

Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.
Yönetim Kurulu Başkanlığına

Bu çalışmanın amacı, Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.'nin almış olduğu 14.07.2011 tarihli Yönetim Kurulu Kararı'na istinaden Şirket'in temettü imtiyazına sahip olan **intifa, A ve B Grubu paylarının** değerleri karşılığı verilmesi gereken 78.995.253 adet C grubu pay senetleri miktarına uygulanan %7,08'lik iskontonun adil bir seviyede yer aldığını göstermektir.

Ülker Bisküvi A.Ş. mevcut kurumsal yönetim ilkelerine uyum ve sermaye yapısındaki girift yapının sadeleştirilmesi amacıyla hisse senetleri grupları arasındaki temettü imtiyazının kaldırılmasına karar vermiştir. Mevcut durumda dağıtılan temettünün %9,09'u intifa senedi sahiplerine, %13,64'ü A-B grubu sahiplerine %77,27'si C grubu sahiplerine verilmektedir. Bu durum hisse senedi gruplarının sermayedeki payları oranında temettüden faydalanamamasına neden olmaktadır.

Temettü politikasının yukarıda anlatıldığı şekilde olmasına rağmen bedelli sermaye artırımı kararı alınması durumunda artırılan sermayenin neredeyse tamamı C grubu hisse sahipleri tarafından karşılanırken, A-B grubu ihmal edilebilecek bir oranda bedelli sermaye artırımına katılmakta; intifa senetleri sahipleri ise bedelli sermaye artırımına hiçbir şekilde katılmamaktadır.

İmtiyazların kaldırılması sonucu temettü-bedelli mekanizması her hisse grubu için farklılık içermeyecek şekilde çalışacaktır.

Temettü performansını önceki yapıyla eşit kılacak sermaye yapısına kıyasla %7,08 iskontolu bir sermaye artışı öngörülmüş ve Sermayenin 73.400.000 TL arttırılarak, 268.600.000 TL'den, 342.000.000 TL'ye yükseltilmesine karar verilmiştir. Mevcut durumda temettü imtiyazı sahibi ortaklar, sermaye artışından doğan C Grubu hisselerden alacaklar buna karşılık temettü imtiyazları ortadan kalkacaktır.

Mevcut yapıdan yeni yapıya geçiş sonucunda imtiyazlı hisse senedi sahibi olan ortakların tümünün alacakları temettü toplamı %5,56 azalırken, imtiyazsız hisse senedi sahiplerinin tümünün önceki şartlara kıyasla alacağı toplam temettü miktarı %1,64 artacaktır.

Şirketlerin mevcut ortaklarının hisselerini borsada işlem görebilir hale dönüştürmelerinin miktarına göre hisse fiyatını etkilediği İMKB'de bazı örneklerde gözlemlenmiştir. BİMAS hissesinde 29 Nisan ve 4 Mayıs 2011'de toplam 7,5 milyon hissenin kaydılaştırılması sonucu hisse fiyatı yaklaşık %4 gerilemiştir. Bu tarihler arasında İMKB100 endeksinin değişmemesine rağmen BİMAS hissesi yaklaşık %4 değer kaybetmiştir. %4'lük değer kaybı likit olmayan hisselerin likit hale gelmesi için ortağın elindeki hisselerle uygulanan likidite iskontosu gibi düşünülebilir.

İmtiyazların kaldırılarak adi hisse senedi verilmesi, imtiyazlı hisse senedi sahipleri için hisselerini doğrudan nakde çevirme anlamı taşımamaktadır, çünkü ortaklar imtiyazlı hisse senedi yerine borsada işlem görebilen hisse senedi sahibi olmaktadır. Bu anlamda nakte dönüşüm iskontosunun uygulanmaması gerektiği kanaatindeyiz. Buna ek olarak imtiyaz karşılığı adi hisse grubundan senet alan ortaklar senetlerini İMKB'de nakde döndürürken değişken fiyatlı likidite iskontosuna maruz kalacaklardır. Şirket yönetim kurulu zaten adi hisse senedi sahipleri lehine hesaplanan adil değiştirme oranı üzerinden %7,08'lik bir iskonto belirlemiştir. BMD olarak görüşümüz; Ülker Bisküvi Yönetim Kurulu tarafından yapılan %7,08'lik iskonto oranının adil ve makul olduğu yönündedir.

Mevcut Sermaye Yapısı ve Hisse Grupları

Şirketin işlem öncesi sermaye yapısı aşağıdaki gibidir.

Hisse Senedi Tertibi	Hisse adedi (HA)	Sermaye Tutarı (TL)
İntifa payları	22.171	0
A Hamiline (Yönetim Kurulu ve Temettü imtiyazı var)	1.486	14,86
B Nama (Temettü imtiyazı var)	731	7,31
C Hamiline	26.859.995.566	268.599.956
D Hamiline (Yönetim Kurulu imtiyazı var)	2.217	22,17
TOPLAM	26.860.000.000	268.600.000

İntifa Paylarının sadece temettü ve tasfiye karından pay alma imtiyazı olup sermayede payı bulunmamaktadır.

Aşağıdaki tabloda hisse gruplarının sahip olduğu özellikler sunulmaktadır.

Haklar	İntifa Payları	A ve B Grubu Paylar	C Grubu	D Grubu Paylar
Temettü Hakları	Birinci kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra 1 inci temettünün %11,76'sını	Birinci kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra birinci temettüden hissesi oranında pay ve birinci temettünün %17,65'i	Birinci kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra birinci temettüden hissesi oranında pay	Birinci kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra birinci temettüden hissesi oranında pay
OY Hakları	YOK	Hisse Başına 1 Oy	Hisse Başına 1 Oy	Hisse Başına 1 Oy
Y.K. na üye seçimi	YOK	Y.K.'nın 4 üyesi A grubu hisse senetlerinin salt çoğunluğu ile tespit edecekleri adaylar arasından seçilir.	Y.K. nun diğer üyeleri genel hükümlere göre tespit edecekleri adaylar arasından seçilir.	Y.K. nun bir üyesi D grubu hisse sahiplerinin salt çoğunluğu ile tespit edecekleri adaylar arasından seçilir.

Şirketin son beş yıl Kar ve Temettü sonuçları

Şirketin 2006-2010 yılları arasındaki beş yıl içinde gerçekleşen kar dağıtım tutarları hisse grupları itibariyle aşağıda gösterilmektedir.

Yıllar	Net Dönem Karı	Net Dağıtılabilir Dönem Karı	İntifa Paylarına Dağıtılan	A ve B Grubu Paylara Dağıtılan	Adı Paylara Dağıtılan	Toplam Dağıtılan Kar	Dağıtılmayan Kar
2006	88.830.435	43.689.565	2.840.040	4.262.475	24.150.000	31.252.515	12.437.050
2007	116.054.667	65.884.453	2.862.530	4.296.229	24.341.241	31.500.000	34.384.453
2008	15.685.234	15.061.884	354.256	531.684	3.012.377	3.898.317	11.163.567
2009	102.917.554	96.084.373	1.272.236	1.909.435	10.818.329	14.000.000	82.084.373
2010	184.846.830	179.067.230	1.632.721	2.450.471	13.883.686	17.966.878	161.100.352

Gerçekleşebilir Temettü Oranları

Hisse gruplarının her yılın dağıtılabilir kar tutarından ne kadar pay aldıklarını belirleyerek yıllık değerlerin aritmetik ortalamaları **Gerçekleşen Temettü Oranları (GTO)** olarak adlandırılmış ve birinci hesaplamada bu oranlar baz alınmıştır.

2006	6,50%	9,76%	55,28%	71,53%
2007	4,34%	6,52%	36,95%	47,81%
2008	2,35%	3,53%	20,00%	25,88%
2009	1,32%	1,99%	11,26%	14,57%
2010	0,91%	1,37%	7,75%	10,03%

Efektif Temettü Oranları

İkinci yöntem olarak hisse grubunun Dağıtılan Toplam Kar'dan fiili (efektif) olarak ne kadar pay aldıkları yılları itibariyle hesaplanmıştır. Aşağıdaki tablodan da görüleceği gibi bu oranlar yıllar itibariyle sabit kalmıştır.

2006	9,09%	13,64%	77,27%	100,00%
2007	9,09%	13,64%	77,27%	100,00%
2008	9,09%	13,64%	77,27%	100,00%
2009	9,09%	13,64%	77,27%	100,00%
2010	9,09%	13,64%	77,27%	100,00%

Temettü İmtiyazlarının Geçekleşen Temettü Oranlarına göre Adi Hisseler cinsinden Değeri

İlk olarak Gerçekleşen Temettü Oranları Ortalaması esas alınarak her bir hisse grubundaki beher hissenin, C grubu beher hisseye kıyasla kaç kat daha fazla temettü aldıkları hesaplanmış ve gelecekte temettü elde ediş performanslarının değişmemesi için kaç adet C grubu hisseye sahip olmaları gerektiği hesaplanmıştır:

İntifa payları	22.171	3,09%	0,00013921925%	142.472	3.158.736.443
A	1.486	3,11%	0,00208956610%	2.138.380	3.177.632.973
B	731	1,53%	0,00208956610%	2.138.380	1.563.155.924
C	26.859.995.566	26,25%	0,00000000098%	1	26.859.995.566
D	2.217	0,00%	0,00000000098%	1	2.217
Toplam (intifa hariç)	26.860.000.000	33,97%	0,00000000126%	1,29	34.759.523.123

Temettü İmtiyazlarının Efektif Temettü Oranlarına göre Adi Hisseler cinsinden Değeri

İkinci olarak, hisse gruplarının fiili olarak Toplam Dağıtılan Kardan Aldıkları Paylar esas alınıp, her bir hisse grubunun hisse değişimi gerçekleşmeden önce elde ettikleri temettü performanslarının gelecekte de korunmasını sağlayacak sayıda adi hisse senedi ellerinde kaç adet bulundurulmalıdır sorusuna cevap aranarak hesaplamalar yapılmış ve aşağıdaki tablo oluşturulmuştur:

İntifa payları	22.171	9,09%	0,00040987816%	142.472	3.158.739.884
A	1.486	9,14%	0,00615192095%	2.138.378	3.177.630.220
B	731	4,50%	0,00615192095%	2.138.378	1.563.154.570
C	26.859.995.566	77,27%	0,00000000288%	1	26.859.995.566
D	2.217	0,00%	0,00000000288%	1	2.217
Toplam (intifa hariç)	26.860.000.000	100,00%	0,00000000372%	1,29	34.759.522.456

Aşağıdaki Tablo 'da her iki yöntemle göre sahip olunması gereken hisse sayıları sunulmuş ve iki yöntemdeki sonuçların orta noktaları hesaplanmıştır.

İntifa payları	3.158.736.443	3.158.739.884	3.158.738.164
A	3.177.632.973	3.177.630.220	3.177.631.596
B	1.563.155.924	1.563.154.570	1.563.155.247
C	26.859.995.566	26.859.995.566	26.859.995.566
D	2.217	2.217	2.217
Toplam	34.759.523.123	34.759.522.456	34.759.522.769

Dönüşüm Öncesi ve sonrası Sermaye ve Temettü Yapısının karşılaştırılması

Mevcut sermaye yapısı ile karşılaştırmalı olarak yeni yapı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

İşlem Öncesi				İşlem Sonrası				FARK:
İntifa payları								
A	22.171	0	0,00000%	3.158.738.164	31.587.382	9,08740%		9,09%
B	1.486	15	0,00001%	3.177.633.082	31.776.331	9,14180%		9,14%
C	731	7	0,00000%	1.563.155.978	15.631.560	4,49710%		4,50%
D	26.859.995.566	268.599.956	99,99998%	26.859.995.566	268.599.956	77,27380%		-22,73%
	2.217	22	0,00001%	2.217	22	0,00000%		0,00%
Toplam	26.860.000.000	268.600.000	100,00%	34.759.525.006	347.595.250	100,00%		0,00%

Şirket sermaye artışını yukarıdaki hesaplamalar sonucu bulunan tutar olan 78.995.272 TL'den %7,08 iskontolu olarak 73.400.000 TL olarak gerçekleştirerek, 342.000.000 TL'ye çıkartmaya karar vermiştir.

Bunun sonucunda oluşan sermaye yapısı aşağıdaki tabloda sunulan şekilde gerçekleşecektir.

Sermaye Yapısında Uygulanan Değişim

İntifa payları	0	29.350.020	29.350.020	0,00000%	8,58188%	8,58188%
A	15	29.525.607	29.525.622	0,00001%	8,63322%	8,63322%
B	7	14.524.373	14.524.380	0,00000%	4,24689%	4,24689%
C	268.599.956	0	268.599.956	99,99998%	78,53800%	-21,46198%
D	22	0	22	0,00001%	0,00001%	0,00000%
Toplam	268.600.000	73.400.000	342.000.000	100,00%	100,00%	0,00%

Temettü Dağıtım yapısında farklılaşma

İntifa payları	9,09%	8,58%	-5,56%
A	9,14%	8,63%	-5,56%
B	4,50%	4,25%	-5,56%
C	77,27%	78,54%	1,64%
D	0,00%	0,00%	1,64%
Toplam	100,00%	100,00%	0

Yandaki tablo yeni yapıda temettü imtiyazlarının kaldırılması sonrasında ortaklık gruplarının efektif temettü oranlarının ne şekilde değiştiğini göstermektedir. Buna göre yeni yapıda değişim oranına uygulanan %7,08'lik iskonto sonrasında C grubu payların hisse başı temettüleri önceki yapıya göre %1,64 oranında artarken imtiyazlı senetlerin alacakları toplam temettü miktarı %5,56 oranında azalmaktadır. Başka bir deyişle yeni yapı temettü dağıtımında C grubuna avantaj sağlarken imtiyazlı senetler grubuna bir miktar dezavantaj getirmektedir.

Alternatif Yaklaşım-1

C Temettü Payı	77,27%	1.488.043.754
A-B Temettü Payı	13,64%	262.639.723
İntifa Temettü Payı	9,09%	174.993.945
İmtiyazlı Senetlerin Değeri	437.633.668	
C Hisse Fiyatı	5,54	
Artırılması Gereken Nominal Sermaye	78.995.247	

Bu yaklaşımda Ülker'in İMKB'deki piyasa değerinin piyasada işlem gören C grubu senetlerin değerinden oluştuğu varsayılmaktadır. Efektif temettü oranlarının hisse gruplarının değerlerinin belirlenmesinde tek parametre olduğu düşünülmektedir. Buna göre %77,27'lik temettü oranına sahip olan C grubu hisse senetlerinin piyasa değeri 1.488.043.754 TL iken %13,64

efektif temettü payına sahip olan A-B grubunun piyasa değeri 262.639.723 TL olarak; %9,09 efektif temettü payına sahip intifa grubunun piyasa değeri ise 174.993.945 TL olarak hesaplanmaktadır. İmtiyazlı senetlerin toplam piyasa değeri 437.633.668 TL olurken C hisse fiyatına göre 78.995.247 adet C hissesine tekabül ettiği görülmektedir.

Bu yaklaşımda şirketin gelecekte hiçbir şekilde bedelli sermaye artırımı yapmayacağı varsayılmaktadır. Zira şirketin bedelli sermaye artırımı yapması durumunda artırılması gereken nominal sermaye 78.995.247 adedin üzerine çıkmaktadır.

Alternatif Yaklaşım-2

Değerleme	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Uç Değer
A-B Temettüsü	8.995.159	9.894.675	10.884.143	11.972.557	13.169.813	14.486.794	15.935.473	17.529.021	19.281.923	178.796.011
Değişim		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
İndirgenmiş Değer	7.960.318	7.748.982	7.543.257	7.342.993	7.148.047	6.958.276	6.773.543	6.593.714	6.418.660	59.518.480
Toplam Değer	124.006.269									
İntifa Temettüsü	5.993.375	6.592.713	7.251.984	7.977.182	8.774.901	9.652.391	10.617.630	11.679.393	12.847.332	119.129.807
Değişim		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
İndirgenmiş Değer	5.303.872	5.163.061	5.025.989	4.892.555	4.762.665	4.636.222	4.513.137	4.393.319	4.276.682	39.656.506
Toplam Değer	82.624.007									
AOSM	13%									
Uç Değer Büyüme	2%									

Geçmişten Gelebilecek Temettü (TL)	2011/06 Haziran
Geçmiş Yıl Karları	548.250.265,37
Dönem Karı	686.000.000,00
Toplam Dağıtılabilir Kar	1.095.000.000,00
C Grubu Temettü Payı	77,27%
A-B Grubu Temettü Payı	13,64%
İntifa Grubu Temettü Payı	9,09%
C Grubu Potansiyel Temettü	846.147.902
A-B Grubu Potansiyel Temettü	149.345.105
İntifa Grubu Potansiyel Temettü	99.506.993
İmtiyazlı Hisselere Gelecekte Ödenecek Temettülerin Bugünkü Değeri (TL)	206.630.276
Mevcut Dağıtılabilir Kardan İmtiyazlılara Düşen Pay	248.852.098
Toplam İmtiyazlı Payların Değeri	455.482.374
C Grubu Payların Mevcut Piyasa Değeri	1.488.043.754
Toplam Ülker Piyasa Değeri	1.943.526.128
C Grubu Birim Borsa Fiyatı	5,54
Artırılması Gereken Sermaye	82.217.035

2011 yılında şirketin dönem net karının 185 milyon TL olacağı, dağıtılabilir karın dönem net karının %95'i olacağı ve temettü dağıtım oranının %34 olacağı, sonraki yıllarda da dönem net karının %10 artacağı varsayılarak A, B ve İntifa grubu hisse senetlerinin alacağı temettüler %2 uç değer büyüme oranı ve %13 AOSM ile bugüne indirgenerek gelecekte elde edilecek karlardan alacakları temettülerin bugünkü değeri hesaplanmıştır. Gelecekteki temettü dağıtımlarında bedelli sermaye artırımı olmayacağı varsayılmıştır. Bu metotta A-B grubunun gelecekteki temettülerin bugünkü toplam değeri 124 milyon TL, intifa grubunun toplam değeri ise 83 milyon TL hesaplanmaktadır. Bunun yanında mevcut özkaynaklardaki dağıtılabilir karın 149 milyon TL'si A-B Grubuna, 100 milyon TL'si intifa grubuna dağıtılabilir durumdadır. Bu karın dağıtılması şirketin gelecekteki karlılığına olumsuz bir etkiye bulunmayacaktır, çünkü

karın önemli bir kısmı iştirak satışından kaynaklanmaktadır. İndirgenmiş temettü değerleri ve mevcut dağıtılabilir kardan alabilecekleri değerleri toplayarak imtiyazlı hisse senetleri için toplam 455 milyon TL değer hesaplanmıştır. Mevcut C grubu hisse senedinin İMKB'deki fiyatının 5,54 TL olduğu durumda imtiyazlı hisse senetlerinin C grubu hisse senedi cinsinden değeri 82.217.035 adet olmaktadır.

Ülker Yönetim Kurulu'nun mevcut imtiyazları ortadan kaldırmak adına, A-B ve intifa grubu senetler için 73,4 milyon adet C grubu hisse senedi vermesi bu yaklaşımda hesaplanan 82.217.035 adet hisse senedine göre %10,7 iskonto anlamına gelmektedir. Bu metotta %10,7 gibi bir iskonto uygulanmış olmakla birlikte imtiyazlı hisse senedi sahiplerine nakit verilmeyecek olup piyasada işlem gören C grubu hisse senetleri verilecektir. Bu senetleri ortakların nakde döndürmek istediklerinde iskonto %10,7'nin üzerine çıkacaktır.

Alternatif Yaklaşım-3

Bedelli Tutar (TL)	50.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C Grubu	49.999.996	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A-B Temettü İmtiyazlı Senetler	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Temettü İmtiyazlı İntifa Senetleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Özkaynak Karlılığı	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Toplam Dağıtılacak Temettü (TL)	226.333.727	226.333.727	226.333.727	226.333.727	226.333.727	226.333.727	226.333.727	226.333.727	226.333.727	226.333.727	226.333.727
Temettü Alımı (TL)											
C Grubu	174.896.628	174.896.628	174.896.628	174.896.628	174.896.628	174.896.628	174.896.628	174.896.628	174.896.628	174.896.628	174.896.628
A-B Temettü İmtiyazlı Senetler	30.869.255	30.869.255	30.869.255	30.869.255	30.869.255	30.869.255	30.869.255	30.869.255	30.869.255	30.869.255	30.869.255
Temettü İmtiyazlı İntifa Senetleri	20.567.843	20.567.843	20.567.843	20.567.843	20.567.843	20.567.843	20.567.843	20.567.843	20.567.843	20.567.843	20.567.843
Temettü Bedelli (TL)											
C Grubu	124.896.632	174.896.628	174.896.628	174.896.628	174.896.628	174.896.628	174.896.628	174.896.628	174.896.628	174.896.628	1.345.358.679
A-B Temettü İmtiyazlı Senetler	30.869.251	30.869.255	30.869.255	30.869.255	30.869.255	30.869.255	30.869.255	30.869.255	30.869.255	30.869.255	237.455.807
Temettü İmtiyazlı İntifa Senetleri	20.567.843	20.567.843	20.567.843	20.567.843	20.567.843	20.567.843	20.567.843	20.567.843	20.567.843	20.567.843	158.214.181
İskonto	13%										
C Grubu	110.527.993	136.969.714	121.212.137	107.267.378	94.926.883	84.006.091	74.341.673	65.789.092	58.220.435	51.522.509	396.326.991
C Grubu Bugünkü Değeri	2.147.258.797										
Mevcut Dağıtılabilir Kar Payı	846.147.902										
A-B Temettü İmtiyazlı Senetler	27.317.921	24.175.155	21.393.942	18.932.692	16.754.595	14.827.075	13.121.305	11.611.775	10.275.907	9.093.723	69.951.714
A-B Grubu Bugünkü Değeri	386.800.908										
Mevcut Dağıtılabilir Kar Payı	149.345.105										
Temettü İmtiyazlı İntifa Senetleri	18.201.631	16.107.638	14.254.547	12.514.644	11.163.401	9.879.116	8.742.581	7.736.797	6.846.723	6.059.047	46.606.054
İntifa Grubu Bugünkü Değeri	257.721.174										
Mevcut Dağıtılabilir Kar Payı	99.506.993										

1 Adet C Değeri	0,0799
1 Adet A-B Değeri	174.470
1 Adet Kurucu Hisse Değeri	11.624
A-B/C Değişim Oranı	2.182.445
Kurucu/C Değişim Oranı	145.407
A-B Karşılığı Basılması Gereken C	48.384.813
İntifa Karşılığı Basılması Gereken C	32.238.267
Toplam	80.623.080

Bu senaryoda ilk yıl için 50 milyon TL sermaye artırımı yapılmış sonrasında hiç bir sermaye artışı öngörülmemiş ve yapılan sermaye artırımının ve mevcut özkaynaklar toplamının %15'i oranında getiri sağlanacağı ve bu getirinin tamamının temettü olarak dağıtılacağı varsayılmıştır. Sonuçta A-B karşılığı 48,3 milyon C; İntifa senetleri karşılığı 32,2 milyon C basılması gerektiğine ulaşılmıştır. Bu senaryoda her yıl bedelli sermaye artırımı yapılmadığı için yıllık üretilen kar her sene sabittir.

Alternatif Yaklaşım-4

Şirketlerin mevcut ortaklarının hisselerini borsada işlem görebilir hale dönüştürmelerinin miktarına göre hisse fiyatını etkilediği İMKB'de bazı örneklerde gözlemlenmiştir. BİMAS hissesinde 29 Nisan ve 4 Mayıs 2011'de toplam 7,5 milyon hissenin kayıtleştirilmesi sonucu hisse fiyatı yaklaşık %4 gerilemiştir. Bu tarihler arasında İMKB100 endeksinin değişmemesine rağmen BİMAS hissesi yaklaşık %4 değer kaybetmiştir. %4'lük değer kaybı likit olmayan hisselerin likit hale gelmesi için ortağın elindeki hisselerle uygulanan likidite iskontosu gibi düşünülebilir.

Her Yıl Bedelli Sermaye Artırımı Yapılması Durumu

Bedelli Tutar (TL)	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000
C Grubu	49.999.996	49.999.996	49.999.996	49.999.996	49.999.996	49.999.996	49.999.996	49.999.996	49.999.996	49.999.996
A+B Temettü İmtiyazlı Senetler	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Temettü İmtiyazlı İntifa Senetleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Özkaynak Karlılığı	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Toplam Dağıtılacak Temettü (TL)	7.500.000	15.000.000	22.500.000	30.000.000	37.500.000	45.000.000	52.500.000	60.000.000	67.500.000	75.000.000
Temettü Alımı (TL)										
C Grubu	5.795.534	11.591.067	17.386.601	23.182.134	28.977.668	34.773.201	40.568.735	46.364.269	52.159.802	57.955.336
A+B Temettü İmtiyazlı Senetler	1.022.912	2.045.823	3.068.735	4.091.647	5.114.558	6.137.470	7.160.382	8.183.293	9.206.205	10.229.117
Temettü İmtiyazlı İntifa Senetleri	681.555	1.363.109	2.044.664	2.726.219	3.407.774	4.089.328	4.770.883	5.452.438	6.133.993	6.815.547
Temettü-Bedelli (TL)										
C Grubu	44.204.464	38.408.929	32.613.395	26.817.861	21.022.326	15.226.794	9.431.261	3.635.127	2.159.806	7.955.340
A+B Temettü İmtiyazlı Senetler	1.022.908	2.045.819	3.068.731	4.091.643	5.114.554	6.137.466	7.160.378	8.183.289	9.206.201	10.229.113
Temettü İmtiyazlı İntifa Senetleri	681.555	1.363.109	2.044.664	2.726.219	3.407.774	4.089.328	4.770.883	5.452.438	6.133.993	6.815.547
İskonto	10%									
C Grubu	40.185.675	34.742.910	28.568.631	22.316.212	15.904.752	9.387.326	2.864.883	1.162.684	915.969	3.067.128
C Grubu Bugünkü Değer	139.949.783									
A+B Temettü İmtiyazlı Senetler	929.916	1.690.760	2.305.583	2.794.647	3.175.736	3.464.440	3.674.406	3.817.565	3.904.328	3.943.766
A-B Grubu Bugünkü Değeri	29.701.145									
Temettü İmtiyazlı İntifa Senetleri	619.595	1.126.537	1.536.187	1.862.044	2.115.959	2.308.319	2.448.217	2.543.603	2.601.412	2.627.689
İntifa Grubu Bugünkü Değer	19.789.562									

Şirketin imtiyazlı hisse senetlerinin etkisiyle kolayca alınabilecek bedelli-temettü kararlarından kaynaklanabilecek senaryolardan ilk olarak her yıl 50 milyon TL bedelli sermaye artırımı yapıldığı ve yapılan yatırım ile konulan sermayeden her yıl %15 kar elde edildiği varsayılmıştır. Mevcut imtiyazlara göre temettü dağıtıldığı ve sermaye paylarına göre bedelli yapıldığında %15'lik getiride hisse gruplarına göre 10 yıllık nakit akışı yukarıdaki tabloda olduğu gibi gerçekleşecektir.

Mevcut sermaye yapısına göre bedelli sermaye artırımının hemen hemen tamamı C grubu senetler tarafından karşılanmaktadır. C grubu 10 yılda bugünkü değeri ile 307,2 milyon TL'lik sermayeye nakit enjekte etmesine karşılık 168,3 milyon TL'lik temettü alabilecektir. A-B grubu çok düşük sermaye katkısına rağmen dağıtılan temettünün %13,6'sını alırken intifa senetleri bedelliye katılmamakta ve temettünün %9,09'unu almaktadır. 10 yıllık nakit akımları bugüne çekildiğinde C grubu 138,9 milyon TL bedelli sonrası temettüde zarar etmektedir. A-B grubu ve intifa senet sahipleri ise sürekli gerçekleşen bedelli-temettü mekanizmasından mevcut imtiyazları ile ciddi anlamda kar etmektedirler.

Bu mekanizma 20 yıl boyunca işletildiğinde C grubu payların bedelli sonrası temettülerinin bugünkü değeri -55,2 milyon TL olurken A-B grubu paylarda aynı rakam 65,3 milyon TL intifa senetlerinde ise 43,6 milyon TL olarak kaydedilmektedir. Başka bir deyişle

mevcut temettü imtiyaz mekanizması imtiyazlı senetlerin alacağı kararla bedelli-temettü şeklinde işletildiğinde C grubu aleyhine işlemektedir.

Hisse Grupları	Bedelli Tutarı (TL)*	Temettü Alımı (TL)	Temettü-Bedelli (TL)
C Grubu	307.228.330	168.278.587	-138.949.743
A+B Temettü İmtiyazlı Senetle	25	29.701.171	29.701.145
İntifa Senetleri	0	19.789.562	19.789.562
Toplam	307.228.355	217.769.319	-89.459.036

*Tüm veriler %10 ile bugüne çekilmiştir.

06.02.2012

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Reşat Karabıyık

Genel Müdür

Fatma Selçuk

Genel Müdür Yardımcısı