

Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.
Temettü İmtiyazı
Haklarının
Tasfiye Edilmesine İlişkin
Değerleme Raporu
Şubat 2012

Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.
Yönetim Kurulu Başkanlığına,

Bu çalışmanın amacı, Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. (Şirket ya da Ülker)'nin almış olduğu 14.07.2011 tarihli Yönetim Kurulu Kararı'na istinaden Şirket'in temettü imtiyazına sahip olan **İntifa, A ve B Grubu paylarının** değerleri karşılığı verilebilecek muhtemel C grubu pay senetlerini miktarını belirlemektir.

Çalışmanın sonunda Şirket'in ortaklarının sahip olduğu ve **temettü imtiyazına sahip İntifa, A ve B Grubu payların temettü imtiyaz haklarının tasfiye edilmesi ve bu sebeple İntifa, A ve B Grubu paylara ne oranda C Grubu pay senedi verilebileceği tespit edilecektir.**

Özet olarak,

- Şirket, temettü imtiyazlarının ortaklık grupları arasındaki farklılıklarının ilerde yaratabileceği mahsurları ortadan kaldırmak için, temettü imtiyazlarını kaldırmaya karar vermiştir.
- Bunun için önce, şirketin ortaklık gruplarının geçmiş yıllardaki temettü performanslarında ilke olarak farklılık yaratmayacak yeni bir sermaye yapısı öngörülmüştür.
- Şirket iç kaynakları kullanılarak yapılacak sermaye artışından doğacak hisseler, İmtiyazlı Hisse Sahiplerine **"Tahsisli Satış yapılması yoluyla"** söz konusu grupların (A, B ve İntifa Payı Sahipleri) Temettü İmtiyazlarından vazgeçmelerinin karşılığı olarak verilecektir.

- **Temettü Performansını önceki yapıyla eşit kılacak sermaye yapısına kıyasla %7,08 daha aşağıda (ıskontolu) bir sermaye artışı öngörülmüş ve Sermayenin 73.400.000 TL artırılarak, 268.600.000 TL'den, 342.000.000 TL'ye yükseltilmesine karar verilmiştir.** Eskiden temettü imtiyazı sahibi ortaklar bu sermaye artışından doğan C Grubu, imtiyazsız (adi), hisselerden alacaklar buna karşılık A, B Grubu Pay sahipleri ve İntifa Payı sahiplerinin önceden mevcut olan temettü imtiyazları ortadan kalkacaktır.

KAPITALKARDEN
BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK
ANONİM ŞİRKETİ

- Belirlenen bu iskonto oranı ile eski yapıdan yeni yapıya geçiş sonucunda;
 - Eskiden imtiyazlı hisse sahibi olan ortakların tümünün alacakları temettü toplamı, önceki efektif şartlara kıyasla **%5,56** (ana sözleşme şartları ile kıyaslandığında **%27,02**) azalırken, imtiyazsız hisse sahiplerinin tümünün önceki şartlara kıyasla alacağı temettü miktarı efektif şartlara kıyasla **%1,64** (Ana sözleşme şartlarına kıyasla **%11,26**) artacaktır (Bakınız: Tablo-11).
 - Ayrıca, şirkette eski yapı devam etmiş ve gelecekte bedelli sermaye artışı yoluna gidilmiş olsa idi, adi hisse sahiplerinin - dolayısıyla küçük yatırımcının- nakit akışı bundan çok olumsuz etkilenecektir (Örnek vakada - **%96,73** Bakınız: Tablo-14). Yeni yapıya geçiş sonrasında eskiden imtiyazlı hisse sahibi olan ortakların nakit akışı, önceki şartlara kıyasla olumsuz etkilenecek olup, imtiyazsız hisse sahiplerinin önceki şartlara kıyasla Nakit akışı olumlu yönde değişim gösterecektir. (Bakınız: Tablo-15)
- Hissedarların, Ülker Bisküvi Sahibi olmalarından kaynaklanan gelecekteki nakit akımları, Temettü Performansı ve Olabilecek Bedelli Sermaye Artışları birlikte nazarı dikkate alınarak Sermaye Yapısında gerçekleşen söz konusu değişikliğin etkilerini karşılaştırılmak amacıyla modelleştirilerek karşılaştırılmıştır (Bakınız Ek-1,2,3).

Sonuç olarak bu hususlar doğrultusunda, şirket yönetim kurulunun belirlemiş olduğu %7,08'lik iskonto oranı ile ilgili olarak yapmış olduğumuz çalışmalar sonucunda bu oranın adil ve makul olduğu görüşüne varmış bulunmaktayız.

İstanbul 10.02.2012

Kapital Karden Bağımsız Denetim ve YMM. A.Ş.

Sorumlu Ortak Başdenetçi

N. Lokman Ketenci

KAPITAL KARDEN
BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MAL MÜŞAVİRLİK
ANONİM ŞİRKETİ

İçindekiler:

1. <u>Şirketin Değişiklik öncesi Sermaye Yapısı ve Hisse Gruplarının sahip olduğu Haklar</u>	<u>5</u>
2. <u>Şirketin son beş yıl Kar ve Temettü sonuçları</u>	<u>7</u>
3. <u>Temettü İmtiyazlarının Geçekleşen Temettü Oranlarına göre Adi Hisseler cinsinden Değeri</u>	<u>9</u>
4. <u>Temettü İmtiyazlarının Efektif Temettü Oranlarına göre Adi Hisseler cinsinden Değeri</u>	<u>10</u>
5. <u>Dönüşüm öncesi ve sonrası Sermaye ve Temettü Yapısının karşılaştırılması</u>	<u>12</u>
6. <u>Değişen Yapının Ortakların Gelecekteki Nakit Akışlarına etkilerinin karşılaştırılması</u>	<u>14</u>
7. <u>SONUÇ</u>	<u>18</u>
<u>Ek-1, 2, 3</u>	<u>19-22</u>

KAPİTAL KARDEN
BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK
ANONİM ŞİRKETİ

1. Şirketin Değişiklik öncesi Sermaye Yapısı ve Hisse Gruplarının sahip olduğu Haklar

Şirketin işlem öncesi sermaye yapısı aşağıdaki gibidir.

Tablo -1: Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. Sermaye Yapısı

Hisse Senedi Tertibi	Hisse adedi (HA)	Nominal Sermayedeki payı TL
İntifa payları*	22.171	0
A Hamiline (Yönetim Kurulu ve Temettü imtiyazı var)	1.486	15
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
TOPLAM	26.860.000.000	268.600.000

Beher hisse 0,01 TL (yada 1 YKrş) nominal değerde olup * **İntifa Paylarının** sadece temettü ve tasfiye karından pay alma imtiyazı olup sermayede payı bulunmamaktadır.

Ana sözleşmeden hisse gruplarına ilişkin not:

"Şirketin çıkarılmış sermayesi beheri 1.- Yeni Kuruş itibari değerinde 26.860.000.000 (Yirmi altı milyar sekiz yüz altmış milyon) paya bölünmüştür. Şirketin çıkarılmış sermayesi; 26.859.995.566 adet C grubu hamiline, 1.486 adet A grubu hamiline, 2.217 adet D grubu hamiline, 731 adet B grubu nama yazılı hisse senedinden oluşmuştur ve toplam sermaye tutarı 268.600.000 (İki yüz altmış sekiz milyon altı yüz bin) Yeni Türk Lirası olup tamamı ödenmiştir. Şirket sermayesini temsil eden hisse senetlerinin dışında ayrıca 22.171 adet nama yazılı intifa senedi ihdas edilmiştir. İntifa senetlerinin ayrıca oy hakkı bulunmaz. İntifa senetleri 34 ncü maddede yazılı olduğu şekilde kardan ve Şirket 'in tasfiyesi halinde tasfiye karından aynı esaslar dairesinde pay alırlar. Diğer durumlarda ilgili kanun hükümleri geçerlidir."

Aşağıdaki tabloda hisse gruplarının sahip olduğu özellikler sunulmaktadır.

KAPİTAL KARDEN
BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK
ANONİM ŞİRKETİ

Tablo-2: İntifa, A ve B Grubu Paylar ile Adi Payların (C grubu) Karşılaştırılması

	İntifa Payları	A ve B Grubu Paylar	Adi Paylar (C Grubu)	D Grubu Paylar
Temettü Hakları	Birinci kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra 1 inci temettünün %11,76'sını (34/d)	Birinci kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra 1inci temettüden hissesi oranında pay ve 1 inci temettünün %17,65'i (31/d)	Birinci kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra 1inci temettüden hissesi oranında pay (34/b)	Birinci kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra 1inci temettüden hissesi oranında pay (34/b)
	11,76%	17,65%	70,59%	
OY Hakları	YOK	Hisse Başına 1 Oy	Hisse Başına 1 Oy	Hisse Başına 1 Oy
Y.K. na üye seçimi	YOK	Y.K.'nun 4 üyesi A grubu hisse senetlerinin salt çoğunluğu ile tespit edecekleri adaylar arasından seçilir. (12/2)	Y.K. nun diğer üyeleri genel hükümlere göre tespit edecekleri adaylar arasından seçilir. (12/2)	Y.K. nun bir üyesi D grubu hisse sahiplerinin salt çoğunluğu ile tespit edecekleri adaylar arasından seçilir. (12/2)

- İntifa Paylarının Oy Hakkı ve Yönetim Kuruluna üye seçme hakkı yoktur. Birinci Kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra **birinci temettünün %11,76'sı İntifa payı sahiplerine dağıtılır.**
- A ve B Grubu Payların hisse başına 1 oy hakkı olup Y.K.'nun 4 üyesi A grubu hisse senetleri çoğunluğu ile tespit edecekleri adaylar arasından seçilir. Birinci kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra **birinci temettüden hissesi oranında pay ve birinci temettünün %17,65'i A ve B Grubu hisse sahipleri arasında hisseleri oranında dağıtılır.**
- C Grubu Pay sahiplerinin (Adi Paylar) hisse başına 1 oy hakları olup, Y.K. nun diğer üyelerini genel hükümlere göre tespit edecekleri adaylar arasından seçerler. Birinci kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra **birinci temettüden hissesi oranında pay alır.**
- D grubu Pay sahiplerinin hisse başına 1 oy hakları olup, Y.K. nun bir üyesi D grubu hisse sahiplerinin salt çoğunluğu ile tespit edecekleri adaylar arasından seçilir. Birinci kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra **birinci temettüden hissesi oranında pay alır.**

2. Şirketin son beş yıl Kar ve Temettü sonuçları

Şirketin 2006 -2010 yılları arasındaki beş yıl içinde gerçekleşen kar dağıtım tutarlarını hisse grupları itibariyle incelemiş olup Tablo-3'de sunulmuştur.

Tablo-3: 2006 - 2010 arası Şirket'in gerçekleştirdiği kar dağıtımları¹

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

2.1 Gerçekleşebilir Temettü Oranları

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

Tablo-4:

Yöntem 1) Gerçekleşen Temettü Oranları (GTO):
Her bir Hisse Grubunun Net Dağıtılabilir Kar'dan (fiili olarak) aldıkları Pay

	İntifa Paylarına Dağıtılan Kar /Top. Dağıtılabilir Kar	A ve B Grubu Paylara Dağıtılan K. /Top. Dağıtılabilir Kar	Adi Paylara Dağıtılan K. /Top. Dağıtılabilir Kar	Toplam Dağıtılan Kar /Top. Dağıtılabilir Kar
2010	0,912%	1,368%	7,753%	10,034%
2009	1,324%	1,987%	11,259%	14,571%
2008	2,352%	3,530%	20,000%	25,882%
2007	4,345%	6,521%	36,945%	47,811%
2006	6,500%	9,756%	55,276%	71,533%
A.Ortalama	3,087%	4,633%	26,247%	33,966%

¹ Şirkete ilişkin, Kar Dağıtım verileri, Temettü Oranları ve benzeri diğer başlangıç verileri Can Bağımsız Denetim ve SMM A.Ş. ve Mahkeme tarafından tayin edilen Bilirkişi grubu tarafından hazırlanan raporlardan temin edilmiş olup, doğrulukları sorgulanmamıştır. Ancak ham verilerden hareket ile yapılan sonraki hesaplamalar tarafımıza aittir.

2.2 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. (Ancak ana sözleşme hükümlerindeki oranlardan farklı oranların tatbik edildiği Adi hisse sahipleri lehine çalıştırıldığı gözlenmiştir)

Tablo-5:

2) Efektif Temettü Oranları:
Her bir Hisse Grubunun Dağıtılan Toplam Kar'dan (fiili olarak) aldıkları Pay

	İntifa Paylarına Dağıtılan Kar /Top. Dağıtılan Kar	A ve B Grubu Paylara Dağıtılan /Top. Dağıtılan Kar	Adi Paylara Dağıtılan /Top. Dağıtılan Kar	Toplam Dağıtılan Kar /Top. Dağıtılan Kar
2010	9,0874%	13,6388%	77,2738%	100,0000%
2009	9,0874%	13,6388%	77,2738%	100,0000%
2008	9,0874%	13,6388%	77,2738%	100,0000%
2007	9,0874%	13,6388%	77,2738%	100,0000%
2006	9,0874%	13,6388%	77,2738%	100,0000%
Efektif Oranlar	9,0874%	13,6388%	77,2738%	100,0000%
Ana Sözleşmedeki oranlar:	11,7600%	17,6500%	70,5900%	100,0000%

3. Temettü İmtiyazlarının Geçekleşen Temettü Oranlarına göre Adi Hisseler cinsinden Değeri

İlk Olarak Geçekleşen Temettü Oranları Ortalaması esas alınarak her bir hisse grubundaki beher hissenin, C grubu beher (adi) hisseye kıyasla kaç kat daha fazla temettü aldıkları hesaplanmış ve gelecekte temettü elde ediş performanslarının değışmemesi için kaç adet C grubu hisseye sahip olmaları gerektiğİ hesaplanmıştır:

Tablo-6: Geçekleşen Temettü Oranları Ortalaması Yöntemi

Hisse Senedi Tertibi	Hisse adedi (HA)	Geçekleşen Temettü Oranı (GTO) (%)	Beher hisse Başına GTO oranı	Her bir gruptaki beher hisse, Adi hisseye kıyasla kaç kat daha fazla temettü alıyor:	Her bir gruptaki beher hisse, aynı oranda (GTO) temettü alabilmeye devam edebilmek için kaç adet adi hisseye sahip olmalıdır:
İntifa payları (Temettü imtiyazı var)	22.171	3,09%	0,00013921925%	142.471,54	3.158.736.443
A Hamiline (Yönetim Kurulu ve Temettü imtiyazı var)	1.486	3,11%	0,00208956610%	2.138.380,20	3.177.632.973
B Nama (Temettü imtiyazı var)	731	1,53%	0,00208956610%	2.138.380,20	1.563.155.924
C Hamiline Halka Açık	26.859.995.566	26,246846%	0,00000000098%	1,00	26.859.995.566
D Hamiline (Yönetim Kurulu imtiyazı var)	2.217	0,000002%	0,00000000098%	1,00	2.217
Toplam (intifa payları hariç)	26.860.000.000	33,966046%	0,00000000126%	1,29	34.759.523.123

Örneğın, İntifa Pay sahipleri, **3.158.736.443** adet adi hisseye sahip olur ise gelecekte temettü dağıtımı gerçekteştiğinde önceki yıllarda **Geçekleşen Temettü Oranı** ile uyumlu temettü gelir elde edebilir. Benzer şekilde diğeri pay sahibi gruplar için işlemler sonrası sahip olunacak hesaplanan adi hisse sayıları yukarıdaki tablonun en sağında yer almaktadır.

4. Temettü İmtiyazlarının Efektif Temettü Oranlarına göre Adi Hisseler cinsinden Değeri

İkinci olarak, hisse gruplarının fiili olarak Toplam Dağıtılan Kardan Aldıkları Paylar (diğer bir değış ile Efektif Temettü Oranları – ETO) esas alınıp, her bir hisse grubunun hisse değışimi 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:

Tablo-7: EFEKTİF Temettü Oranları Yöntemi

Hisse Senedi Tertibi	Hisse adedi (HA)	Efektif Temettü Oranları (ETO) (%)	Beher hisse Başına ETO oranı	Her bir gruptaki beher hisse, Adi hisseye kıyasla kaç kat daha fazla temettü alıyor:	Her bir gruptaki beher hisse, aynı oranda (ETO) temettü alabilmeye devam edebilmek için kaç adet adi hisseye sahip olmalıdır:
İntifa payları (Temettü imtiyazı var)	22.171	9,087409%	0,00040987816%	142.471,69	3.158.739.884
A Hamiline (Yönetim Kurulu ve Temettü imtiyazı var)	1.486	9,14%	0,00615192095%	2.138.378,34	3.177.630.220
B Nama (Temettü imtiyazı var)	731	4,50%	0,00615192095%	2.138.378,34	1.563.154.570
C Hamiline Halka Açık	26.859.995.566	77,273776%	0,00000000288%	1,00	26.859.995.566
D Hamiline (Yönetim Kurulu imtiyazı var)	2.217	0,000006%	0,00000000288%	1,00	2.217
Toplam (intifa payları hariç)	26.860.000.000	100,000000%	0,00000000372%	1,29	34.759.522.456

Bu yöntem uygulandığında, sonuçlar bir öncekine kıyasla çok farklılık göstermemekte olup, örneğin, İntifa Pay sahipleri, 3.158.739.884 adet adi hisseye sahip olur ise gelecekte temettü dağıtımı gerçekleştiğinde önceki yıllardaki **Efektif Temettü Oranı** ile uyumlu temettü geliri elde edebilir. Benzer şekilde diğer pay sahibi gruplar için işlem sonrası sahip olunacak hesaplanan adi hisse sayıları yukarıdaki tablonun en sağında yer almaktadır.

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

Tablo-8: İki Yöntemin orta noktası

Hisse Senedi Tertibi	1) Her bir gruptaki beher hisse, aynı oranda (GTO) temettü alabilmeye devam edebilmek için kaç adet adi hisseye sahip olmalıdır:	2) Her bir gruptaki beher hisse, aynı oranda (ETO) temettü alabilmeye devam edebilmek için kaç adet adi hisseye sahip olmalıdır:	Orta Nokta (1+2)/2
İntifa payları (Temettü imtiyazı var)	3.158.736.443	3.158.739.884	3.158.738.164
A Hamiline (Yönetim Kurulu ve Temettü imtiyazı var)	3.177.632.973	3.177.630.220	3.177.631.596
B Nama (Temettü imtiyazı var)	1.563.155.924	1.563.154.570	1.563.155.247
C Hamiline Halka Açık	26.859.995.566	26.859.995.566	26.859.995.566
D Hamiline (Yönetim Kurulu imtiyazı var)	2.217	2.217	2.217
Toplam	34.759.523.123	34.759.522.456	34.759.522.789
İntifa Payları, A ve B grubu hisselerin C grubu hisseler cinsinden değeri	7.899.525.340	7.899.524.673	7.899.525.006

5. Dönüşüm öncesi ve sonrası Sermaye ve Temettü Yapısının karşılaştırılması

Hisse grupları arasında Temettü hakkı imtiyazlarını (farklılıklarını) beher hisse bazında giderebilmek için eski imtiyazlı hisse sahiplerine (A, B İntifa Payları) yeni C grubu hisse verilirken onların sahip olduğu temettü imtiyazları ortadan kaldırılacaktır. Önceki sermaye yapısı ile karşılaştırmalı olarak yeni yapı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo-9: Karşılaştırma				İşlem Öncesi				İşlem Sonrası			
				Eski Hisse Adedi	Eski Nominal Sermayedeki Payı TL	Eski Yapıdaki Pay		Sahip olunacak Yeni Hisse Adedi	Yeni Nominal Sermayedeki Payı TL	Yeni Yapıdaki Pay	FARK:
Hisse Senedi Tertibi											
İntifa payları (Temettü imtiyazı var)				22.171	0	0,00000%		3.158.738.164	31.587.382	9,0874%	9,08740%
A Hamiline (Yönetim Kurulu ve Temettü imtiyazı var)				1.486	15	0,00001%		3.177.633.082	31.776.331	9,1418%	9,14176%
B Nama (Temettü imtiyazı var)				731	7	0,00000%		1.563.155.978	15.631.560	4,4971%	4,49706%
C Hamiline Halka Açık				26.859.995.566	268.599.956	99,99998%		26.859.995.566	268.599.956	77,2738%	-22,72621%
D Hamiline (Yönetim Kurulu imtiyazı var)				2.217	22	0,00001%		2.217	22	0,0000%	0,00000%
Toplam				26.860.000.000	268.600.000	100,00000%		34.759.525.006	347.595.250	100,0000%	0,00000%
İntifa Payları, A ve B grubu hisseler				24.388	22	0,00001%		7.899.527.223	78.995.272	22,7262%	22,72621%
Sermaye Artış Miktarı ve Oranı								7.899.525.006	78.995.250	29,410%	

Ancak, 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 (bakınız: 20.01.2012 tarihli ve 2017/3 sayılı SPK bülteni sayfa 17).

Bunun sonucunda oluşan sermaye yapısı aşağıda Tablo-10'da sunulan şekli alacaktır.

Tablo-10: Sermaye Yapısında Uygulanan Değişim

Hisse Senedi Tertibi	Eski TL	Artış TL	Yeni TL	Önceki Yapıda Sermayede Payı	Yeni Yapıda Sermayede Payı	Δ Değişim
İntifa payları (Temettü imtiyazı var)	0	29.350.020	29.350.020	0,00000%	8,58188%	8,58188%
A Hamiline (Yönetim Kurulu ve Temettü imtiyazı var)	15	29.525.607	29.525.622	0,00001%	8,63322%	8,63322%
B Nama (Temettü imtiyazı var)	7	14.524.373	14.524.380	0,00000%	4,24689%	4,24689%
C Hamiline Halka Açık	268.599.956	0	268.599.956	99,99998%	78,53800%	-21,46198%
D Hamiline (Yönetim Kurulu imtiyazı var)	22	0	22	0,00001%	0,00001%	0,00000%
		0				
Toplam	268.600.000	73.400.000	342.000.000	100,00000%	100,00000%	0,00000%

Yukarıdaki çalışmanın en önemli temel varsayımlardan biri, Şirketlerin Hisse Değerinin o şirketin gelecek yıllarda yaratacağı Nakit Akımlarının (Temettü gelirlerinin) bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamına eşit olduğudur. Çağdaş Şirket Değerleme ilkeleri de şirket değerlerinin, uzun vadede, onların gelecekteki Nakit Akışlarının (dolayısıyla temettü performanslarının) bugünkü değerlerinin toplamına eşitlendiğini kabul eder. Aşağıda, Tablo-11’de Temettü imtiyazlarının kaldırılması sonrasında ortaklık gruplarının Temettü Oranlarının ne şekilde değiştiği izlenmektedir.

Tablo-11: Temettü Dağıtım yapısında farklılaşma

Hisse Senedi Tertibi	Eski Yapı		Yeni Yapı	Değişim %	
	Ana Sözleşmede Temettü Oranı	Efektif Temettü Oranı*	Temettü Oranı	Ana Sözleşmeye Kıyasla	Efektif Temettü Oranına kıyasla
İntifa payları (Temettü imtiyazı var)	11,76000%	9,08741%	8,58188%	-27,02%	-5,56%
A Hamiline (Yönetim Kurulu ve Temettü imtiyazı var)	11,83036%	9,14175%	8,63322%	-27,02%	-5,56%
B Nama (Temettü imtiyazı var)	5,81964%	4,49705%	4,24689%	-27,02%	-5,56%
C Hamiline Halka Açık	70,58999%	77,27378%	78,53800%	11,26%	1,64%
D Hamiline (Yönetim Kurulu imtiyazı var)	0,00001%	0,00001%	0,00001%	11,26%	1,64%
Toplam	100,00000%	100,00000%	100,00000%		

6. Değişen Yapının Ortakların Gelecekteki Nakit Akışlarına etkilerinin karşılaştırılması

Ortakların gelecek beş yıl içinde nakit akışlarının farklı senaryolar altında nasıl etkileneceğini izleyebilmek için aşağıdaki hesaplamalar yapılmıştır.

6.1 Senaryo A:

Eski Temettü imtiyazları ve Eski Sermaye Yapısının devam edeceği varsayımı altında ve geçmiş 5 yıllık Efektif Temettü Oranlarının da aynı şekilde uygulanacağı ve 2010 yılı dağıtılan temettü tutarının (17,9 milyon TL) gelecek beş yıl içinde aynı şekilde dağıtılacağı varsayımıyla;

Tablo-12:	0	1	2	3	4		
Senaryo A: Ortakların Nakit Akışları (MTL)	2012	2013	2014	2015	2016	Toplam	Efektif T.O.
İntifa payları (Temettü imtiyazı var)	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	8,16	9,09%
A Hamiline (Yönetim Kurulu ve Temettü imtiyazı var)	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	8,21	9,14%
B Nama (Temettü imtiyazı var)	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	4,04	4,50%
C Hamiline Halka Açık	13,88	13,88	13,88	13,88	13,88	69,42	77,27%
D Hamiline (Yönetim Kurulu imtiyazı var)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%
Ortakların Toplam Nakit Akışı	17,97	17,97	17,97	17,97	17,97	89,83	100,00%
Yıllık iskonto oranı	10%	10%	10%	10%	10%		
Bugüne indirgenmiş Değerler	17,97	16,33	14,85	13,50	12,27	74,92	
İndirgeme Katsayısı	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683		

Gelecek beş yıl içinde dağıtılacak toplam temettünün 89,8 Milyon TL ortaklar arasında dağılımı Tablo-12’de sunulmuştur.

6.2 Senaryo B:

Yeni Sermaye Yapısı ve bununla paralel (imtiyazsız) Temettü Yapısının olacağı ve 2010 yılı dağıtılan temettü tutarının (17,9 milyon TL) gelecek beş yıl içinde aynı şekilde dağıtılacağı varsayımıyla;

Tablo-13:	0	1	2	3	4		Fark		Yeni Yapı
									Temettü Oranı
Senaryo B: Ortakların Nakit Akışları (MTL)	2012	2013	2014	2015	2016	Toplam	B-A	B / A	
İntifa payları (Temettü imtiyazı var)	1,54	1,54	1,54	1,54	1,54	7,71	-0,45	-5,56%	8,58%
A Hamiline (Yönetim Kurulu ve Temettü imtiyazı var)	1,55	1,55	1,55	1,55	1,55	7,76	-0,46	-5,56%	8,63%
B Nama (Temettü imtiyazı var)	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	3,82	-0,22	-5,56%	4,25%
C Hamiline Halka Açık	14,11	14,11	14,11	14,11	14,11	70,55	1,14	1,64%	78,54%
D Hamiline (Yönetim Kurulu imtiyazı var)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,64%	0,00%
Toplam Nakit Akışı	17,97	17,97	17,97	17,97	17,97	89,83	-	0,00	100,00%
Yıllık iskonto oranı	10%	10%	10%	10%	10%				
Bugüne indirgenmiş Değerler	17,97	16,33	14,85	13,50	12,27	74,92			
İndirgeme Katsayısı	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683				

Tablo-13'deki sonuçlar bir önceki şartlar (A) ile karşılaştırıldığında beş yıl içinde toplam dağıtılan temettünün değişmediği (89,8 Milyon TL) buna karşın yeni yapıda C Grubu hisse sahibi ortakların önceki efektif şartlarına kıyasla daha fazla temettü geliri elde edeceği söylenebilir.

6.3 Senaryo C:

Eski Temettü imtiyazları ve Eski Sermaye Yapısının aynen devam edeceği ve 2013 yılında %25 Bedelli sermaye artışı yapılacağı varsayımı altında ve geçmiş 5 yılki Efektif Temettü Oranlarının da aynı şekilde uygulanacağı varsayımıyla;

Tablo-14:

Bedelli Sermaye Artışı	25%	67,2 MTL							
Sermaye MTL:	268,6	335,8	335,8	335,8	335,8				
	0	1	2	3	4				
Senaryo C: Ortakların Nakit Akışları (MTL)	2012	2013	2014	2015	2016	Toplam	C-A	C/A	Efektif Tem. Or.
İntifa payları (Temettü imtiyazı var)	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	8,16	-	0,00%	9,09%
A Hamiline (Yönetim Kurulu ve Temettü imtiyazı var)	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	8,21	-	0,00%	9,14%
B Nama (Temettü imtiyazı var)	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	4,04	-	0,00%	4,50%
C Hamiline Halka Açık	13,88	-53,27	13,88	13,88	13,88	2,27	-67,15	-96,73%	77,27%
D Hamiline (Yönetim Kurulu imtiyazı var)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-	0,00%	0,00%
Ortakların Toplam Nakit Akışı	17,97	-49,18	17,97	17,97	17,97	22,68	-67,15		100,00%
Yıllık iskonto oranı	10%	10%	10%	10%	10%				
Bugüne indirgenmiş Değerler	17,97	-44,71	14,85	13,50	12,27	13,87			
İndirgeme Katsayısı	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683				

6.4 Senaryo D:

Eski Temettü imtiyazları kalkacak ve Yeni Sermaye Yapısı oluşacak. 2013 yılında %20 Bedelli sermaye artışı yapılacağı ve Temettü Oranlarının sermaye yapısına paralel şekilde uygulanacağı varsayımıyla;

Tablo-15:

Bedelli Sermaye Artışı	20%	67,2								
Sermaye*	342,0	409,2	409,2	409,2	409,2					
	0	1	2	3	4			Fark		Yeni Yapı
Senaryo D: Ortakların Nakit Akışları (MTL)	2012	2013	2014	2015	2016	Toplam	D-C	D / C		Temettü Oranı
İntifa payları (Temettü imtiyazı var)	1,54	- 4,22	1,54	1,54	1,54	1,95	- 6,22	-76%		8,58%
A Hamiline (Yönetim Kurulu ve Temettü imtiyazı var)	1,55	- 4,25	1,55	1,55	1,55	1,96	- 6,25	-76%		8,63%
B Nama (Temettü imtiyazı var)	0,76	- 2,09	0,76	0,76	0,76	0,96	- 3,08	-76%		4,25%
C Hamiline Halka Açık	14,11	- 38,63	14,11	14,11	14,11	17,82	15,55	685%		78,54%
D Hamiline (Yönetim Kurulu imtiyazı var)	0,00	- 0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	- 0,00	-74%		0,00%
Toplam Nakit Akışı	17,97	- 49,18	17,97	17,97	17,97	22,68	- 0,00			100,00%
Yıllık İskonto oranı	10%	10%	10%	10%	10%					
Bugüne indirgenmiş Değerler	17,97	- 44,71	14,85	13,50	12,27	13,87				
İndirgeme Katsayısı	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683					

7. SONUÇ:

Sonuç olarak,

- Şirket, temettü imtiyazlarının ortaklık grupları arasındaki farklılıklarının ileride yaratabileceği mahsurları ortadan kaldırmak için, temettü imtiyazlarını kaldırmaya karar vermiştir.
- Bunun için önce, şirketin ortaklık gruplarının geçmiş yıllardaki temettü performanslarında ilke olarak farklılık yaratmayacak yeni bir sermaye yapısı öngörülmüştür.
- Şirket iç kaynakları kullanılarak yapılacak sermaye artışından doğacak hisseler, İmtiyazlı Hisse Sahiplerine **“Tahsisli Satış yapılması yoluyla”** söz konusu grupların (A, B ve İntifa Payı Sahipleri) Temettü İmtiyazlarından vazgeçmelerinin karşılığı olarak verilecektir.
 - Temettü Performansını önceki yapıya eşit kılacak sermaye yapısına kıyasla %7,08 daha aşağıda (ıskontolu) bir sermaye artışı öngörülmüş ve Sermayenin 73.400.000 TL arttırılarak, 268.600.000 TL’den, 342.000.000 TL.’ye yükseltilmesine karar verilmiştir. Eskiden temettü imtiyazı sahibi ortaklar bu sermaye artışından doğan C Grubu, imtiyazsız (adi), hisselerden alacaklar buna karşılık A, B Grubu Pay sahipleri ve İntifa Payı sahiplerinin önceden mevcut olan temettü imtiyazları ortadan kalkacaktır.
- Eski yapıdan yeni yapıya geçiş sonucunda;
 - Eskiden imtiyazlı hisse sahibi olan ortakların tümünün alacakları temettü toplamı, önceki efektif şartlara kıyasla %5,56 (ana sözleşme şartları ile kıyaslandığında %27,02) azalırken, imtiyazsız hisse sahiplerinin tümünün önceki şartlara kıyasla alacağı temettü miktarı efektif şartlara kıyasla %1,64 (Ana sözleşme şartlarına kıyasla %11,26) artacaktır (Bakınız: Tablo-11).
 - Ayrıca, şirkette eski yapı devam etmiş ve gelecekte bedelli sermaye artışı yoluna gidilecek olsa, adi hisse sahiplerinin - dolayısıyla küçük yatırımcının- nakit akışı bundan çok olumsuz etkilenecekti (Örnek vakada -%96,73 Bakınız: Tablo-14). Yeni yapıya geçiş sonrasında eskiden imtiyazlı hisse sahibi olan ortakların nakit akışı, önceki şartlara kıyasla olumsuz etkilenecek olup, imtiyazsız hisse sahiplerinin önceki şartlara kıyasla Nakit akışı Olumlu yönde değişim gösterecektir. (Bakınız: Tablo-15)
- Hissedarların, Ülker Bisküvi Sahibi olmalarından kaynaklanan gelecekteki nakit akımları, Temettü Performansı ve Olabilecek Bedelli Sermaye Artışları birlikte nazarı dikkate alınarak Sermaye Yapısında gerçekleşen söz konusu değişikliğin etkilerini karşılaştırılmak amacıyla modelleştirilerek karşılaştırılmış (Bakınız Ek-1,2,3).
- **Özet olarak, şirket yönetim kurulu %7,08’lik bir ıskonto belirlemiştir. Görüşümüz; Ülker Bisküvi Yönetim Kurulu tarafından yapılan %7,08’lik ıskonto oranının adil ve makul olduğu yönündedir.**

EK-1: Eski ve Yeni yapıda Farklı ortaklık gruplarının Nakit Akışlarının İndirgenmiş Nakit Akımlar Modeli ile karşılaştırılmasına ilişkin varsayımlar:

Varsayımlar

1. Her yıl 17,97 MTL (2010 yılı dağıtılan tem.) kadar gelecek 5 yılda temettü dağıtılacak.		17,97 MTL
2. 2013 yılında bugünkü sermayeye kıyasla %25 bedelli (67,2 MTL) sermaye artışı yapılacak.	25%	67,15 MTL
3. Dördüncü yılın sonunda imtiyaz sahibi ortakların hisselerinin "temettü imtiyaz kısımlarını" satacakları varsayılmıştır.		
4. beher hissenin nominal piyasa değerinin dönem boyunca değişmeyeceği varsayılmıştır:		5,54
5. Efektif T. O. ilkesine göre İmtiyazlı hisselerin Temettü İmtiyazı kısmının Adi Hisse cinsinden (%7,08- iskontolu) nominal değeri		73.400.000 TL
6. Efektif T. O. ilkesine göre İmtiyazlı hisselerin Temettü İmtiyazı kısmının TL cinsinden (%7,08- iskontolu) piyasa değeri, Senaryo dönemi sonunda aynı kalacağı varsayılmıştır.		406.636.000 TL
7. Diğer hisselerin (adi hisselerin) piyasa değeri TL, Senaryo dönemi sonunda aynı kalacağı varsayılmıştır.		1.488.043.754 TL
8. Beşinci yılın sonunda tüm hisselerin elden çıkarılacağı varsayılmıştır.		
9. indirgeme katsayısı yıllık %10 kullanılmıştır.		10%

EK-2: I) Eski Sermaye Yapısında Temettü Dağıtım Modeli ve Bedelli Sermaye Artışında Ortakların Nakit Akımı:

	2012	2013	2014	2015	2016		
Sermaye (MTL)	268,6	335,8	335,8	335,8	335,8		
Sermayedeği Değişim	0	67,2	0,0	0,0	0,0		
		1	2	3	4		
Temettü kaynaklı Nakit Akışları	2012	2013	2014	2015	2016	Toplam	Efektif T.O.
İntifa payları (Temettü imtiyazı var)	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	8,16	9,09%
A Hamiline (Yönetim Kurulu ve Temettü imtiyazı var)	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	8,21	9,14%
B Nama (Temettü imtiyazı var)	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	4,04	4,50%
C Hamiline Halka Açık	13,88	13,88	13,88	13,88	13,88	69,42	77,27%
D Hamiline (Yönetim Kurulu imtiyazı var)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%
Ortaklara Temettü	17,97	17,97	17,97	17,97	17,97	89,83	100,00%
Bedelli Sermaye Artışından Dolayı							
Temettü İmtiyazı Sahiplerinin N. Çıkışı							
Adi Hisse Sahiplerinin Nakit Çıkışı		- 67,15					
Ortakların Toplam Nakit Akışı	17,97	- 49,18	17,97	17,97	17,97	22,68	
Yıllık iskonto oranı	10%	10%	10%	10%	10%		
İndirgeme Katsayısı	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683		
İndirgenmiş Nakit Akışları	2012	2013	2014	2015	2016	Toplam	
Temettü İmtiyazı Sahiplerinin N. Akışı*	4,08	3,71	3,37	3,07	280,53	294,76	
Adi Hisse Sahiplerinin Nakit Akışı*	13,88	-48,42	11,47	10,43	1025,84	1013,20	
TOPLAM	17,97	-44,71	14,85	13,50	1306,36	1307,97	

*: Modellemede, D.S.da tüm hissedarların piyasada senetlerini elden çıkaracağı ve herkesin bugünkü birim fiyattan satış yapacağı varsayılmıştır.

EK-3: II) Yeni Sermaye Yapısında Temettü Dağıtım Modeli ve Bedelli Sermaye Artışında Ortakların Nakit Akımı:

	2012	2013	2014	2015	2016		
Sermaye (MTL)	342,0	409,2	409,2	409,2	409,2		
Sermayedeiki Değişim	0	67,2	0,0	0,0	0,0		
	0	1	2	3	4		
Temettü kaynaklı Nakit Akışları	2012	2013	2014	2015	2016	Toplam	Sermaye Payları
İntifa payları (Temettü imtiyazı var)	1,54	1,54	1,54	1,54	1,54	7,71	8,58%
A Hamiline (Yönetim Kurulu ve Temettü imtiyazı var)	1,55	1,55	1,55	1,55	1,55	7,76	8,63%
B Nama (Temettü imtiyazı var)	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	3,82	4,25%
C Hamiline Halka Açık	14,11	14,11	14,11	14,11	14,11	70,55	78,54%
D Hamiline (Yönetim Kurulu imtiyazı var)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%
Ortaklara Temettü	17,97	17,97	17,97	17,97	17,97	89,83	100,00%
Bedelli Sermaye Artışından Dolayı							
Temettü İmtiyazı Sahiplerinin N. Çıkışı		- 14,41					
Adi Hisse Sahiplerinin Nakit Çıkışı		- 52,74					
Ortakların Toplam Nakit Akışı	17,97	- 49,18	17,97	17,97	17,97	22,68	
Yıllık iskonto oranı	10%	10%	10%	10%	10%		
İndirgeme Katsayısı	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683		
İndirgenmiş Nakit Akışları	2012	2013	2014	2015	2016	Toplam	
Temettü İmtiyazı Sahiplerinin N. Akışı*	3,86	-9,60	3,19	2,90	280,37	280,72	
Adi Hisse Sahiplerinin Nakit Akışı*	14,11	-35,12	11,66	10,60	1025,99	1027,25	
TOPLAM	3,86	-9,60	3,19	2,90	280,37	1307,97	

*: Modellemede, D.S.da tüm hissedarların piyasada senetlerini elden çıkaracağı ve herkesin bugünkü birim fiyattan satış yapacağı varsayılmıştır.

EK-3: Model I ve Model II 'nin karşılaştırılması:

İndirgenmiş Nakit Akımlar Toplamı (MTL)	I	II	Δ	Δ %
Temettü İmtiyazı Sahipleri	294,76	280,72	-14,05	-1,07%
Adi Hisse Sahipleri	1013,20	1027,25	14,05	1,07%
TOPLAM	1307,97	1307,97	0,00	0,0%

Burada amaç, hisse değerine etki edebilecek tüm diğer faktörler yukarıdaki iki modelde aynı iken, birinci (I) modelden ikincisine (II) geçerken, sadece sermaye Yapısında değişikliğe gidilerek (bilirkişi raporlarında da belirlenen arttırılacak sermaye tutarının %7,08 aşağısında bir tutarda ıskontolu olması ile) uygulanacak 73,4 Milyon TL Sermaye Artışının İmtiyazlı Hisse Sahiplerine "Tahsisli Satış yapılmasının" tarafların gelecekteki nakit akışında fark yaratıp yaratmayacağını belirleyerek adil ve makul olup olmadığı tespit etmektir.

Yeni sermaye yapısında adi hisse sahiplerinin toplam şirket değeri üzerinden aldıkları pay itibarıyla durumu %1,07 iyileşirken, eskiden temettü İmtiyazı sahiplerinin durumunun yeni sermaye yapısı ile %1,07 kötüleştiğini söyleyebiliriz. Küçük yatırımcı lehine olan bu marjinal fark nazarı dikkate alınmaz ise, temettü imtiyazının kalkması için oluşturulan Yeni Sermaye Yapısı ortakların gelecekteki Nakit Akışlarında anlamlı bir fark yaratmayacağını söyleyebiliriz.