



TASLAK - Değerleme Raporu – 29 Nisan 2015

Çekince

Bu değerleme raporunda yer alan, Aviva Sigorta A.Ş. tarafından sağlanmış bilgiler, OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu değerleme raporundaki bilgilerin eksiksiz veya doğru olduğu konusunda hiçbir taahhütte bulunmaz ve garanti vermez. OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu değerleme raporunda yer alan veya almayan (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) bilgilerin doğruluğu ile ilgili herhangi sorumluluk almaz veya garantide bulunmaz ya da değerleme raporunda yer alan herhangi bir taahhütten veya Aviva Sigorta A.Ş. değerlendirilmesi sırasında yatırımcıların ve ilgililerin almış olabileceği diğer yazılı veya sözlü açıklamalardan sorumlu tutulamaz. Ayrıca, OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir kişinin bu değerleme raporunda yer alan bilgi nedeniyle uğradığı herhangi bir zarar veya kayıptan sorumlu tutulamaz. Her konuda, ilgili tarafların değerleme raporunda yer alan bilgilerle ilgili olarak kendi araştırma incelemelerini yapmaları gerekmektedir. Bu raporda yer alan varsayımlar her koşulda veya her amaç için veya her zaman geçerli olmayabilir ve herhangi bir tahminin, planlamanın, hedeflerin veya öngörülerin başarılacağına veya gerçekleşeceğine ilişkin herhangi bir güvence bulunmamaktadır.

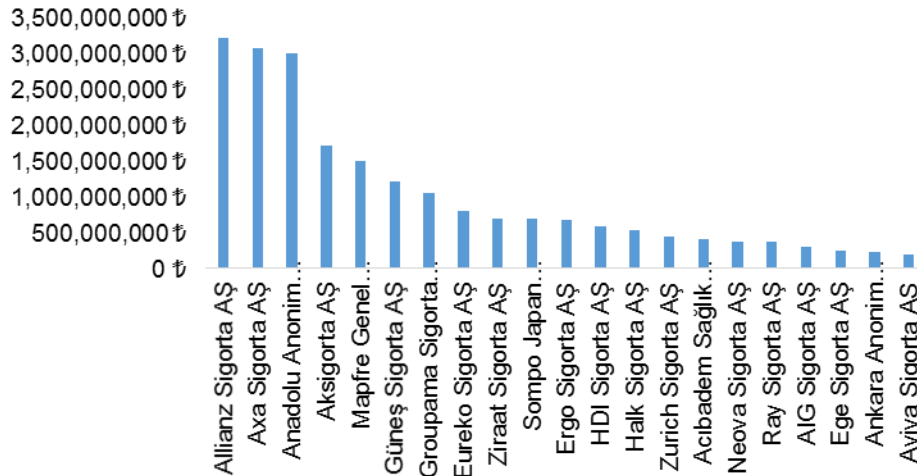
Bu değerleme raporunu sağlamakla OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ilave bilgi verme yükümlülüğü üstlenmemektedir.

Bu değerleme raporu Aviva Sigorta A.Ş. hisseleri için bir teklif oluşturmaz. Bu değerleme raporunda yer alan bilgi veya herhangi bir görüşmeyle bağlantı olarak verilmiş ek bilgi veya taahhüt, hiçbir sözleşme için temel teşkil edemez.

Türkiye’de Sigorta Sektörü

- Günümüzde hala yabancı yabancı şirketlerin başı çektiği sigorta sektöründe Türk şirketleri de piyasada kendilerine yer edinmiş ve bu rekabet ortamında faaliyetlerine devam etmektedir.
- Sigorta sektörü hayat ve hayat dışı olarak iki bölüme ayrılır.
- Türkiye Sigorta Birliği’nin sağladığı 2014 yıl sonu verilerine göre Türkiye’de sigortacılık sektörünün büyüklüğü 26 milyar TL’ye yaklaşmıştır. Geçen sene aynı döneme bakıldığında 24,2 milyar TL civarında olan pazar yaklaşık %7,3 büyümüştür.
- Bu veriler hayat ve hayat dışı olarak incelendiğinde; 2014 Aralık ayı itibariyle hayat alanında toplam prim üretimi 3,3 milyar TL civarındadır. Bu rakam 2013 yılında aynı dönemde 3,4 milyar TL civarında gerçekleşmiştir.
- Hayat dışı alanında ise 2014 Kasım itibariyle toplam prim üretimi bir önceki yıldaki aynı döneme göre %9,0 artış göstererek yaklaşık 23 milyar TL’ye ulaşmıştır.
- Türkiye Sigorta Birliği’nin 2014 Aralık verilerine göre, prim üretimi açısından bakıldığında hayat dışı alanda Aviva 63 şirket içinde %0,84’lük payıyla 21. sırada yer almaktadır. %14,16’lık pazar payı ile Allianz Sigorta ilk sırada yer almaktadır.

Hayatdışı Sigorta Pazarı - Prim Üretimi



Aviva - Genel Bilgiler

- Aviva Sigorta A.Ş. ('Aviva' veya 'Şirket') 16 Aralık 1988 tarihinde kurulmuştur. Şirket finansal kayıplar, genel sorumluluk, genel zararlar, hukuksal koruma, kara araçları, kara araçları sorumluluk, kaza, nakliyat, su araçları, yangın ve doğal afetler ve sağlık branşları olmak üzere hayat dışı sigorta alanında faaliyet göstermektedir.
- Şirket'in merkezi Küçük Çamlıca Mahallesi, Gülhan Sok. No:1/1 – ½ Üsküdar – İstanbul adresinde bulunmaktadır. Şirket'in İstanbul, Ege, İç Anadolu ,Güney Marmara ve Güneydoğu Anadolu'da beş Bölge Müdürlüğü; Antalya ve Eskişehir'de iki Bölge Temsilciliği bulunmaktadır.
- 31 Aralık 2014 itibariyle 20'si üst ve orta kademeli yönetici olmak üzere toplamda 191 tane çalışan personeli vardır.
- Kibele B.V.'nin hakim ortak konumunda iken yaptığı ek pay alımı sonucunda Aviva'daki pay oranı %99,62 olmuştur. Hakim ortak olan Kibele B.V.'nin diğer ortakları ortaklıktan çıkarma hakkı ve diğer ortakların paylarını hakim ortak Kibele B.V.'ye satma hakkı doğmuştur ve Kibele B.V. ortaklıktan çıkarma hakkını kullanacağını duyurmuştur.
- Ek pay alım tarihi olan 20.04.2015 tarihinden itibaren 3 aylık hak düşürücü süre içerisinde (20.04.2015 – 20.07.2015) hakim ortak dışındaki diğer ortakların Aviva'da sahip oldukları paylarını hakim ortak olan Kibele B.V.'ye satma hakkı doğmuştur.
- Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'e göre hazırlanan bu raporun amacı; Sermaye Piyasası Kurulu'nun ('SPK') II-27.2 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği çerçevesinde satma hakkının kullanımına ilişkin adil bedelin tespit edilmesinde bir kıstas oluşturmaktır.
- Bu değerlendirme raporuyla ilgili irtibat kurulabilecek kişilerin bilgisi:
 - Kerem Köseoğlu, kerem.koseoglu@oyakyatirim.com.tr, 0212 319 13 11
 - Özlem Gülçiçek, ozlem.gulcicek@oyakyatirim.com.tr, 0212 319 13 18

Aviva - Genel Bilgiler - Devamı

- Mevcut durum itibariyle Aviva'nın ortaklık yapısı aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir:

Adı	Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Tutarı (Adet)	Sermaye Oranı (%)
Kibele B.V.	A	82.335.000	823.350.000	54,89%
Kibele B.V.	B	22.454.757	224.547.572	14,97%
Mustafa Ömer Erül	B	19	186	0,00%
Kibele B.V.	C	44.643.670	446.436.696	29,76%
Diğer	C	566.555	5.665.547	0,38%
Toplam		150.000.000	1.500.000.000	100,00%

- A grubu ve B grubu paylar Borsa'da işlem görmeyen, imtiyazlı türdedir. C grubu paylar imtiyazsız olup, Borsa'da işlem görmektedir.

Geçmiş Finansallar - Gelir Tablosu

Bin TL	2011	2012	2013	2014
Kazanılmış primler (reasürör payı düşülmüş)	216.519	258.900	273.559	153.150
Teknik olmayan bölümden aktarılan yatırım gelirleri	17.820	28.610	11.039	25.296
Tahakkuk eden rücu ve sovtaj gelirleri (reasürör payı düşülmüş)	2.443	1.684	-823	-1.279
Hayat Dışı Teknik Gelir	236.782	289.194	283.775	177.168
Gerçekleşen tazminatlar (reasürör payı düşülmüş) (-)	182.568	230.881	192.415	244.786
Diğer teknik karşılıklarda değişim (reasürör payı düşülmüş) (-)	2.978	6.401	3.829	2.754
Faaliyet giderleri (-)	94.466	108.284	96.179	68.672
Matematik karşılıklarda değişim (reasürör payı düşülmüş) (-)	-456	-452	-654	-610
Diğer teknik giderler (-)	455	1.769	2.976	-
Hayat Dışı Teknik Gider (-)	280.011	346.883	294.745	315.602
Teknik Bölüm Dengesi	-43.229	-57.689	-10.970	-138.435
Yatırım gelirleri	26.825	29.082	32.477	19.442
Yatırım giderleri (-)	25.550	35.195	34.002	22.749
Diğer ve olağandışı faaliyetlerden gelir / gider	6.850	7.871	2.631	27.515
Net dönem karı / zararı	-35.105	-55.931	-9.865	-114.227

Geçmiş Finansallar - Bilanço

Bin TL	2011	2012	2013	2014
Nakit ve nakit benzerleri	206.651	254.181	296.880	313.301
Finansal varlıklar	79.722	73.727	-	-
Esas faaliyetlerden alacaklar	104.120	98.505	79.791	48.189
İlişkili taraflardan alacaklar	16	19	16	16
Diğer alacaklar	-495	433	1.663	61
Gelecek aylara ait giderler ve gelir tahakkukları	37.811	37.009	20.450	15.200
Diğer cari varlıklar	19	44	49	7
Cari Varlıklar Toplamı	427.844	463.918	398.848	376.775
Diğer alacaklar	53	53	72	53
Finansal varlıklar	131	125	125	211
Maddi varlıklar	1.011	1.143	722	542
Maddi olmayan varlıklar	621	5.851	4.960	3.693
Diğer cari olmayan varlıklar	17.470	25.014	26.679	54.774
Cari Olmayan Varlıklar Toplamı	19.285	32.186	32.558	59.273
Toplam Varlıklar	447.129	496.104	431.406	436.047
Finansal borçlar	-	318	-	-
Esas faaliyetlerden borçlar	6.755	6.680	3.221	2.198
İlişkili taraflara borçlar	4.051	3.624	6.715	3
Diğer borçlar	9.934	12.937	4.980	4.098
Sigortacılık teknik karşılıkları	311.902	348.556	307.901	385.141
Ödenecek vergi ve benzeri diğer yükümlülükler	3.779	2.456	1.633	-1.460
Diğer risklere ilişkin karşılıklar	5.683	10.594	6.276	5.277
Gelecek aylara ait gelirler ve gider tahakkukları	1.859	2.268	488	390
Kısa Vadeli Yükümlülükler Toplamı	343.962	387.433	331.214	395.646
İlişkili taraflara borçlar	387	387	387	-
Diğer borçlar	4.465	-	-	-
Sigortacılık teknik karşılıkları	21.022	26.971	30.146	32.291
Diğer risklere ilişkin karşılıklar	1.152	1.385	734	1.002
Uzun Vadeli Yükümlülükler Toplamı	27.026	28.743	31.267	33.293
Nominal sermaye	75.000	150.000	150.000	150.000
Tescilli beklenen sermaye	36.998	19.732	19.732	72.142
Sermaye yedekleri	136	178	178	178
Kar yedekleri	27.105	29.047	27.908	27.908
Geçmiş yıl karı / zararı	-27.992	-63.097	-119.028	-128.893
Dönem net karı / zararı	-35.105	-55.931	-9.865	-114.227
Özsermaye Toplamı	76.142	79.929	68.925	7.108
Toplam Yükümlülükler ve Özsermaye	447.129	496.104	431.406	436.047

Değerleme Yöntemleri

Gordon Growth (büyüme) Metodolojisi

- Metodoloji ismini 1960'lı yıllarda yaşamış Profesör Myron J. Gordon'dan almaktadır.
- Bu metodoloji ilerde yaratılması beklenen temettülerin değerinin bugüne indirilmesi prensibine dayanır.
- Şirket'in gelecekte yaratması beklenen özkaynak karlılık oranından beklenen temettü artışı yüzdesi çıkarılır ve özsermaye maliyetinden beklenen temettü artışı yüzdesi çıkarılarak bulunan orana bölünerek, piyasa değerinin defter değerine oranı hesaplanır.

Piyasa Çarpanları Metodolojisi

- Değerlemesi yapılan şirketin mali tabloları benzer şirketlerin finansal rasyoları ile karşılaştırılmaktadır. Benzer şirketlerin hisse değerleri bulunmakta ve bu şirketlerin finansal oranları analiz edilerek bu veriler şirketin verileri ile karşılaştırılmaktadır.
- Sigorta sektöründe en çok kullanılan piyasa çarpanları Piyasa Değeri / Teknik Gelir ile Piyasa Değeri / Teknik Denge çarpanlarıdır.
- Bu analiz sonucu şirket için karşılaştırılabilir piyasa değerlerine ulaşılmaktadır.

Özkaynak Değerleme Metodolojisi

- Özkaynak metodolojisinde toplam değer, değerlendirme tarihi itibarıyla hazırlanmış mali tablolarda belirtilen defter değeri yani özkaynak tutarıdır.
- Özsermaye değeri yalnızca değerlendirme tarihi itibarıyla kayıtlı özkaynak değerini gösterir ve pazar payı, dağıtım ağı, gelecek potansiyeli ya da riski gibi kayıtlarda yansıtılmayan değerleri dikkate almamaktadır. Şirket'in o an itibarıyla kayıtlı defter değerini yansıtır.

Gordon Growth Metodolojisi

- Gordon Growth metodolojisinde piyasa değeri aşağıdaki formüle göre hesaplanır:

$$\frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Defter Değeri}} = \frac{\text{Özkaynak Karlılık Oranı} - \text{Temettü Artış Oranı}}{\text{Özsermaye Maliyeti} - \text{Temettü Artış Oranı}}$$

- 2015T özkaynak karlılık oranı: %42,7
 - 2016T özkaynak karlılık oranı: %25,5
 - 2017T özkaynak karlılık oranı: %24,8
 - Özsermaye maliyeti: %13,5
 - Temettü artış oranı (beklenti): %1
 - 2015T defter değeri (Bin TL): 50.697
- Şirket'in 2015-2016-2017 tahminleri baz alındığında tahmini dönemde ortalama özkaynak karlılık oranı %30,0'dır. Bu oranın 2015 tahmini defter değerine uygulanması sonucunda, Gordon Growth metodolojisine göre Aviva'nın piyasa değeri 121,8 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.
 - 2015 sonu tahmini defter değerine göre yapılan bu hesaplamanın bugünkü değeri **107,3 mn TL**'dir.

Piyasa arpanları Metodolojisi

- Piyasa arpanı olarak Piyasa Değeri / Teknik Gelir arpanı kullanılmıştır. 2014 sonuçlarına göre Teknik Denge (teknik gelirlerden teknik giderlerin çıkarılmasıyla bulunur) negatif olduğundan, bu çarpan hesaplamalarda kullanılmamıştır.
- AKGRT, ANSGR ve GUSGR'nin arpanları eşit lde ağırlıklandırılarak kullanılmıştır.
- Benzer şirketlerin son 12 ayda (31 Aralık 2013 – 31 Aralık 2014) yarattıkları teknik gelir hesaplanarak, güncel piyasa değerine olan oranları göz önünde bulundurulmuştur.

	Son 12 aydaki teknik gelir (mn TL)	Piyasa değeri (mn TL)	Teknik Gelir arpanı
AKGRT	1.278	673	0,53
ANSGR	2.441	690	0,28
GUSGR	702	365	0,52
Ortalama			0,44

- Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere, benzer şirket olarak seçtiğimiz AKGRT, ANSGR ve GSGR'nin ortalama Piyasa Değeri / Teknik Gelir arpanı 0,44 olarak hesaplanmıştır.
- Aviva'nın aynı dönemdeki teknik geliri yaklaşık 177 milyon TL'dir.
- Ortalama arpan olan 0,44'e göre Aviva'nın hesaplanan değeri **78,5 milyon TL**'dir.

Özkaynak Metodjisi

- Bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2014 bilançosuna göre Şirket'in özsermayesi yaklaşık 7,1 milyon TL'dir.
- Kasım 2014'te negatif olan özsermaye, Aralık ayı içerisinde gerçekleşen sermaye girişi ile pozitive dönmüştür. Sermaye girişinin süreklilik arz etmeyecek bir durum olması ve özkaynakların kar ederek büyümesinin daha sağlıklı bir yapı olacağı varsayımıyla, özkaynak metodolojisi raporumuzda göz önüne alınmamış ve bu metodolojiye göre bir değer hesaplanmamıştır.

Sonuç

- Aviva'nın değerlemesinde Gordon Growth metodolojisinden ve Piyasa Çarpanları metodolojisinden faydalanılmıştır.
- Gordon Growth metodolojisine göre Şirket değeri 107,3 milyon TL; Piyasa Çarpanları metodolojisine göre ise Şirket değeri 78,5 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.
- Her iki metodolojiye eşit ağırlık verildiğinde Aviva'nın değeri **92,9 milyon TL** olarak hesaplanmaktadır.
- Şirket'in A grubu hisselerinin Şirket idare meclisine seçilme hakkı (üye sayısına bağlı kalmaksızın 'A' grubu hissedarları temsil eden üyelerin sayısı diğer grupları temsil edenlerin sayısından bir fazla olacaktır) ve Şirket denetçisi seçme hakkı; B grubu hisselerinin Şirket idare meclisine seçilme hakkı ve Şirket denetçisi seçme hakkı imtiyazı bulunmaktadır. C grubu hisselerin herhangi bir imtiyazı yoktur.
- Bu imtiyazlar doğrultusunda, A grubu hisse değerinin C grubu hisse değerine göre %10 primli; B grubu hisse değerinin ise C grubu hisse değerine göre %5 primli olduğu varsayımıyla, 150.000.000 TL sermaye üzerinden;
 - A grubu hisse başına değer **0,64113 TL**;
 - B grubu hisse başına değer **0,61199 TL**;
 - C grubu hisse başına değer **0,58285 TL**;olarak hesaplanmaktadır.
- Ayrıca bu raporun ekinde II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği ve II-27.2 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği çerçevesinde Aviva hissesinin Borsa İstanbul'da geçmişte gerçekleşen ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalamasına göre hesaplanan fiyatları da yer almaktadır.

Ek 1 – Tahmini Gelir Tablosu

- Şirket Yönetimi'nin 2015-2016-2017 yılları için hazırladığı tahmini gelir tablosu aşağıda yer almaktadır:

Bin TL	2015T	2016T	2017T
Kazanılmış primler (reasürör payı düşülmüş)	161.355	184.132	209.957
Teknik olmayan bölümden aktarılan yatırım gelirleri	21.932	14.918	13.646
Tahakkuk eden rücu ve sovtaj gelirleri (reasürör payı düşülmüş)	-559	-1.349	-298
Hayat Dışı Teknik Gelir	182.728	197.701	223.305
Gerçekleşen tazminatlar (reasürör payı düşülmüş) (-)	111.849	106.741	119.782
Diğer teknik karşılıklarda değişim (reasürör payı düşülmüş) (-)	-23.002	-	-
Faaliyet giderleri (-)	66.794	72.378	79.438
Matematik karşılıklarda değişim (reasürör payı düşülmüş) (-)	-	-	-
Diğer teknik giderler (-)	-	-	-
Hayat Dışı Teknik Gider (-)	155.641	179.119	199.220
Teknik Bölüm Dengesi	27.087	18.582	24.085
Yatırım gelirleri	-	-	-
Yatırım giderleri (-)	-	-	-
Diğer ve olağandışı faaliyetlerden gelir / gider	-5.417	-3.716	-4.817
Net dönem karı / zararı	21.669	14.866	19.268

- Şirket Yönetimi, 2015 yılı ile beraber portföy miksinin karlı ürünlere kaydırılması, seçilen işlerde daha seçici olunması, fiyatlamalarda karlılık/risk ilkelerini gözeten uygulamalara ağırlık verilmesi ve teknik karşılıklarda belirtilen konusu kalmayan karşılıklar sonucunda, finansallarda önemli iyileşmeler beklemektedir.

Ek 2 – Tahmini Bilanço

- Şirket Yönetimi'nin 2015-2016-2017 yılları için hazırladığı tahmini bilanço aşağıda yer almaktadır:

Bin TL	2015T	2016T	2017T
Nakit ve nakit benzerleri	235.401	213.967	220.362
Sigortacılık faaliyetlerinden alacaklar	49.152	47.446	50.955
Sigortacılık faaliyetlerinden alacaklar karşılığı	-9.314	-9.314	-9.388
Maddi varlıklar	7.273	6.412	5.313
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	19.907	18.006	13.189
Diğer varlıklar	1.756	1.980	2.144
Devreden komisyon oranı	16.399	18.593	20.657
Toplam Varlıklar	320.574	297.090	303.233
Finansal borçlar	1.178	11.504	5.533
Diğer risklere ilişkin karşılıklar	21.407	2.354	4.329
Kazanılmamış primler karşılığı - net	62.331	104.264	115.543
Muallak hasar ve tazminat karşılığı -net	120.618	71.076	58.360
İştiraklere + bağlı ortaklıklara borçlar	-3.879	-2.530	-2.233
Tahakkuk eden fakat raporlanmayan hasar	68.221	52.120	44.131
Yükümlülükler Toplamı	269.877	238.788	225.663
Nominal sermaye	230.400	230.400	230.400
Geçmiş yıl karı / zararı	-201.373	-186.964	-172.098
Dönem net karı / zararı	21.669	14.866	19.268
Özsermaye Toplamı	50.697	58.302	77.570
Toplam Yükümlülükler ve Özsermaye	320.574	297.090	303.233

Ek 3 – Geçmiş Hisse Performansı

- Kibele B.V. 20.04.2015 tarihinde KAP'ta ortaklıktan çıkarma hakkını kullanacağını duyurmuştur. Buna göre Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği çerçevesinde;
 - 20 Nisan 2015 tarihinden önce borsada işlem gören payların son 30 günlük dönem içinde oluşan günlük ağırlıklı ortalama fiyatlarının aritmetik ortalaması → **4,02370 TL**;
 - 20 Nisan 2015 tarihinden önce borsada işlem gören payların son 6 aylık dönem içinde oluşan günlük ağırlıklı ortalama fiyatlarının aritmetik ortalaması → **4,17133 TL**;
 - 20 Nisan 2015 tarihinden önce borsada işlem gören payların son 1 yıllık dönem içinde oluşan günlük ağırlıklı ortalama fiyatlarının aritmetik ortalaması → **3,84600 TL**;
 - 20 Nisan 2015 tarihinden önce borsada işlem gören payların son 5 yıllık dönem içinde oluşan günlük ağırlıklı ortalama fiyatlarının aritmetik ortalaması → **4,73185 TL**'dir.
 - 24 Şubat 2015 – 9 Mart 2015 tarihleri arasında Kibele B.V. tarafından yapılan zorunlu pay alım teklif fiyatı → **4,74171 TL**'dir
- Aviva'nın 28 Nisan 2015 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul'daki kapanış fiyatı ise **4,64 TL**'dir.