

Migros Ticaret A.Ş.

Migros Ticaret A.Ş. – Kipa Ticaret A.Ş. Birleşme ve Hisse Değişim
Oranları Tespitine İlişkin Değerleme Danışmanlık Raporu

Sınırlı Sorumluluk İçermektedir

12 Temmuz 2018

EY

Building a better
working world



**Ernst Young Kurumsal Finansman
Danışmanlık A.Ş.**

**Orjin Maslak Plaza, Maslak Mahallesi,
Eski Büyükdere Caddesi No:27
Sarıyer / İstanbul - Türkiye**

www.ey.com

Sınırlı Sorumluluk İçermektedir

Migros Ticaret A.Ş.
Atatürk Mah. Turgut Özal Bulvarı No 7
34758 Ataşehir / İstanbul

Migros Ticaret A.Ş. – Kipa Ticaret A.Ş. - Birleşme ve Hisse Değişim Oranları Tespitine İlişkin Değerleme Danışmanlık Raporu

Migros Ticaret A.Ş. Yönetim Kurulu'na

Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK")'nın Migros Ticaret A.Ş. ye ilettiği olduğu 25 Haziran 2018 tarihli ve 29833736-106 01.01-E.6974 sayılı "Birleşme Başvurunuzla İlişkin Ek Bilgi ve Belge Talebi Hk." konulu yazısına istinaden 19 Nisan 2018 tarihli Migros Ticaret A.Ş. – Kipa Ticaret A.Ş. Birleşme ve Hisse Değişim Oranları Tespitine İlişkin Değerleme Danışmanlık Raporu'muz gozden geçirilerek revize edilmiştir. İlgili değişikliklerin sonuçları iş bu Revize Rapor'da ("Rapor") sunulmaktadır. Bu çerçevede 19 Nisan 2018 tarihli Migros Ticaret A.Ş. – Kipa Ticaret A.Ş. Birleşme ve Hisse Değişim Oranları Tespitine İlişkin Değerleme Danışmanlık Raporu'muz geçerliliğini yitirmiş olup SPK' nın Seri:II No:23.2 tebliği uyarınca Uzman Kuruluş Raporu olarak iş bu Rapor dikkate alınmalıdır.

10 Mayıs 2017 tarihli sözleşmemiz çerçevesinde Migros Ticaret A.Ş. ("Migros")'ye Migros ve Kipa Ticaret A.Ş. ("Kipa") ("Şirketler")'nin birleşme ve hisse değişim oranlarının belirlenmesine ilişkin değerlendirme çalışmamızın sonuçlarını sunmaktan mutluluk duyuyorduk. Bu Rapor'un amacı, söz konusu birleşmeye ilişkin olarak Migros Yönetim Kurulu'na Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK")'nın Seri:II No:23.2 tebliğinde tanımlanan uzman kuruluş olarak SPK yönetmelikleri çerçevesinde birleşme ve hisse değişim oranlarını belirlemede yardımcı olmaktır. Çalışmamız belirli bir satış veya alım önerisinde bulunmaya değil yalnızca Yönetim Kurulu'nun karar vermesine yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir.

Değerleme danışmanlık çalışması, Migros ve Kipa Yönetimleri tarafından sağlanan Migros'un SPK Finansal Raporlarına göre hazırlanmış 31 Aralık 2015, 31 Aralık 2016 ve 31 Aralık 2017 dönemlerine ait denetlenmiş konsolidé mali tabloları ve Migros'un 31 Aralık 2017 dönemine ait özel amaçlı hazırlanmış Kipa hariç konsolide mali tabloları ile Kipa'nın SPK'nın Finansal Raporlarına göre hazırlanmış 29 Şubat 2016, 28 Şubat 2017 ve 31 Aralık 2017 dönemlerine ait denetlenmiş konsolide mali tabloları ve Kipa Yönetimi tarafından sağlanan iş planları ile finansal ve operasyonel bilgilerin analizini kapsamaktadır. Çalışmalarımızda Migros ve Kipa Yönetimleri tarafından sağlanan finansal verilerin herhangi bir denetim tabi tutulmaksızın Migros ve Kipa'nın tarihî ve projekte edilmiş faaliyet sonuçları ile finansal durumunu doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir. Bu rapor, talebimiz üzerine, sadece yukarıda birinci paragrafta belirtilen amaç ile ilgili olarak hazırlanmış olup herhangi başka bir amaç için kullanılması uygun değildir. Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş. ("EY"), Migros Yönetim Kurulu dışında üçüncü şahıslara karşı bir sorumluluk kabul etmemektedir. Bu raporun dağıtımı Migros Yönetimi ile birleşme işlemi ile ilgili yasal organlar ile sınırlıdır. Bu kısıtlamaya rağmen raporumuz muhtemel kredi kurumlarına, yatırımcılara veya diğer ilgili şahıslara açıklanırsa, bu şahıslar herhangi bir karar verirken veya yatırım yaparken raporumuza güvenmemelidir, aksi halde EY, Migros Yönetimi ile onların hissedarları dışında hiçbir kuruma karşı sorumluluk kabul etmemektedir. Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş. olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 14/07/2003-17/07/2003 dönemini kapsayan 2003/34 sayılı hâftalık bülteninde E (duyurular) bölümünde belirtilen değerlendirme hizmeti yapabileceğine niteiklerine sahip olduğumuzu beyan ederiz. Bu değerlendirme danışmanlık raporu, ilâkitedeki "Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullara" tabidir.

Saygılarımızla,

İnci Özgüner Arıkoç
Ortak

Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş.

İçindekiler

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve ...
- 5 Ekler

Yönetici Özeti

1

Sayfa 4

Sektör ve Şirket Bilgisi

2

Sayfa 11

Değerleme Yöntemleri

3

Sayfa 20

Değerleme Sonuçları ve ...

4

Sayfa 25

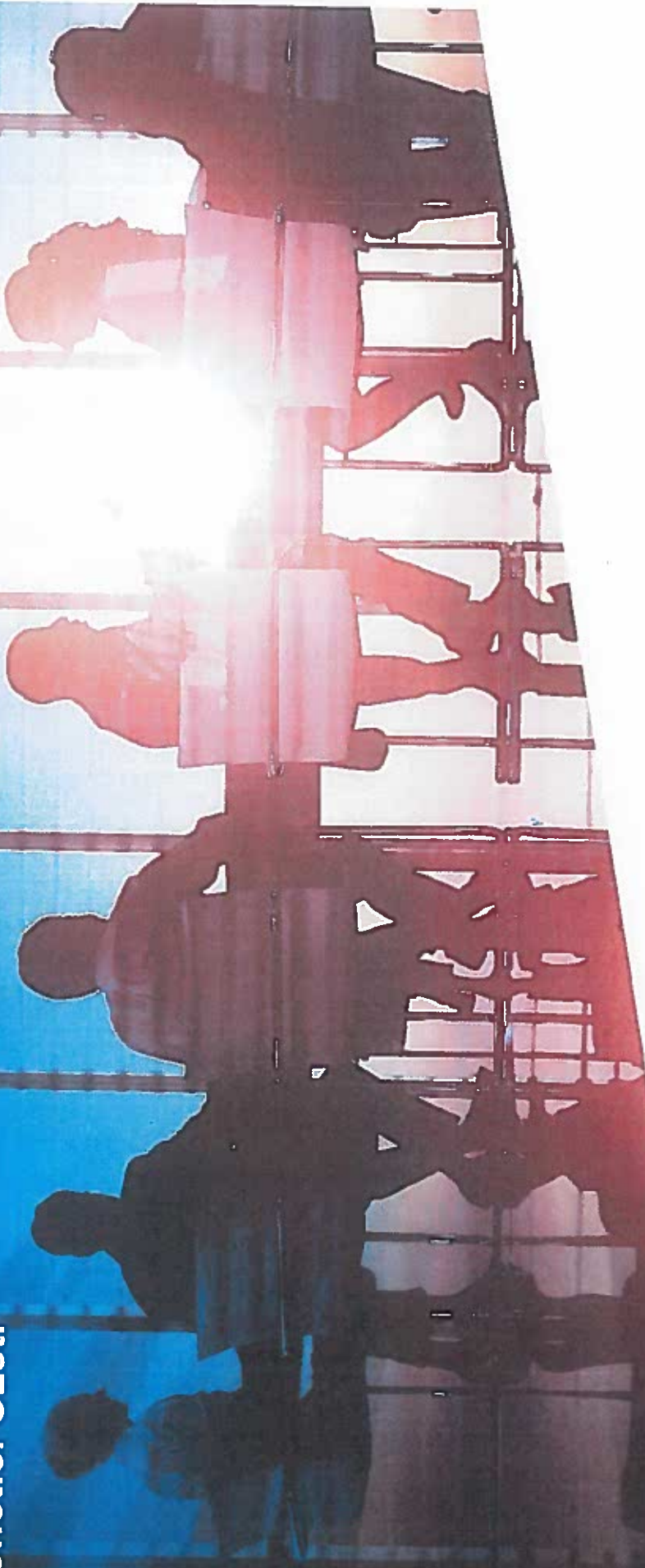
Ekler

5

Sayfa 34

1

Yönetici Özeti



1 Yönetici Özeti

Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

1 Yönetici Özeti

2. Sektör ve Şirket Bilgisi
3. Değerleme Yöntemleri
4. Değerleme Sonuçları ve
5. Ekler

Çalışmanın Amacı

- Migros'un 18 Nisan 2018 tarihli ve 215 sayılı ve Kipa'nın 18 Nisan 2018 ve 46 sayılı Yönetim Kurulu Kararları ile Migros'un 31.12.2017 tarihi itibarıyla düzenlenmiş konsolide mali tabloları ve Kipa'nın 31.12.2017 tarihi itibarıyla düzenlenmiş mali tabloları esas alınarak, Kipa'nın aktif ve pasifleri ile birlikte bir kul halinde Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği ile diğer ilgili mevzuat hükümleri yani sıra 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun ("TTK") 136 ila 158 ve 191 ila 194'üncü maddeleri hükmü ile 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun kurumların devir muamelelerini düzenleyen 19. ve 20. maddeleri hükümleri çerçevesinde devir alınması suretiyle Migros bünyesinde birleşmesine ve bu çerçevede bir hisse değişim oranının hesaplanmasına karar verilmiştir.
- Bu kapsamda Migros Yönetim Kurulu, Migros ve Kipa'nın birleşmesine ilişkin SPK'nın Seri: II No: 23.2 düzenlemeleri çerçevesinde Uzman Kuruluş olarak hisse değişim oranının belirlenmesine yönelik değerlendirme çalışmasının EY tarafından yapılmasını talep etmiştir.
- Bu çerçevede EY 20 Nisan 2018 tarihli Uzman Kuruluş Raporu'nu Migros Yönetim Kurulu'na sunmuştur. SPK Migros Ticaret A.Ş.'ye ilettiği olduğu 25 Haziran 2018 tarihli ve 29833736-106.01.01-E.6974 sayılı "Birleşme Başvurunuzla İlişkin Ek Bilgi ve Belge Talebi Hk." konulu yazısına istinaden 20 Nisan 2018 tarihli Migros Ticaret A.Ş. – Kipa Ticaret A.Ş. Birleşme ve Hisse Değişim Oranları Tespitine İlişkin Değerleme Danışmanlık Raporu'muz gözden geçirilerek revize edilmiştir.
- Yapılan revizyonlar (i) gayrimenkul ekspertiz raporlarındaki ve dikkate alınan gayrimenkul değerlerindeki değişiklikleri, (ii) değerlendirme yöntemlerindeki değişiklikleri ve (iii) değerlendirme yöntemlerine verilen ağırlıklardaki değişiklikleri içermektedir.
- (i) 20 Nisan 2018 tarihli Raporumuz sonrasında bazı gayrimenkul ekspertiz raporlarında belli değişiklikler olmuştur. Ayrıca Kipa'nın sahip olduğu 4 adet uzun süreli kiralama sözleşmesi olan gayrimenkulün de mülka hakkı değerleri Revize Rapor'da dikkate alınmıştır.
- (ii) SPK'nın yorumları kapsamında piyasa yaklaşımında kullanılan yöntemler gözden geçirilerek değerlendirme çalışmasında benzer şirketler yöntemi çerçevesinde Migros ve Kipa'nın Borsa İstanbul'da oluşan piyasa değerlerinin dikkate alınmasına ve benzer işlemler yönteminde ise Kipa için 1 Mart 2017 tarihinde Migros'un Kipa'nın %95.5 hissesini satın almasında ortaya çıkan fiyat / defter değeri çarpanının dikkate alınmasına karar verilmiştir.
- (iii) SPK'nın yorumları ve güncellenen değerlendirme yöntemleri çerçevesinde değerlendirme yöntemlerine verilen ağırlıklar indirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi için %50, Piyasa Değeri için %25 ve Benzer İşlemler için %25 olarak revize edilmiştir.
- Bu çerçevede 20 Nisan 2018 tarihli Migros Ticaret A.Ş. – Kipa Ticaret A.Ş. Birleşme ve Hisse Değişim Oranları Tespitine İlişkin Değerleme Danışmanlık Raporu'muz geçerliliğini yitirmiş olup Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") nun Seri II No 23.2 tebliği uyarınca Uzman Kuruluş Raporu olarak iş bu Rapor dikkate alınmalıdır.
- Bu raporda Kipa devralan şirket, Migros ise devralan şirket olarak gösterilmiştir. Devralan ve devredilen kuruluşlar da "Şirketler" olarak adlandırılmıştır.

Çalışmanın Kapsamı

- SPK'nın Seri: II No: 23.2 "Birleşme ve Bölünme Tebliği"nde belirtildiği üzere birleşme ve hisse değişim oranlarının hesaplanmasında karşılaştırmalı değerlendirme analizi yapabilmek için ilgili şirketlerin nitelikleri dikkate alınarak en az üç değerlendirme yönteminin dikkate alınması gerekmektedir.
- Bu kapsamda değerlendirme çalışmasında, kullanılan yöntemler (i) Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ("INA") (ii) Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Değeri ve (iii) Piyasa Yaklaşımı – Benzer İşlemler Yöntemi olarak belirlenmiştir. Tanımlanan yöntemlerin, birleşme ve değişim oranlarının hesaplanmasında karşılaştırmalı bir analiz yapabilmek için yeterli olduğu görülmüştür.
- Değerleme tarihi 31 Aralık 2017 olarak belirlenmiştir. Değerleme çalışması Migros Yönetimi tarafından sağlanan Migros'un SPK Finansal Raporlama standartlarına göre hazırlanmış 31 Aralık 2015 31 Aralık 2016 ve 31 Aralık 2017 dönemine ait denetlenmiş konsolide mali tabloları ve Migros'un Kipa hariç 31 Aralık 2017 dönemine ait mali tabloları ile Kipa'nın SPK'nın Finansal Raporlama standartlarına göre hazırlanmış 29 Şubat 2016, 28 Şubat 2017 ve 31 Aralık 2017 dönemine ait denetlenmiş mali tabloları esas alınarak gerçekleştirilmiştir.
- Değerleme çalışmasında Migros ve Kipa'nın sahip olduğu gayrimenkullere ilişkin TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. ve Nova Taşınmaz Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Ocak 2018 tarihli gayrimenkul ekspertiz raporlarında yer alan rayiç değerler dikkate alınmıştır ve bu değerlerin 31 Aralık 2017 tarihindeki değerleri doğru yansıttığı kabul edilmiştir. Gayrimenkul ekspertiz raporlarının detayları Ekler bölümünde sunulmaktadır. Gayrimenkul ekspertiz raporlarında sağlanan verilerin doğruluğu EY tarafından bağımsız olarak doğrulanmamış olup bu verilerin doğruluğu ve bütünlüğüyle ilgili tarafımızca bir güvence verilmemektedir.

1 Yönetici Özeti

Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

1 Yönetici Özeti

- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve
- 5 Ekler

Değerleme Yöntemleri ve Verilen Ağırlıklar

Yönetici özeti ileriye sayfa sayfa sunulduğu üzere SPK'nın Seri II No 23.2 "Birleşme ve Bölünme Tebliği"ne istinaden üç farklı değerlendirme yöntemi dikkate alınmış ve ilgili yöntemlere farklı ağırlıklar verilmiştir. Kullanılan yöntemlere ilişkin verilen ağırlıklar aşağıdaki hususlara göre belirlenmiştir.

- **İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi:** Gelir yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) Yöntemi'ne %50 oranında ağırlık verilmiş ve Raporumuzda birincil değerlendirme yöntemi olarak seçilmiştir. Migros ve Kipa'nın projeksiyon dönemi boyunca gıda perakendesi alanında faaliyetlerini sürdürmeleri, Migros'un mevcut durumda ve geleceğe yönelik olarak Kipa'nın ise geçtiğimiz 5 yıllık dönemde faaliyet zararı ve net zarar elde etmesine rağmen geleceğe yönelik olarak faaliyetlerinden kar ve nakit yaratma kapasitesinin olması ve Şirketler'e spesifik gelecek beklentilerini yansıtmaları nedeniyle kanaatimizce gelir yaklaşımı kapsamında INA yöntemi birleşme rasyosu ve hisse değişim oranı hesaplamak amacıyla karşılıklı değerlendirme yapmak için birincil yöntemdir.
- **Piyasa Değeri:** Piyasa yaklaşımı çerçevesinde Migros ve Kipa'nın aktif olarak sırasıyla %26,80 ve %3,75 oranlarında Borsa İstanbul'da işlem görmesi nedeniyle değerlendirme tarihi itibarıyla Borsa İstanbul'da oluşmuş olan haftalık ortalama piyasa değerleri dikkate alınmıştır.
- **Benzer İşlemler:** Piyasa yaklaşımı çerçevesinde Kipa için Migros'un 1 Mart 2017 tarihinde Kipa'nın Tesco Overseas Investment Limited'dan %95,5 hissesinin satın almasında oluşan fiyat / defter değeri çarpanı dikkate alınmıştır. Migros tarafından Kipa satın almasında oluşan fiyat seviyesi iki basiretli tüccar arasında piyasa koşullarında gerçekleşen ve çoğunluk hisselerinin değerini yansıtan bir işlem olarak değerlendirilmiştir. Fiyat / defter değeri çarpanının dikkate alınmasının nedeni ise işlemin değerlendirme tarihine yakın zamanda gerçekleşmiş olması ve Kipa'nın işlem değerinden hesaplanan şirket değeri / gelir çarpanının negatif olmasıdır. Migros için ise son 8 yılda Türkiye gıda perakendesi alanında gerçekleşen satın alma işlemlerinde ortaya çıkan şirket değeri / gelir çarpanı dikkate alınarak Migros'un değerlendirilmesi yürütülmüştür.

Yukarıda açıklandığı üzere piyasa yaklaşımı çerçevesinde Kipa için 31 Aralık 2017 itibarıyla Kipa'nın son 1 haftalık ortalama piyasa değeri (3.563.591.668 TL) ile yakın zamanda gerçekleşen Migros'un Kipa'nın %95,5 hisse alımında ortaya çıkan değerlendirme çarpanı (Migros'un %95,5 hisse için tüm fiyat düzeltmeleri sonrasında ödediği 194.820.897 TL bedel üzerinden %100 hisse değeri 204.000.940 TL olarak hesaplanmıştır) dikkate alınmıştır. Kipa için piyasa değeri göstergesi olarak dikkate alınabilecek piyasa değeri ve işlem değerleri arasında önemli seviyede farklılık olduğu gözlemlenmektedir. Ayrıca Migros, Kipa gibi Borsa İstanbul'da işlem görmektedir ve 31 Aralık 2017 itibarıyla son 1 haftalık ortalama piyasa değeri 4.807.522.120 TL olarak gerçekleşmiştir. Migros'un Kipa'nın %96,25 hissesine sahip olduğu ve Kipa'nın piyasa değeri göz önünde bulundurduğunda piyasa değerleri arasında önemli seviyede farklılık gözlemlenmektedir. Migros ve Kipa'nın aynı sektörde faaliyet göstermesine, aynı Borsa'da işlem görmesine ve Migros'un Kipa'nın %96,25 hissesine sahip olmasına rağmen her iki şirketin finansal performansları da dikkate alındığında piyasa değerlerinin birbirinden önemli ölçüde ayrışması dikkat çekmektedir. Bu nedenlerden dolayı piyasa değeri ve benzer işlemler yöntemleri ikincil yöntemler olarak dikkate alınmış ve her bir yöntem %25'er ağırlık verilmiştir.

1 Yönetici Özeti

Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

1 Yönetici Özeti

2. Sektör ve Şirket Bilgisi
3. Değerleme Yöntemleri
4. Değerleme Sonuçları ve
5. Ekler

Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi Sonuçları**Migros Hisse Değeri****Kipa Hisse Değeri****Kipa Dahil Toplam Migros Hisse Değeri****TRY****5,374m****TRY****1,670m****TRY****6,981m**

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla

İNA Yöntemi'ne Verilen Ağırlık**%50**

İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Yöntemi'ne göre Migros ve Kipa'nın 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla hisse değerleri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Birim: milyon TL	Migros*	Kipa
İndirgenmiş Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	2,140	25
İndirgenmiş Devam Eden Değer	4,133	114
Toplam Şirket Değeri	6,274	139
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,517	100
Finansal Borçlar	(3,536)	(376)
Finansal Nitelikli Diğer Alacaklar	-	32
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlıklar**	-	44
Gayrimenkullerin Rayıç Değeri***	1,137	1,730
Finansal Yatırımlar	11	-
Diğer Finansal Borçlar****	(28)	-
Toplam Hisse Değeri	5,374	1,670
Kipa İştirak Oranı	96.25%	
Kipa Dahil Toplam Migros Hisse Değeri	6,981	

Kaynak: EY Analizi

* Migros'un değerlemesinde dikkate alınan iş planları ve ilgili düzeltmeler Kipa operasyonları hariçtir

** Kipa'nın finansal tablolarında satış amaçlı varlık olarak sınıflandırılan Çerkezköy Alışveriş Merkezi'nin rayıç değerini içermektedir. İlgili gayrimenkul 8 Ocak 2018 tarihinde 44,068 bin TL bedel ile satılmış olup Kipa'nın 31 Aralık 2017 tarihli mali tablolarında ve denetim raporunda ilgili satış bedeli üzerinden rayıç değer olarak kayıt edilmiştir

*** Şirketlerin sahip olduğu gayrimenkullerin rayıç değerlerini (TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. ve NOVA Taahhüt Değerleme Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul ekspertiz raporları dikkate alınmıştır)

**** Tesco Plc'ye olan finansal borca ilişkin tutardır

1 Yönetici Özeti

Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

1 Yönetici Özeti

- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve ...
- 5 Ekler

Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Değeri Yöntemi Sonucu**Migros Hisse Değeri****TRY 4,808m**31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla değeri
(son 1 hafta ortalama piyasa değeri)**Kipa Hisse Değeri****TRY 3,564m**31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla değeri
(son 1 hafta ortalama piyasa değeri)**Piyasa Değeri Yöntemi'ne Verilen Ağırlık****%25**

Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Değeri Yöntemi sonucunda Migros ve Kipa'nın 31 Aralık 2017 itibarıyla Borsa İstanbul'da oluşmuş son 1 haftalık ortalama piyasa değerleri aşağıdaki tabloda sunulmaktadır:

Birim: milyon TL	Migros	Kipa
Piyasa Değeri	4,808	3,564
Kaynak: Capital IQ		

1 Yönetici Özeti**Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması****1 Yönetici Özeti**

2. Sektör ve Şirket Bilgisi
3. Değerleme Yöntemleri
4. Değerleme Sonuçları ve
5. Ekler

Piyasa Yaklaşımı – Benzer İşlemler Yöntemi Sonucu**Migros Hisse Değeri****TRY****7,522m****Kipa Hisse Değeri****TRY****214m****Kipa Dahil Toplam Migros Hisse Değeri****TRY****7,728m**

Piyasa Yaklaşımı – Benzer İşlemler Yöntemi sonucunda Migros ve Kipa'nın 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla hisse değerleri aşağıdaki tablodaki gibi hesaplanmıştır. Kipa için değerlendirme tarihi itibarıyla yakın geçmişte hisse satışına konu olması nedeniyle ilgili işlemde ortaya çıkan değerlendirme çarpanı dikkate alınmıştır. 1 Mart 2017 tarihinde Migros tarafından Kipa'nın %95.5 oranında hisse alımında ortaya çıkan şirket değeri / gelir çarpanının negatif olması nedeniyle işlemde ortaya çıkan fiyat / defter değeri çarpanı dikkate alınmıştır. Migros için ise benzer işlemler şirket değeri / gelir çarpanı olarak son 8 yılda Türkiye Gıda Perakendesi sektöründe gerçekleşmiş olan satın alma işlemlerinde ortaya çıkan çarpanların medyanının uygulanması uygun görülmüştür.

Birim: milyon TL	Migros	Birim: milyon TL	Kipa
Perakende ve Diğer Faaliyetlere İlişkin Gelirler	13,322	Açıklanan Kipa Hisse Alım Bedeli	195
Benzer İşlemler Şirket Değeri / Gelir Çarpanı	0.63x	Alınan Hisse Oranı	95.5%
Şirket Değeri	8,422	%100 Hisse Değeri	204
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,517		
Finansal Borçlar	(3,536)	28 Şubat 2017 Tarihli İktisadi Değer Değeri	1,287
Gayrimenkulların Rayiç Değeri*	1,137	İşlem Tarihi İtibarıyla Fiyat / Defter Değeri	0.16
Finansal Yatırımlar	11		
Diğer Finansal Borçlar**	(28)	31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla Defter Değeri	1,350
Hisse Değeri	7,522	31 Aralık 2017 Tarihli İtibarıyla Hisse Değeri	214

Kaynak: İY Analiz

* Şirketin sahip olduğu gayrimenkulların rayiç değerlerini (TISK) Gayrimenkul Değerleme A.Ş. ve NOVA Taahhüt Değerleme Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul ekspertiz raporları dikkate alınmıştır (içermektedir).

** Tesco Piyasa olan finansal borca ilişkin tutardır.

Benzer İşlemler Yöntemi'ne Verilen Ağırlık**%25**

1 Yönetici Özeti

Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

1 Yönetici Özeti

1. Sektör ve Şirket Bilgisi
2. Değerleme Yöntemi
3. Değerleme Sonuçları ve
4. Değerleme Sonuçları ve
5. Ekler

Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Birleşme Oranı

%98.8523

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla

Ağırlıklandırılmış birleşme oranı

Hisse Değişim Oranı

0.041319291

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla

Ağırlıklandırılmış hisse değişim oranı

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla, çalışmamızda kullanılan üç değerlendirme yöntemine göre, Migros ve Kipa'nın birleşmesine ilişkin birleşme sonrası sermaye yapısı, birleşme ve hisse değişim oranı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

Sunulan sonuçların detaylı hesaplamaları Rapor'un ilerleyen kısımlarında sunulmaktadır.

Hisse değişim oranı hesaplamaları nominal hisse değerleri üzerinden belirlenmiştir. Dolayısıyla, yandaki tabloda belirtilen hesaplamalar sonucunda, Şirketler arasında gerçekleştirilecek birleşmeye ilişkin hisse değişim oranının Kipa'nın 1 TL nominal değerli 1 adet hissesine karşılık Migros'un 1 TL nominal değerli 0.041319291 hissesi olmasını önermekteyiz (1 adet Migros payı 24.2017 adet Kipa payına denk gelmektedir). Görüşümüze göre, bir önceki sayfa da bahsedilen üç yöntem sonucunda hesaplanan bu değıştirirne oranı adil ve makuldür.

Birim: TL	İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	Piyasa Değeri	Benzer İşlemler Yöntemi
Migros Hisse Değeri (Kipa Dahil)	6.981.067.297	4.807.522.120	7.728.228.301
Kipa Hisse Değeri	1.669.936.769	3.563.591.668	214.065.845
Birleşme Sonrası Sermaye	179.628.586	182.983.641	178.215.108
Sermaye Artırım Tutarı	1.598.588	4.953.641	185.108
Değişim Oranı	0.0320	0.0990	0.0037
Birleşme Oranı	99.11%	97.29%	99.90%
Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı			
Migros	178.030.000	178.030.000	178.030.000
Kipa	1.598.586	4.953.641	185.108
Kaynak: EY Analizi			

Değerleme Yöntemi	Verilen Ağırlık	Birleşme Oranı
İndirgenmiş Nakit Akımları	50%	99.11%
Piyasa Değeri	25%	97.29%
Benzer İşlemler	25%	99.90%
Ağırlıklandırılmış Birleşme Oranı		98.8523%
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)		180.097.017
Sermaye Artırımı (TL)		2.067.017
Hisse Değişim Oranı		0.041319291
Birleşme Sonrası Ulaşılabilecek Sermaye		
Migros (TL)		178.030.000
Kipa (TL)		2.067.017
Kaynak: EY Analizi		

1 Yönetici Özeti**Kipa Hisseleri İçin Önerilen Fiyat****1 Yönetici Özeti**

2. Sektör ve Şirket Bilgisi
3. Değerleme Yöntemleri
4. Değerleme Sonuçları ve
5. Ekler

Kipa Hisseleri İçin Önerilen Fiyat

Değerleme Yöntemi	Verilen Ağırlık	Hisse Değeri (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	50.0%	1.669.936,769
Piyasa Değeri	25.0%	3.563.591,668
Benzer İşlemler	25.0%	214.065.845
Ağırlıklandırılmış Hisse Değeri		1.779.382,763
Toplam Hisse Adedi		1.332.682.000
Bir Adet Hisse Fiyatı		1.33519

Kaynak: EY Analiz

Migros ve Kipa Yönetimleri tarafından sağlanan bilgilere, iş planı varsayımlarına ve çalışmamızın kapsamına göre; İNA, Piyasa Değeri ve Benzer İşlemler Yöntemleri esas alınarak Kipa'nın 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla toplam hisse değeri ve hisselerin her bir adedi için fiyat soldaki tabloda sunulduğu üzere hesaplanmıştır.

Ağırlıklandırılmış sonuçlara göre, Kipa'nın 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla toplam hisse değeri 1.779,382,763 TL olarak hesaplanmıştır.

Ağırlıklandırılmış sonuçlara göre, Kipa'nın 31 Aralık 2017 itibarıyla bir adet hissesi için önerilen beher hisse bedeli 1.33519 TL olarak hesaplanmıştır.

2

Sektör ve Şirket Bilgisi

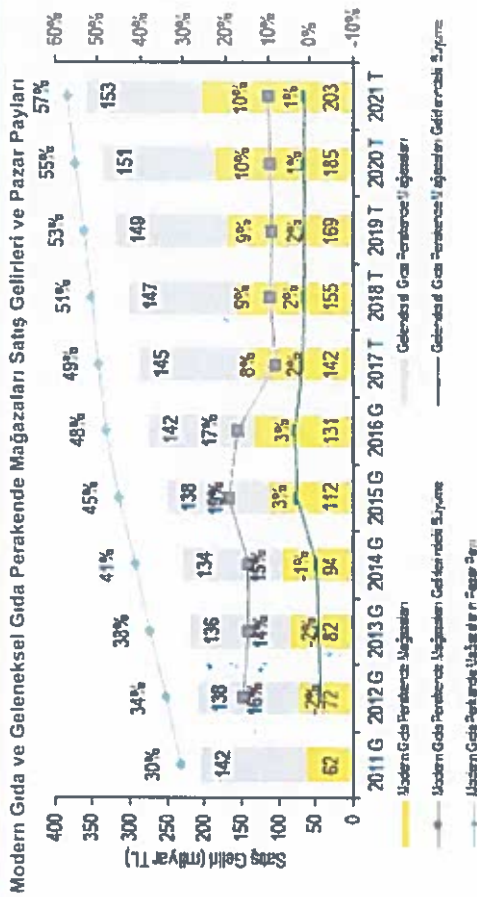


2 Sektör ve Şirket Bilgisi

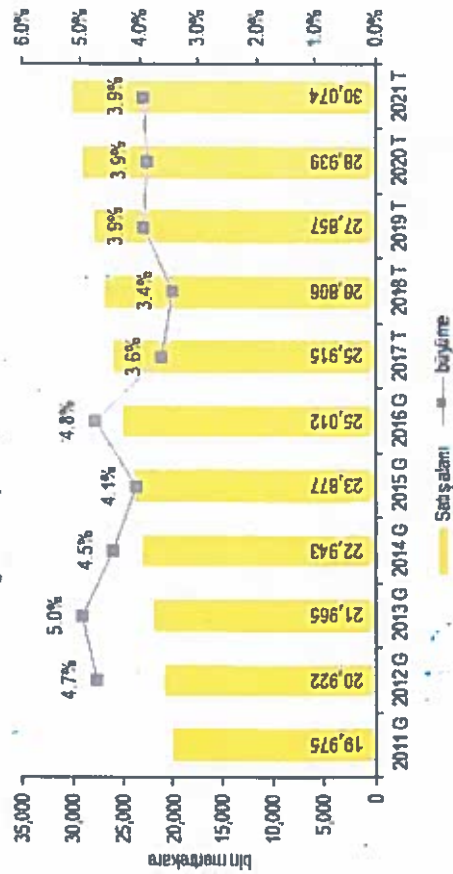
Sektör Bilgisi

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve ...
- 5 Ekler

Türkiye'de Gıda Perakende Sektörü



Modern Gıda Perakende Mağaza Satış Alanı



► Gıda perakende sektöründe satış yapan mağazaları modern gıda perakende mağazaları ve geleneksel gıda perakende mağazaları olarak iki farklı başlık altında incelemek mümkündür.

► Modern gıda perakende mağazaları süpermarket, hipermarket ve indirim mağazaları gibi satış hacminin daha yüksek olduğu mağazalardan oluşurken, geleneksel gıda perakende mağazaları bakkal, yiyecek ve içecek kioskleri gibi satış hacminin görece daha düşük olduğu mağazalardan oluşmaktadır.

► Türkiye gıda perakende sektörü 2016 yılında yaklaşık %10 büyüyerek 273 milyar TL seviyelerine gelmiştir, sektörün 2017 – 2021 yılları arasında %5.6 yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) ile büyüyerek 2021 yılında 356 milyar TL seviyelerine gelmesi öngörülmektedir.

► 2011 yılında yaklaşık 20 milyon metrekare olan satış alanı, yıllık ortalama %4.6 büyüyerek 2016 yılında 25 milyon metrekarenin üzerine çıkmıştır. Toplam satış alanının 2017 – 2021 yılları arasında %3.8 YBBO ile büyüyerek 30 milyon metrekare seviyesine gelmesi beklenmektedir.

► Sağ üstteki grafikte de görüldüğü üzere 2011 yılında sektörün gelirlerinin %30'u modern gıda perakende mağazalarından elde edilirken bu oran 2016 yılı itibarıyla %48'e ulaşmıştır. Bu mağazaların 2021 yılı itibarıyla sektör gelirlerinin %57'sini oluşturmaları beklenmektedir.

► Euromonitor 2016 yılı sektör raporuna göre, modern gıda perakende mağazalarının gıda perakende sektöründeki gelirlerinin artmasının en büyük nedenleri sektörde fiyat rekabetinin artması ve yeni açılan indirim mağazalandır.

► Aynı rapora göre 2016 yılı itibarıyla toplam satış alanının % 71'ini süpermarket, hipermarketler ve indirim mağazaları oluşturmaktadır.

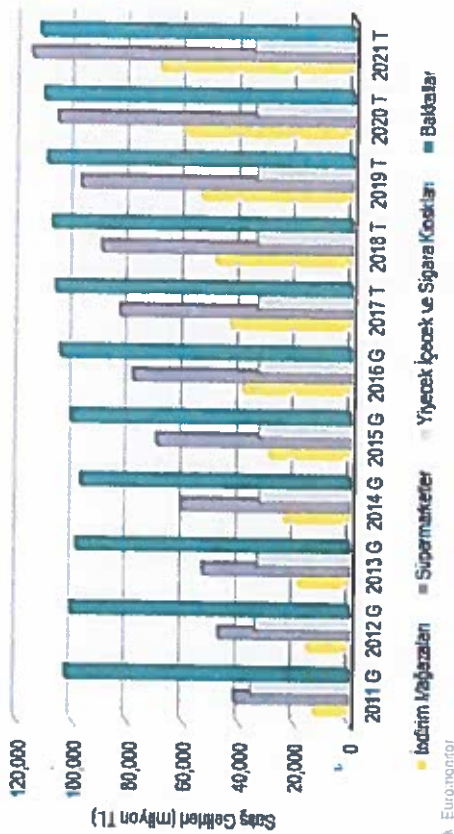
2 Sektör ve Şirket Bilgisi

Sektör Bilgisi

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi**
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve
- 5 Ekler

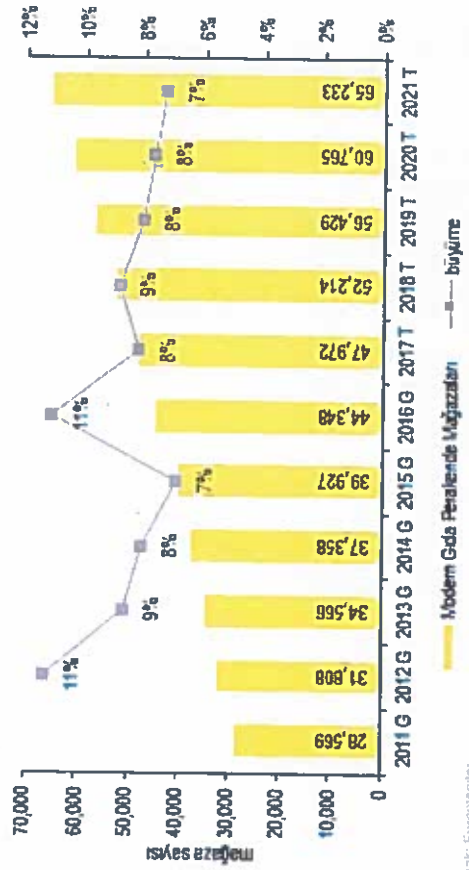
Türkiye'de Gıda Perakende Sektörü

Gıda Perakende Sektörü Satış Geliri Kırılımı



Kaynak: Eurononitor

Modern Gıda Perakende Mağaza Sayısı



Kaynak: Eurononitor

► Bakkallar, indirim mağazaları, süpermarketler ve yiyecek, içecek ve sigara kioskları 2016 yılı itibarıyla gıda perakende sektörü hacminin %93'ünü oluşturmaktadır.

► Sağ üstteki grafikte görüldüğü üzere 2011 yılından itibaren gıda perakende sektörünün büyümesinde modern gıda perakende sektörü altındaki indirim mağazaları ve süpermarketler etkili olmuştur. Bakkallar ve kioskaların gelirlerinde ise sabit düzeyde seyrettiği gözlenmemektedir.

► 2011 yılında yaklaşık 42 milyar TL olan süpermarket gelirleri 2016 yılında 80 milyar TL'ye yaklaşmıştır. Bu segmentin gelirlerinin 2017 – 2021 yılları arasında %8,6 YBBO ile büyüyerek 2021 yılında 116 milyar TL seviyelerine gelmesi öngörülmektedir.

► Sektörde fiyat rekabetinin artması ile birlikte indirim mağazalarının da payı artmaktadır. İndirim mağazaları satış gelirlerinin 2017-2021 yılları arasında %12,2 YBBO ile büyümesi öngörülmektedir.

► Gıda perakende sektöründe 2016 yılı itibarıyla yaklaşık 367 bin satış mağazası bulunmaktadır, bu mağazaların 44 binden fazlası (%12,1) modern gıda perakende mağazaları altında gruplandırılmaktadır.

► Modern gıda perakende mağaza sayısının 2017 – 2021 yılları arasında ortalama %8 büyüyerek 2021 yılında 65 bin mağazayı geçmesi beklenmektedir.

2 Sektör ve Şirket Bilgisi

Şirket Bilgisi

1. Yönetici Özeti
- 2. Sektör ve Şirket Bilgisi**
3. Değerleme Yöntemleri
4. Değerleme Sonuçları ve ..
5. Ekler

Migros

Ortaklık Yapısı

Unvan	Pay Tutarı (bin TL)	Pay Oranı (%)
MH Perakendecilik ve Ticaret A.Ş.	89,015	%50.00
Moonlight Capital S.A.	14,371	%8.07
Kenan Investments S.A.	26,937	%15.13
Diğer	47,707	%25.80
Toplam	178,030	%100.00

Kaynak: Şirket Yönetimi

İştirakler

Unvan	Pay (%)
Ramstore Bulgaria E A.D	%100
Ramstore Kazakhstan LLC	%100
Ramstore Macedonia DOO	%99
Sanal Merkez Ticaret A.Ş.	%100
Kıpa Ticaret A.Ş.	%96

Kaynak: Şirket Yönetimi

- Migros'un ana faaliyet konusu, yiyecek ve içecekler ile dayanıklı tüketim mallarının, sahibi bulunduğu Migros, 5M, Migros Jet, Macrocenter ve Kıpa mağazaları, alışveriş merkezleri, yurtdışındaki Ramstore'lar ve internet üzerinden satışını kapsamaktadır.
- Migros'un 31 Aralık 2017 itibarıyla ortaklık yapısı solda sunulmaktadır.
- 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla, özel sermaye fonu BC Partners'in ("Moonlight Capital S.A. Ve Kenan Investment S.A.") Migros'un sermayesindeki doğrudan ve dolaylı toplam payları %23.2 olup AG Anadolu Grubu Holding A.Ş. ("Anadolu Grubu")'nin dolaylı payı %50'dir. Şirket Anadolu Grubu ve BC Partners tarafından müşterek olarak yönetilmektedir.
- Migros'un 31 Aralık 2017 itibarıyla iştirakleri solda belirtildiği üzere dir.
- Migros'un Kazakistan'daki iştiraki Ramstore Kazakhstan LLC'nin bir alışveriş merkezi, iki hipermarket, on üç süpermarket ve bir Macrocenter ile Ramstore Macedonia DOO ise faaliyetlerini bir alışveriş merkezi ve yirmi üç süpermarket ile sürdürmektedir. Ramstore Bulgaria EAD ise 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla faal değildir.
- Sanal Merkez Ticaret A.Ş. internet ve telefon kanalları üzerinden adrese teslim satış hizmeti sunmaktadır.
- Grup 31 Aralık 2017 itibarıyla 1,4 milyon metrekare perakende satış mağazası alanı ve 10 bin metrekare toplan mağaza satış alanında, 1,880 perakende mağaza ve 17 toplan satış mağazası ile faaliyet göstermektedir. Grubun 2017 yılı itibarıyla toplam ortalama çalışan sayısı 26,779'dur.

2 Sektör ve Şirket Bilgisi

Şirket Bilgisi

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve
- 5 Ekler

Mali Tablolar – Migros (Bilanço)

Birim: milyon TL	2015G*	2016G	2017G	2017G*
Nakit ve Nakit Benzerleri	839	1,156	1,517	1,617
Finansal Yatırımlar	4	1	11	11
Ticari Alacaklar	50	58	152	97
Diğer Alacaklar	6	8	10	43
Türev Araçlar	-	1	-	-
Stoklar	1,053	1,212	1,525	1,908
Diğer Dönen Varlıklar	32	35	39	101
Toplam Dönen Varlıklar	1,984	2,471	3,254	3,776
2 Finansal Yatırımlar	1	1	208	1
Diğer Alacaklar	2	2	2	4
Türev Araçlar	0	0	0	0
3 Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	146	145	303	343
4 Maddi Dönen Varlıklar	1,221	1,268	1,883	3,740
5 Maddi Olmayan Dönen Varlıklar	2,336	2,360	2,369	2,414
Pesin Ödenmiş Giderler	18	29	12	25
Toplam Dönen Varlıklar	3,725	3,805	4,778	6,526
Toplam Varlıklar	5,709	6,277	8,033	10,303
1 Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	213	239	469	469
1 Mali Borçlar	-	102	193	569
Ticari Borçlar	2,228	2,664	3,423	3,954
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	47	76	115	136
6 Diğer Borçlar	41	85	120	135
Ertelenmiş Gelirler	24	32	43	48
Donem Karı Vergi Yükümlülüğü	10	20	26	26
Kısa Vadeli Karşılıklar	159	121	131	174
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3	2	4	5
Toplam Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	2,726	3,321	4,524	5,516
1 Mali Borçlar	2,380	2,623	2,874	2,874
Diğer Borçlar	3	4	6	9
Ertelenmiş Gelirler	1	5	3	3
Uzun Vadeli Karşılıklar	64	79	104	118
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	60	53	148	256
Toplam Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	2,509	2,763	3,135	3,259
Özkaynaklar	475	193	373	1,527
Toplam Özkaynaklar ve Yabancı Kaynaklar	5,709	6,277	8,033	10,303

Kaynak: Şirket Yönetim

*Bağımsız denetimden geçmiş konsolide bilanço

Migros Ticaret A.Ş. Migros Ticaret A.Ş.

Migros'un SPK'nın finansal raporlama standartları uyarınca hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2015, 31 Aralık 2016 tarihli konsolide ve 31 Aralık 2017 tarihli özel amaçlı hazırlanmış Kipa hariç konsolide bilançoları solda sunulmaktadır. Aşağıdaki açıklamalar Migros'un Kipa hariç bilançosuna ilişkin yapılmaktadır.

1 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla Migros'un Kipa hariç finansal borcu 3,536 milyon TL'dir. İlgili borç temelde BC Partners'in Migros'u 2008 yılında satın almasına ilişkin olan satın alma kredisini içermektedir.

2 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla 208 milyon TL tutarındaki finansal yatırımlar kaleminin 207 milyon TL'si Kipa 1 milyon TL'si Sanal Merkez bağlı ortaklıklarına ilişkindir.

3 Yatırım amaçlı gayrimenkuller Migros'un Ankamall AVM ve yurtdışında sahip olduğu AVM'leri içermektedir.

4 1,883 milyon TL'lik maddi duran varlıklar kaleminin 833 milyon TL'lik kısmı Migros'un sahip olduğu gayrimenkullere (arazi, depo ve mağazalar) ilişkindir. İlgili gayrimenkuller 2017 yılı itibarıyla mali tablolarda rayiç değerlerinden taşınmaktadır.

5 Maddi olmayan duran varlıkların 2,252 milyon TL'lik kısmı BC Partners'in Migros'u satın almasından kaynaklanan şerefiyeye ilişkindir.

6 Şirket'in Tesco Plc'ye kısa vadeli diğer borçlar kalemi altında bulunan yaklaşık 28 milyon TL'lik finansal nitelikli borcu bulunmaktadır.

2 Sektör ve Şirket Bilgisi

Şirket Bilgisi

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve ...
- 5 Ekler

Mali Tablolar – Migros (Gelir Tablosu)

Birim: milyon TL	2015G	2016G	2017G
Perakende ve Diğer Faaliyetlere İlişkin Net Satışlar	9,313	10,973	13,322
Perakende ve Diğer Faaliyetlere İlişkin Satışların Maliyeli	(6,037)	(8,075)	(9,790)
Perakende ve Diğer Faaliyetlere İlişkin Brüt Kar	2,476	2,898	3,532
Brüt Kar Marjı	%26.6	%26.4	%26.5
Perakende ve Diğer Faaliyetlere İlişkin Faaliyet Giderleri	(1,923)	(2,275)	(2,744)
Satışlara Oranı	%20.7	%20.7	%20.6
Kredi Kartı Komisyon Giderleri	(9)	(10)	(14)
Odenen Kıdem Tazminatı Giderleri	(20)	(19)	(20)
Vadeli Alım Gelirleri	39	41	64
Vadeli Alım Giderleri	(160)	(178)	(268)
FAVÖK	402	456	549
FAVÖK Marjı	%4.3	%4.2	%4.1
Amortisman Giden	(186)	(200)	(223)
Değerleme Çalışmasında Esas Alınan Faiz ve Vergi Öncesi Kar (FVÖK)	216	256	327
FVÖK Marjı	%2.3	%2.3	%2.5
Gayrimenkul Faaliyetlerine İlişkin Gelirler	77	86	96
Gayrimenkul Faaliyetlerine İlişkin Giderler	(27)	(32)	(34)
Kıdem Tazminatı Karşılığı	(12)	(14)	(25)
Diğer Faaliyetlerden Gelirler (Vadeli Alım Gelirleri Hariç)	42	68	70
Diğer Faaliyetlerden Giderler (Vadeli Alım Giderleri Hariç)	(41)	(44)	(41)
Esas Faaliyet Karı	255	321	392
Yatırım Harcamalarına İlişkin Gelirler/(Giderler)	(210)	(43)	103
Finansal Gelirler / (Giderler) (Kredi Kartı Komisyon Giderleri Hariç)	(391)	(514)	(712)
Vergi Öncesi Karı(Zararı)	(346)	(236)	(217)
Vergi Giden	(24)	(64)	(103)
Net Karı(Zararı)	(370)	(300)	(320)
Kaynak: Şirket Yönetimi			

Migros'un SPK'nın finansal raporlama standartları uyarınca hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2015, 31 Aralık 2016 tarihli konsolide ve 31 Aralık 2017 tarihli özel amaçlı hazırlanmış Kipa hariç konsolide gelir tabloları solda sunulmaktadır.

Yeniden Sınıflamalar

Tarafımızca yapılan analize istinaden ilgili kalemlerin operasyonel nitelikli olduğu göz önünde bulundurularak yeniden sınıflamaya tabi tutulmuş ve değerlendirme çalışmasında dikkate alınmıştır:

- Vadeli alım gelirleri diğer faaliyetler gelirlerinden operasyonel gelirlere,
- Vadeli alım giderleri ve ödenen kıdem tazminatı giderleri diğer faaliyet giderlerinden operasyonel giderlere,
- Kredi kartı komisyon giderleri finansal nitelikli giderlerden operasyonel giderlere sınıflandırılmıştır.

1

Migros'un perakende ve diğer faaliyetlere ilişkin brüt kar marjı %26.5 FAVÖK marjı ise %4.2 seviyesinde gerçekleşmektedir.

2

Migros'un değerlendirme çalışması çerçevesinde sadece perakende ve diğer faaliyetlerin nakit akımları dikkate alınmıştır. Gayrimenkul faaliyetlerine ilişkin nakit akımları dikkate alınmamış olup ilgili gayrimenkullerin mali tablolarındaki rayiç kayıtlı değerleri dikkate alınmıştır ve Şirket değerine düzeltme olarak ayrıca eklenmiştir. Bu uygulamanın temel nedeni Türkiye gayrimenkul piyasasının dinamikleri nedeniyle gayrimenkullerden elde edilen kira gelirleri ile gayrimenkullerin rayiç değerleri arasında önemli farklar ortaya çıkmasıdır.

3

Finansal giderler Migros'un ABD Doları ve Avro cinsi kredilerinden ötürü oluşan kur farkı zararı nedeniyle yıllar itibarıyla artış göstermiştir.

2 Sektör ve Şirket Bilgisi

Şirket Bilgisi

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi**
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve ...
- 5 Ekler

KİPA

Ortaklık Yapısı

Unvan	Sermaye (TL)	Pay (%)
Migros Ticaret A.Ş.	1.282.657.000	%96,25
Diğer	50.025.000	%3,75
Toplam	1.332.682.000	%100

Kaynak: Şirket Yönetimi

- KİPA Ticaret A.Ş. ("KİPA" veya "Şirket") 1992 yılında gıda perakende sektöründe hizmet vermek üzere İzmir'de kurulmuştur.
- 28 Mart 2017 tarihinde Şirket'in %95,5 hissesine sahip olan Tesco PLC, 1 Mart 2017 tarihi itibarıyla hisselerini Migros Ticaret A.Ş.'ye satmıştır. Yapılan zorunlu çağrı sonrasında Migros'un hissedarlığı %96,25'e yükselmiştir.
- 17.10.2017 tarihinde Tesco KİPA Kille Pazarlama Ticaret Lojistik ve Gıda Sanayi A.Ş.'nin yeni ticari unvanı KİPA Ticaret A.Ş. olmuştur.
- 31 Aralık 2017 itibarıyla ortaklık yapısı solda belirtildiği üzeredir.
- Şirket 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla faaliyetlerini, 47 hipermarket, 30 alışveriş merkezi, 68 ekspres market, 45 süpermarket ve 2 akaryakıt istasyonu ile sürdürmektedir. KİPA'nın hizmet verdiği iller aşağıda ve soldaki haritada belirtildiği üzeredir.
- 31 Aralık 2017 itibarıyla Şirket'in toplam 299 bin metrekare satış alanına sahiptir.
- 31 Aralık 2017 itibarıyla Şirket'in ortalama çalışan sayısı 4.338'dir.

Şirket'in Faaliyet Gösterdiği Şehirler

- Ankara • Antalya • Aydın • Balıkesir • Bursa
- Çanakkale • Denizli • Edirne • İstanbul • İzmir
- Kırklareli • Kocaeli • Kütahya • Manisa • Mersin
- Muğla • Nevşehir • Sakarya • Tekirdağ • Yalova



2 Sektör ve Şirket Bilgisi

Şirket Bilgisi

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve
- 5 Ekler

Mali Tablolar – Kipa (Bilanço)

Birim: milyon TL	29.02.2016	28.02.2017	31.12.2017
1 Nakit ve Nakit Benzerleri	13	49	100
2 Ticari Alacaklar	15	11	12
3 Diğer Alacaklar	17	4	32
4 Stoklar	174	196	383
5 Diğer Dönen Varlıklar	33	29	17
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	37	28	44
Toplam Dönen Varlıklar	290	317	590
6 Diğer Alacaklar	29	-	1
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	942	-	40
7 Maddi Duran Varlıklar	31	1,772	1,857
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	19	20	24
Peşin Ödenmiş Giderler	-	15	13
Toplam Duran Varlıklar	1,022	1,807	1,935
Toplam Varlıklar	1,312	2,124	2,524
8 Mali Borçlar	241	330	376
9 Ticari Borçlar	319	329	598
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	12	15	21
10 Diğer Borçlar	4	4	4
Ertelenmiş Gelerler	6	6	4
Kısa Vadeli Karşılıklar	24	56	35
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9	8	12
Toplam Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	615	748	1,051
11 Ticari Borçlar	1	-	-
Diğer Borçlar	-	2	2
Uzun Vadeli Karşılıklar	45	19	14
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	-	68	106
Toplam Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	46	89	122
Özkaynaklar	650	1,287	1,350
Toplam Özkaynaklar ve Yabancı Kaynaklar	1,312	2,124	2,524
Kaynak Şirket Yönetim			

Kipa'nın SPK'nın finansal raporlama standartları uyarınca hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş 29 Şubat 2016, 28 Şubat 2017 ve 31 Aralık 2017 tarihli bilançoları solda sunulmaktadır.

Kipa'nın Migros tarafından satın alınması sonrasında mali yılı değiştirilmiş olup 2017 yılına ilişkin değerler 1 Mart 2017 – 31 Aralık 2017 tarihleri arasındaki 10 aylık döneme ilişkindir.

1 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla Kipa'nın finansal borcu 276 milyon TL'dir.

2 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla, diğer alacaklar bakiyesi altında bulunan tutarın tamamı Aralık 2017'de Mersin mağazası satışından doğan finansal nitelikli alacaklardan oluşmaktadır.

3 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla stokların artmasının sebebi, Migros tarafından satın alınma sonrasında Kipa'nın stok devir günlerinin yeni formata geçişten dolayı yükselmiş olmasıdır.

4 Kipa, 2016 yılı itibarıyla gayrimenkullerini rayç değerlerinden taşımaya başlamıştır, 2016 yılında ilgili bakiyedeki artışın nedeni uygulanan muhasebesel yöntem değişikliğinden kaynaklanmaktadır.

5 Migros'un Kipa'yı satın alması sonrasında Kipa ticari borçlarının ortalama vadesini Migros uygulamaları ile uyumlu olarak 60 günden 90 güne çıkarmıştır. Artış sonrasında ticari borçlar 330 milyon TL'den 600 milyon TL seviyesine yükselmiştir.

2 Sektör ve Şirket Bilgisi

Şirket Bilgisi

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve
- 5 Ekler

Mali Tablolar – Kipa (Gelir Tablosu)

Birim: milyon TL	29.02.2016	28.02.2017	31.12.2017*
Perakende ve Diğer Faaliyetlere İlişkin Net Satışlar	2,206	2,311	1,885
Perakende ve Diğer Faaliyetlere İlişkin Satışların Maliyeti	(1,736)	(1,798)	(1,425)
Perakende ve Diğer Faaliyetlere İlişkin Brüt Kar	470	513	439
Brüt Kar Marjı	%21.3	%22.2	%23.6
Perakende ve Diğer Faaliyetlere İlişkin Faaliyet Giderleri	(627)	(559)	(466)
Satışlara Oran	%28.4	%24.6	%25.0
Kredi Kartı Komisyon Giderleri	(23)	(26)	(21)
Ödenen Kıdem Tazminatı Giderleri	(41)	(9)	(19)
Vadeli Alım Giderleri	-	-	(35)
FAVÖK	(222)	(91)	(101)
FAVÖK Marjı	(%10.0)	(%3.9)	(%5.4)
Amortisman Gideri	(69)	(68)	(47)
Değerleme Çalışmasında Esas Alınan Faiz ve Vergi Öncesi Kar (FVÖK)	(290)	(159)	(148)
FVÖK Marjı	(%13.2)	(%6.9)	(%7.9)
Gayrimenkul Faaliyetlerine İlişkin Gelirler	69	67	62
Gayrimenkul Faaliyetlerine İlişkin Giderler	(10)	(12)	(10)
Kıdem Tazminatı Karşılığı	(5)	(4)	4
Diğer Faaliyetlerden Gelirler (Vadeli Alım Gelirleri Hariç)	20	3	36
Diğer Faaliyetlerden Giderler (Vadeli Alım Giderleri Hariç)	(11)	(39)	(58)
Esas Faaliyet Karı	(228)	(144)	(113)
Yatırım Harcamalarında Gelirleri/(Giderleri)	72	(50)	61
Finansal Gelirler Giderleri (Kredi Kartı Komisyon Giderleri Hariç)	(36)	(53)	(46)
Vergi Öncesi Karı/(Zararı)	(192)	(246)	(98)
Vergi Gideri	(5)	10	(2)
Net Karı/(Zararı)	(197)	(236)	(100)

Kaynak: Şirket Yönetimi

* Mali - Aralık 2017 dönem 10 aylık gerçekleşmeler gözlemlenmiştir.

Kipa'nın SPK'nın finansal raporlama standartları uyarınca hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş 29 Şubat 2016, 28 Şubat 2017 ve 31 Aralık 2017 tarihli gelir tabloları solda sunulmaktadır.

Kipa'nın Migros tarafından satın alınması sonrasında mali yılı değiştirilmiş olup 2017 yılına ilişkin değerler 1 Mart 2017 – 31 Aralık 2017 tarihleri arasındaki 10 aylık döneme ilişkindir.

Yeniden Sınıflamalar

Tarafımızca yapılan analize istinaden ilgili kalemlerin operasyonel nitelikli olduğu göz önünde bulundurularak yeniden sınıflamaya tabi tutulmuş ve değerlendirme çalışmasında dikkate alınmıştır.

- Vadeli alım giderleri ve ödenen kıdem tazminatı giderleri diğer faaliyetlerden giderleri kaleminden operasyonel giderlere,
- Kredi kartı komisyon giderleri finansal nitelikli giderlerden operasyonel giderlere sınıflandırılmıştır.

1 Kipa'nın brüt kar marjı 2015 – 2017 yılları arasında 230 baz puanı artarak %21.3 seviyesinden %23.6 seviyesine yükselmiştir.

2 2016 yılında %6.2 iyileşerek (%3.8) olan FAVÖK marjı 2017 ilk 10 ayında 35 milyon TL'lik vadeli alım giderinin oluşması sonrasında %1.6 düşerek (%5.4) seviyesine gerilemiştir.

3 Kipa'nın değerlendirme çalışması çerçevesinde sadece perakende ve diğer faaliyetlerin nakit akımları dikkate alınmıştır. Gayrimenkul faaliyetlerine ilişkin nakit akımları dikkate alınmamış olup ilgili gayrimenkullerin mali tablolarındaki rayiç kayıtlı değerleri dikkate alınmıştır ve Şirket değerine düzeltme olarak ayrıca eklenmiştir. Bu uygulamanın temel nedeni Türkiye gayrimenkul piyasasının dinamikleri nedeniyle gayrimenkullerden elde edilen kira gelirleri ile gayrimenkullerin rayiç değerleri arasında önemli farklar ortaya çıkmasıdır.

4 29 Şubat 2016 tarihli gelir tablosunda net zarar durdurulan faaliyetler hariç, 28 Şubat 2017 tarihli gelir tablosunda net zarar durdurulan faaliyetler dahil net zararlarıdır.

3

Değerleme Yöntemleri



3 Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 **Değerleme Yöntemleri**
- 4 Değerleme Sonuçları ve
- 5 Ekler

İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Yöntemi

İNA yöntemi bir işletmenin özsermayesinin değerini, işletmenin tahmini toplam değerinden faaliyetlerini finanse etmek amacıyla kullanılan borçların piyasaya değerini çıkarmak yoluyla tahmin eder.

$$\text{Toplam hisse değeri} = \text{İşletmenin değeri} - \text{Borçların piyasa değeri}$$

İşletmenin toplam değeri aşağıdaki temel unsurlardan oluşur:

Tahmin yapılan döneme ait şirket faaliyetlerinden sağlanan nakit akımlarının bugünkü değeri ile faaliyetler için zorunlu olmayan diğer aktiflerin ve menkul kıymetlerin değeri toplamı.

Tahmin yapılan dönem sonrasında faaliyetler ile ilişkilendirilebilen için bugünkü değerini ifade eden tahmini bir "devam eden değer".

Faaliyetlerden sağlanan nakit akımı, faaliyetler ile ilgili nakit girişleri ile ödenecek nakit vergiler için tahsis edilmiş nakit çıkışları arasındaki farka eşittir. Nakit çıkışları, şirket stratejilerini desteklemek için gerekli olan işletme sermayesini ve sabit kıymet yatırımlarını da içermelidir. Vergi sonrası net nakit akımı, borçları ve hissedarlara kar paylarını ödemek (veya gelecekte işletmenin faaliyetlerine tekrar yatırım yapmak) için mevcut olan nakit değerleri ifade eder.

Devam eden değer aşağıdaki gibi hesaplanır:

Gelecekteki nakit akımları sabit hızla büyüyen bir daimi gelir (sonsuz) kadar her sene aynı hızda artarak devam eden nakit akımları olarak değerlendirilebilir. Böyle bir daimi gelirin değeri (yani, işletmenin projeksiyonu yapılan dönem sonundaki değeri), sonsuz) kadar süreceği beklenen yıllık nakit akımının ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine bölünmesi suretiyle hesaplanır:

$$\text{Devam eden değer} = \frac{\text{Sonsuz devam etmesi beklenen nakit akımları}}{\text{Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti} - \text{Projeksiyon dönemi sonrası büyüme oranı}}$$

Bu şekilde hesaplanan devam eden değer, normal yöntemle bugünkü değere indirgenir.

3 Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri**
- 4 Değerleme Sonuçları ve
- 5 Ekler

İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Yöntemi

İskonto Oranı

İskonto oranı, belirli bir iş ya da projeye yapılan yatırımdan beklenen getiriyi ifade etmektedir. Bu oran, riskten arındırılmış bir yatırımdan beklenen normal getiriye ek olarak yatırımcıların beklediği risk primi de hesaba katılarak, bir iş ya da projenin gelecekteki nakit akımlarına uygulanır. İNA hesaplamalarında kullanılan iskonto oranı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ("AOSM") dayandırılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, hissedarların elde etmeyi bekledikleri özsermaye getiri oranı ile tipik borçlanma maliyeti olan şirkete borç verenlerin elde ettikleri getirinin bileşik getirisidir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$\text{AOSM(ABD Doları)} = \frac{E}{E + D} * k_e + \frac{D}{E + D} * k_d$$

Özsermaye hesaplamasında kullanılan Beta katsayısı bulunurken halka açık emsal şirketler grubuna ait ortalama finansal borçlardan arındırılmış (kaldıraçsız) Beta katsayısı esas alınmıştır. Özsermaye maliyeti aşağıdaki değişkenlerin kullanıldığı Sermaye Varlık Fiyatlandırma Modeli'ne dayandırılmıştır:

$$k_e = r_f + (\beta * P_m)$$

Risksiz Getiri Oranı (R_f)

Risksiz getiri oranı olarak uzun vadeli Türkiye Cumhuriyeti Devlet Tahvil'i'nin, 31 Aralık 2017 tarihi son gün olmak üzere son 3 aylık Vadeye Kadar Getiri ("VKG") oranının ortalaması olan %11.7 oranı dikkate alınmıştır. (Kaynak: Capital IQ)

Piyasa Risk Primi (P_m)

Piyasa risk primi (risk fiyatı), piyasa portföyünün (yatırım endeksi) beklenen getiri oranı ile risksiz getiri oranı arasındaki farkı gösteren değerdir ve %6.0 olarak alınmıştır.

3 Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Şirket ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve ...
- 5 Ekler

İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Yöntemi

Beta

Kısaltmalar:	
D	borç
E	özsermaye
Ke	özsermaye maliyeti
Kd	vergî sonrası borçlanma maliyeti
Ke	özsermaye maliyeti
Rf	risksiz geliri oranı
B	beta
Pm	piyasa risk primi
C	ülke risk primi
CSRP	şirkete özgü risk primi

Beta çarpanı, herhangi bir şirketin ilave gelirlerinin (risksiz gelirlerin üzerindeki getiriler) bazı piyasa getirilerinin üzerindeki toplam ilave getirilere (R_f üzerindeki yatırım endeksi) olan duyarlılığını göstermektedir. Bu nedenle, sermaye piyasası teorisine göre riskin iki bileşeninden biri olan piyasa riskinin (sistemik risk) ölçütlerinden biridir. Birin üzerindeki beta çarpanları piyasa ortalamasından daha yüksek bir dalgalanmaya işaret eder. Çalışmamızda, iskonto oranı hesaplamasında emsal şirketlerden oluşturulan grubun betası kullanılmıştır ve 0.85 olarak dikkate alınmıştır. Iskonto oranı hesaplaması ve emsal şirketlerin detayları Rapor'un Ekler bölümünde sunulmuştur.

Borçlanma Maliyeti Hesaplaması

Borçlanma maliyetinin vergi açısından bir avantajı bulunmakla beraber, aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$k_d = R_d * (1 - \text{vergi oranı})$$

3 Değerleme Yöntemleri

Piyasa Yaklaşımı

1. Yönetim Özeli
2. Sektör ve Şirket Bilgisi
3. Değerleme Yöntemleri
4. Değerleme Sonuçları
5. Ekler

Piyasa Yaklaşımı – Karşılaştırmalı Piyasa Değeri Yöntemi

Karşılaştırmalı Piyasa Değeri Yöntemi'ne göre bir Şirket'in değeri, operasyonel ve finansal anlamda kendisi ile benzer firmaların performansı ve hisse değeri verilerinden yola çıkılarak belirlenir.

Karşılaştırmalı Piyasa Değeri yaklaşımında, en çok kullanılan iki yöntem, Benzer Şirket (halka açık şirketlerin verileri baz alınarak) ve Benzer İşlemler (yakın dönemde gerçekleşen birleşme/satın alma işlemleri baz alınarak) yöntemleridir. Bu yöntemler, ilgili Şirket'in değerini; benzer işlemlerde ortaya çıkan değerleme çarpanlarını ve sektördeki halka açık benzer şirketlerin değerleme çarpanlarını esas alarak belirlemektedir.

Piyasa Değeri Yöntemi:

Uluslararası Değerleme Standartları'na göre aktif birazardan elde edilen fiyat ve değer bilgisi değere yönelik bir kanıt olarak değerlendirilebilir, dolayısıyla Şirketler'in borsada işlem gören piyasa değeri değerlendirme çalışmalarında dikkate alınmaktadır.

Benzer İşlemler Yöntemi:

Benzer İşlemler Yöntemi'ne göre; değerlendirilmesi yapılan şirket ile aynı sektör ve benzer büyüklükteki firmaların yer aldığı, resmi olarak açıklanmış birleşme ve satın alma işlemlerinin ortalama ya da medyan çarpanları hesaplanmaktadır. Migros için perakende sektöründe tercih edilen bir değerlendirme çarpanı olan şirket değeri / gelir çarpanı dikkate alınmıştır.

Değerlemeye konu şirketlerin değerlendirme tarihine yakın geçmişte hisse satışına konu olması durumunda ilgili değer veya değerlendirme çarpanı dikkate alınabilmektedir. Bu çerçevede Kipa'nın %95,5 oranında hissesinin Migros tarafından satın alınma işlemiyle ortaya çıkan fiyat / defter değeri çarpanı çalışmamızda dikkate alınmıştır. Çalışmada ilgili işlemde ortaya çıkan şirket değeri / gelir çarpanının kullanılmamasının nedeni ilgili çarpanın negatif olarak hesaplanmasıdır.

4

Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplanması

4 Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi Değerleme Sonucu - Migros

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve ...
- 5 Ekler

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi Değerleme Sonucu - Migros

Hisse Değeri

TRY 5,374m

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla

İskonto Oranı

%16.4 – 16.5

İskonto oranı 2018 – 2020 dönemi için %22 vergi oranı diğer yıllar için %20 vergi oranı dikkate alınarak hesaplanmıştır

Devam Eden Değer Büyüme Oranı

%5.7

2022 yılı sonrası TL enflasyon beklentisi

Devam Eden Değer FAVÖK Marjı

%4.0

Projeksiyon döneminin son yıl marjı

Migros Yönetimi tarafından hazırlanan iş planlarına göre Migros'un hisse değeri aşağıda sunulmaktadır:

Birim: milyon TL	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	Devam Eden Değer
FVÖK	255	357	465	542	628	843
Eksi: FVÖK Üzerindeki Vergi Giden	(56)	(79)	(102)	(108)	(126)	(109)
Artı: Amortisman	238	276	314	354	398	241
Brüt Nakit Akımları	437	555	677	788	901	916
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	300	362	354	388	422	216
Eksi: Yalın Harcamaları	(317)	(367)	(396)	(423)	(453)	(241)
Serbest Nakit Akımları	420	550	635	753	870	891

Yıl	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
İskonto Oranı	16.4%	16.4%	16.4%	16.5%	16.5%
İskonto Faktörü	0.93	0.80	0.68	0.59	0.50
İndirgenmiş Nakit Akımları	389	438	434	441	437

Devam Eden Değer

8,218

Duyarlılık Analizi

İNA Yöntemi kapsamında AOSM ve devam eden değer esas alınarak yürütülen duyarlılık analizi sonuçları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Birim: milyon TL

	AOSM'deki Değişim			
	0.5%	0.0%	-0.5%	
Devam Eden Değer	5,2%	4,886	5,093	5,315
Büyüme Oranı	5,7%	5,147	5,374	5,618
	6,2%	5,433	5,682	5,952

Kaynak: EY Analizi

Uygulanan duyarlılık analizi sonucunda Migros'un toplam hisse değeri merkez değer 5,374 milyon TL olmak üzere 4 886 milyon TL ile 5 952 milyon TL arasında belirlenmiştir.

4 Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi Değerleme Sonucu - Kipa

- 1 Yönelik Özet
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve ...
- 5 Ekler

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi Değerleme Sonucu - Kipa

Hisse Değeri

TRY 1,670m

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla

İskonto Oranı

%16.5 – 17.1

İskonto oranı projeksiyon dönemi için vergi ödemesi olmaması nedeniyle vergisiz, devam eden değer için %20 vergi oranı dikkate alınarak hesaplanmıştır

Devam Eden Değer Büyüme Oranı

%5.7

2022 yılı sonrası TL enflasyon beklentisi

Devam Eden Değer FAVÖK Marjı

%1.2

Projeksiyon döneminin son yıl marjı

Kipa Yönetimi tarafından hazırlanan iş planlarına göre Kipa'nın hisse değeri aşağıda sunulmaktadır:

Birim: milyon TL	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	Devam Eden Değer
FAVÖK	(66)	(50)	(37)	(38)	(41)	1
Eksi FVÖK Üzerindeki Vergi Giden	-	-	-	-	-	(0)
Arlı Amortisman	59	63	68	72	77	37
Brüt Nakit Akımları	(7)	14	30	33	36	38
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	76	21	21	26	27	23
Eksi Yatırım Harcamaları	(82)	(40)	(31)	(33)	(36)	(37)
Serbest Nakit Akımları	(13)	(6)	20	26	27	25
Yıl	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	
İskonto Oranı	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%
İskonto Faktörü	0.92	0.79	0.67	0.58	0.49	
İndirgenmiş Nakit Akımları	(12)	(4)	14	15	13	

Devam Eden Değer 226

Duyarlılık Analizi

İNA Yöntemi kapsamında AOSM ve devam eden değer esas alınarak yürütülen duyarlılık analizi sonuçları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Birim: milyon TL	AOSM'deki Değişim
Devam Eden Değer	1.0%
Büyüme Oranı	5.2%
Kaynak: EY Analiz	0.0%
	1.643
	1.655
	1.670
	1.686
	1.706

Uygulanan duyarlılık analizi sonucunda Kipa'nın toplam hisse değeri merkez değer 1,670 milyon TL olmak üzere 1,643 milyon TL ile 1,706 milyon TL arasında belirlenmiştir.

4 Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve ...
- 5 Ekler

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Birleşme Oranı

%99.11

İNA Yöntemi'ne göre hesaplanan 31 Aralık 2017 tarihli itibarıyla birleşme oranı

Birim: TL	Hisse Değeri	Ödenmiş Sermaye
Migros (a)	5.373.815.682	178.030.000
Kıpa (b)	1.669.936.769	1.332.682.000
Migros'un Kıpa'daki Payı (c)	96,25%	
Kıpa'nın Migros'daki Değeri (d) = b x c	1.607.251.614	
Kıpa Değerinin Migros'da Düzeltilmesi Sonrası Değerleme Sonucu		
Migros (Devalan)	(e) = a + d	6.981.067.297
Kıpa (Devalan)	(f) = b - d	62.685.155
Kaynak: EY Analiz		50.025.473

Birim: TL	Hisse Değeri	Devir Sonrası Ulaşılabilecek Sermayede Oran	Ödenmiş Sermaye
Migros (Devalan)	6.981.067.297 (e)	99,11%	178.030.000 (j)
Kıpa (Devalan)	62.685.155 (f)	0,89%	50.025.473 (m)
Toplam	7.043.752.451 (g)	100%	228.055.473
Birleşme Oranı	99,11% (h)		
Birleşme Sonrası Sermaye	179.628.586 (l) = h/j		
Sermaye Artırımı	1.598.586 (k) = l - j		
Hisse Değişim Oranı	0,0320 (n) = k/m		
Birleşme Sonrası Ulaşılabilecek Sermaye			
Migros	178.030.000 (o) = l x h		
Kıpa	1.598.586 (p) = l x (1 - h)		
Kaynak: EY Analiz			

4 Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Benzer Şirketler Yöntemi ve Değerleme Sonucu – Migros & Kipa

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Saklar ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve ..
- 5 Ekler

Piyasa Değeri Yöntemi Değerleme Sonucu – Migros & Kipa

Migros Hisse Değeri

TRY 4,808m

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla (son bir hafta ortalama)

Kipa Hisse Değeri

TRY 3,564m

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla (son bir hafta ortalama)

Migros ve Kipa'nın 31 Aralık 2017 itibarıyla Borsa İstanbul'da oluşmuş olan son bir hafta ortalama piyasa değerleri aşağıda sunulmaktadır

Birim: TL	Migros Hisse Değeri	Migros Hisse Adedi	Migros - Piyasa Değeri
25 Ara 17	26.76	178.030.000	4.764.082.800
26 Ara 17	26.80	178.030.000	4.771.204.000
27 Ara 17	26.68	178.030.000	4.749.840.400
28 Ara 17	27.22	178.030.000	4.845.976.600
29 Ara 17	27.56	178.030.000	4.906.506.800
Ortalama	27.00		4.807.522.120
Kaynak: Capital IQ			

Birim: TL	Kipa Hisse Değeri	Kipa Hisse Adedi	Kipa - Piyasa Değeri
25 Ara 17	2.83	1.332.682.000	3.771.490.060
26 Ara 17	2.69	1.332.682.000	3.584.914.580
27 Ara 17	2.65	1.332.682.000	3.531.607.300
28 Ara 17	2.62	1.332.682.000	3.491.626.840
29 Ara 17	2.58	1.332.682.000	3.438.319.560
Ortalama	2.67		3.563.591.668
Kaynak: Capital IQ			

4 Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Piyasa Değeri Yöntemi Yöntemi Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve ...
- 5 Ekler

Piyasa Değeri Yöntemi Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Birleşme Oranı

%97.29

Piyasa Değeri Yöntemi'ne göre hesaplanan 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla birleşme oranı

Birim: TL	Hisse Değeri	Ödenmiş Sermaye
Migros (a)	4 807 522,120	178 030 000
Kıpa (b)	3 563 591,668	1 332 682 000
Migros'un Kıpa'daki Payı (c)	96,25%	

Kıpa Değerinin Migros'da Düzeltilmesi Sonrası Değerleme Sonucu

Migros (Devalan)	4 807 522,120	178 030 000
Kıpa (Devolan)	$(d) = b * (1 - c)$	133 768,116
Kaynak: EY Analizi		50 025 473

Birim: TL	Hisse Değeri	Devir Sonrası Ulaşılabilecek Sermayede Oran	Ödenmiş Sermaye
Migros (Devalan)	4 807 522,120 (a)	97,29%	178 030 000 (j)
Kıpa (Devolan)	133 768,116 (d)	2,71%	50 025 473 (m)
Toplam	4 941 290 236 (e)	100%	228 055 473

Birleşme Oranı

$$\text{Birleşme Oranı} = \frac{97,29\% (f)}{100\%} = a/e$$

$$\text{Birleşme Sonrası Sermaye} = 182 983 641 (g) = j/f$$

$$\text{Sermaye Artımı} = 4 953 641 (k) = g - j$$

$$\text{Hisse Değişim Oranı} = 0,0990 (n) = k/m$$

Birleşme Sonrası Ulaşılabilecek Sermaye

Migros	178 030 000	$(o) = f * x g$
Kıpa	4 953 641	$(p) = g * x (1 - f)$
Kaynak: EY Analizi		

4 Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Benzer İşlemler Yöntemi ve Değerleme Sonucu – Migros & Kipa

- 1 Yöntem Özet
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve ...
- 5 Ekler

Benzer İşlemler Yöntemi ve Değerleme Sonucu – Migros & Kipa

Migros Hisse Değeri

TRY 7,522m

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla

Kipa Hisse Değeri

TRY 214m

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla

Benzer İşlemler Yöntemi'nde Kipa için Migros'un 95.5% oranında Kipa hisselerini 1 Mart 2017'de satın almasında ortaya çıkan fiyat / defter değeri çarpanı Migros için ise Türkiye Gıda Perakendesi sektöründe son 8 yılda gerçekleşmiş olan şirket satış işlemlerinde ortaya çıkan değerleme çarpanları dikkate alınmıştır.

Birim: milyon TL	Migros
Perakende ve Diğer Faaliyetlere İlişkin Gelirler	13.322
Benzer İşlemler Şirket Değeri / Gelir Çarpanı	0.63x
Şirket Değeri	8,422
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,517
Finansal Borçlar	(3,536)
Gayrimenkullerin Rayiç Değeri*	1,137
Finansal Yatırımlar	11
Diğer Finansal Borçlar**	(28)
Hisse Değeri	7,522

Kaynak: EY Analiz

* Şirketin sahip olduğu gayrimenkullerin rayiç değerlerini (TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. ve NOVA Taahhüt Değerleme

Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul ekspertiz raporları

dikkate alınmıştır) içermektedir

** Tesco Plc'ye olan finansal borca ilişkin tutardır

Birim: milyon TL	Kipa
Açıklanan Kipa Hisse Alım Bedeli	195
Alınan Hisse Oranı	95.5%
%100 Hisse Değeri	204
28 Şubat 2017 Tarihi İtibarıyla Defter Değeri	1,287
İşlem Tarihi İtibarıyla Fiyat / Defter Değeri	0.16
31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla Defter Değeri	1,350
31 Aralık 2017 Tarihi İtibarıyla Hisse Değeri	214

Kaynak: EY Analiz

4 Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Benzer İşlemler Yöntemi ve Değerleme Sonucu – Migros & Kipa

1. Yönelici Özet:
2. Sektör ve Şirket Bilgisi
3. Değerleme Yöntemleri
4. Değerleme Sonuçları ve ...
5. Ekler

Benzer İşlemler Yöntemi – Migros Değerlemesinde Kullanılan Şirket Değeri / Gelir Çarpanı Hesaplaması

İşlem Tarihi	Satın Alınan Şirket	Satın Alınan Hisse Oranı	Satın Alan Şirket	Satış Çarpanı	İşlem Tarihi İtibarıyla Satın Alınan Şirketin Halk Açıklık Durumu
2015	Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	85%	Carrefoursa	0.75	Halka Açık
2014	Migros Türk Ticaret A.Ş.	40%	Anadolulu Endüstri Holding	0.77	Halka Açık
2013	Diasa Dia Sabancı Supermarketleri Ticaret A.Ş. (100.0%)	100%	Yıldız Holding	0.33	Halka Açık Değil
2012	Uyum Gıda İhtiyac Maddeleri AS (47.32%)	47%	Makro Market	0.63	Halka Açık
2011	Sok Marketler Ticaret A.Ş. (100.0%)	100%	Gözde Gıda (Yıldız Holding)	0.50	Halka Açık Değil
Medyan				0.63	
Kaynak: Meisgermarket					

Benzer İşlemler Yönteminde kullanılmak üzere son yıllarda Türkiye gıda perakendesi alanında gerçekleşen satın alma işlemlerinde ortaya çıkan değerlendirme çarpanları yukarıda sunulmaktadır.

4 Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Benzer İşlemler Yöntemi Yöntemi Yöntemi Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sekir ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve ..
- 5 Ekler

Benzer İşlemler Yöntemi Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Birleşme Oranı

%99.90

Benzer İşlemler Yöntemi'ne göre hesaplanan 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla birleşme oranı

Birim: TL	Hisse Değeri	Ödenmiş Sermaye
Migros (a)	7,522,197,941	178,030,000
Kipa (b)	214,065,845	1,332,682,000
Migros'un Kipa'daki Payı (c)	96.25%	
Kipa'nın Migros'daki Değeri (d) = b x c	206,030,361	
Kipa Değerinin Migros'da Düzeltilmesi Sonrası Değerleme Sonucu		
Migros (Devalan)	(e) = a + d	178,030,000
Kipa (Devalan)	(f) = b - d	50,025,473
Kaynak: EY Analizi		

Birim: TL	Hisse Değeri	Devir Sonrası Ulaşılabilecek Sermayede Oran	Ödenmiş Sermaye
Migros (Devalan)	7,728,228,301 (e)	99.90%	178,030,000 (i)
Kipa (Devalan)	8,035,484 (f)	0.10%	50,025,473 (m)
Toplam	7,736,263,785 (g) = e + f	100%	228,055,473
Birleşme Oranı			
	99.90% (h) = e/g		
Birleşme Sonrası Sermaye	178,215,108 (i) = h/j		
Sermaye Artımı	185,108 (k) = i - j		
Hisse Değişim Oranı	0.0037 (n) = k/m		
Birleşme Sonrası Ulaşılabilecek Sermaye			
Migros	178,030,000 (o) = i x h		
Kipa	185,108 (p) = i x (1 - o)		
Kaynak: EY Analizi			

4 Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

- 1 Yöntem Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları ve ...**
- 5 Ekler

Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Birleşme Oranı

%98.8523

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla

Hisse Değişim Oranı

0.041319291

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla

Ağırlıklandırılmış birleşme oranı

Ağırlıklandırılmış hisse değişim oranı

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla, çalışmamızda kullanılan üç değerlendirme yöntemine göre, Migros ve Kipa'nın birleşmesine ilişkin birleşme sonrası sermaye yapısı, birleşme ve hisse değişim oranı sağdaki gibi hesaplanmaktadır.

Sunulan sonuçların detaylı hesaplamaları Rapor'un ilerleyen kısımlarında sunulmaktadır.

Hisse değişim oranı hesaplamaları nominal hisse değerleri üzerinden belirlenmiştir. Dolayısıyla, yandaki tabloda belirtilen hesaplamalar sonucunda, Şirketler arasında gerçekleşecek birleşmeye ilişkin hisse değişim oranının Kipa'nın 1 adet hissesine karşılık Migros'un 0.041319291 hissesi olmasını önermekteyiz. Görüşümüze göre, bir önceki sayfada bahsedilen üç yöntem sonucunda hesaplanan bu değiştirme oranı adil ve makuldür.

Birim: TL	İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	Piyasa Değeri	Benzer İşlemler Yöntemi
Migros Hisse Değeri (Kipa Dahil)	6 981 067 297	4 807 522 120	7 728 243 301
Kipa Hisse Değeri	1 669 936 769	3 563 591 668	214 065 845
Birleşme Sonrası Sermaye	179 628 586	182 983 641	178 215 108
Sermaye Artırım Tutarı	1 598 586	4 953 641	185 108
Değişim Oranı	0 0320	0 0990	0 0037
Birleşme Oranı	99 11%	97 29%	99 90%
Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı			
Migros (a)	178 030 000	178 030 000	178 030 000
Kipa	1 598 586	4 953 641	185 108

Kaynak: EY Analiz

Değerleme Yöntemi	Verilen Ağırlık	Birleşme Oranı
İndirgenmiş Nakit Akımları	50%	99 11%
Piyasa Değeri	25%	97 29%
Benzer İşlemler	25%	99 90%
Ağırlıklandırılmış Birleşme Oranı (b)		98.8523%
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)	(c) = a / b	180 097 017
Sermaye Artırımı (TL)	(d) = c - a	2 067 017
Hisse Değişim Oranı		0 041319291
Birleşme Sonrası Ulaşılabilecek Sermaye		
Migros (TL)	(f) = c / b	178 030 000
Kipa (TL)	(g) = c - f	2 067 017

Kaynak: EY Analiz

$$(e) = \text{Kipa ödenmiş sermaye} \times \text{Migros'un Kipa'daki Payı} / d$$