



Eczacıbaşı Topluluğu Tüketim Ürünleri Grubu

Yönetici Özeti

Özel ve Gizlidir

KPMG Türkiye | Kurumsal Finansman

02 Haziran 2017

**KPMG Akis Bağımsız Denetim
ve SMMM A.Ş.**

Kavacık Rüzgarlı Bahçe
Mah.Kavak Sok. No:29
Beykoz 34805,İstanbul,Türkiye

Telefon +90 (216) 681 90 00
Telefaks +90 (216) 681 90 90

EİS Eczacıbaşı İlaç, Sınai ve Finansal Yatırımlar San. ve Tic. A.Ş. Yönetim Kurulu'na,
EİS Eczacıbaşı İlaç, Sınai ve Finansal Yatırımlar San. ve Tic. A.Ş. ("Müşteri" veya "EİS") tarafından, Eczacıbaşı Girişim Pazarlama Tüketim Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Eczacıbaşı Girişim")'nin, Eczacıbaşı Hijyen Ürünleri San.ve Tic. A.Ş. ("Eczacıbaşı Hijyen")'nin ve Eczacıbaşı Profesyonel Ürün ve Hizmetler Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Eczacıbaşı Profesyonel")'nin (hepsi birlikte "Şirketler" veya "Hedef Şirketler") 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") şirket değerlemesinde görevlendirilmiş bulunmaktayız. Bu değerleme raporu ("Rapor") Şirketler Yönetimi'nin bize temin ettiği bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır.

Çalışma sırasında, Şirketler'e ait Vergi Usul Kanunu ("VUK") ile uyumlu geçmiş dönem finansal tabloları, Yönetim Raporları ve Eczacıbaşı Tüketim Ürünleri Grubu Yönetimi ("Grup Yönetimi") tarafından onaylanan projeksiyonlar esas alınmıştır. Tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. Çalışma sırasında, Şirketler'e ait mali tablolar ve Yönetim Raporlamaları tarafımızca ayrıca denetime tabi tutulmamıştır.

Genellikle şartlar ve olaylar beklenildiği gibi gelişmeyebildiğinden, tarafımızca tahmin edilen ve gerçekleşen finansal sonuçlar arasında farklılıkların doğabileceğine ve bu farklılıkların varılan sonuçlarda önemli değişikliklere neden olabileceğine dikkatinizi çekmek isteriz. Geleceğe yönelik tahmini finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların uygulama ve gerçekleşme sorumluluğu sadece Şirketler 'e aittir.

Çalışmanın bulguları ve varılan sonuçlar bu raporun ilerleyen sayfalarında detaylı olarak yer almaktadır. Bu Rapor ve içinde yer alan veriler sadece bilgi amacıyla hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfalarla birlikte Rapor'un tamamının incelenmesi önerilmektedir.

Değerleme raporumuz 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla Şirketler'in operasyonlarının değerinin belirlenmesi dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp EİS'in dahili kullanımı ile sınırlıdır. Aksi halde, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez.

Bulgularımızın, Şirketler için üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır. Değerleme analizleri sonucunda ortaya çıkan değeri potansiyel alıcılara teklif etme kararları tamamıyla EİS tarafından verilecektir. Bu raporun muhatabı Şirketler olacaktır.

İstanbul, 02 Haziran 2017

Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.



Hande Şenova

Kurumsal Finansman Bölüm Başkanı, Ortak



İletişim

Projeden sorumlu KPMG tarafındaki ilgili kişilerin iletişim bilgileri:

Hande Şenova

Kurumsal Finansman

Ortak, KPMG Türkiye

Tel: + 90 216 681 9000

hsenova@kpmg.com

Burak Yıldırım

Kurumsal Finansman

Direktör, KPMG Türkiye

Tel: + 90 216 681 9000 – 9479

burakyildirim@kpmg.com

Terimler Sözlüğü

AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	PD	Piyasa Değeri
CoCo	Benzer Şirketler Analizi	Rapor	Değerleme Raporu
DD	Defter Değeri	ŞD	Şirket Değeri
Değerleme Tarihi	31 Aralık 2016	Şirketler	Eczacıbaşı Girişim, Eczacıbaşı Profesyonel ve Eczacıbaşı Hijyen
Eczacıbaşı Girişim	Eczacıbaşı Girişim Pazarlama Tüketim Ürünleri San. ve Tic. A.Ş.	TL	Türk Lirası
Eczacıbaşı Hijyen	Eczacıbaşı Hijyen Ürünleri San. ve Tic. A.Ş.		
Eczacıbaşı Profesyonel	Eczacıbaşı Profesyonel Ürün ve Hizmetler San. Ve Tic. A.Ş.		
Eczacıbaşı Tüketim Ürünleri Grubu	Eczacıbaşı Girişim, Eczacıbaşı Profesyonel ve Eczacıbaşı Hijyen		
EIS	Eczacıbaşı İlaç, Sınai ve Finansal Yatırımlar San. ve Tic. A.Ş.		
EIU	Economist Intelligence Unit		
F	Fiyat		
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kâr		
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kâr		
KPMG	KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.		
Müşteri	EİS Eczacıbaşı İlaç, Sınai ve Finansal Yatırımlar San. ve Tic. A.Ş.		
NAD	Net Aktif Değer		

	Sayfa
Hazırlanış Temeli ve Sözleşme Şartları	6
Yönetici Özeti	7
Şirket Profili	9
Sektör Profili	15
Değerleme Analizi Yaklaşımları	19
Değerleme Analizi	23
Eczacıbaşı Girişim	26
Eczacıbaşı Profesyonel	32
Eczacıbaşı Hijyen	38
Benzer Şirketler Analizi	44
Sonuç	46
Ekler	48

Hazırlanış Temeli ve Sözleşme Şartları

Hazırlanış temeli

KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. ("KPMG" veya "biz") EİS Eczacıbaşı İlaç, Sınai ve Finansal Yatırımlar San. ve Tic. A.Ş. ("Müşteri" veya "EİS") tarafından, Eczacıbaşı Girişim Pazarlama Tüketim Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Eczacıbaşı Girişim")'nin, Eczacıbaşı Hijyen Ürünleri San.ve Tic. A.Ş. ("Eczacıbaşı Hijyen")'nin ve Eczacıbaşı Profesyonel Ürün ve Hizmetler Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Eczacıbaşı Profesyonel")'nin (hepsi birlikte "Şirketler" veya "Hedef Şirketler") 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") Hisse Değeri'nin tespitinde görevlendirilmiştir.

Bu değerleme raporu Şirketler Yönetimi'nin KPMG'ye temin ettiği bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır. Geleceğe yönelik finansal tahminler, Şirketler Yönetimi tarafından, Şirketler'in gelecek mali performansını en iyi şekilde yansıtabilecek tahminler ve kararlar baz alınarak hazırlanmıştır. Temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir. Belirlenen değer tek figürden oluşmayıp fiyat aralığı olarak sunulmaktadır.

Sözleşme şartları

Bu rapor ("Rapor") KPMG ile EİS arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 28 Nisan 2017 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup KPMG'nin değerleme ile ilgili bulgularını beyan etmektedir ve bu sözleşmenin getirdiği tüm şartlara bağımlı ve uygundur. Bulgularımızın, Şirketler'e üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.

Değerleme raporumuz Şirketler'in operasyonlarına bağlı olarak hisse değerinin belirlenmesi dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp EİS'in kullanımı ile sınırlıdır.

Yazılanlar dışında, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve kamuya açıklanamaz.

Bu Rapor'un muhatabı EİS olarak kalacaktır.

Kullanılan Kaynaklar

Bu raporun içeriğini oluşturan bilgiler için kullanılan kaynaklar aşağıdaki gibidir:

KPMG Veri Tabanı

Capital IQ

Economic Intelligence Unit ("EIU")

Euromonitor

Yönetici Özeti

Eczacıbaşı Girişim, Eczacıbaşı Profesyonel ve Eczacıbaşı Hijyen Değerleme Raporu - Yönetici Özeti

Değerleme Tarihi	■ 31 Aralık 2016
Değerleme analizi yaklaşımları	■ Hedef Şirketler'in operasyonları, faaliyet gösterdiği sektör dinamikleri ve tahmini dönem performans beklentileri göz önüne alınarak, Eczacıbaşı Girişim, Eczacıbaşı Profesyonel ve Eczacıbaşı Hijyen'in hisse değerlerini en doğru gösteren değerlendirme yönteminin gelir yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Metodolojisi olduğuna karar verilmiştir. ■ Piyasa yaklaşımı çerçevesinde Benzer Şirketler Analizi değerlendirme raporumuzda test amaçlı olarak uygulanmıştır. Değerleme sonuçları İNA analizine dayandırılmıştır. ■ Eczacıbaşı Girişim, Eczacıbaşı Profesyonel ve Eczacıbaşı Hijyen'in %100 oranında hissesine sahiptir. 01 Ocak 2014 – 31 Aralık 2016 dönemini kapsayan Vergi Usul Kanunu ("VUK") ile uyumlu geçmiş dönem mali tabloları ve Yönetim Raporları Grup Yönetimi'nce tarafımıza iletilmiştir. 1 Ocak 2017 – 31 Aralık 2021 tarihlerini kapsayan tahmini dönem projeksiyonları gelecek dönemler operasyonel performans beklentileri göz önüne alınarak Grup Yönetimi tarafından oluşturulmuş, tarafımızca kontrol ve analiz edilmiştir. ■ Bu raporun içeriği tarafımıza temin edilen mali tablolar, projeksiyon ve varsayımlara dayanmaktadır. Bu varsayımların değişmesi durumunda şirket değerinin değişebileceğini belirtmek isteriz.
İNA analizi	■ İNA Yöntemi'nin temel prensibi şirketin belirli bir projeksiyon dönemi ve projeksiyon döneminden sonsuza kadar ("nihai dönem") yaratacağı nakit akımlarının net bugünkü değerlerinin toplamının şirket değerine eşit olacağı varsayımına dayanmaktadır. ■ Şirketler'in nihai dönem değeri hesaplanırken 2021 yılından itibaren satış gelirinin Economist Intelligence Unit ("EIU")'ten temin edilen uzun vadeli Türk Lirası bazlı tüketici enflasyonu beklentisine paralel olarak %5.20 oranında büyüyeceği öngörülmüştür. Nihai dönem boyunca Şirketler'in faaliyet karlılığının 2017 - 2021 yıllarının ortalama performansı ile doğru orantılı olarak devam edeceği varsayılmıştır. ■ Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM"); ülke, sektör, piyasa koşulları ile şirket riskleri ve faaliyetleri ve göz önüne alınarak Eczacıbaşı Girişim ve Eczacıbaşı Profesyonel için TL bazlı %18.1; Eczacıbaşı Hijyen için TL bazlı %16.8 olarak hesaplanmıştır.
Piyasa Çarpanları Yaklaşımı – Benzer Şirketler Analizi	■ Türkiye'de ve yurtdışı borsalarda Eczacıbaşı Tüketim Ürünleri Grubu ile aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık şirketler benzer şirketler analizinde listelenmiştir. Piyasa çarpanları analizinde sektörde sıkça kullanılan Şirket Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar ("ŞD / FAVÖK") ve Şirket Değeri / Satışlar ("ŞD / Satışlar") çarpanları göz önüne alınmıştır. ■ Ancak ulaşılan benzer şirketlerin ve bu şirketlerin performanslarının Hedef Şirketler'i birebir yeterli ve doğru temsil edemeyeceği görüşü ile Piyasa Çarpanları Analizi kontrol amaçlı uygulanmış olup sonuç aralığına dahil edilmemiştir.

Yönetici Özeti

Eczacıbaşı Girişim, Eczacıbaşı Profesyonel ve Eczacıbaşı Hijyen Değerleme Raporu - Yönetici Özeti

Piyasa Çarpanları Yaklaşımı – Benzer Şirketler Analizi

- Piyasa Çarpanları analizi kapsamında hijyen ürünleri ve temizlik kağıtları, güzellik ve kişisel bakım ürünleri, bebek ve çocuk ürünlerinin üretim ve satış dağıtım faaliyetleri gösteren halka açık benzer firmaların ŞD/Satışlar ve ŞD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır. Eczacıbaşı Girişim ve Eczacıbaşı Profesyonel'in faaliyetlerine uygunluklarından dolayı temelde satış ve dağıtım yapan firmalara ait çarpanlara odaklanılırken, Eczacıbaşı Hijyen için ise satış ve dağıtımın yanı sıra üretim yapan benzer şirketler analiz edilmiştir.
- 10 Aralık 2015 tarihinde Eczacıbaşı Profesyonel, Eczacıbaşı Girişim'in bünyesinden çıkarak faaliyetlerine ayrı bir şirket olarak devam etmeye başlamıştır. Değerleme tarihi itibarı ile Eczacıbaşı Profesyonel ve Eczacıbaşı Girişim'in iki ayrı şirket olarak henüz tam performanslarına ulaşmadığı Grup Yönetimince tarafımıza belirtilmiştir. Bu nedenle, geçmiş yıllar mali performansına odaklanan Piyasa Çarpanları yaklaşımı sonuç aralığının belirlenmesinde dikkate alınmamıştır.
- Eczacıbaşı Hijyen'in Piyasa Çarpanları analizinde, şirketin 2016 yılı Satışlar ve FAVÖK tutarları kullanılmıştır. ŞD/Satışlar çarpanına göre ulaşılan hisse değer aralığı 28.0 – 35.0 milyon TL ile İNA sonuçlarını desteklerken ŞD/FAVÖK çarpanı anlamlı bir sonuç aralığı verememektedir. (bkz: sayfa 45)

Değerleme sonucu

- İNA analizine göre tahmin edilen hisse değerlerine iki farklı ana parametre, nihai dönem büyümesi ve AOSM, üzerinden duyarlılık analizi uygulanmıştır.

Girişim - Hisse Değeri Duyarlılık Analizi					
('000 TL)		Nihai Dönem Büyüme Oranı			
		4.7%	5.2%	5.7%	
AOSM	17.6%	77,396	80,534	83,937	
	18.1%	72,562	75,411	78,490	
	18.6%	68,078	70,672	73,468	

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizleri

Profesyonel - Hisse Değeri Duyarlılık Analizi					
('000 TL)		Nihai Dönem Büyüme Oranı			
		4.7%	5.2%	5.7%	
AOSM	17.6%	(29,850)	(29,205)	(28,506)	
	18.1%	(32,026)	(31,468)	(30,865)	
	18.6%	(34,041)	(33,558)	(33,039)	

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizleri

Hijyen - Hisse Değeri Duyarlılık Analizi					
('000 TL)		Nihai Dönem Büyüme Oranı			
		4.7%	5.2%	5.7%	
AOSM	16.2%	35,533	38,818	42,415	
	16.7%	30,681	33,633	36,853	
	17.2%	26,220	28,883	31,777	

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizleri

- Değerleme çalışmaları ve duyarlılık analizleri sonrası Eczacıbaşı Girişim, Eczacıbaşı Profesyonel ve Eczacıbaşı Hijyen için tahmin edilen hisse değer aralıkları aşağıdaki gibidir:
 - Eczacıbaşı Girişim'in %100 Hisse Değeri 70.7 ile 80.5 milyon TL aralığında,
 - Eczacıbaşı Profesyonel'in %100 Hisse Değeri (33.6) ile (29.2) milyon TL aralığında,
 - Eczacıbaşı Hijyen'in %100 Hisse Değeri 28.9 ile 38.8 milyon TL aralığındadır.
- Eczacıbaşı Profesyonel ve Eczacıbaşı Hijyen'in Eczacıbaşı Girişim'in %100 bağlı ortağı olması ve Eczacıbaşı Girişim'e tam konsolide olması nedeni ile Eczacıbaşı Girişim'in %100 kombine Hisse Değer aralığı **66.0 ile 90.0 milyon TL aralığında tahmin** edilmiştir.

Önemli Uyarı

Bu rapor, KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. ("KPMG" veya "biz") tarafından EİS Eczacıbaşı İlaç, Sınai ve Finansal Yatırımlar San. ve Tic. A.Ş. ("Müşteri" veya "EİS")'nin talebi Eczacıbaşı Girişim Pazarlama Tüketim Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Eczacıbaşı Girişim")'nin, Eczacıbaşı Hijyen Ürünleri San.ve Tic. A.Ş. ("Eczacıbaşı Hijyen")'nin ve Eczacıbaşı Profesyonel Ürün ve Hizmetler Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Eczacıbaşı Profesyonel")'nin (hepsi birlikte "Şirketler" veya «Hedef Şirketler») 31 Aralık 2016 tarihi ("Değerleme Tarihi") itibarıyla Hisse Değeri'nin tespit edilmesine yönelik hazırlanmıştır. Raporumuz bu amaç dışında EİS'in kullanımı haricinde başka kişi ve kuruluşlara yazılı izniniz olmadan dağıtılamaz.

KPMG'den, bu raporu imzalayan ve/veya raporla ilgili diğer kişilerden, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, söz konusu raporla ilgili olarak bir mahkeme önünde ve/veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri ve/veya şahitlik yapmaları istenemez.

Genel olarak çalışmamız, hisse değerlerine temel teşkil eden varsayımların ve değerlemelerin dayanağı hususlarında güvence vermeye yönelik değildir. Genellikle olayların ve şartların umulduğu gibi gerçekleşmemesinden dolayı, öngörülen veya tahmin edilen sonuçlar ile fiili sonuçlar arasında farklılıklar oluşabilmekte ve bu oluşan bu farklılıklar, önemli olabilmektedir.

Şirket hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği ve Şirket Yönetimi'nin ise konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.



kpmg.com/socialmedia



kpmg.com/app



© 2017 KPMG Akis Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş., bir İsviçre kuruluşu olan KPMG International üyesi bir Türk şirkettir. KPMG International, KPMG firmalarının üyesi bulunduğu bir İsviçre kuruluşu olup, müşterilere herhangi bir hizmet sunmamaktadır. Her üye şirket ayrı ve bağımsız bir tüzel kişiliktir ve her biri kendini bu şekilde tanımlamaktadır.