

Katedilecek daha çok yol var...!

07 Nisan 2006

Sektöre Genel Bakış...

Yurtdışı ve özellikle de gelişmiş ülkelerdeki durum incelendiğinde sigortacılık sektöründeki büyümenin ekonomik refah düzeyi ve toplumdaki sigorta bilinci ile oldukça yakın ilişki içinde olduğu görülmektedir. Örneğin: 2003 yılı verilerine göre hayat ve hayat dışı branşlarda kişi başına düşen prim üretiminin Kuzey Amerika'da 3.478 dolar, Batı Avrupa'da 2.042 dolar, Japonya'da 3.723 dolar seviyelerinde olduğu ortaya çıkmaktadır. Aynı şekilde toplam prim üretiminin yukarıda bahsedilen bölgelerdeki Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) içindeki payı ise %8-11 arasındadır. Ülkemizdeki duruma bakıldığında; kişi başına prim üretiminin 47 dolar, sigortacılık sektörünün GSYİH içindeki payının ise %1,38 (2005 yılı tahminimiz %1,20) gibi oldukça düşük seviyelerde olduğu görülmektedir.

Toplumda sigorta bilincinin yerleşmesi ve refah düzeyinin artışı uzun vadeli bir süreçtir. Dolayısıyla ülkemizde sigortacılığın gelişmiş ülkelerdeki düzeylere ulaşması uzun vadeli olarak düşünülmesi gereken bir konudur. Buna karşın, ülkemiz sigortacılığının Orta ve Doğu Avrupa ülkelerindeki ortalamalara çıkması halinde bile bu durum sektörün şu andaki büyüklüğünün iki katına çıkması anlamına gelmektedir ki bu da sektörün taşıdığı büyüme potansiyelini göstermesi bakımından önemli olarak değerlendirilmektedir.

Sektör 2004 ve 2005 yılında hızlı büyüdü...

Sigorta sektörü ekonomide yaşanan büyümeden olumlu etkilenmiş ve önceki yıl kaydedilen hızlı büyümenin ardından 2005 yılında da ciddi bir büyüme göstermiştir. Sektör genelinde 2005 yılı toplamında 7.8 milyar YTL prim üretimi gerçekleştirilirken, bir önceki yıla göre %15,1 oranında bir büyüme yakalanmıştır. Sektörde hayat dışı branşlarda 6,5 milyar YTL prim üretimi ile bir önceki yıla göre %18,1 oranında bir büyümeye ulaşılırken, hayat branşındaki büyüme ise elementer branşlara göre sınırlı kalmış ve %1,3 olarak gerçekleşmiştir. Hayat branşındaki bu yavaşlamada bireysel emeklilik sisteminin etkisi büyük olmuştur.

Prim üretiminde yakalanan büyümede toplam üretimde %31 ile en büyük paya sahip kaza branşında sağlanan %24,5'lik büyümenin yanında, toplam prim üretiminde %15,7 pay alan Karayolları Motorlu Araçlar Mali Sorumluluk Sigortasında bir önceki yıla göre %16,48 büyümenin etkisi büyük olmuştur. Toplamda sektörün prim üretimine en önemli katkıyı sağlayan bu iki branştaki büyümede özellikle otomotiv sektöründe son birkaç yılda kaydedilen hızlı büyümenin katkısı büyük olmuştur.

Dünya Sigorta Piyasındaki Pay %	Prim / GSYİH %	Kişi Başı Prim Us\$	
Kuzey Amerika	37.0%	9.4%	3,478
Batı Avrupa	33.0%	8.3%	2,042
Japonya	16.0%	10.3%	3,723
Afrika	1.0%	4.8%	37
OECD	92.0%	8.9%	2,321
G7	77.0%	9.5%	3,192
AB (15 Ülke)	31.7%	8.5%	2,349
AB (25 Ülke)	32.0%	8.2%	1,999
Türkiye	1.1%	1.4%	47

Kaynak: Sigma

Sirket	Reuters Kodu	Önceki Öneri	Öneri
AKGRT	AKGRT.IS	31.03.2005	AL
ANSGR	ANSGR.IS	-	07.04.2006
ANHYT	ANHYT.IS	-	07.04.2006
AVIVA	AVIVA.IS	-	07.04.2006
GUSGR	GUSGR.IS	-	07.04.2006
RAYSG	RAYSG.IS	-	07.04.2006
YKSGR	YKSGR.IS	-	07.04.2006

Şekeryatırım

Sirket	1 Ay	3 Ay	YBG
AKGRT	-2.6%	22.6%	33.3%
ANSGR	-12.1%	6.3%	12.2%
ANHYT	-14.2%	7.7%	14.5%
AVIVA	1.6%	3.3%	9.3%
GUSGR	-15.5%	6.7%	15.1%
RAYSG	20.6%	121.8%	125.0%
YKSGR	-12.3%	116.8%	127.3%

Şekeryatırım

BRANŞLAR (mn YTL)	2004	Pay	2005	Pay	Büyüme
Yangın	1,067.12	15.73%	1,135.64	14.54%	6.42%
Nakliyat	268.60	3.96%	290.10	3.71%	8.01%
Kaza	1,998.99	29.46%	2,489.09	31.87%	24.52%
K.M.A.Mali Sorumluluk	1,052.42	15.51%	1,225.87	15.70%	16.48%
Makine Montaj	275.45	4.06%	320.44	4.10%	16.33%
Tarım	29.42	0.43%	48.56	0.62%	65.09%
Sağlık	682.01	10.05%	798.73	10.23%	17.11%
Hukuksal Koruma	18.93	0.28%	21.58	0.28%	14.00%
Ferdi Kaza	166.22	2.45%	235.11	3.01%	41.44%
Kredi	2.68	0.04%	4.49	0.06%	67.42%
Hayat Dışı Toplam	5,561.85	81.96%	6,569.61	84.12%	18.12%
Hayat	1,223.94	18.04%	1,240.54	15.88%	1.36%
Genel Toplam	6,785.79	100.00%	7,810.15	100.00%	15.10%

Kaynak: TSRSB

UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Diğer sigorta branşları incelendiğinde ise genel olarak bir önceki yıla göre çok önemli değişimler gözlenmezken, prim üretimine sağladığı katkı bakımından düşük olmakla birlikte 2005 yılında tarım ve kredi sigortalarında kaydedilen büyümenin dikkat çekici olduğunu düşünüyoruz. Tarım sigortalarındaki hızlı büyümede tarım sigortaları havuzunun oluşturulmasının, kredi sigortasındaki büyümede ise bankacılık sektörü kredi hacmindeki büyümenin etkili olduğu görüşündeyiz.

Sektörde yoğunlaşma derecesi yüksek...

Son verilere göre; 21 Hayat, 32 Hayat Dışı, 2 Reasürans şirketi olmak üzere toplam 55 şirketin faaliyet gösterdiği sektörde yoğunlaşma düzeyi oldukça yüksektir. Hayat ve hayat dışı branşlar toplamında pazar payında ilk 10 sırayı alan sigorta şirketinin Türk sigorta sektöründen aldığı pay %65 (ilk 20 şirketin ise %84) düzeyindedir. Toplam prim üretimi bakımından Anadolu Sigorta liderliğini sürdürürken Axa Oyak, Koç Allianz, Aksigorta ve Yapı Kredi Sigorta sırasıyla ilk beş sırayı almaktadırlar.

Sigorta ve Reasürans Şirketleri

Faaliyet Alanı	2001	2002	2003	2004	2005
Sigorta Şirketi	63	58	55	53	53
Hayat	22	21	21	21	21
Hayat Dışı	41	37	34	32	32
Reasürans Şirketi	4	3	3	3	2
Toplam	67	61	58	56	55

Sıra	Şirket adı	2004		2005		Artış %
		Toplam üretim (YTL)	Pazar Payı %	Toplam üretim (YTL)	Pazar pay %	
1	ANADOLU	696,429,000	% 10.26	825,931,968	% 10.58	% 18.60
2	AXA OYAK	666,191,430	% 9.82	759,853,945	% 9.73	% 14.06
3	KOC ALLIANZ	456,437,000	% 6.73	636,338,556	% 8.15	% 39.41
4	AK SIGORTA	416,552,000	% 6.14	516,416,648	% 6.61	% 23.97
5	YAPI KREDİ	405,067,000	% 5.97	469,737,522	% 6.01	% 15.97
6	GUNES	375,207,000	% 5.53	446,803,780	% 5.72	% 19.08
7	ISVICRE	376,014,000	% 5.54	418,324,816	% 5.36	% 11.25
8	BASAK	392,398,000	% 5.78	374,677,103	% 4.80	-% 4.52
9	ANADOLU HAYAT&EMEKLİLİK	410,558,000	% 6.05	348,475,919	% 4.46	-% 15.12
10	GARANTI	171,052,056	% 2.52	299,720,260	% 3.84	% 75.22
İLK 10 ŞİRKET TOPLAMI		4,365,905,486	% 64.34	5,096,280,517	% 65.25	% 16.73

Kaynak: TSSRB

Hasar Gelişimi ve Risk Yönetimi...

Hayat dışı branşların brüt Hasar/Prim (H/P) oranları gelişimine bakıldığında sektörün son üç yılda ortalama %64-68 aralığında bir H/P oranıyla çalıştığı görülmektedir. Geçmiş yıllarda olduğu gibi bu yıl da kaza, sağlık ve tarım branşlarının, sektörün ortalama H/P oranının üzerinde bir orana sahip olduğu, başka bir ifade ile bu branşların teknik karın düşük gerçekleşmesine neden olduğu görülmektedir. Özellikle toplam prim üretimi içerisinde önemli paya sahip olan kaza ve sağlık gibi branşlarda oldukça yüksek seviyelerde gerçekleşen H/P oranlarının sektör için ciddi bir sıkıntı yarattığı ve sektörün genel karlılığı üzerinde olumsuz sonuçlar doğurduğu görüşündeyiz.

Hayat Dışı Branşların Hasar/Prim Oranları

	2003	2004	2005
Yangın	38.3%	29.3%	35.7%
Nakliyat	47.3%	48.8%	42.1%
Kaza	85.4%	79.2%	87.9%
Mühendislik	60.0%	56.1%	54.9%
Tarım	113.1%	52.7%	87.4%
Hukuksal Koruma	0.5%	47.0%	3.7%
Sağlık	81.1%	83.0%	84.7%
Ferdi Kaza	19.8%	16.3%	16.4%
Kredi	25.8%	56.4%	43.6%
K.M.A.Mali Sorumluluk	71.2%	74.8%	67.5%
Toplam	66.1%	63.9%	67.6%

Kaynak: TSSRB

Beklentiler...

- Bankacılık sektörünün kredi politikaları nedeniyle yeni araç satışında yaşanan artış hızının, önümüzdeki dönemde azalmasını beklemekle birlikte, genel olarak kasko ve diğer araç sigortalarındaki büyümenin -mevcut konjonktürde önemli bir değişme olmadığı sürece- devam edeceğini düşünüyoruz.
- Tarım sigortalarında Tarsim'in (Tarım Sigortaları Havuz İşletmesi) devreye girmesi ile birlikte gözlenen büyümenin önümüzdeki dönemlerde de devam edeceği ve tarım sigortalarının toplam prim üretimine katkısının artacağı görüşündeyiz.
- Henüz ülkemizde yeterli düzeylerde olmayan ve genel olarak ekonomik büyümeye ve yatırımlara paralel bir seyir izleyen mühendislik sigortalarında olumlu makro ekonomik performansa bağlı olarak yavaş tempolu da olsa büyüme sürecinin devamını beklemekteyiz.
- Kredi sigortalarının büyümesi bankacılık kredi hacmi ve genel makro ekonomik dengelerin sağlıklı olması ile yakından ilişkilidir. Makro ekonomideki iyi gidişatın, dolayısıyla da bu branşta geçtiğimiz yıl başlayan büyüme sürecinin önümüzdeki yıllarda da devam edeceği görüşündeyiz.

İMKB'de Sigorta Şirketleri

İMKB'de son durum itibariyle toplam yedi adet sigorta şirket işlem görmektedir. 2005 yılı verilerine göre sektördeki toplam prim üretiminin %38'ini gerçekleştiren bu şirketlerden Anadolu Sigorta prim üretimi bakımından sektörün en büyük sigorta şirketi komundadır. Anadolu Sigorta'nın ardından halka açık şirketler arasında prim üretimi bakımından Aksigorta, Yapı Kredi Sigorta, Güneş Sigorta, Anadolu Hayat ve Emeklilik Sigorta, Ray Sigorta ve Aviva gelmektedir.

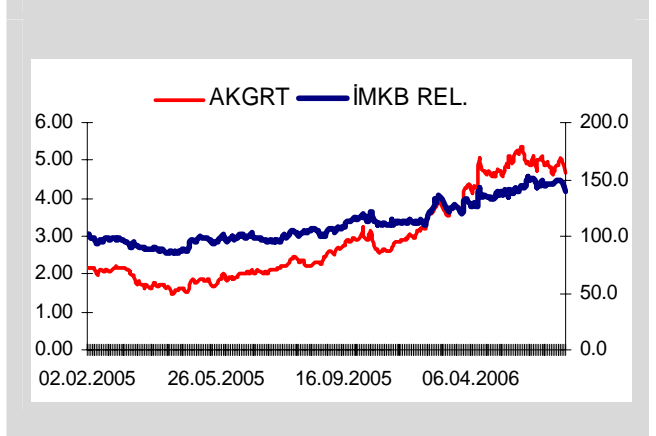
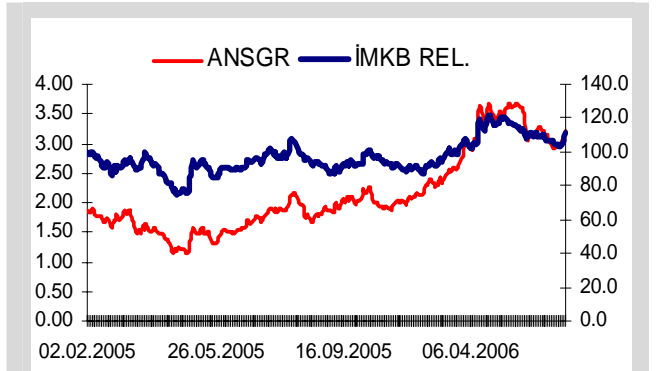
FİNANSALLAR									
Şirket	Reuters Kodu	Prim Üretimi (YTL)		Teknik Kar (YTL)		Mali Kar (YTL)		Net Kar (YTL)	
		2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
AK SIGORTA	AKGRT.IS	416,552,000	516,416,648	-	28,899,002	-	72,685,438	-	72,247,765
ANADOLU	ANSGR.IS	696,429,000	825,931,968	-	21,412,648	-	51,547,821	-	40,272,708
ANADOLU HAYAT ve EMEKLİLİK	ANHYT.IS	410,558,000	348,475,919	-	5,454,477	-	55,572,427	-	41,031,408
AVIVA	AVIVA.IS	117,648,000	142,864,405	-	9,486,001	-	4,728,112	-	7,943,826
GUNES	GUSGR.IS	375,207,000	446,803,780	-	2,193,673	-	9,963,722	-	6,103,621
RAY	RAYSG.IS	168,848,000	200,745,994	-	-7,401,453	-	5,796,930	-	-3,982,814
YAPI KREDİ	YKSGR.IS	405,067,000	469,737,522	-	-6,805,851	-	6,806,679	-	-465,007

Anadolu Sigorta

2005 yılı verilerine göre 826 milyon YTL prim üretimi ve %10,58 pazar payı ile sektörde lider durumda bulunan şirket, 2005 yılsonu verilerine göre 21,4 milyon YTL teknik kar, 51,5 milyon YTL mali kar ve 40,2 milyon YTL net kar elde etmiştir. Yaklaşık %75'lik konservasyon oranı ile agresif bir strateji izleyen şirket, halka açık şirketler arasında portföyünün hasar üretme yüzdesi en yüksek şirketlerden biridir. **Şirket için yaptığımız değerlendirilme çalışmasına göre 1,2 milyar YTL hedef değer (H.B: 8.1 YTL) hesaplıyor ve %49 iskotolu işlem gören şirket hisseleri için "AL" önerisinde bulunuyoruz.**

Aksigorta

Geçtiğimiz yıl %6,12 pazar payına sahip olan şirket, sektördeki büyümenin üzerinde büyümüş ve pazar payını %6,61'e yükseltmiştir. 29,4 milyon YTL hayat dışı teknik gelir dengesi oluşan şirketin hayat branşında ise teknik gelir dengesi 500 bin dolar zarar şeklindedir. Şirket, sahip olduğu güçlü nakit pozisyonu ve temettü gelirleri sayesinde 72 milyon YTL net kar açıklamıştır. Şirket için son mali verileri esas alarak 1.2 milyar YTL sigorta değeri ve 1.5 milyar YTL iştiraklerinden gelen değer hesaplamaktayız. **Hisse Başına 8.9 YTL hedef değer öngördüğümüz ve %38 prim potansiyeli taşıyan Aksigorta hisseleri için "AL" önerimizi sürdürüyoruz.**



Yapı Kredi Sigorta

2005 yılında 470 milyon YTL prim hasılatı gerçekleştiren Yapı Kredi Sigorta %6,01 pazar payı ile sektörün en büyük beşinci sigorta şirketi konumundadır. Yüksek konservasyon oranının sonucu olarak değerlendirdiğimiz yüksek hasar/prim oranı nedeniyle teknik zarar açıklayan şirket, 2005 yılını düşük de olsa net zarar ile kapatmıştır. Mevcut koşullar altında yaptığımız değerlendirme çalışmasına göre **şirket hisseleri için toplam 597 milyon YTL (HB:7,4 YTL) hedef değer hesaplıyor ve hedef değerine yakın işlem gören hisseler için "TUT" önerisinde bulunuyoruz.**

Güneş Sigorta

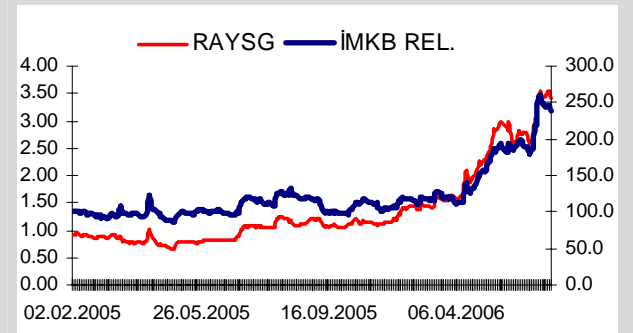
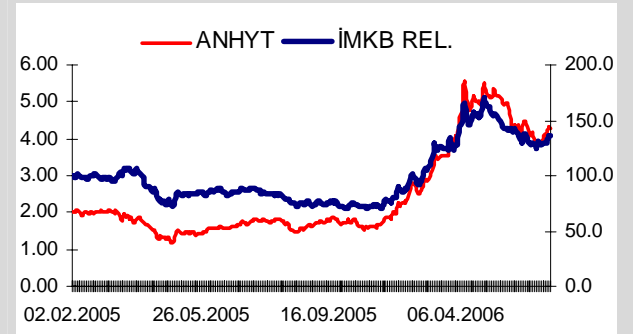
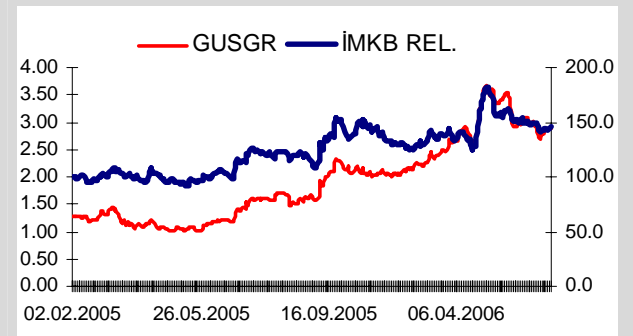
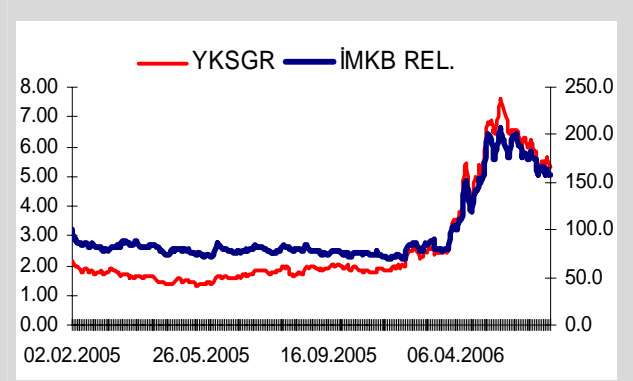
Sektörde 446 milyon YTL prim üretimi ve %5,72 pazar payı ile altıncı sırada yer alan şirket, 2,2 milyon YTL teknik kar 6,1 YTL net dönem karı elde etmiştir. Şirketin portföyünü büyütme çalışmalarının önümüzdeki dönemlerde prim gelirlerine katkısının olumlu olacağını ve şirketin ana ortaklarında Groupama International S.A.'nın Başak Sigortayı alması sonrası bu gelişmenin Güneş Sigorta için yeni açılımlar kazandırabileceğini düşünüyoruz. **Şirket hisseleri için 292 milyon YTL hedef değer hesaplıyor ve TUT önerisinde bulunuyoruz.**

Anadolu Hayat ve Emeklilik

Bir önceki yıla göre pazar payında bir miktar kayıp yaşanmakla birlikte 2005 yılında gerçekleştirilen toplam hayat sigortası prim üretiminin %28'ini gerçekleştiren ve sektörde lider konumda olan şirket, acentelerinin yanında İşbankası ve HSBC şubeleri ile müşterilerine ulaşmaktadır. Özel emeklilik alanındaki büyüme potansiyelini değerlendirdiğimizde şirketin önünde hala önemli fırsatlar olduğu görüşündeyiz. Yaptığımız değerlendirme çalışmasına göre 1.062 milyon YTL hedef değer hesaplıyor ve %23 prim potansiyeli ile **AL** önerisinde bulunuyoruz.

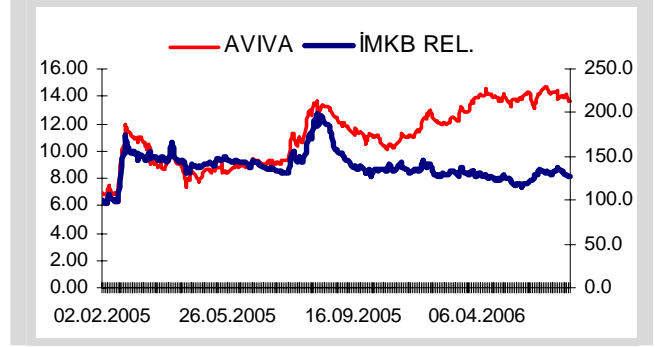
Ray Sigorta

2005 yılsonu mali tablolarında 7,4 milyon YTL teknik zarar ve 3,9 milyon YTL net dönem zararı kaydeden şirket, prim üretimi bakımından 200 milyon YTL ve %2,57 pazar payı ile sektörde 12. sıradadır. Doğan Holding'ten yapılan açıklamaya göre Şirketin olası ortaklıklar ile ilgili beklentiler taşınması önünde fırsatlar olduğunu düşünmemize neden olmakla birlikte, 130 milyon YTL'lik hedef değerimize yakın işlem görüyor olması nedeniyle **TUT** önerisinde bulunuyoruz.



Aviva Sigorta

142 milyon YTL prim üretimi ile sektörün en büyük 17. sigorta şirketi olan Aviva, hem teknik hem de mali kar elde eden nadir şirketlerden birisidir. Halka açıklık oranının son derece düşük olması nedeniyle borsada sağlıklı fiyat oluşumunun gerçekleşmediğini düşündüğümüz şirket için 181 milyon YTL hedef değer hesaplıyor ve 455 milyon YTL piyasa değeri ile işlem gören şirket hisseleri için **SAT** önerisinde bulunuyoruz.



Değerleme Özeti

Şirket	(YTL) 06/04/2006		PD/DD	F / Teknik Kar	F/K		PD/Prim		Hedef Değer(YTL)		Prim Potansiyeli	Öneri
	Fiyat	PD			2004	2005	2004	2005	Fiyat	Toplam		
AKGRT	6.50	1,897,200,000	1.1	66	-	26.3	0.24	0.29	8.98	2,748,625,119	38.2%	AL
ANSGR	4.14	642,000,000	1.4	30	-	15.9	1.49	1.77	8.20	1,229,391,882	98.0%	AL
ANHYT	5.75	855,000,000	2.7	157	-	20.8	1.31	1.12	7.10	1,064,670,912	23.4%	AL
AVIVA	18.4	455,000,000	15.2	48	-	57.3	3.93	4.77	7.27	181,864,858	-60.5%	SAT
GUSGR	3.84	289,500,000	1.7	132	-	47.4	2.23	2.66	3.89	292,053,246	1.4%	TUT
RAYSG	4.7	131,161,809	6.0	a.d.	-	a.d.	7.71	9.16	4.49	130,285,632	-4.5%	TUT
YKSGR	7.25	568,000,000	3.0	a.d.	-	a.d.	2.15	2.49	7.47	597,390,566	3.0%	TUT

UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.