

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.

04-11-2014

“AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.”
Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU

İş bu rapor, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği’ nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Alternatif Yatırım A.Ş. (Alternatif Yatırım) ’nin hazırladığı AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş. (AvivaSA, Şirket) için hazırlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’ nda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Alternatif Yatırım’ ın hazırladığı Fiyat tespit Raporu’nda başlıklar altında aşağıdaki bölümlere yer verilmiştir.

1- PAZARA İLİŞKİN BİLGİLER

Alternatif Yatırım’ ın hazırladığı Fiyat tespit Raporu’ nun bu bölümünde, AvivaSA’ nın faaliyet gösterdiği Türkiye **Bireysel Emeklilik**, **Hayat Sigortası** ve **Ferdi Kaza Sigortası** pazarlarına ilişkin genel bilgiler verilmiş, rakamsal veriler tablo ve grafiklerle desteklenmiştir. Her branş için Türkiye’ deki son 3 yıllık genel gelişim yıllık bazda ve 2014 ve 2013 için ilk altı aylık dönemde tablolarla gösterilmiş, AvivaSA’ nın sektördeki yeri ve pazar payı bu üç branş için ayrı ayrı belirtilmiştir.

2- ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Alternatif Yatırım’ ın hazırladığı Fiyat tespit Raporu’ nun bu bölümünde, AvivaSA’ nın faaliyet gösterdiği **üç ana branş** (bireysel emeklilik, hayat sigortası ve ferdi kaza sigortası) için Şirket’ in fon büyüklüğü, katılımcı sayısı ve brüt yazılan prim gibi önemli kalemleri son 3 yıllık dönemde yıllık ve 2014 ve 2013 için dönemsel bazda tablo halinde gösterilmiş ve Şirket’ in gelişim süreci ortaya konmuştur. Yine bu üç branşta Şirket’ in pazar payı ve faaliyetleri hakkında bilgi verilmiştir.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.

3- DEĞERLEME YÖNTEMLERİ ve DEĞERLEME

Alternatif Yatırım, AvivaSA’ nın halka arzında birim hisse için 41 TL – 49 TL fiyat aralığı belirlemiş olup, yayımlanmış olan fiyat tespit raporuna göre Şirket’ in değerlemesinde, **F/K** (Fiyat/Kazanç) Çarpanı Yöntemi, **F/EV** (Fiyat/İçsel Değer) Çarpanı Yöntemi ve **Parçaların Toplamı** Yöntemleri kullanılmıştır. Raporun 18. Sayfasındaki sonuç bölümünde bu üç yöntemin verdiği Şirket Değerleri tablo halinde gösterilmiştir. Bu üç yöntemin eşit ağırlıklandırılarak ortalaması alınması suretiyle nihai Piyasa Değerine ulaşıldığı belirtilmiştir. Buna göre bu yöntemlerin verdiği sonuçlar aşağıdaki şekilde tabloda gösterilmiştir.

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
Ort.Piyasa Değerine göre Hesaplanan Birim Hisse Fiyatı (TL)	54,75

GÖRÜŞ

Alternatif Yatırım’ ın hazırladığı Fiyat tespit Raporu’ nun 1. ve 2. bölümlerinde Sektör ve AvivaSA hakkında verilen bilgileri açık ve makul buluyoruz. Ancak, Şirket’ in bilanço ve gelir tablolarına fiyat tespit raporunda yer verilerek yatırımcının genel bir fikir edinmesi sağlanabilirdi. Ayrıca, Fiyat Tespit Raporu’ nda ne kadar hisse satılacağı, buna göre planlanan halka açıklık oranı, halka arzın sermaye artırımını, ortak satışı mı ya da her ikisi beraber olarak mı yapılacağı ve Şirket’ in halka arzdan elde edeceği kaynağı ne şekilde kullanacağına ilişkin bir bilgi bulunmamaktadır. Bu bilgilere her ne kadar İzahname’ den ulaşılabilecek olsa da, burada da kısa bir şekilde yer vermenin yatırımcının bilgiye kolay ulaşabilmesi adına daha doğru olabileceğini düşünüyoruz.

Alternatif Yatırım’ ın hazırladığı Fiyat tespit Raporu’ nun 3. Bölümü için; Yurtdışı benzer şirketler için UFRS kararının, Yurtiçi benzer Şirket (Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.) için yasal mevzuat kararının kullanılmasını doğru buluyoruz. Ortalama alınırken Yurtdışı benzer şirketlere % 90, Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. için % 10 ağırlıklandırma uygulanmış ve bu durum Fiyat Tespit Raporu’ nda belirtilmiştir. Yurt içinde BIST’ te işlem gören sadece bir benzer şirket olduğu için böyle bir ağırlıklandırma yapılmış olduğu belirtilse de sonuç olarak AvivaSA’ nın BIST’ te işlem göreceği ve yurtdışı çarpanların daha yüksek sonuçlar vermesi nedeniyle burada daha muhafazakar bir oranlama yapılabileceğini düşünüyoruz.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.

Alternatif Yatırım’ ın hazırladığı Fiyat tespit Raporu’ nun Parçaların Toplamı yöntemi kısmında; AvivaSA’ nın Hayat ve Ferdi Kaza sigortası branşları değerlemesi için F/K çarpanı yöntemi, Bireysel Emeklilik branşı değerlemesi için ise F/EV çarpanı yöntemi kullanılmış ve bu parçaların toplanması suretiyle Şirket değerine ulaşılmıştır. Dolayısıyla değerlemede 3. bir yöntem olarak değerlemede kullanılan diğer 2 yöntemin bir kombinasyonu kullanılmıştır. Raporla, F/K çarpanı yönteminin, bireysel emeklilik branşının net kara negatif etkisi sebebiyle Şirket’ in büyüme potansiyelini yeterince yansıtmadığı, bu yüzden böyle bir parçalamaya yapıldığı belirtilmektedir. Ayrıca F/EV çarpanı yönteminde ise Şirket’ in bireysel emeklilik portföyünün ilerleyen yıllarda karlılığa yapacağı olumlu etki göz önünde bulundurulduğundan, AvivaSA’ nın ilerleyen yıllardaki büyüme potansiyelini daha iyi yansıttığının düşünüldüğü belirtilmiştir. Bu açıklamayı makul buluyoruz. Ancak F/K yönteminde olduğu gibi yurtdışı/yurt içi ağırlıklandırılmasında % 90 – 10 oranlamasına ilişkin çekincemizi yineliyoruz. Ayrıca, değerlemede kullanılan 2 yöntem yanında, Piyasa Değeri/Katılımcı sayısı ve Piyasa Değeri/Katılımcıların Fon Tutarı gibi çarpan analizi yöntemleriyle değerlendirilebilir.

Raporun sonuç kısmında birim hisse fiyatının 54,75 TL, halka arz satış fiyatının ise 41 – 49 TL aralığı olarak belirlendiği belirtilmiştir. Burada bu fiyat aralığının alt ve üst bandına göre potansiyel iskonto oranları verilebilir ve yatırımcının daha kolay şekilde karşılaştırma yapması sağlanabilirdi.

Sonuç olarak AvivaSA’ nın hisse başına 41-49 TL aralığı olarak belirlenen halka arz fiyatını makul buluyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti SPK tarafından yayımlanan tebliğ çerçevesinde, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde sunulur. Burada ulaşılan sonuçlar, tercih edilen hesaplama yöntemi ve veya yorum tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca burada yer alan bilgiler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir.

GENEL MÜDÜRLÜK

Büyükdere Cad. No: 171 Metrocity A Blok Kat: 17 1.Levent/İST.

Tel:+90 212 344 09 00 Faks: +90 212 344 09 13

www.metroyatirim.com.tr

Görüş ve önerileriniz için iletişim adresimiz; info@metroyatirim.com.tr