

AvivaSa Emeklilik ve Hayat A.Ş.

HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor SPK'nın VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29.Maddesi çerçevesinde hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.

AvivaSa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Kuruluş ve Gelişimi

Türkiye'nin önde gelen bireysel emeklilik ve hayat sigortası şirketlerinden AvivaSA Emeklilik ve Hayat, 31 Ekim 2007 tarihinde AK Emeklilik ile Aviva Hayat ve Emeklilik şirketlerinin birleşmesiyle kurulmuştur. Türkiye'nin en güçlü gruplarından Hacı Ömer Sabancı Holding ile İngiliz sigorta devi Aviva International Holdings Limited'in engin deneyim ve finansal gücünü arkasına alan bu oluşum, daha ilk günden güvenilir bir marka ve lider bir şirket olarak sektörde yerini almıştır. AvivaSA, sahip olduğu nitelikli insan kaynağı, güçlü teknolojik altyapısı, benzersiz çoklu dağıtım kanalı yapısı ve geniş müşteri kitlesi ile bireysel emeklilik ve hayat sigortası alanlarında sektörünün en etkin oyuncularından biridir.

Kuruluşundan itibaren pazarın kurallarını ve standartlarını belirleyen şirketlerden biri konumunda olan AvivaSA'nın bireysel emeklilik fonları, portföy yönetim sektörünün önde gelen şirketlerinden, Sabancı Grubu şirketi AK Portföy tarafından yönetilmektedir. Çoklu dağıtım kanalı stratejisiyle sağladığı yüksek müşteri erişimi AvivaSA'nın gücünü pekiştiren önemli rekabet üstünlüklerindendir. AvivaSA'nın çoklu dağıtım kanalı yapısında Direkt Satış, Acenteler, Banka Sigortacılığı, Tele satış ve AvivaSA'nın en güçlü olduğu alanlardan biri olan Kurumsal Projeler bulunmaktadır. Şirket; oluşturduğu çoklu dağıtım kanalı yapısıyla 1,9 milyonu aşkın müşterisine hizmet sunmaktadır.

Şirketin stratejik hedefleri

- Hayat sigortası sektöründe pazar payını ve rekabetçi konumunu geliştirmek
- Bireysel emeklilik sektöründeki öncü konumunu karlı büyüme ile sürdürmek
- Operasyonel verimliliği artırmak
- Akbank'ın satış kanallarındaki penetrasyon oranını artırmak
- Banka dışı dağıtım kanallarını güçlendirip çeşitlendirmek

Şirketin halka arz öncesi ortaklık yapısı

Ortak	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Oranı (%)
Aviva	17.830.354,50	49,83
Sabancı Holding	17.830.354,50	49,83
Diğer	118.488,00	0,33
Toplam	35.779.197,00	100

Kaynak: AvivaSa Halka Arz İzahnamesi

Aviva

- Sigorta ve bireysel emeklilik ürünlerinde dünyanın önde gelen şirketlerinden (faaliyet gösterdiği ülke sayısı 17)
- Çalışan sayısı 27.700
- Piyasa Değeri 14 milyar Sterlin

Sabancı Holding

- Finansal hizmetler, enerji, çimento, perakende ve sanayi sektörlerinde faaliyet gösteren saygın kurumlardan (faaliyet gösterdiği ülke sayısı 18)
- Çalışan sayısı 58.907
- Piyasa Değeri 19 milyar TL

Şirketin faaliyet alanları ve sektördeki konumu**Bireysel Emeklilik:**

- %18,9 pazar payı (1,8 milyar TL fon büyüklüğüne göre) ile sektör ikincisi
- 6 milyar TL fon büyüklüğü ve yaklaşık 680 bin katılımcı
- 2011-06/2014 arası %33 YBBO ile büyüyen fon büyüklüğü
- İşveren katkılı bireysel emeklilik ürünleri branşında lider konum
- 135 bin müşteri

Türkiye Sigorta Şirketleri Birliği, bireysel emeklilik sektörünün 2023 yılında yaklaşık 400 milyar TL fon büyüklüğüne ulaşacağını öngörmektedir (GSYH'ye oranı %11). Türkiye'de çalışanların %8'i bireysel emeklilik sistemine kayıtlıdır. Bu oran Avrupa'da %21 seviyesindedir.

1 Ocak 2013'ten itibaren katkı paylarına %25 oranında devlet katkısı uygulanması ve katılımcı lehine fiyatlama değişiklikleri fon büyümesini pozitif etkileyen unsurlardır.

Sektörü geliştirebilecek muhtemel mevzuat değişiklikleri:

- **Otomatik katılım:** Bireysel emeklilik sistemine katılımın artırılması hedeflenmektedir. 2014 yılı içerisinde pilot proje başlamıştır.
- **Kıdem tazminatı fonu:** kıdem tazminatının işçinin bireysel hesabına yatırılması hakkında kanun taslak aşamasındadır. Buna göre aylık brüt kazancının %4'ü kıdem primi olarak kıdem tazminatı yatırım fonuna yatırılır.
- **Fon toplam gider kesintisi indirimi:** bu oranlar düşürülebilir, keza Hazine Müsteşarlığı kesinti oranını %0,82 seviyesine çekmeyi planlamaktadır.

Hayat Koruma:

- %7,4 pazar payı (brüt yazılan primlere göre) ile sektör beşincisi
- 2013 brüt yazılan primler: 178 milyon TL (2011-2013: %46 YBBO)
- 1,4 milyon müşteri
- Krediye bağlı hayat koruma sigortası ürünlerinde lider şirketlerden

Ferdi Kaza:

- %20,6 pazar payı (brüt yazılan primlere göre) ile sektör ikincisi
- 2013 brüt yazılan primler: 32 milyon TL (2011-2013: %10 YBBO)
- 400 bin müşteri
- Geniş ürün yelpazesi

Halka Arz Bilgileri

Şirket'in unvanı	AvivaSa Emeklilik ve Hayat A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Fiyat aralığı ile talep toplama
Halka Arz Şekli	En İyi Gayret
Halka Arz Edilecek Hisselerin Dağılımı	6.119.436 adet - Ortak satışı 917.912 adet - Ek satış
Talep Toplama Tarihi	5-6-7 Kasım 2014
Fiyat	Alt band - 41.00 TL Üst band - 49.00 TL
İşlem Görme Yeri	BİST
Halka Açıklık Oranı	%17,10 (eksatış dahil %19,67)
Tahsis Grupları	Yurtdışı yabancı kurumsal %70 Yurtiçi kurumsal %20 Yurtiçi bireysel %10
Taahhütler	Satmama taahhüdü: Ortaklar tarafından 180 gün

Halka Arz Sonrası Sermaye Yapısı

Ortak	Ek satış hariç		Ek satış dahil	
	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Oranı (%)	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Oranı (%)
Aviva	14.770.636,50	41,28	14.311.680,50	40,00
Sabancı Holding	14.770.636,50	41,28	14.311.680,50	40,00
Diğer	118.488,00	0,33	118.488,00	0,33
Halka Açık Kısım	6.119.436,00	17,10	7.037.348,00	19,67
Toplam	35.779.197,00	100	35.779.197,00	100

Kaynak: AvivaSa Halka Arz İzahnamesi

Özet Finansallar

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	31.12.2012	30.06.2013	30.06.2014
Hayat Dışı Teknik Denge	-1.2	2.3	-1.1
Hayat Teknik Denge	32.1	15.7	25.2
Emeklilik Teknik Denge	-29.8	-12.3	-9.6
Teknik Denge Toplam	1.1	5.7	14.5
Yatırım Gelirleri	41.6	24.9	29.3
Yatırım Giderleri	-10.5	-8.3	-11.5
Diğer Gelir/Gider	-1.3	-1.2	-5.8
Net Kar	31	21	27

Özet Bilanço (mn TL)	31.12.2012	31.12.2013	30.06.2014
Dönen Varlıklar	745.8	701.3	740.6
Duran Varlıklar	4,212.2	5,185.8	6,167.6
Aktif Toplamı	4,958.0	5,887.1	6,908.2
Kısa Vadeli Yükümlülükler	222.7	233.8	275.8
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,566.6	5,495.8	6,470.9
Özkaynaklar	168.7	157.5	161.5
Ödenmiş sermaye	35.8	35.8	35.8
Pasif Toplamı	4,958.0	5,887.1	6,908.2

Kaynak: Şirket

Alternatif Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Hazırlamış ve KAP'ta yayınlamış olduğu Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Değerlendirme

Alternatif Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hazırlamış olduğu fiyat tespit raporunda AvivaSa Emeklilik ve Hayat A.Ş.'yi aşağıdaki yöntemleri kullanarak değerlemiştir ve erişilen sonuçları eşit ağırlıklandırarak nihai fiyata ulaşmıştır:

- F/K Çarpan Yöntemi 33,33%
- F/EV (İçsel Değer) Çarpan Yöntemi 33,33%
- Parçaların Toplamı Yöntemi 33.33%

Değerleme Varsayımları;

F/K Çarpan Yöntemi:

F/K çarpanı yönteminde Türkiye ile benzer piyasalarda faaliyet gösteren emeklilik ve hayat şirketleri ile Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. incelenmiştir. Uluslar arası şirketler UFRS net kar rakamlarına göre değerlendirmede yer alırken Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. yasal mevzuat net karına göre karşılaştırılmıştır. Uluslar arası şirketler %90, Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. %10 ile ağırlıklandırılmıştır.

Bu hesaplamalarda hem 2013 yılı net karı hem de 2014 6 aylık net kar rakamı dikkate alınarak ve eşit ağırlıklandırılarak ortalama değer bulunmuştur.

F/K çarpanı yöntemine göre 1.550 milyon TL şirket değeri hesaplanmıştır.

F/EV Çarpan Yöntemi:

AvivaSa, Towers Watson Danışmanlık Limited Şirketi'ne bir İçsel Değer raporlaması hazırlatmıştır. Bu değer, sermayedarların net varlık değeri ve devam eden poliçelerden kaynaklanan mevcut portföy değerinin toplamından oluşmaktadır. Buna göre AvivaSa'nın 30 Haziran 2014 itibarıyla EV rakamı 1.098 mn TL'dir.

F/EV çarpanı yönteminde Türkiye ile benzer piyasalarda faaliyet gösteren emeklilik ve hayat şirketlerinin ortalaması dikkate alınmıştır ve 1,57 olarak hesaplanmıştır.

F/EV çarpanı yöntemine göre 1.724 milyon TL şirket değeri hesaplanmıştır.

Parçaların Toplamı Yöntemi:

Bu yöntemde hayat ve ferdi sigorta branşları ile bireysel emeklilik branşları ayrı ayrı ele alınmakta ve toplam şirket değeri her iki branşın değerlerinin toplamından oluşmaktadır. Hayat ve ferdi sigorta branşı için F/K çarpanı, bireysel emeklilik için ise F/EV çarpanı yöntemi kullanılmıştır. Toplam değere şirketin üzerinden yatırım geliri elde ettiği net varlık değeri de eklenmiştir.

Bu yöntemde göre 2.603 milyon TL şirket değeri hesaplanmıştır.

Değerleme ve Sonuç:

Şirket için farklı yöntemlerle hesaplanan piyasa değerleri eşit ağırlıklandırılarak 1.959 mn TL nihai piyasa değerine ulaşılmıştır. AvivaSa Emeklilik ve Hayat A.Ş. için 54,74 TL halka arz hisse fiyatı belirlenmiştir.

Değerleme (milyon TL)			
	Ağırlık	Piyasa Değeri	Ağırlıklı Piyasa Değeri
F/K Çarpan Yöntemi	33,33%	1.550	517
F/EV Çarpan Yöntemi	33,33%	1.724	575
Parçaların Toplamı Yöntemi	33,33%	2.603	868
Toplam Piyasa Değeri			1.959
Nominal Sermaye Tutarı			35,78
Hisse Birim Fiyatı (TL)			54,75

Kaynak: Alternatif Yatırım Fiyat Tespit Raporu

AvivaSa Emeklilik ve Hayat A.Ş. için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz. Belirlenen yöntemler ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında belirlenen 1.467 - 1.753 mın TL'lik piyasa değeri aralığının ve hisse başına belirlenen 41 - 49 TL'lik değeri aralığının makul olduğu kanaatini taşımaktayız.

Çekince: "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." Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, ve öneriler nedeniyle ortaya çıkacak kazanç veya kayıplardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar yatırımcıları bilgilendirme niteliği taşımaktadır.