

## AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş. “Fiyat Tespit Raporu” Değerlendirme Raporu

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu’nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş.’nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. **Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

### Halka Arz Bilgileri

AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş. (“Şirket”, “AvivaSA”), tamamı ortak satışı yoluyla olmak üzere şirket paylarının %17.10’unu halka arz etmeyi öngörmektedir. Ek satış hakkının kullanılması durumunda halka arz oranı %19.67’ye ulaşacaktır.

Halka arz öncesinde Hacı Ömer Sabancı Holding ve Aviva Europe SE’nin pay oranları %49.83’dür. Her iki ortak da ilk etapta 3,059,718 TL nominal değerli paylarını halka arz edecektir, ek satış yapılması durumunda ise ortak başına halka arz edilen hisse adedi 3,518,674 olacaktır.

Halka arz “fiyat aralığı” ile talep toplama ve “En İyi Gayret Aracılığı” yöntemi ile yapılacaktır.

| Özet                                                |                   |
|-----------------------------------------------------|-------------------|
| Ödenmiş Sermaye - TL                                | 35,779,197        |
| Halka Arz - TL                                      | 6,119,436         |
| Halka Arz - %                                       | 17.10%            |
| Ek Satış - TL                                       | 917,912           |
| Halka Arz - TL (Ek Satış Dahil)                     | 7,037,348         |
| Halka Arz - % (Ek Satış Dahil)                      | 19.67%            |
| Halka Arz Şekli                                     | Ortak Satışı      |
| Aracılık Türü                                       | En İyi Gayret     |
| Hisse Satmama Taahhüdü - Şirket ve Tüm Hissedarları | 180 Gün           |
| Halka Arz Yöntemi                                   | Fiyat Aralığı ile |
| Alt Fiyat - TL                                      | 41.00             |
| Üst Fiyat - TL                                      | 49.00             |
| Piyasa Değeri @ 41.00 TL                            | 1,466,947,077     |
| Piyasa Değeri @ 49.00 TL                            | 1,753,180,653     |
| Ek Satış Hariç Halka Arz Değeri @ 41.00 TL          | 250,896,876       |
| Ek Satış Hariç Halka Arz Değeri @ 49.00 TL          | 299,852,364       |
| Ek Satış Dahil Halka Arz Değeri @ 41.00 TL          | 288,531,268       |
| Ek Satış Dahil Halka Arz Değeri @ 49.00 TL          | 344,830,052       |
| F/K (x) @ 41.00 TL                                  | 18.83             |
| F/K (x) @ 49.00 TL                                  | 22.51             |
| PD/DD (x) @ 41.00 TL                                | 4.95              |
| PD/DD (x) @ 49.00 TL                                | 5.92              |

Halka arzda talep toplama tarihi 5-6-7 Kasım tarihleridir.

Halka arz edilen payların %70’i yurtdışı kurumsal yatırımcılara, %20’si yurtiçi kurumsal yatırımcılara, %10’u ise yurtiçi bireysel yatırımcılara tahsis edilecektir. Şirket ve tüm hissedarları 180 gün boyunca yeni pay satışı yapmama taahhüdünde bulunmuşlardır. BİST’te işlem görmeye başladıktan sonra 30 gün boyunca fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler yapılması planlanmaktadır.

Halka arz fiyat aralığı hisse başına 41.00-49.00 TL'dir. Buna göre şirket değeri 1,466,947,077-1,753,180,653 TL arasındadır. Halka arz değeri ise 250,896,876 TL ile 299,852,364 TL arasında olmaktadır. Ek satış durumunda halka arz büyüklüğü 288,531,268 TL ile 344,830,052 TL arasında değişecektir.

### AvivaSA Hakkında

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

Şirket faaliyetlerini bireysel emeklilik, hayat sigortası ve ferdi kaza sigortası alanlarında sürdürmektedir. AvivaSA'nın Akbank, Abank, Odeabank ve Burganbank ile bankasürans acentelik sözleşmeleri bulunmaktadır. Şirket'in bireysel emeklilik ve sigorta ürünleri Akbank'ın 994, diğer bankaların ise toplam 178 şubesi aracılığı ile pazarlanmaktadır. Şirket'in bankasürans acenteler aracılığı ile 1,8 milyon, direkt satış ekibi aracılığı ile 135 bin, telesatış ve dijital kanallar aracılığı ile yaklaşık 58 bin ve kurumsal satışlar aracılığı ile 1000 müşterisi bulunmaktadır.

AvivaSA, hayat sigortası ve bireysel emeklilik ürünlerinin satışını, bankasürans dağıtım kanalının yanı sıra, lisanslı finansal danışmanlardan oluşan direkt satış kanalı, kurumsal satış kanalı, acente ve tele-satış kanalları aracılığıyla da gerçekleştirmektedir. Şirket ayrıca Akbank ile birlikte alternatif dijital kanallar üzerinden de satış faaliyetlerinde bulunmaktadır.

Şirket'in 30 Haziran 2014 tarihi itibarı ile ortalama çalışan sayısı 1553 (133 üst ve orta kademe yönetici ile 1420 memur) kişidir. (31 Aralık 2013 1418 kişi)

### Ortaklık Yapısı

| Halka Arz Öncesi |                     |               | Halka Arz Sonrası   |               |                     |               |
|------------------|---------------------|---------------|---------------------|---------------|---------------------|---------------|
|                  |                     |               | Ek Satış Öncesi     |               | Ek Satış Sonrası    |               |
| Ortağın Ünvanı   | Sermaye Tutarı (TL) | Sermaye Oranı | Sermaye Tutarı (TL) | Sermaye Oranı | Sermaye Tutarı (TL) | Sermaye Oranı |
| Aviva            | 17,830,355          | 49.83%        | 14,770,637          | 41.28%        | 14,311,681          | 40.00%        |
| Sabancı Holding  | 17,830,355          | 49.83%        | 14,770,637          | 41.28%        | 14,311,681          | 40.00%        |
| Diğer            | 118,488             | 0.33%         | 118,488             | 0.33%         | 118,488             | 0.33%         |
| Halka Açık       | -                   | -             | 6,119,436           | 17.10%        | 7,037,348           | 19.67%        |
| Toplam           | 35,779,197          | 100.00%       | 35,779,197          | 100.00%       | 35,779,197          | 100.00%       |

### Bireysel Emeklilik Faaliyetleri

AvivaSA, bireysel emeklilik pazarında, 30 Haziran 2014 itibarıyla 680 bin 312 katılımcısına ait fonlar ve devlet katkı payı dahil olmak üzere toplam 6 milyar TL fon büyüklüğü ve %18.9'luk Pazar payı ile ikinci sırada yer almaktadır. Şirket'in bireysel emeklilik branşı teknik karı, 30 Haziran 2014 tarihinde sona eren altı aylık dönem itibarıyla 34,4 milyon TL, 31 Aralık 2013 itibarıyla sona eren yıl itibarıyla ise 54,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

| 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    |

## Hayat ve Ferdi Kaza Sigortası Faaliyetleri

Toplam brüt yazılan primlere göre hayat koruma sigortası pazarında 31 Aralık 2013 tarihinde %5.9'luk pazar payı ile 8. sırada yer alan AvivaSA, 30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla Pazar payını %7.4'e çıkararak 6. sıraya yükselmiştir. AvivaSA'nın hayat koruma branşı teknik karı 30 Haziran 2014 tarihinde sona eren altı aylık dönem itibarıyla 52.3 milyon TL, 31 Aralık 2013 itibarıyla sona eren yıl itibarıyla ise 84.5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

| 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        | 121,632        |
| 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         |
| <b>Toplam</b>                 | <b>132,130</b> | <b>127,501</b> | <b>232,887</b> | <b>197,544</b> | <b>148,416</b> |

Şirket, 30 Haziran 2014 ve 31 Aralık 2014 tarihleri itibarıyla, 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 olmuştur. AvivaSA'nın ferdi kaza sigortası branşı teknik karı 30 Haziran 2014 tarihinde sona eren altı aylık dönem itibarıyla 6.4 milyon TL, 31 Aralık 2013 itibarıyla sona eren yıl itibarıyla ise 13.5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

## Özet Finansal Bilgiler

AvivaSA'nın sahip olduğu toplam fon büyüklüğü 2013 yılında 5.1 milyar TL iken, 2014 yılının ilk altı ayında 6 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2011-2013 yılları arasında yıllık bileşik büyüme oranı %30 seviyesinde gerçekleşmiştir.

2014 yılının ilk 6 ayında Şirket toplam brüt yazılan primlerini bir önceki yılın aynı dönemine göre %3.6 oranında arttırarak 127.5 milyon TL'den 132.1 milyon TL olarak gerçekleştirmiştir. Toplam brüt yazılan primlerde 2011-2013 yılları arasında yıllık bileşik büyüme oranı %25'dir.

Aynı dönemde Şirket'in net kazanılmamış prim gelirleri ise %2.8 oranında artarak 117.5 milyon TL olmuştur. Diğer gelir kalemlerinin eklenmesi ile ulaşılan toplam gelirler ise %1.04 artış göstermiştir. Toplam giderlerde ise "Ödenen Tazminatlar ve Muallak Tazminatlar Karş. Değişim" kaleminde yaşanan 29.3 milyonluk gerileme sayesinde %5.11'lik bir düşüş görülmüştür.

Düşük de olsa gelirlerde yaşanan artışla birlikte giderlerdeki %5.1'lik düşüş Şirket dönem karının geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %15.5 artış göstererek 40.6 milyon TL'den 46.9 milyon TL'ye ulaşmasını sağlamıştır. 2011-2013 yılları arasında ise net karda yıllık bileşik büyüme oranı %18 olmuştur.

Şirket'in toplam aktiflerinin 2013 yıl sonuna göre %8.3 artış göstererek 934.5 milyon TL olduğu, özkaynaklarının ise %9.0 artarak 296.1 milyon TL'ye ulaştığı görülmektedir. Şirket'in aktif karlılığı 2012 yılında %6.0, 2013 yılında %8.4, 2014 yılı ilk altı aylık döneminde ise %4.5 olmuştur. Şirket'in özsermaye karlılığına bakıldığında ise 2012 yılında %21.7, 2013 yılında %27.9, 2014'ün ilk altı ayında %16.5 özsermaye karlılığı yakalandığı görülmektedir.

**Finansal Tablolar**

| <b>Bilanço (milyon TL)</b>       | <b>2011</b>  | <b>2012</b>  | <b>2013</b>  | <b>Haz-14</b> |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 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         |
| <b>Toplam varlıklar</b>          | <b>802.7</b> | <b>847.5</b> | <b>862.7</b> | <b>934.5</b>  |
| Sigortacılık teknik karşılıkları | 474.9        | 472.5        | 410.4        | 420.0         |
| Diğer yükümlülükler              | 113.8        | 133.0        | 180.5        | 218.5         |
| <b>Toplam yükümlülükler</b>      | <b>588.7</b> | <b>605.4</b> | <b>590.9</b> | <b>638.4</b>  |
| <b>Özsermaye</b>                 | <b>214.0</b> | <b>242.1</b> | <b>271.7</b> | <b>296.1</b>  |

| <b>Gelir Tablosu (TL)</b>                               | <b>2011</b>  | <b>2012</b>  | <b>2013</b>  | <b>Haz-13</b> | <b>Haz-14</b> |
|---------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>Gelirler</b>                                         |              |              |              |               |               |
| Brüt Yazılan Primler                                    | 148.4        | 197.5        | 232.9        | 127.5         | 132.1         |
| Reasüröre Devredilen Primler (-)                        | 7.0          | 9.3          | 8.9          | 5.9           | 5.4           |
| <b>Yazılan Primler (Reasürör Payı Düşülmüş Olarak)</b>  | <b>141.5</b> | <b>188.3</b> | <b>224.0</b> | <b>121.6</b>  | <b>126.8</b>  |
| Kazanılmamış Primler Karşılığında Değişim               | 0.9          | -10.2        | -1.8         | -7.3          | -9.2          |
| <b>Kazanılmamış Primler, Net</b>                        | <b>142.3</b> | <b>178.1</b> | <b>222.2</b> | <b>114.3</b>  | <b>117.5</b>  |
| Matematik Karşılıklardaki Değişim                       | 66.3         | 71.1         | 101.0        | 53.0          | 32.0          |
| Emeklilik Faaliyetlerinden Gelirler                     | 111.0        | 135.6        | 127.8        | 59.9          | 77.0          |
| Yatırım Gelirleri ve Diğer Gelirler / Giderler, Net     | 26.0         | 24.9         | 32.4         | 17.1          | 23.1          |
| Komisyon Gelirleri                                      | 1.3          | 2.0          | 2.4          | 1.8           | 1.4           |
| Kambiyo Karları, Net                                    | 5.0          | -            | 9.2          | 3.2           | 0.7           |
| Diğer Gelirler, Net                                     | 0.3          | -            | -            | -             | -             |
| <b>Toplam Gelirler</b>                                  | <b>352.3</b> | <b>411.8</b> | <b>495.5</b> | <b>249.1</b>  | <b>251.7</b>  |
| <b>Giderler (-)</b>                                     |              |              |              |               |               |
| Ödenen Tazminatlar ve Muallak Tazminatlar Karş. Değ.    | 123.2        | 138.9        | 176.3        | 96.0          | 66.7          |
| Faaliyet Giderleri                                      | 110.4        | 128.9        | 146.6        | 66.6          | 80.0          |
| Emeklilik Faaliyetlerinden Giderler (Komisyonlar Dahil) | 32.1         | 37.7         | 35.7         | 15.9          | 21.2          |
| Komisyon Giderleri                                      | -            | 2.8          | -            | 22.6          | 22.9          |
| Kambiyo Zararları, Net                                  | 24.5         | 37.1         | 44.6         | -             | -             |
| Diğer Gelir / (Gider), Net                              | -            | 1.1          | 1.1          | 0.4           | 0.5           |
| <b>Toplam Giderler (-)</b>                              | <b>290.2</b> | <b>346.5</b> | <b>404.4</b> | <b>201.5</b>  | <b>191.2</b>  |
| <b>Vergi Öncesi Kar</b>                                 | <b>62.1</b>  | <b>65.2</b>  | <b>91.1</b>  | <b>47.6</b>   | <b>60.5</b>   |
| Vergi Gideri (-)                                        | 10.8         | 15.9         | 19.5         | 7.0           | 13.7          |
| <b>Net Dönem Karı</b>                                   | <b>51.3</b>  | <b>49.4</b>  | <b>71.6</b>  | <b>40.6</b>   | <b>46.9</b>   |

## Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşlerimiz ve Sonuçlar

Alternatif Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan AvivaSA Fiyat Tespit Raporu'nda fiyatın F/K, F/EV ve parçaların toplamı metotları kullanılarak halka arz fiyat aralığının belirlendiği görülmektedir.

Çarpanlar hesaplanırken hem 2013 yılı yılsonu verilerinin hem de 2014/06 verilerinin dikkate alınmasının değerlendirme açısından olumlu sonuçları olmuştur.

F/K çarpanı yöntemine göre yapılan hesaplamada BIST'te hayat ve emeklilik alanında işlem gören tek şirket olan Anadolu Hayat'a %10'luk bir ağırlık verilmiştir. Geri kalan %90 ağırlık Hong Kong, Taylan, Güney Afrika ve Çin'de faaliyet gösteren şirketlerdedir. Değerleme yapılırken Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. (ANHYT)'nin ağırlığının bir miktar daha artırılmasının, hem aynı alanda faaliyet göstermeleri hem de halka arz sonrası aynı piyasada işlem görecektiklerini nedeni ile benzer ülke ve sistematik risklere tabi olduklarından, daha makul olacağını düşünüyoruz.

AvivaSA'nın faaliyetlerinin önemli bir bölümünü oluşturan bireysel emeklilik sisteminde sektör penetrasyon oranı Türkiye'de çarpan analizinde kullanılan şirketlerin bulunduğu ülkelere göre düşüktür.

Yukarıdaki değerlendirmelere ek olarak AvivaSA halka arzında belirlenen fiyat aralığını ANHYT hissesinin 4 farklı çarpanı kullanılarak hesaplanan halka arz fiyatı ile test ettiğimizde:

03/11/2014 kapanış verileri kullanılarak hesaplanan PD/DD, F/K, F/Katılımcı sayısı ve F/Katılımcı fon tutarı çarpanlarının eşit ağırlıklı ortalamasına göre ulaşılan piyasa değeri 1.549.922.038 TL (Hisse Başına: 43.32 TL) olmaktadır. Buna göre halka arz taban fiyatı %5.44 iskontolu, halka arz tavan fiyatı ise %13.1 primlidir.

Tarafımızca hesaplanan hisse fiyatının 41.00-49.00 TL'lik fiyat aralığında yer aldığından belirlenen halka arz fiyat aralığının makul olduğu düşünüyoruz.

'Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. 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.'