

AKSİGORTA A.Ş.

KISMİ BÖLÜNME (SPIN-OFF)

19.Kasım.2009

AL ENDEKS ÜZERİ GETİRİ

HEDEF FİYAT 8.26 TL

Türk Ticaret Kanununda yapılan en son değişiklikler kapsamında şirketlerin bölünmeleri (spin off) yapabilmeleri yasal olarak olanaklı hale getirilmiştir.

Amaç şirketlerin faaliyet konularına ilişkin gerçek piyasa değerlerinin ortaya çıkmasının sağlanabilmesidir.

Aksigorta olası bir stratejik işbirliği, şirket satın alınması ve/veya birleşmesi konularının gündeme gelmesi durumunda finansal duran varlıkları arasında görülen %6.07'lik Akbank iştiraki karşı taraflar açısından engelleyici bir durum teşkil etmekteydi.

Konunun daha net anlaşılabilmesi açısından;

1. X firmasının Aksigorta ile stratejik işbirliği ve/veya satın almaya konu olabilecek bir girişimde bulunduğunu varsayalım.
2. Ancak bu şirket Aksigorta ile birlikte %6.07'lik Akbank ve %49.83'lük Aviva'yı satın almak durumunda kalmaktadır.
3. Özetle sigorta şirketinde işbirliği yapmak isteyen X firması dolaylı da olsa Akbank'a ortak olmak zorunda kalmaktadır.
4. Bu durumda olası M&A aktivitelerine engel teşkil etmektedir.

İşte bu engelin ortadan kalkabilmesi için TTK'da bölünme (spin-off) uygulamasının düzenlenmesi gerekmektedir.

Bu düzenleme ile artık şirketler daha kolay bir şekilde sadece hedefledikleri şirketler ile işbirliğine gidebileceklerdir.

Prosedürler göz önüne alındığında ayrıma (spin-off) işleminin Aralık 2009'da gerçekleşmesi beklenmektedir.

KISMİ BÖLÜNME (SPIN-OFF)

Bu kısmi bölünmede en önemli konu Değişim Oranı (Swap Ratio) olacaktır. Özetle değişim rasyosu Ak Sigorta azınlık hissedarlarının dolaylı olarak sahip oldukları %6.07'lik Akbank ile Avivasa Emeklilikteki haklarına karşılık ne miktarda bir varlığın verileceğidir. Bizim yaptığımız hesaplamaya göre Aksigorta'daki %38'lik azınlık hissedarlarının %6.07'lik Akbank'tan dolayı 23.10.2009 tarihli SPK'ye yapılan başvurudan itibaren son 6 aylık ağırlıklı ortalamadan hareketle (Akbank 7.49 TL'ye denk gelmektedir) 518,566,000 TL'lik ve Avivasa Emeklilikten* dolayı ise 244,119,600 TL olmak üzere toplamda 762,685,600 TL'lik varlık değişim oranının hesaplanmasına konu olmaktadır.

23.10.2009 tarihinden itibaren son 6 aylık ortalamaları Sabancı Holding(4.83 TL'dir) hisseleri için de yaptığımızda değişim oranını** 1.3577 olarak tespit ediyoruz.

Bizim yaptığımız hesaplamalara göre 1 lotluk Aksigorta hissedarından alınacak Akbank ve Avivasa hisselerine karşılık 1.3577 lotluk Sabancı Holding verilmesi gerekmektedir.

***Avivasa Emekliliğin değerlemesini yaparken,**

1. Son yıllarda gerçekleşen yabancı şirket satın almalarını (%40 ağırlık),
2. Pazar payı (Anadolu Hayata) yaklaşımını (%30 ağırlık),
3. Piyasa çarpanı yaklaşımını (%30 ağırlık) ağırlıklandırma yöntemini tercih edilmiştir.

Bu yaklaşımların neticesinde Türk Emeklilik Pazarında yaklaşık olarak %10'luk payı olan şirketi 1,290 milyon TL olarak değerliyoruz. Buradan %38'lik Ak Sigorta azınlık hissedarlarının payını 244 milyon TL olarak hesaplıyoruz. Kısmi bölünme sonucunda ise Aksigorta şirketinin değerinin 400 milyon TL mertebesinde olacağını tahmin etmekteyiz.

**** Değişim Oranı (Swap Ratio):**

762,685,000 TL/4.83=157,905,797 adetlik bedelli sermaye artırımını yapılmış SAHOL verimeli.
157,905,797/116,300,000*** =1.3577

***Ödenmiş sermayesi 306 milyon olan azınlıkların %38'lik payı 116.3 milyon adetlik hisseye karşılık gelmektedir.

Kısmi bölünme işleminin gerçekleşmesi durumunda Aksigorta hisselerini %86'lık yükseliş potansiyeli ve 8.26 TL'lik hedef fiyat ile piyasa üstü getiri tavsiyesi vererek hisse model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Aksigorta İştirakleri	Pay (%)	Tutar
Akbank*	6,07	1.363.929
Yünsa	1,49	470
Borsaya Kote Olanlar		1.364.399
Akyatırım	0,03	23
Tursa	2,57	18.717
Dönkasan	0,02	1
Ak Finansal Kiralama	0,01	3
Tarsim	4,35	131
Merter	25	30.252
Avivasa	49,83	548.222
Borsaya Kote Olmayanlar		597.349
TOPLAM		1.853.964

UYARI

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.

Aksigorta Akbank'taki %6.07 ve Avivasa'daki %49.83 hissesini Sabancı Holding'e devrederse bunun karşılığında Aksigorta'nın azınlık hissedarları Sabancı Holding hissesi sahibi olacaktır. Akbank Türkiye'deki piyasa değeri en büyük bankasıdır. Dolayısıyla bu %6.07'lik payın etkisinin de önemli olacağı görülmektedir. Akbank ve Avivasa hisseleri Sabancı Holding hisseleriyle swap yapılarak paylaşılacaktır. Şirketin değerlendirme çalışmaları ve SPK'ye verilen her ne kadar daha önce Akemeklilik-Aviva örneği olsa da bu şirketler halka açık olmadığı için değerlendirme yönünden farklı olacaktır. Ayrıca SPK'nın da taraf olduğunu düşünürsek bağımsız bir kurum tarafından değerlemenin yapılması gerekmektedir.

KİSİMİ BÖLÜNMEYE KONU OLACAK AKSİGORTA İŞTİRAKLERİ

		TL	USD
Akbank	Fiyat (23/10/2009'dan itibaren geriye doğru 6 aylık ortalama)	7,49	5,06
	Sermaye	3.000.000	2.027.027
	Piyasa Değeri	22.470.000	15.182.432
	AKGRT Payı (%)	6,07	
	Akgrt İştiraki	1.363.929	921.574
AVİVA	Hedef Piyasa Değeri Özsermaye Değeri	1.290.000	871.622
	AKGRT Azınlık payı (%)	49,80	
	Akgrt İştiraki	642.420	434.068
Toplam (Akbank + Aviva)		2.006.349	1.355.641
	Azınlık Payı (Halka açık Pay %38,02)	762.814	515.415

Swap (Değişim) Oranı: Her 1 lotluk Aksigorta hissesine karşılık ne kadar miktarda Sabancı Holding hissesi verilebileceğini önem arz etmektedir. Değişim oranının bu kısmi bölünmede en önemli konunun Değişim Oranı (Swap Ratio) olacaktır. Özetle değişim rasyosu Aksigorta azınlık hissedarlarının dolaylı olarak sahip oldukları %6.07'lik Akbank ile Avivasa Emeklilikteki haklarına karşılık ne miktarda bir varlığın verileceğidir. Bizim yaptığımız hesaplama göre Ak Sigorta'daki %38'lik azınlık hissedarlarının %6.07'lik Akbank'tan dolayı 23.10.209 tarihli SPK'ye yapılan başvurudan itibaren son 6 aylık ağırlıklı ortalamadan hareketle (Akbank 7.49 TL'ye denk gelmektedir) 518,566,000 TL'lik ve Avivasa Emeklilikten* dolayı ise 244,119,600 TL olmak üzere toplamda 762,685,600 TL'lik varlık değişim oranının hesaplanmasına konu olmaktadır. 23.10.209 tarihinden itibaren son 6 aylık ortalamaları Sabancı Holding(4.83 TL'dir) hisseleri için de yaptığımızda değişim oranını** 1.3577 olarak tespit ediyoruz.

1 eski Aksigorta hissesi = 1 yeni Aksigorta hissesi + X Sabancı Holding şeklinde olacaktır.

AKSİGORTA'DAN AKTARILACAK TOPLAM VARLIK	%38.02'LİK AZINLIK PAYI	SABANCI HOLDİNG
1. AKBANK 1,363,929 TL	→	518,565,806 TL
2. AVIVASA EMEKLİLİK 642,420 TL	→	244,248,084 TL
TOPLAM TUTAR 2,006,349 TL	→	762,813,890 TL

Değişim Oranının Belirlenmesi (Swap Ratio)			
SAHOL	Fiyat (23/10/2009'dan itibaren geriye doğru 6 aylık ortalama)	4,83	3,26
AKGRT	Azınlık Hakkına Denk Gelen Sahol Miktarı (Azınlık Payı / Sahol Fiyatı)	157.932	157.932
	Sermaye	306.000	206.757
	Azınlık Payı (Halka açık Pay %38,02)	38,02	
	Azınlık Senet Miktarı (Halka açık Pay %38,02)	116.341	
	Değişim Oranı	1,36	
	Sahol (Bedelli Artırım Sonrası Fiyat Tahmini)	5,11	3,45
	Aksigorta Sahipleri İçin Sahol Senet Fiyatı (1,36 * 5,11)	6,95	4,69
Aksigorta Ana Faaliyeti	Sigortacılık Hedef Piyasa Değeri	400.000	270.270
	Sermaye	306.000	
	Akgrt Spin-Off Sonrası hedef Borsa Fiyatı	1,31	1
Toplam Hedef Değer		6,95+1,31	8,26
1 USD/TL	1,48		

UYARI

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.