretimi	43%	47%	42%	44%	45%	45%	45%	45%	45%
Faaliyet giderleri / Net prim	24%	23%	22%	20%	18%	16%	15%	15%	14%
Teknik marj	0%	5%	11%	1%	3%	3%	4%	5%	6%
Kombine oran	96%	95%	89%	99%	97%	97%	96%	95%	94%
Net yatırım gelirleri / Yönetilen fon tutarı	19%	18%	11%	18%	15%	14%	13%	12%	11%

Kaynak: YKY Araştırma

Duyarlılık Analizleri

Grafik 3: Temettü Ödeme Oranı ve Sermaye Maliyeti

		Kar payı ödeme oranı @ 2021T +					
		9.92	40%	45%	50%	55%	60%
Sermaye Maliyeti	19.2%	11.4	11.7	12.1	12.5	12.9	
	20.2%	10.2	10.6	10.9	11.3	11.6	
	21.2%	9.3	9.6	9.9	10.2	10.6	
	22.2%	8.6	8.8	9.1	9.4	9.7	
	23.2%	7.9	8.2	8.4	8.7	9.0	

Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 4: Sonsuz Büyüme Oranı ve Sermaye Maliyeti

		Sonsuz Büyüme oranı					
		13.71	8%	9%	10%	11%	12%
Sermaye Maliyeti	19.2%	10.7	11.3	12.1	13.0	14.2	
	20.2%	9.8	10.3	10.9	11.6	12.5	
	21.2%	9.1	9.5	9.9	10.5	11.1	
	22.2%	8.4	8.8	9.1	9.5	10.0	
	23.2%	7.9	8.1	8.4	8.7	9.1	

Kaynak: YKY Araştırma

Türkiye Sigorta Değerleme Özeti

Türkiye Sigorta hisse senedini Gordon büyüme ve parçaların toplamı yöntemleri ile değerliyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 6.2TL/hisse seviyesindedir ve bu %29 prim potansiyeline işaret etmektedir. Bu nedenle hisse için **AL** tavsiyemiz mevcut. İskonto oranı olarak %23 (%17 risksiz getiri, %6 hisse risk primi, 1x beta) kullanıyoruz.

Grafik 5: Türkiye Sigorta Değerleme Özeti

Parçaların Toplamı Yöntemi (milyon TL)

Operasyon	TURSG Payı	Değerleme Yöntemi	TURSG'de Değeri	Özkaynak Değeri	TURSG Payının Değeri
Hayat-dışı Sigortacılık Operasyonu		Gordon büyüme modeli			6,830
Vakıf Leasing	15.7%	TURSG payı	724	369	58
Vakıf Menkul	11.0%	TURSG payı	26	417	46
Vakıf GYO	0.9%	TURSG payı	12	1,400	12
Türkiye Hayat & Emeklilik	7.4%	TURSG payı	850	2,643	196
Vakıf Faktoring	14.0%	TURSG payı	77		77
Türk P. & İ. Sigorta	65.0%	TURSG payı	12		12
Toplam İştirak Portföyü					401
Hedef Değer					7,231
Ödenmiş Sermaye					1,162
12 aylık Hedef Fiyat (TL)					6.2
Kapanış Fiyatı (TL)					4.8
Hedef Fiyata Potansiyel					29%

Gordon büyüme modeli (milyon TL)

	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Net Kar		828	1,153	1,112	1,316	1,513	1,685	1,950	2,222
(-) İştiraklerden gelirler		31	106	122	137	150	162	174	186
Düzeltilmiş net kar		798	1,047	990	1,179	1,363	1,523	1,776	2,036
Özkaynak		2,484	3,460	4,146	4,795	5,518	6,295	7,234	8,286
(-) İştirakler		832	1,721	1,979	2,217	2,438	2,633	2,818	3,015
Düzeltilmiş özkaynak		1,652	1,739	2,167	2,578	3,080	3,662	4,416	5,271
Düzeltilmiş özkaynak karlılığı		49%	62%	51%	50%	48%	45%	44%	42%
Risksiz getiri oranı									17%
Hisse risk primi									6%
Beta katsayısı									1.0
Özkaynak maliyeti									23%
Sonsuz büyüme oranı									10%
2021-2026 ortalama özkaynak karlılığı									47%
Hedef F/DD									2.8
Düzeltilmiş özkaynak (1-yıl ileri dönük)									2,425
12 Aylık Değer									6,830

Kaynak: YKY Araştırma

Değerleme ile ilgili varsayımlar

- Prim üretiminde 2021-2023 yılları arasında yıllık ortalama %26 büyümeye öngörmekteyiz. 2021-2026 arası için ise yıllık ortalama %23 büyümeye öngörmekteyiz.
- Uzun vadede teknik marjın yaklaşık %10-%11 seviyesinde dengelenmesini tahmin ediyoruz.
- 2022 ve sonrasında faizlerdeki düşüş beklentimiz ile net yatırım gelirlerinin yönetilen fonlara oranında kademeli düşüş tahmin ediyoruz.
- Temettü dağıtım oranını %60 olarak varsayıyoruz.
- Sonsuz büyümeye oranını %10 olarak varsayıyoruz.

Grafik 6: Türkiye Sigorta Değerleme Varsayımları & Tahminler

	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Makro									
Real GSYİH büyümesi	3.0%	0.9%	1.8%	6.0%	3.5%	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%
Referans tahvil faizi (ort.)	18.5%	16.9%	11.9%	16.1%	13.1%	11.1%	9.1%	8.1%	8.1%
Enflasyon (dönem sonu)	20.3%	11.8%	14.6%	15.0%	12.0%	10.0%	8.0%	7.0%	7.0%
Enflasyon (ortalama)	20.3%	16.1%	13.2%	14.8%	13.5%	11.0%	9.0%	7.5%	7.0%
Operasyonlar									
Brüt prim üretimi büyümesi	-	-	24%	20%	30%	27%	24%	20%	18%
Brüt hasarlar / Brüt prim üretimi	-	-	27%	27%	28%	28%	29%	29%	29%
Faaliyet giderleri / Net prim	-	-	25%	27%	24%	22%	21%	20%	19%
Teknik marj	-	-	20%	5%	9%	9%	10%	11%	11%
Kombine oran	-	-	81%	96%	91%	91%	91%	89%	89%
Net yatırım gelirleri / Yönetilen fon tutarı	-	-	15%	20%	17%	15%	14%	13%	12%

Kaynak: YKY Araştırma

Duyarlılık Analizleri

Grafik 7: Temettü Ödeme Oranı ve Sermaye Maliyeti

Kar payı ödeme oranı @ 2021T +						
	9.26	50%	55%	60%	65%	70%
Serm. Maliyeti	21.0%	6.7	7.0	7.3	7.6	8.0
	22.0%	6.2	6.4	6.7	7.0	7.3
	23.0%	5.8	6.0	6.2	6.5	6.8
	24.0%	5.4	5.6	5.8	6.1	6.3
	25.0%	5.0	5.2	5.4	5.7	5.9

Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 8: Sonsuz Büyümeye Oranı ve Sermaye Maliyeti

Sonsuz Büyümeye oranı						
	6.22	8%	9%	10%	11%	12%
Serm. Maliyeti	21.0%	6.5	6.9	7.3	7.8	8.4
	22.0%	6.1	6.4	6.7	7.1	7.6
	23.0%	5.7	6.0	6.2	6.5	6.9
	24.0%	5.4	5.6	5.8	6.1	6.4
	25.0%	5.1	5.3	5.4	5.7	5.9

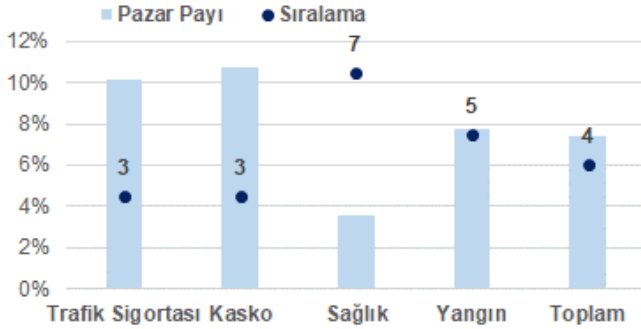
Kaynak: YKY Araştırma

Aksigorta Şirket Bilgisi

Aksigorta Sabancı Holding <SAHOL TI> ve Belçikalı sigorta grubu Ageas Insurance'ın %36'şar ortaklığına sahip, geri kalan %28 hissesi ise Borsa İstanbul'a kote bir şirkettir ve 7 Temmuz itibarı ile piyasa değeri 2.4 milyar TL'dir. Şirket hayat-dışı sigortacılık alanında yaklaşık 3,000 acente, 69 broker ve Akbank <AKBNK TI>'ın banka şubeleri kanalları ile satış faaliyetlerini yürütmektedir. Hayat-dışı sigortacılıkta brüt prim üretiminde 4. sıradadır ve %7.4 pazar payına sahiptir. Aksigorta zorunlu trafik sigortası ve kasko branşlarında ise 3. konumdadır.

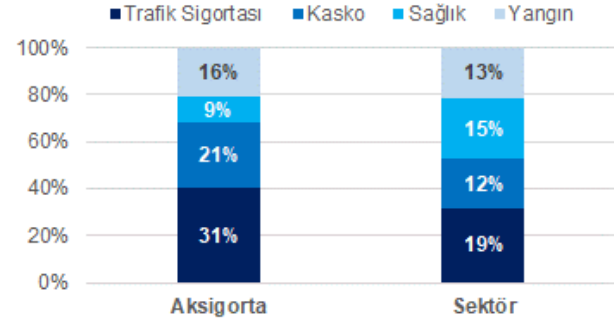
Motor branşları (zorunlu trafik sigortası ve kasko), Aksigorta'nın toplam brüt üretimi kompozisyonunun %52'si oluşturmaktadır. Bu oran sektörde %31 seviyesindedir.

Grafik 9: Aksigorta Pazar Payı ve Sıralama



Kaynak: YKY Araştırma, TSB

Grafik 10: Aksigorta ve Sektör Prim Kompozisyonu



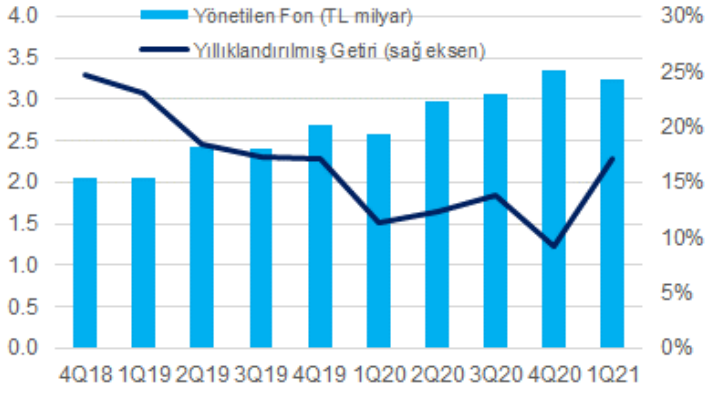
Kaynak: YKY Araştırma, TSB

Aksigorta'nın sermaye yeterlilik oranı %126 seviyesindedir. Yasal asgari oran %100-%115 bandındadır. Aksigorta'nın yönetilen fon tutarı 31 Mart 2020 itibarı ile 3.3 milyar TL seviyesindedir. 1Ç21'de ortalama yıllık getiri oranı %16 seviyesinde gerçekleşmiştir (2019: %14, 2018: %20). Yatırım portföyünün %65'i satılmaya hazır finansal varlık olarak sınıflanmaktadır. Faizlerdeki 100 baz puan artış, Şirket'in özkaynak ve net karı üzerinde 11 milyon TL gibi sınırlı bir olumsuz etkiye neden olmaktadır. Bu etki 2020 net karının yaklaşık %3'üne denk gelmektedir.

Aksigorta bilançosunda 184 milyon TL karşılığında döviz uzun pozisyonu taşımaktadır. TL'nin %10 değer kaybetmesi/kazanması durumunda Şirket 18 milyon TL kambiyo karı/zararı elde etmektedir.

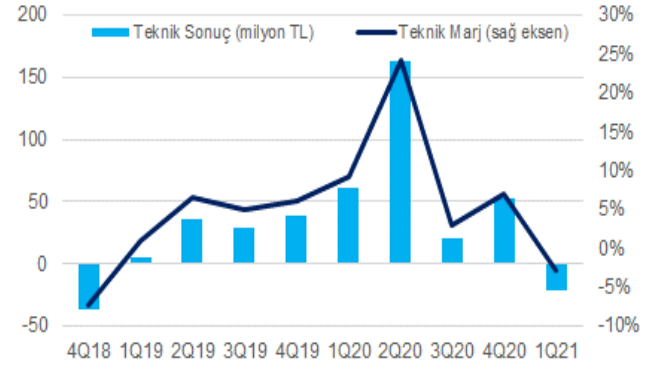
Şirket son 4 yılda ortalama %75 temettü dağıtım oranı ile faaliyet göstermiştir. 2020'de dağıtılabılır karından %71 oran ile temettü dağıtmıştır. Şirketin sermaye yeterlilik oranının yasal alt limite yakın olması nedeniyle 2021 karından %50 temettü dağıtım oranı ile kar payı dağıtmasını tahmin ediyoruz.

Grafik 11: Aksigorta Yönetilen Fonlar ve Getiri Oranı



Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 12: Aksigorta Teknik Karlılık Gelişimi



Kaynak: YKY Araştırma

Türkiye Sigorta Şirket Bilgisi

Şirket Halk Sigorta, Güneş Sigorta ve Ziraat Sigorta'nın Ağustos 2020'de birleşmesi ile kuruldu. Türkiye Varlık Fonu (TVF) Yatırımlar %82 ile en büyük hissedardır. Geri kalan %18 ise Borsa İstanbul'da halka açıktır ve Şirket'in piyasa değeri 7 Temmuz itibarı ile 5.6 milyar TL'dir.

Hayat-dışı sigortacılık brüt prim üretimi bazında Şirket %15.2 pazar payı ile lider konumdadır. 2. ve 3. sırada ise Allianz Sigorta ve Anadolu Sigorta %11.6 ve %11.3 pazar payına sahiptir. Türkiye Sigorta hayat sigortası ve bireysel emeklilik operasyonlarını ise Türkiye Hayat&Emeklilik'teki %7 iştirak oranı ile yürütmektedir. Türkiye Sigorta'nın faaliyetleri yaklaşık 3,324 acenta, 118 broker ve 3 kamu bankasının (Halkbank, Vakıfbank, Ziraat Bankası) 4,527 şubesi üzerinden devam etmektedir.

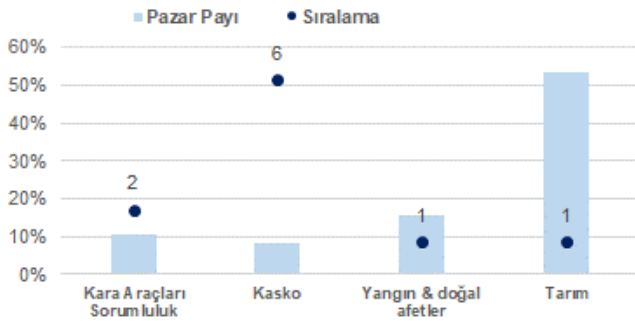
Şirket'in pazar payı olarak güçlü olduğu alanlar tarım, yangın & doğal afet ve zorunlu trafik branşlarıdır. Bu segmentlerde Türkiye Sigorta'nın sırasıyla yaklaşık %53, %16 ve %10 pazar payı vardır. Şirket'in en güçlü alanlarından bir tanesi farklı branşlarda güçlü pazar payları ile operasyonlarını yürütüyor olmasıdır.

Şirket'in sermaye yeterlilik oranı %212 seviyesindedir. Yasal asgari oran %100-115 bandındadır. Güçlü sermaye yeterlilik oranı Şirket'in temettü ödeme potansiyelini arttırmaktadır. Şirket 2020 net karından %41 temettü ödeme oranıyla kar dağıtımını yapmıştır.

Şirket'in 4 ana branşta prim üretimi toplam prim üretiminin yaklaşık %80'ini oluşturmaktadır:

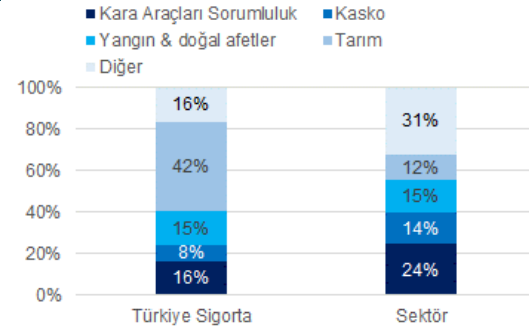
- **Yangın & doğal afet:** %15.8 pazar payı vardır ve lider konumdadır Şirket'in toplam brüt prim üretiminin %15'ini oluşturmaktadır. Karlılığı yüksek bir branştır.
- **Tarım:** Ziraat Bankası'nın güçlü konumu sayesinde %53 pazar payı vardır ve açık ara pazar lideridir. Toplam prim üretimindeki payı %42'dir.
- **Kara Araçları Sorumluluk (Zorunlu Trafik):** %10.4 pazar payı ile 2. konumdadır. Pazar lideri Anadolu Sigorta'dır. Şirket'in toplam brüt prim üretiminin %16'sını oluşturmaktadır
- **Kasko:** %8.2 pazar payı ile 6. sıradadır. Şirket'in toplam brüt prim üretiminin %8'ini oluşturmaktadır

Grafik 13: Türkiye Sigorta Pazar Payı ve Sıralama



Kaynak: YKY Araştırma, TSB

Grafik 14: Türkiye Sigorta ve Sektör Prim Kompozisyonu



Kaynak: YKY Araştırma, TSB

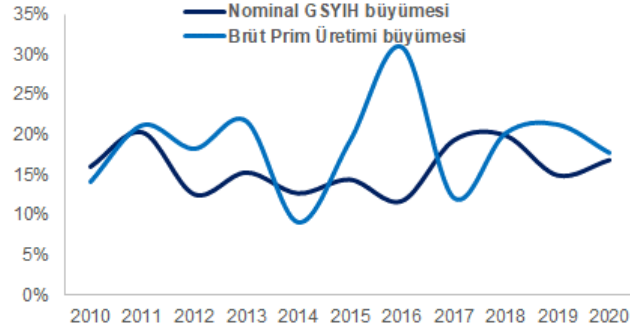
Hayat sigortası ve emeklilik operasyonlarını ise Türkiye Hayat&Emeklilik'teki %7 iştirak oranı ile yürütmektedir. Geri kalan hisseler Türkiye Varlık Fonu'na aittir. %100 olarak konsolide edilmeden, "finansal varlık" olarak Şirket'in aktiflerinde yer almaktadır. 1Ç21 itibarı ile 850 milyon TL seviyesinde muhasebeleştirilmiştir. Önümüzdeki dönemde Türkiye Sigorta'nın Türkiye Hayat&Emeklilik'ten temettü geliri elde etmesini öngörüyoruz.

Türkiye Sigorta'nın yönetilen fon tutarı 31 Mart 2021 itibarı ile 6.7 milyar TL seviyesindedir ve yılbaşından bugüne %5 büyüme kaydetmiştir. 1Ç21 ortalama yıllık getiri oranı yaklaşık %14 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yatırım portföyünün %84'ü TL mevduatta değerlendirilirken, %3 ise yabancı para mevduatta durmaktadır.

Hayat-dışı Sigorta Sektör Bilgisi

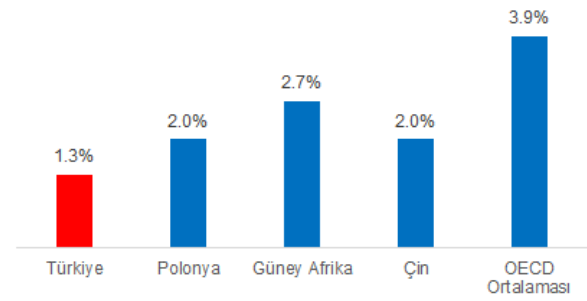
Sektörde yaklaşık 40 şirket bulunmaktadır. İlk 10 şirketin toplam prim üretimindeki payı %71 seviyesindedir. İlk 20 şirket ise toplam prim üretiminin %91'ini üretmektedir. Hayat-dışı sigortacılık sektörü 2009-2020 arasında yıllık ortalama %19 büyümeye elde etti. 2020'de toplam prim üretimi 68 milyar TL seviyesine ulaştı. Toplam prim üretiminin GSYİH'ya oranı ise %1.3 seviyesinde gerçekleşti (2010: %1). Bu oran OECD ortalaması olan %3.9'un oldukça altındadır. Gelişmekte olan ülkelerin ortalaması ise yaklaşık %2 seviyesindedir.

Grafik 15: Nominal GSYİH Büyümesi & Prim Üretimi Büyümesi



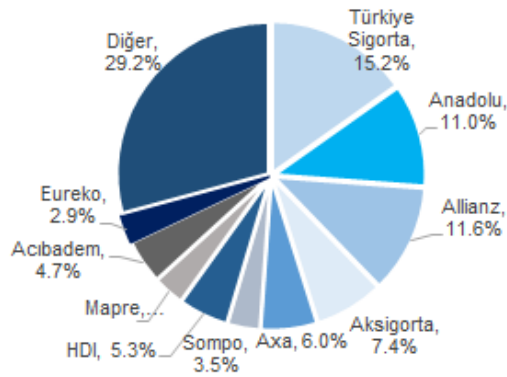
Kaynak: YKY Araştırma, TSB, TÜİK

Grafik 16: Prim Üretiminin GSYİH'ya oranı



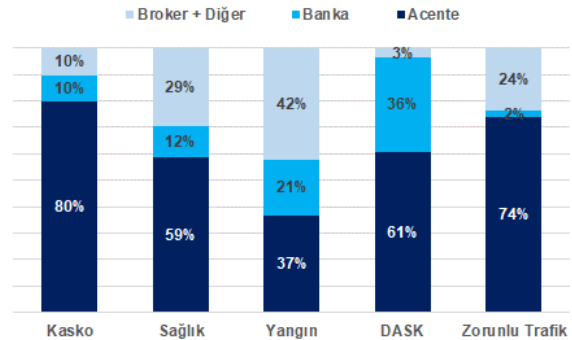
Kaynak: YKY Araştırma, TSB, Swiss RE, TÜİK

Grafik 17: Hayat-dışı Sigortacılık Prim Üretimi Pazar Payları (1Ç21)



Kaynak: YKY Araştırma, TSB

Grafik 18: Hayat-dışı Sigortacılık Prim Üretimi Satış Kanalları (1Ç21)



Kaynak: YKY Araştırma, TSB

Acenteler kanalı brüt prim üretiminin %65'ini oluşturmaktadır. Kurumsal ve banka kanalları ise brüt prim üretiminin %25 ve %10'unu oluşturmaktadır. Taşıtlarla ilgili olan sigorta ürünleri (Kasko ve Zorunlu Trafik Sigortası) satışlarının %75'i acenteler aracılığı ile gerçekleşmektedir.

Grafik 19: Hayat-dışı Sigortacılık Sektörü Özet Finansallar

Sektör Finansalları	2017	2018	2019	2020	1Ç21	yıllık Δ	yıllık Δ	yıllık Δ	yıllık Δ	yıllık büyüme
milyar TL	2017	2018	2019	2020	1Ç21	2018	2019	2020	1Ç21	2017-2020
Brüt prim üretimi	40	48	58	68	21	20%	21%	18%	21%	20%
Net prim üretimi	27	31	38	44	13	16%	24%	15%	16%	18%
Brüt hasar	-19	-24	-29	-29	-9	26%	19%	0%	20%	15%
Teknik Olmayan Yatırım Geliri	3	6	7	8	3	78%	18%	13%	55%	33%
Teknik kar	2	3	5	8	2	44%	54%	61%	3%	53%
Düzeltilmiş Teknik Kar	-1	-2	-2	1	-1	163%	-31%	-134%	-	-185%
Net kar	2	3	4	6	2	63%	43%	58%	1%	54%
Nakit ve benzerleri	24	29	34	38	40	20%	20%	10%	13%	17%
Finansal varlıklar	12	14	21	29	30	19%	52%	38%	34%	36%
Toplam varlıklar	51	61	77	96	102	20%	27%	24%	25%	24%
Teknik karşılıklar	30	37	46	56	60	22%	24%	22%	24%	23%
Özkaynak	12	14	19	24	24	14%	34%	29%	23%	25%
Hasar oranı	48%	51%	50%	42%	40%					
Teknik Marj	8%	11%	13%	18%	15%					
Düzeltilmiş teknik marj	-3%	-8%	-4%	1%	-6%					
Özkaynak karlılığı	13%	20%	23%	28%	25%					
Aktif karlılığı	3%	5%	5%	7%	6%					
Kaldıraç (x)	4.1	4.3	4.1	4.0	4.3					

Kaynak: YKY Araştırma, TSB

Son yıllarda sektörün karlılığı ise hasar oranlarındaki gerileme sayesinde belirgin bir iyileşme gösterdi ve sektörün özkaynak karlılığı 2019'daki %23 seviyesinden 2020 yılında %28 seviyesine yükseliş kaydetti. 2020'de brüt prim üretimi yıllık %18 büyüme kaydetti. 1Ç21 itibarı ile yıllık brüt prim üretimi büyümesi ise %21 seviyesinde gerçekleşti. 1Ç21 itibarı ile sektörün özkaynak karlılığı ise %25 seviyesindedir.

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.