



Fiyat Analiz Raporu

AvivaSa Emeklilik ve Hayat A.Ş.

03 Kasım 2014

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. Fıkrasına istinaden PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Alternatif Yatırım A.Ş.'nin AvivaSa Emeklilik ve Hayat A.Ş. ("AvivaSa") halka arzı için hazırlamış olduğu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgiler doğru kabul edilmiş ve bu bilgilerin doğruluğu konusunda herhangi bir inceleme yapılmamıştır. İşbu rapor; Alternatif Yatırım A.Ş.'nin hazırlamış olduğu Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

1. Şirket

AvivaSa; 2007 yılında, Ak Emeklilik A.Ş. ve Aviva Hayat ve Emeklilik A.Ş. şirketlerinin Ak Emeklilik bünyesinde birleşmesi sonucu, Aviva ile Sabancı Holding arasında bir ortak girişim olarak kurulmuştur.

Şirket; bireysel emeklilik, hayat sigortası ve ferdi kaza sigortası branşlarında faaliyet göstermektedir. Şirket'in fon büyüklüğü aşağıdaki gibidir:

Bireysel Emeklilik	30.06.2014	30.06.2013	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011
Fon Büyüklüğü* Milyon TL	6.001,1	4.488,5	5.019,2	4.048,8	2.957,4
Katılımcı Sayısı	680.312	551.339	617.477	491.683	420.987

Kaynak: EGM Şirket Bazında BES Temel Göstergeler Raporu

* Katılımcı fonları ve devlet katkı payı toplamı

Hayat ve ferdi kaza sigortası branşlarından elde edilen brüt yazılan primler aşağıdaki gibidir:

Brüt Yazılan Primler Bin TL	30.06.2014	30.06.2013	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011
Hayat	111.226	110.229	200.505	165.203	121.631
Hayat Koruma	102.629	98.265	178.303	134.085	83.168
Birikimli Hayat	8.597	11.964	22.202	31.118	38.463
Ferdi Kaza	20.904	17.272	32.382	32.341	26.784
Toplam	132.130	127.501	232.887	197.544	148.415

Kaynak: Şirket ve Bağımsız Denetim Raporu

1.1. Bireysel Emeklilik

AvivaSa, bireysel emeklilik pazarında, 30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla 680.000 katılımcısına ait fonlar ve devlet katkı payı dahil olmak üzere 6.001,1 milyon TL fon büyüklüğü ve %18,9'luk pazar payı ile pazarda ikinci sırada yer almaktadır (Kaynak: EGM Şirket Bazında BES Temel Göstergeler Raporu).

Şirket, bireysel emeklilik branşında 2014'ün ilk 6 ayında ve 2013 yılında sırasıyla 472,6 milyon TL ve 859,3 milyon TL net katkı payı elde etmiştir. Şirket'in bu iki döneme ait katkı payı ve çeşitli yöntemlerle açıkladığı kar/zarar verileri aşağıdaki şekildedir:



Fiyat Analiz Raporu

Bireysel Emeklilik (Milyon TL)	30.06.2014	31.12.2013
Net Katkı Payı	472,6	859,3
Faaliyet Giderlerini İçermeyen		
UFRS Teknik Karı	54,1	91,8
Yasal Mevzuat	34,4	54,8
Faaliyet Giderleri Dahil		
UFRS Teknik Zararı	-12,6	-28,4
Yasal Mevzuat	-9,6	-29,8

1.2. Hayat Sigortası

AvivaSa, hayat sigortası kapsamında hayat koruma ve birikimli hayat olmak üzere iki ayrı branşta faaliyet göstermektedir. Bireysel emeklilik branşı faaliyetlerine odaklanmak amacıyla, 2007 yılından itibaren birikimli hayat sigortası branşında yeni poliçe satışı gerçekleşmemektedir. Elde edilen primler geçmişten gelen poliçelerden oluşmaktadır.

Şirket; 30.06.2014 ve 31.12.2013 tarihleri itibariyle, hayat koruma sigortası pazarında toplam brüt yazılan primlere göre sırasıyla %7,4 ve %5,9'luk pazar paylarıyla pazarda sırası ile beşinci ve sekizinci sırada yer almaktadır (Kaynak: HAYMER Hayat Sektör İstatistikleri Raporu). AvivaSa'nın bu iki döneme ait prim ve çeşitli yöntemlerle açıkladığı kar/zarar verileri aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir:

Hayat Sigortası (Milyon TL)	30.06.2014	31.12.2013
Brüt Yazılan Prim	102,6	178,3
Faaliyet Giderlerini İçermeyen		
UFRS Teknik Karı	52,6	86,8
Yasal Mevzuat	52,3	84,5
Faaliyet Giderleri Dahil		
UFRS Teknik Zararı	43,6	67,3
Yasal Mevzuat	25,2	32,1

1.3. Ferdi Kaza Sigortası

AvivaSa; 30.06.2014 ve 31.12.2013 tarihleri itibariyle, hayat dışı sigorta şirketleri hariç bakıldığında, ferdi kaza sigortası branşında, brüt yazılan primlere göre, sırasıyla %20,6 ve %17,9'luk pazar payı ile her iki dönemde de pazardaki en büyük ikinci hayat sigortası ve bireysel emeklilik şirketi konumundadır (Kaynak: TSB Prim Üretimleri Sıralama Raporu).

2. Değerleme Yöntemleri

Değerleme yöntemleri; Şirket'in, (i) 31.12.2013 ve 30.06.2014 tarihleri itibariyle Hazine Müsteşarlığı tarafından yayımlanan "Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Finansal Raporlamaları Hakkında Yönetmelik" hükümleri, ilgili mevzuat ve bunlara ilişkin duyuru ve genelgeler (Yasal Mevzuat) çerçevesinde hazırlanan finansal tablolarını, (ii) 31.12.2013 ve 30.06.2014 tarihleri itibariyle Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) çerçevesinde hazırlanan finansal tablolarını, (iii) Piyasa Uyumlu İçsel Değer (Market Consistent Embedded Value



Fiyat Analiz Raporu

“MCEV”) Raporu’nda yer alan ve 30.06.2014 tarihi itibariyle hesaplanan MCEV ve ilgili metriklerini ve (iv) UFRS’ye göre hazırlanmış olan branş bazında teknik kar tutarından AvivaSa yönetiminin tahminleri ve MCEV Raporu’nda belirtilen dağıtım metodolojisi baz alınarak hesaplanan faaliyet giderlerinin düşülmesi sonucu hesaplanan düzeltilmiş teknik kar tutarlarını temel almaktadır.

AvivaSa yönetimi, faaliyet giderlerini, MCEV ve Yeni İş Değeri (Value of New Business “VNB”) raporlamaları ile fiyatlama, finansal ve maliyet analizleri gereği, üçer aylık dönemlerle branşlar bazında yönetim tahminlerini kullanarak dağıtmaktadır. Düzeltilmiş teknik kar hesaplaması a) gider kalemlerinin her birinin uygun branşa dağıtılmak üzere yapısının, kaynağının ve kullanım şeklinin incelenmesi b) yönetim tahminleri ve deneyimleri kullanılarak kalan giderlerin branşlar bazında dağıtılması (örneğin, yeni iş ve mevcut işler bazında dağıtılması) metodolojileri üzerine kurulmuştur.

Düzeltilmiş teknik kar tutarları, net yatırım gelirlerini içermemektedir.

Uluslararası şirketlere göre yapılan çarpan analizlerinde UFRS rakamları, payları Borsa İstanbul A.Ş.’de işlem gören şirketlere göre yapılan çarpan analizinde ise Yasal Mevzuat çerçevesinde hazırlanan finansal tablolarındaki rakamlar kullanılmıştır.

Değerleme; F/K çarpanı, F/EV (Embedded Value “İçsel Değer”) çarpanı ve Parçaların Toplamı yöntemleri kullanılarak yapılmıştır.

3. Değerleme

3.1. F/K Çarpanı Yöntemi

Bu yöntemde gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren benzer bireysel emeklilik ve hayat sigortası şirketleri ile Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. incelenmektedir.

Firma	Ülke	F/K (2013)	F/K (06/2014)
AIA Group Limited	Hong Kong	23	42,3
Bangkok Life Insurance	Tayland	23	79,5
BB Seguridade Participacoes	Brezilya	23,5	38,9
China Life Insurance	Çin	18	24,3
China Taiping Insurance	Hong Kong	22,7	21,2
Clientele Ltd.	Güney Afrika	17	43,8
Discovery Ltd.	Güney Afrika	21,9	36,4
New China Life Insurance	Çin	17,6	20,9
Sanlam Ltd.	Güney Afrika	15,4	27,8
	Maksimum	23,5	79,5
	Ortalama	20,2	37,2
	Minimum	15,4	20,9

Net Dönem Karı	2013	06/2014
UFRS	71,6	46,9
Yasal Mevzuat	30,7	26,6
Değerleme		
Milyon TL	F/K (2013)	F/K (06/2014)
UFRS	1.449	1.746
Yasal Mevzuat	682	1.564
	1.372	1.728
Ortalama		1.550

Firma	Ülke	F/K (2013)	F/K (06/2014)
Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.	Türkiye	22,2	58,8



Fiyat Analiz Raporu

Uluslararası şirketlere göre yapılan çarpan analizlerinde UFRS rakamları, payları Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem gören şirketlere göre yapılan çarpan analizinde ise Yasal Mevzuat çerçevesinde hazırlanan finansal tablolardaki rakamlar kullanılmıştır. Uluslararası şirketler %90, Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. ise %10 olarak ağırlıklandırılmıştır. Buna göre, piyasa değeri 1.550 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

3.2. F/EV Çarpanı Yöntemi

Piyasa Uyumlu İçsel Değer ("MCEV"), toplam riskler dikkate alındıktan sonra, hesaplama kapsamındaki işler için tahsis edilmiş olan varlıkların dağıtılabılır karlarındaki sermayedar paylarının bugünkü değeri ve sermayedarların net varlık değerinin toplamından oluşmaktadır.

Gelecekteki yeni işlerin değeri MCEV dışında tutulmuştur. Hesaplamalar, reasürans payı düşüldükten sonra ve vergi sonrası değer baz alınarak, bilinen ve gerçekleşeceği kesin olan değişiklikler de dahil olmak üzere, mevcut yönetmelikler ve uygulamalar göz önünde bulundurularak yapılmıştır.

Firma	Ülke	F/EV(06/2014)
AIA Group Limited	Hong Kong	1,87
Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.	Türkiye	-
Bangkok Life Insurance	Tayland	-
BB Seguridade Participacoes	Brezilya	-
China Life Insurance	Çin	1,15
China Taiping Insurance	Hong Kong	0,97
Clientele Ltd.	Güney Afrika	1,41
Discovery Ltd.	Güney Afrika	1,33
New China Life Insurance	Çin	1,13
Sanlam Ltd.	Güney Afrika	3,14
	Maksimum	3,14
	Ortalama	1,57
	Minimum	0,97

Milyon TL	06/2014
MCEV	1.098
F/EV	1,57
Değerleme	1.724

Tüm bu verilerin ışığında piyasa değeri 1.724 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

3.3. Parçaların Toplamı Yöntemi

F/K çarpanı yöntemiyle hesaplanan piyasa değeri, bireysel emeklilik branşının net kara negatif etkisi sebebiyle Şirket'in büyüme potansiyelini yeterince yansıtamadığından Parçaların Toplamı Yöntemi de değerlemede kullanılmıştır. Hayat ve ferdi kaza sigortası branşları ve bireysel emeklilik branşları ayrı ayrı ele alınmıştır. Hayat ve ferdi kaza sigortası branşları değerlendirilmesi için F/K çarpanı yöntemi, bireysel emeklilik değerlendirilmesi için F/EV çarpanı yöntemi kullanılmaktadır.



Fiyat Analiz Raporu

3.3.1. Hayat ve Ferdi Kaza Sigortası Branşları Değerlemesi

UFRS - Düzeltilmiş Teknik Kar (Milyon TL)	2013	06/2014
Hayat Koruma Sigortası	67,4	43,6
Birikimli Hayat Sigortası	1,9	1,5
Ferdi Kaza Sigortası	10,4	5,2
Toplam	79,7	50,3
Yasal Mevzuat - Teknik Gelir Dengesi (Milyon TL)	2013	06/2014
Hayat Koruma ve Birikimli Hayat Sigortaları	32,1	25,2
Ferdi Kaza Sigortası	-1,2	-1,1
Toplam	30,8	24,1

Uluslararası şirketlere göre yapılan çarpan analizlerinde UFRS rakamları, payları Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem gören şirketlere göre yapılan çarpan analizinde ise Yasal Mevzuat çerçevesinde hazırlanan finansal tablolarındaki rakamlar kullanılmıştır. Uluslararası şirketler %90, Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. ise %10 olarak ağırlıklandırılmıştır.

Milyon TL	2013	06/2014	Ortalama
Hayat ve Ferdi Kaza Sig. - UFRS Vergi Sonrası Kar	63,8	40,3	
Uluslararası Şirketler - Ort. F/K Çarpanı	20,2x	37,2x	
Hayat ve Ferdi Kaza Sig. - Yasal Mevzuat Vergi Sonrası Teknik Gelir Dengesi	24,7	19,3	
Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. - F/K Çarpanı	22,2x	58,8x	
Hayat ve Ferdi Kaza Sig. Branşı Değerlemesi	1.216	1.463	1.339

3.3.2. Bireysel Emeklilik Branşı Değerlemesi

Bu branşın hesaplanmasında Şirket'in 30.06.2014 tarihi itibarıyla MCEV raporundaki bireysel emeklilik branşı mevcut portföy değeri ("Value in Force") baz alınmaktadır.

Milyon TL	06/2014
Bireysel Emeklilik - Mevcut Portföy Değeri (VIF)	701,6
Ort. F/EV Çarpanı	1,57x
Bireysel Emeklilik Branşı Değerlemesi	1.102

3.3.3. Parçaların Toplamı Yöntemi Sonucu

Milyon TL	
Hayat ve Ferdi Kaza Sig. Branşları	1.339
Bireysel Emeklilik Branşı	1.102
Net Varlık Değeri	162
Toplam	2.603

Şirket'in üzerinden yatırım geliri elde ettiği net varlık değeri de eklenerek bulunan piyasa değeri 2.603 milyon TL olarak hesaplanmıştır.



Fiyat Analiz Raporu

3.4.Sonuç

Piyasa Değeri (Milyon TL)	
F/K Çarpanı Yöntemi	1.550
F/EV Çarpanı Yöntemi	1.724
Parçaların Toplamı Yöntemi	2.603
Ortalama Piyasa Değeri	1.959
Nominal Sermaye tutarı	35,78
Hesaplanan Birim Pay Fiyatı (TL)	54,75

Kullanılan yöntemlerle hesaplanan ortalama piyasa değeri 1.959 milyon TL olurken, birim pay fiyatı ise 54,75 TL olmuştur. Bulunan pay fiyatına %25 ve %10 iskonto uygulanarak fiyat aralığı 41,0 -49,0 TL arasında belirlenmiştir.

4. Analiz ve Görüş

4.1.F/K Çarpanı Yöntemi Görüşü

Bu yöntemde uluslararası şirketler diğer gelişen ülkelerden seçilmiş, Türkiye’den ise Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. seçilmiştir. Alınan bazı şirketlerin AvivaSa’nın faaliyet alanlarının dışında da faaliyetlerinin olduğu görülmektedir. Finansal tablo seçimlerinde uluslararası şirketlerde UFRS, Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. karşılaştırmasında ise şirketin Yasal Mevzuat çerçevesinde finansal tablo açıklamasından dolayı Yasal Mevzuat ile hazırlanan finansal tablolar kullanılmıştır. Ağırlıklandırma yapılırken tüm şirketler eşit şekilde ağırlıklandırılmıştır. Borsa İstanbul A.Ş.’de işlem gören Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.’nin Şirket’in değerlemesinde daha sağlıklı bir gösterge olması ve Türkiye’de geçerli olan Yasal Mevzuat çerçevesinde finansal tablo açıklaması sebebiyle ağırlığının daha yüksek alınabileceği fikrindeyiz.

4.2.F/EV Çarpanı Yöntemi Görüşü

Değerlemede kullanılan MCEV’in Şirket yönetiminin varsayımları ile belirlenmesinden dolayı bu yöntemle bulunan değer hakkında herhangi bir analiz yapmayı veya görüş bildirmeyi doğru bulmuyoruz.

4.3.Parçaların Toplamı Yöntemi Görüşü

AvivaSa’nın bireysel emeklilik branşının zarar ediyor olmasından dolayı Şirket’in büyüme potansiyelini tam olarak yansıtamamasından dolayı Parçaların Toplamı Yöntemi’nin kullanılmasının makul bir yaklaşım olduğu fikrindeyiz. Bu yöntemde Hayat ve Ferdi Kaza Sigortası branşları için F/K çarpanı kullanılmıştır. Uluslararası şirketler ve Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. eşit ağırlıklandırılmıştır. Burada Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.’nin ağırlığının yine daha sağlıklı bir sonuç vereceğinden dolayı ağırlığının artırılacağı düşüncesindeyiz. Bireysel Emeklilik branşının değerlemesinin yine Şirket yönetiminin varsayımlarına dayanılarak yapılmasından dolayı herhangi bir görüş bildirmemeyi doğru buluyoruz.

4.4.Sonuç:

Tüm çekincelerimizi tekrar belirterek, AvivaSa için belirlenen 41,0 – 49,0 TL halka arz fiyat aralığının makul olduğunu düşünüyoruz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul kıymetlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir.