

AvivaSA Emeklilik ve Hayat

Bireysel Emeklilik ve Hayat Sigortası

04 Kasım 2014

Bu rapor, OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Alternatif Yatırım A.Ş.'nin ("Alternatif Yatırım") AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş. ("AvivaSA" ya da "Şirket") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin analist raporudur.

AvivaSa hakkında özet bilgi

Bireysel Emeklilik ve Hayat Sigortası konularında Türkiye'nin öncü kuruluşlarından olan AvivaSA, 17 ülkede 100'den fazla bankasürans ortağına sahip, İngiltere'de kurulu, dünyanın en büyük sigorta gruplarından biri olan Aviva ve Türkiye'de birçok sektörde faaliyet gösteren ve en büyük holdinglerinden biri olan Sabancı Holding'in birleşmesi sonucu 2007 yılında kurulmuştur. Türkiye genelinde, fon büyüklüğü baz alındığında, 30 Haziran 2014 itibarıyla %18.9'luk pazar payı ile bireysel emeklilik sektöründe ikinci ve işveren katkılı bireysel emeklilik ürünleri segmentinde lider konumdaki Şirket, brüt yazılan primler baz alındığında ise, Hayat Koruma'da %7.4'lük pazar payı ile beşinci ve Ferdi Kaza'da %20.6'luk pazar payı ile ikinci sırada bulunmaktadır.

Şirketin bu başarılı yapısının arkasındaki en büyük nedenlerden birisi olarak başarılı bir şekilde sürdürdüğü Çoklu Dağıtım Modeli gösterilebilir. Akbank ile anlaşmalı olan AvivaSA bu sayede Akbank'ın 994 adet şubesinden, 4,121 ATM'sinden, 2,000 lisanslı bireysel emeklilik müşteri ilişkileri yöneticisinden ve bankanın daha birçok avantajından faydalanmaktadır. Ayrıca Şirket Akbank ile olan Münhasır Bankasürans Anlaşmasını da 2014 yılında 15 yıl süre ile uzatmıştır. Akbank dışında diğer bankasürans ortakları da Abank, BurganBank ve Odeabank'tır.

Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Fiyat Aralığı	41-49 TL
Halka Arz Öncesi Sermaye (nominal)	35,779,197 TL
Sermaye Artırımı	-
Halka Arz Sonrası Sermaye (nominal)	35,779,197 TL
Ortak Satış (nominal)	6,119,436 TL
Ek Satış Olması Durumunda Ortak Satış (nominal)	7,037,348 TL
Halka Açıklık Oranı	17.10%
Ek Satış Olması Durumunda	19.67%
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1,466,947,077 – 1,753,180,653 TL
Halka Arz Büyüklüğü	251mn - 300mn TL
Ek Satış Olması Durumunda Halka Arz Büyüklüğü	289mn - 345mn TL
Talep Toplama Tarihi	5-6-7 Kasım 2014
Tahsis Grupları	
Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	10%
Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	20%
Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar	70%

AvivaSA'nın finansalları hakkında özet bilgi

AvivaSA UFRS standartlarıyla düzenlenen gelir tablosu üzerinden değerlendirildiğinde; 2011-2013 döneminde yıllıklandırılmış olarak net prim gelirlerinde %50, emeklilik gelirlerinde ise %7 artış kaydettiği görülmektedir. Net kar ise yıllıklandırılmış olarak %18 oranında artmıştır.

Ancak faaliyet giderlerindeki muhasebeleştirme farklarından kaynaklı olarak 2011-2013 döneminde net kar artışı gerçekleşmemiştir. İlerleyen yıllarda, bireysel emeklilik birimiyle ilgili faaliyet giderlerinin azalmasıyla beraber, yasal mevzuata göre düzenlenen gelir tablosunda da ciddi net kar artışı beklenilebilir.

UFRS

Gelir tablosu (Milyon TL)	2011	2012	2013	YBBO	6A2013	6A2014	Değişim
Gelirler							
Brüt Yazılan Primler	148.4	197.5	232.9	25.3%	127.5	132.1	3.6%
Reasüröre Devredilen Primler	-7.0	-9.3	-8.9	13.1%	-5.9	-5.4	8.7%
Yazılan Primler (Reasürör Payı Düşülmüş Olarak)	141.4	188.2	224.0	25.8%	121.6	126.7	4.2%
Kazanılmamış Primler Karşılığında Değişim	0.9	-10.2	-1.8	a.d	-7.3	-9.2	26.6%
Kazanılmış Primler, Net	142.3	178.0	222.2	25.0%	114.3	117.5	2.8%
Matematik Karşılıklardaki Değişim	66.3	71.1	101.0	23.4%	53.0	32.0	-39.6%
Emeklilik Faaliyetlerinden Gelirler	111.0	135.6	127.8	7.3%	59.9	77.0	28.5%
Yatırım Gelirleri ve Diğer Gelirler / (Giderler), Net	26.0	24.9	32.4	11.6%	17.1	23.1	35.1%
Komisyon Gelirleri	1.3	2.0	2.4	49.7%	1.8	1.4	-16.3%
Kambiyo Karları, Net	5.0	-	9.2	35.3%	3.2	0.7	-77.4%
Diğer Gelirler, Net	0.3	-	-	a.d	-	-	a.d
Toplam Gelirler	352.2	411.6	495.0	18.6%	249.3	251.7	1.0%
Giderler							
Ödenen Tazminatlar ve Muallak Tazminatlar Karşılığında Değişim	-123.2	-138.9	-176.3	19.7%	-96.0	-66.7	-30.5%
Faaliyet Giderleri	-110.4	-128.9	-146.6	15.2%	-66.6	-80.0	20.1%
Emeklilik Faaliyetlerinden Giderler (Komisyonlar Dahil)	-32.1	-37.7	-35.7	5.5%	-15.9	-21.2	33.0%
Komisyon Giderleri	-	-2.8	-	a.d	-22.6	-22.9	1.1%
Kambiyo Zararları, Net	-24.5	-37.1	-44.6	35.0%	-	-	a.d
Diğer Gelir / (Gider), Net	-	-1.1	-1.1	a.d	-0.4	-0.5	16.9%
Toplam Giderler	-290.2	-346.5	-404.3	18.1%	-201.5	-191.3	-5.1%
Vergi Öncesi Kar	62.0	65.1	90.7	21.1%	47.8	60.4	27.1%
Vergi Gideri	-10.8	-15.9	-19.5	34.3%	-7.0	-13.7	94.2%
Net Dönem Karı	51.2	49.2	71.2	18.2%	40.8	46.7	15.5%

UFRS

Bilanço (milyon TL)	2011	2012	2013	6A2014
Nakit ve Nakit Benzerleri	268.1	299.2	314.5	354.5
Finansal Varlıklar	423.4	409.5	346.0	327.2
Diğer Varlıklar	111.2	138.8	202.2	252.8
Toplam Varlıklar	802.7	847.5	862.7	934.5
Sigortacılık Teknik Karşılıkları	474.9	472.5	410.4	420.0
Diğer Yükümlülükler	113.8	133.0	180.5	218.5
Toplam Yükümlülükler	588.7	605.4	590.9	638.4
Özsermaye	214.0	242.1	271.7	296.1

Yasal Mevzuat

Gelir Tablosu (milyon TL)	30.06.2014	30.06.2013	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011
Hayat Dışı Teknik Gelir	16.2	16.0	32.1	29.6	29.1
Hayat Dışı Teknik Gider	-17.3	-13.7	-33.3	-24.5	-30.9
Teknik Bölüm Dengesi - Hayat Dışı	-1.1	2.3	-1.2	5.1	-1.8
Hayat Teknik Gelir	133.7	162.4	293.8	199.9	222.1
Hayat Teknik Gider	-108.5	-146.7	-261.7	-191.7	-214.8
Teknik Bölüm Dengesi - Hayat	25.2	15.7	32.1	8.2	7.3
Emeklilik Teknik Gelir	78.4	61.0	130.2	135.7	111.1
Emeklilik Teknik Gider	-88.0	-73.3	-160.0	-115.5	-106.5
Teknik Bölüm Dengesi - Emeklilik	-9.6	-12.3	-29.8	20.2	4.6
Genel Teknik Bölüm Dengesi	14.5	5.7	1.0	33.4	10.1
Yatırım Gelirleri	29.3	24.9	41.6	29.5	33.3
Yatırım Giderleri	-11.5	-8.3	-10.5	-7.9	-5.8
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	2.8	2.2	9.2	-2.0	1.4
Dönem Karı Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülük Karşılıklı	-8.6	-3.4	-10.5	-14.2	-7.0
Dönem Net Karı veya Zararı	26.6	21.1	30.7	38.8	32.0

Değerleme Yöntemleri ve Fiyat Tespiti

Alternatif Yatırım'ın AvivaSA'nın halka arzı için yayınladığı halka arz fiyat tespit raporunda F/K çarpanı yöntemi, F/EV Çarpanı yöntemi ve Parçaların Toplamı yöntemi eşit ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Buna göre AvivaSA'nın birim hisse fiyatı 54.8 TL olarak tespit edilmiş ve bir lotun halka arz satış fiyatı 41.0 TL ile 49.0 TL arasında belirlenmiştir.

Alternatif Yatırım'ın kullandığı yöntemlere ek olarak, BIST'de işlem gören tek bireysel emeklilik ve hayat sigortası şirketi Anadolu Hayat'la karşılaştırılarak bir çarpan çalışması yapılmıştır. Bu karşılaştırmada F/Teknik gelir çarpanı yönteminin yanısıra iki şirketin bireysel emeklilik fonlarındaki katılımcı sayısı ve fon büyüklüğü karşılaştırılmasıyla bir piyasa değeri ortaya çıkarılmıştır. Her ne kadar iki şirketin hayat sigortası tarafındaki pazar payları farklı olsa da, iki şirketin bireysel emeklilik sisteminde katılımcı sayılarının karşılaştırılmasıyla yapılacak değerlemenin uygun olacağını düşünmekteyiz. Bu düşüncemizde hem AvivaSA'nın hayat sigortası alanında doğal pazar payına yaklaşarak pazar payı farkını kapatacağı beklentisi hem de ilerleyen yıllarda bu şirketler için karın önemli kısmının bireysel emeklilik tarafından geleceği beklentisi etkili olmuştur.

F/Teknik gelir, F/Katılımcı sayısı ve F/Fon Büyüklüğü çarpanlarının eşit ağırlıklandırılmasıyla bulduğumuz piyasa değeri 1,561 mn TL'dir. Öte yandan, hisse başına belirlenen 41-49 TL'lik değer aralığı şirket için 1,467-1,753 mn TL'lik piyasa değer aralığına denk gelmektedir. Bu sebeple belirlenen halka arz fiyat aralığının makul olduğu kanaatine varılmıştır.

Alternatif Yatırım Değerleme Sonucu

milyon TL	
F/K Çarpanı Yöntemi	1,550
F/EV Çarpanı Yöntemi	1,724
Parçaların Toplamı Yöntemi	2,603
Ortalama Piyasa Değeri	1,959

	AvivaSA	Anadolu Hayat
Teknik Gelir (milyon TL)	445	679
Katılımcı Sayısı (bin)	705	829
Fon büyüklüğü (milyar TL)	5.9	6.1

Anadolu Hayat Baz Alınarak Yapılan Çarpan Analizi

milyon TL	
F/Teknik gelir çarpanı	1,239
F/Katılımcı sayısı çarpanı	1,608
F/ Fon büyüklüğü çarpanı	1,836
Ortalama Piyasa Değeri	1,561

Önemli Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.