

Ülker Bisküvi San.A.Ş. Ülker Çikolata San.A.Ş. Biskot Bisküvi Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş. Birleşmeye İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

25 Nisan 2023

KPMG Türkiye | Kurumsal Finansman | Değerleme Hizmetleri

Gizli ve Özeldir

Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş., Ülker Çikolata Sanayi A.Ş. ve

Biskot Bisküvi Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Yönetim Kurulları'na

Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. ("Ülker Bisküvi"), Ülker Çikolata Sanayi A.Ş. ("Ülker Çikolata") ve Biskot Bisküvi Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Biskot") (birlikte "Müşteriler" olarak anılacaktır), Ülker Çikolata ve Biskot'un aktif ve pasiflerlerinin bir bütün halinde Ülker Bisküvi'ye devredilmesi suretiyle Ülker Bisküvi bünyesinde birleştirilmesine ("Birleşme") karar vermişlerdir.

KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş. ("KPMG") yukarıda bahsedilen Birleşme işlemi için, Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin (II-23.2) "Uzman Kuruluş Görüşü" başlığını taşıyan 7. maddesi gereğince Birleşme İşlemi'nde Uzman Kuruluş Raporu'nu ("Birleşme Raporu") hazırlamak üzere, Müşteriler tarafından görevlendirilmiştir. Bu çerçevede Müşteriler ile 1 Şubat 2023 tarihli ve 202301K11866147 numaralı sözleşme imzalanmıştır.

Bu rapor ("Rapor"), Ülker Bisküvi, Ülker Çikolata ve Biskot'un uluslararası kabul görmüş değerleme metotları kullanılarak değerlerinin tahmin edilmesi, birleşme ve değişim oranlarının hesaplanması ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarının tespit edilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Birleşme oranı hesaplanırken, değerlemeye konu şirketlerin mevcut faaliyetleri ve finansal yapıları göz önüne alınarak, indirgenmiş nakit akışları, piyasa çarpanları, borsa değerleri ve defter değerleri ile değerlendirilmiştir. Yapılan analizler sonrası hesaplanan değişim oranının adil, makul ve güvenilir olduğu görüşündeyiz.

Bu Rapor ve içinde yer alan veriler SPK Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2) kapsamında hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfalarla birlikte Rapor'un tamamının incelenmesi önerilmektedir. Bu Rapor'un muhatabı Müşteriler olarak kalacaktır.

Hazırlanış Temeli ve Diğer Bilgiler

Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

Rapor'da sunulan finansal veriler, Müşteriler tarafından temin edilen finansal tablolardan alınmıştır. Değerleme analizinde kullanılan yöntemler herhangi bir genel kabul görmüş denetim standardına göre olmayıp, tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Projede, tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, kamuya açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir.

Birleşme Raporu SPK'nın III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDES") kapsamında hazırlanmış olup tüm yönleriyle UDES uyumludur.

Rapor'da birleşme oranlarının ve değişim oranının hesaplanması amacıyla ulaşılan hisse değerleri, Rapor'a konu şirketlere üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek fiyat teklifleriyle alakalı bir öneri veya tavsiye oluşturmamaktadır ve bu şekilde bir işleme referans olarak değerlendirilmemelidir. Söz konusu üçüncü partilerin ve/veya potansiyel yatırımcıların risk kriterleri, yatırım ve stratejik hedefleri, ekonomik beklentileri, ticari ve operasyonel sinerjileri, hesaplayacakları ve/veya teklif edecekleri şirket değerini etkileyecek ve yatırımcıya özel alım motivasyonu doğrultusunda farklılık gösterebilecektir. Rapor'da yer alan çalışmalar Birleşme'ye yönelik olarak münhasıran hazırlanmıştır.

İstanbul, 25 Nisan 2023

KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş.



Hande Şenova

Değerleme Hizmetleri Bölümü, Şirket Ortağı

Terimler Sözlüğü

A.Ş.	Anonim Şirket
AED	Birleşik Arap Emirlikleri Dinarı
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
BAE	Birleşik Arap Emirlikleri
CAPEX	Sabit kıymet yatırımları
EGP	Mısır Poundu
EIU	Economist Intelligence Unit
EUR	Euro
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
FVÖK	Faiz, Vergi Öncesi Kar
İNA	İndirgenmiş Nakit Akışları
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu

KPMG	KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş.
KZT	Kazakistan Tengesi
Mn	Milyon
m.d. / a.d.	mevcut değil / anlamlı değil
NİS	Net işletme sermayesi
SAR	Suudi Arabistan Riyali
ŞD	Şirket Değeri
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	Türk Lirası
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
USD	Amerika Birleşik Devletleri Doları

İçindekiler

01	Rapor Bilgileri	5
02	Rapor Özeti	12
03	Değerlemeye Konu Şirketler Hakkında Bilgiler	17
04	Değerleme Analizleri ve Çalışmaları	24
04.1	Gelir Yaklaşımı	25
04.1.01	Ülker Bisküvi (solo)	26
04.1.02	Ülker Çikolata	27
04.1.03	Biskot	28
04.2	Pazar Yaklaşımı	29
04.2.01	Ülker Bisküvi	30
04.2.02	Ülker Çikolata	35
04.2.03	Biskot	39
05	Değerleme Sonuçları	43
06	Ekler	46

01

Rapor Bilgileri

Rapor Bilgileri (1/5)

Rapor Tarafları	Bu birleşme raporu; Levent, İş Kuleleri, Kule 3, Kat:1-9, 34330 Beşiktaş/İstanbul adresinde mukim olan KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş. tarafından, Kısıklı Mahallesi, Ferah Caddesi, No:1 34692 Büyük Çamlıca/İstanbul adresinde mukim olan Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş., Maltepe Mahallesi, Fazılpaşa Caddesi, No:5 Zeytinburnu/İstanbul adresinde mukim olan Ülker Çikolata Sanayi A.Ş. ve Selimpaşa Mahallesi, 5007 Sokak, No: 12 Silivri/İstanbul adresinde mukim olan Biskot Bisküvi Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. için hazırlanmıştır.
Sözleşme Hakkında	Değerleme sözleşmesi 1 Şubat 2023 tarihinde taraflarca imzalanmıştır. Sözleşme numarası 202301K11866147 olarak belirlenmiştir. Rapor numarası ve sözleşme numarası aynıdır.
Taraflar Arasındaki İlişkiler	Ülker Bisküvi için geçmiş yıllarda farklı amaçlarla değerleme raporları hazırlanmıştır. Fakat bu değerleme çalışmaları herhangi bir düzenleyici kuruluş için değil, dahili ve özel kullanım için yapılmıştır.
Değerleme Amacı ve Kapsamı	Bu değerleme çalışması, Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş., Ülker Çikolata Sanayi A.Ş. ve Biskot Bisküvi Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. şirketlerinin birleşme işlemine referans olması amacıyla hazırlanmıştır. Bu kapsamda Sermaye Piyasası Kurulu'nun Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2) uyarınca uygun birleşme ve hisse değişim oranları hesaplanmıştır.
Değer Esası	Bu raporda tahmin edilen değer "Gerçeğe Uygun Değer"dir. Gerçeğe uygun değer Uluslararası Değerleme Standartları'nda, UFRS 13'e referans verilerek şöyle tanımlanmıştır: "Gerçeğe uygun değer, piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat olarak tanımlanmaktadır."
Değerleme Tarihi	Değerleme tarihi 31 Aralık 2022'dir.
Rapor Kullanımı, Dağıtımı ve Yayınlanmasına İlişkin Esaslar	Değerleme raporumuz Müşteriler'in kullanımı için hazırlanmıştır. Bu Rapor sadece hazırlanma amacına uygun olarak yasal kurumlar ve düzenleyici kuruluşlarla (Sermaye Piyasası Kurulu, Borsa İstanbul A.Ş. vb.) paylaşılabilir. Bunların dışındaki üçüncü taraflarla paylaşılamaz, KPMG'nin yazılı izni olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez. Üçüncü tarafların Raporumuzla ilgili verecekleri kararlar dolayısıyla KPMG hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir.

Rapor Bilgileri (2/5)

Tarafımıza Sağlanan Bilgiler

Ülker Bisküvi ve bağlı ortaklıkları için:

- Ülker Bisküvi ve bağlı ortaklıklarının faaliyetleri hakkında genel bilgiler
- 2019 – 2021 yılları için SPK düzenlemeleri uyarınca özel bağımsız denetimden geçmiş TFRS uyumlu finansal tablolar
- 2022 yılı için TFRS uyumlu yönetim finansalları
- İndirgenmiş nakit akışları yöntemi ile değerlendirilen şirketler için 2023 – 2027 yıllarını kapsayan finansal projeksiyonlar

Ülker Çikolata ve Biskot için:

- Şirket faaliyetleri hakkında genel bilgiler
- 2019 – 2021 yılları için SPK düzenlemeleri uyarınca özel bağımsız denetimden geçmiş TFRS uyumlu finansal tablolar
- 2022 yılı için TFRS uyumlu yönetim finansalları
- 2023 – 2027 yıllarını kapsayan finansal projeksiyonlar

Üçüncü Taraflardan Bilgiler

- Benzer şirketler ve benzer işlemlerle ilgili bilgiler için Capital IQ terminali
- Enflasyon tahminleri için Economist Intelligence Unit (“EIU”)
- Kurlar için TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi ve EIU
- Risksiz getiri oranı için ABD Hazine Bakanlığı internet sitesi

Rapor Bilgileri (3/5)

Kullanılan Yöntemler

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi

İNA metodunda, belirli bir dönem için tahmini nakit akışları bugüne indirgenmektedir. Böylelikle, işletmenin gelecekteki nakit akışlarının bugünkü net değeri elde edilir. Tahmini dönemin sonundaki nihai değer hesaplanır ve işletmenin toplam değerine ulaşabilmek için belirlenen nihai değer de değerlendirme gününe indirgenir.

Birleşme'ye konu şirketlerin gelecekte yaratacağı nakit akışlarının; şirketlerin geçmiş finansal performansı, büyüme hedefleri ve getiri beklentileri dikkate alınarak tahmin edilebiliyor olması sebebi ile bu yöntem uygulanabilmektedir.

Bu yöntemin uygulanması için gerekli finansal projeksiyonlar Müşteriler tarafından sağlanmıştır. İletilen finansal projeksiyonlar geçmiş yıllardaki finansal sonuçlarla karşılaştırılarak analiz edilmiş ve gerekli görülen yerlerde Müşteriler ile görüşülerek projeksiyonlara ilişkin tahminler revize edilmiştir. İndirgenmiş nakit akışları yöntemi, 'şirkete serbest nakit akışları'nın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile Değerleme Tarihi'ne indirgenmesi suretiyle uygulanmıştır.

Ülker Bisküvi için indirgenmiş nakit akışları uygulanırken 'parçaların toplamı' ile değer tahmin edilmiştir. Bu parçalara ayrı ayrı indirgenmiş nakit akışları yöntemi uygulanmıştır. Sadece aktif olarak faaliyet göstermeyen şirketler toplama dahil edilirken bu şirketlerin defter değerleri kullanılmıştır.

İndirgenmiş nakit akışları yöntemi bazı varsayımlar ve tahminler içermektedir. Bu varsayımlardan en önemlileri için duyarlılık analizleri yapılmış ve önemli varsayımların etkisi bu şekilde analiz edilmiştir.

Benzer Şirketler ve Benzer İşlemler Çarpanları

Benzer şirketler ve benzer işlemler çarpanları, pazar yaklaşımı çerçevesinde kullanılan yöntemlerdir. Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. Bu sebeple bu yöntemin uygulanmasında benzer olarak dikkate alınan şirketlerin veya işlemlerin büyüme, getiri ve risk gibi değer yaratan unsurlar açısından benzer olması gerekir.

Pazar yaklaşımı çerçevesinde benzer şirketlerin ve benzer işlemlerin net satış çarpanları ve FAVÖK çarpanları incelenmiştir. Ülker Bisküvi'ye ilgili çarpanlar konsolide seviyede uygulanmıştır.

Benzer şirketlere ait pazar değerleri ve özet finansallar Capital IQ veri tabanından elde edilmiştir. Benzer işlemlere dair veriler de yine Capital IQ'dan sağlanmıştır.

Borsa Değerleri

Birleşme'ye konu şirketlerden sadece Ülker Bisküvi halka açıktır ve Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. Borsa değeri analiz edilirken 1 Aralık 2022 – 31 Ocak 2023 dönemi esas alınmış ve bu dönemdeki en düşük ve en yüksek borsa değeri ile ortalama borsa değeri kullanılarak bir sonuç aralığı oluşturulmuştur. Ülker Bisküvi'nin borsa değerine ait veriler Capital IQ veri tabanından alınmıştır.

Net Aktif Değer

Net aktif değer metodunda, varlıkların gerçeğe uygun değerinden borçların düşülmesiyle bir işletmenin net aktif değerine ulaşılır. Bu çalışmada defter değerleri üzerinde bir düzeltme yapılmamış, bu değerler bilgi amaçlı sunulmuştur. İndirgenmiş nakit akışlarının ve pazar çarpanlarının Birleşme kapsamında şirketlerin değerlerini daha doğru şekilde yansıtaacağı düşünülmüştür.

Rapor Bilgileri (4/5)

Değerlemeye Konu Şirketler	Rapor'da kullanılan kısaltma	Değerleme para birimi	Kullanılan Değerleme Yöntemi
Ülker Bisküvi San. A.Ş.	Ülker Bisküvi	TL	İndirgenmiş nakit akışları (parçaların toplamı yöntemi ile), benzer şirketler ve benzer işlemler çarpanları, borsa değeri, defter değeri
Ülker Bisküvi San. A.Ş. (solo)	Ülker Bisküvi (solo)	TL	İndirgenmiş nakit akışları, benzer şirketler ve benzer işlemler çarpanları, defter değeri
Ülker Çikolata San. A.Ş.	Ülker Çikolata	TL	İndirgenmiş nakit akışları, benzer şirketler ve benzer işlemler çarpanları, defter değeri
Biskot Bisküvi Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Biskot	TL	İndirgenmiş nakit akışları, benzer şirketler ve benzer işlemler çarpanları, defter değeri
Önem Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Önem Gıda	TL	İndirgenmiş nakit akışları
Atlas Gıda Pazarlama San. ve Tic. A.Ş.	Atlas Gıda	TL	Defter değeri
Reform Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Reform Gıda	TL	Defter değeri
Food Manufacturers Company	FMC	SAR	İndirgenmiş nakit akışları
Hi Food For Advanced Food Industries	HiFood	EGP	İndirgenmiş nakit akışları
International Biscuits Company	IBC	SAR	İndirgenmiş nakit akışları
Hamle Company Ltd Llp	Hamle	KZT	İndirgenmiş nakit akışları
Amir Global Trading Fze	Amir Global	AED	İndirgenmiş nakit akışları
Ülker For Trading And Marketing S.A.E.	Ülker Egypt	EGP	İndirgenmiş nakit akışları
Sabourne Investments Ltd	Sabourne	USD	Defter değeri
UI Egypt BV	UI Egypt	EUR	Defter değeri
UI Mena BV	UI Mena	EUR	Defter değeri
Godiva Belgium BVBA	Godiva Belgium	USD	İndirgenmiş nakit akışları
G-New Inc.	G-New	USD	İndirgenmiş nakit akışları

Rapor Bilgileri (5/5) – Proje Ekibi

Proje Ekibi ve Yetkinlikleri

Hande Şenova,
Şirket Ortağı

25 yılı aşkın kurumsal finansman alanında danışmanlık projelerinde görev almaktadır. Üniversiteden sonra bağımsız denetim uzmanı olarak 3 yıl KPMG’de çalışmış, önde gelen yerli yatırım bankalarından Finansbank Yatırım Bankacılığı bünyesinde Kurumsal Finansman Grup Müdürü olarak Sermaye Piyasalarında aktif rol almış, butik M&A danışmanlık şirketlerinden uluslararası M&A International Türkiye temsilcisi PDF’de orta ölçekli şirket evliliklerine odaklanmış ve son olarak Deutsche Bank İstanbul ofisinde proje müdürlüğü yapmıştır. 2007’den bugüne KPMG Türkiye Danışmanlık ortağıdır. Halka arz, sermaye piyasaları, iş planı, proje değerlendirme, yatırım fizibilitesi, şirket/hisse değerlemesi ve şirket evlilikleri projeleri arasındadır.

Burak Şahin,
Direktör

KPMG Değerleme Hizmetleri departmanı bünyesinde çeşitli sektörlerde yerli ve yabancı pek çok şirket değerlemesi, satın alma fiyatının Dağıtımını (“PPA”) ve hisse değişim oranı hesaplaması projelerinde rol almış, değerlendirme hizmetleri tecrübesini derinleştirmiştir. 2016 yılında 13 ay süreyle KPMG İtalya Milano ofiste görev almış ve bu uluslararası görevlendirme sürecinde 150 Milyon Euro’luk (Amsterdam, Hollanda) ve 200 Milyon Euro’luk (Milano, İtalya) ortaklık projelerine dahil olmuştur. Ayrıca, uluslararası görevlendirme sürecinde finansal modelleme ve şirket değerlendirme konularında da deneyim kazanmıştır. Uluslararası geçerliliği olan Certified Valuation Analyst (“CVA”) lisansı bulunmaktadır.

Gökhan Kalkan,
Kıdemli Müdür

Kariyerine 2013 yılında dört büyük denetim şirketlerinin birinde denetim departmanında başlamıştır. 2017 yılı Ekim ayında KPMG Türkiye’de değerlendirme hizmetleri danışmanlığı departmanına katılmıştır. KPMG Türkiye’de değerlendirme hizmetleri danışmanlığında çeşitli sektörlerde operasyonlarını sürdüren halka açık veya özel şirketlerin değerlendirme modellerinin (İndirgenmiş Nakit Akımları, İndirgenmiş Temettü Akımları, Benzer Şirketler ve Benzer İşlemler Çarpanları analizleri, Düzeltilmiş Net Aktif Değer analizi vb. gibi yöntemler kullanılarak) hazırlanmasında ve kontrolünde yer almıştır. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir (Lisans no: 214097).

Beyan ve Tebliğ

Mevzuata Uyum ve Bağımsızlık Beyanı

Uluslararası Değerleme Standartları'na Uyum Kapsamında Beyanımız

Bu Rapor'un Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDES") kapsamında hazırlanmış olup tüm yönleriyle UDES standartlarına uyumlu olduğunu beyan ederiz.

Bu Rapor SPK Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 Sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru'da yer alan "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar" kapsamında belirtilen kurallara uygun olarak hazırlanmıştır.

Ayrıca SPK Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru'ya istinaden gayrimenkul dışındaki varlıkların sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki değerlendirme hizmetini yerine getirebilecek kuruluşların gerekli kriterlerini sağlamaktayız.

Bağımsızlık Beyanı

Değerlemeyi gerçekleştiren proje ekibi, değerlemeyi bütün yönleriyle yürütebilecek gerekli tüm teknik nitelik, deneyim ve bilgiye sahiptir ve bağımsızlık ilkelerine uyduklarını beyan etmektedirler.

Proje ekibi çalışmalar sırasında doğru ve dürüst davranmış, Şirketler'in ortaklarına ve diğer paydaşlarına zarar verecek davranışlardan özenle kaçınmıştır. Çalışmalar yürütülürken bağımsız ve tarafsız olunmuş ve bu konuda gereken özen ve titizlik gösterilmiştir.

Proje ekibi, Proje'nin planlanması, yürütülüp sonuçlandırılması ve raporun hazırlanması safhalarında gerekli mesleki özen ve titizliği göstermişlerdir.

Sermaye Piyasası Kurulu II-23.2 Sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği Hakkında

Bu Birleşme Raporu, 28 Aralık 2013 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği uyarınca hazırlanmıştır. İlgili Tebliğ'in uzman kuruluş görüşü ile ilgili maddesi aşağıdaki gibidir:

Uzman kuruluş görüşü

MADDE 7

(1) Birleşme veya bölünme işlemlerine taraf olan şirketlerin veya işleme esas alınan finansal durum tablosu tarihi itibarıyla malvarlıklarının değerinin ve değişim oranlarının tespiti amacıyla bir uzman kuruluş raporu hazırlanır. Söz konusu raporda değişim oranının adil ve makul olduğu konusunda görüş verilmesi zorunludur. Uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında, ilgili şirketlerin nitelikleri dikkate alınarak en az üç değerlendirme yöntemi dikkate alınır.

(2) Değerleme işlemlerinde, Kurulun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri esas alınır.

(3) Uzman kuruluş görüşünün oluşturulmasında gayrimenkullerin rayiç değerlerinin kullanılacak olması halinde, söz konusu gayrimenkullerin rayiç değerleri, gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde belirlenir. Gayrimenkullere ilişkin olarak Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından hazırlanmış bir gayrimenkul değerlendirme raporunun bulunması halinde, bu raporun uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında dikkate alınması zorunludur.

02

Rapor Özeti

Çalışmanın Amacı ve Taraflar

Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışma; Ülker Bisküvi, Ülker Çikolata ve Biskot'un birleşmesine ilişkin planlanan işleme referans olması amacıyla gerçekleştirilmiştir. Öngörülen birleşme işlemi ile Ülker Çikolata ve Biskot'un, bütün aktif ve pasifleriyle Ülker Bisküvi tarafından devralınması planlanmaktadır. Birleşme işlemi için, Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin (II-23.2) "Uzman Kuruluş Görüşü" başlığını taşıyan 7. maddesi gereğince bu uzman kuruluş raporu hazırlanmıştır ve birleşme ve değişim oranlarının hesaplanması amaçlanmıştır.

Bu çerçevede, öncelikle birleşme işlemine konu şirketlerin gerçeğe uygun değerleri tahmin edilmiştir. Sonrasında tahmin edilen değerler kullanılarak birleşme ve değişim oranları hesaplanmıştır.

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Çalışmada indirgenmiş nakit akışları, benzer şirketlerin ve benzer işlemlerin ŞD / Net Satışlar çarpanları ile ŞD / FAVÖK çarpanları ve defter değerleri analiz edilmiştir. Birleşmeye konu değerler indirgenmiş nakit akışları yöntemi sonuçları üzerinden hesaplanmıştır. Ülker Bisküvi'nin farklı coğrafyalarda faaliyet göstermesi ve bu coğrafyalardaki faaliyetlerin farklı dinamiklere sahip olması sebebiyle indirgenmiş nakit akışları yöntemi daha detaylı analiz yapma imkanı sunmuştur. Görüşümüze göre, şirketler özelindeki büyüme, getiri vb. dinamiklerin pazar çarpanları üzerinde etkisini düzeltmek daha zor olduğundan, indirgenmiş nakit akışlarının pazar çarpanlarına göre daha anlamlı sonuçlar vereceği düşünülmüştür. Defter değerleri ise tarihi maliyetten tutulan varlıklar olması sebebiyle sonuç değer aralığında dikkate alınmamıştır. Bütün bunlar göz önünde bulundurularak değerlendirme analizleri sonrası sonuç değer aralıkları indirgenmiş nakit akışları yöntemi ile oluşturulmuştur.

Birleşme ve Değişim Oranlarının Hesaplanması

Birleşme ve değişim oranları indirgenmiş nakit akışları ile ulaşılan değerler ile hesaplanmıştır. Diğer değerlendirme yöntemleri kullanılarak ulaşılan değişim oranları bilgi amaçlı olarak sayfa 47'de sunulmuştur.

Taraflar

Devralan

Ülker Bisküvi

Ödenmiş Sermaye: 342.0 milyon TL

Birleşme öncesi ortaklık yapısı	Ortaklık payı (%)
pladis Foods Ltd	51.0
Ülker aile bireyleri	4.2
Yıldız Holding A.Ş.	2.0
Diğer	42.8

Devrolan

Ülker Çikolata

Ödenmiş Sermaye: 150.0 milyon TL

Birleşme öncesi ortaklık yapısı	Ortaklık payı (%)
Ülker Bisküvi	91.7
Ülker aile bireyleri	8.3

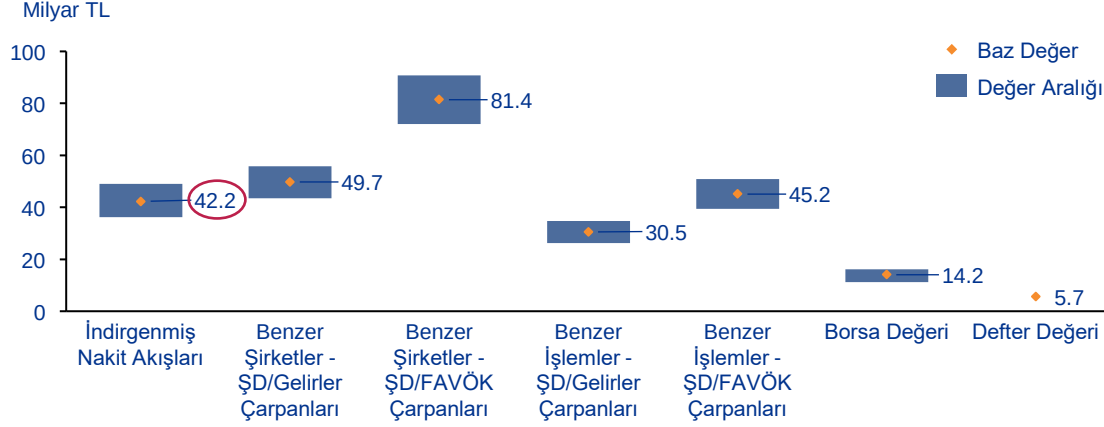
Biskot

Ödenmiş Sermaye: 64.8 milyon TL

Birleşme öncesi ortaklık yapısı	Ortaklık payı (%)
Ülker Bisküvi	73.9
Yıldız Holding A.Ş.	26.1

Değerleme Özeti

Ülker Bisküvi Hisse Değeri



Ülker Bisküvi'nin Birleşme işlemi için tahmin edilen hisse değeri 37.0 milyar TL ile 50.0 milyar TL aralığındadır. Birleşmeye esas değer 42.2 milyar TL'dir.

Ülker Çikolata'nın Birleşme işlemi için tahmin edilen hisse değeri 12.5 milyar TL ile 15.0 milyar TL aralığındadır. Birleşmeye esas değer 13.7 milyar TL'dir.

Biskot'un Birleşme işlemi için tahmin edilen hisse değeri 8.0 milyar TL ile 9.5 milyar TL aralığındadır. Birleşmeye esas değer 8.5 milyar TL'dir.

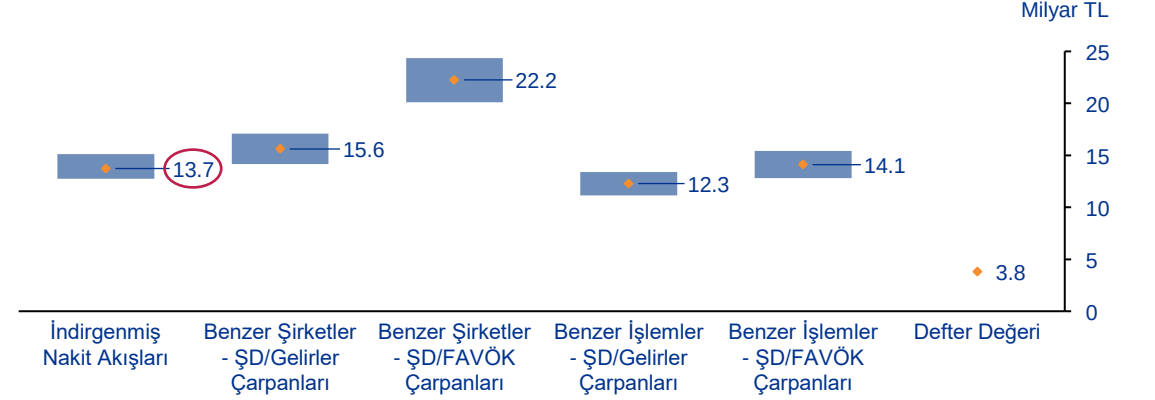
Değer aralıkları indirgenmiş nakit akışları analizlerinin sonucuna göre oluşturulmuştur.

○ Birleşmeye esas değerler

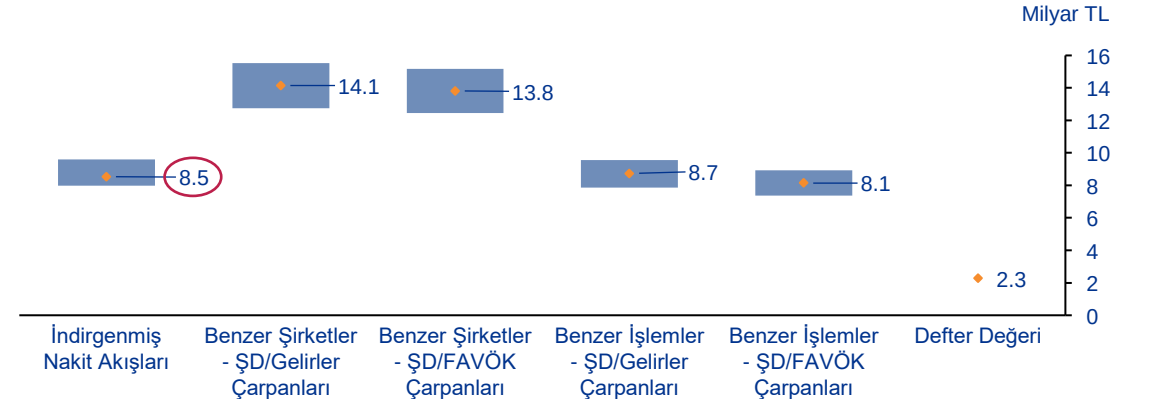
Kaynak: KPMG Analizi



Ülker Çikolata Hisse Değeri



Biskot Hisse Değeri



Birleşme Oranı Hesaplaması

Birleşmeye Konu Değerler

Birleşmeye Konu Şirketler	Hisse Değerleri (TL mn)	Birleşmeye Konu Hisse Değerleri (TL mn)	Referans
Ülker Bisküvi	42,211	42,211	A2
Ülker Çikolata	13,723	1,143	B2
Biskot	8,526	2,223	C2

Ortaklık Yapıları

Ülker Bisküvi	Ödenmiş Sermaye (TL mn)	Referans	Ortaklık Oranı (%)
pladis Foods Ltd	174		51.0%
Ülker Aile Bireyleri	14		4.2%
Yıldız Holding A.Ş.	7		2.0%
Diğer	146		42.8%
Toplam	342	A1	100.0%

Ülker Çikolata	Ödenmiş Sermaye (TL mn)	Referans	Ortaklık Oranı (%)
Ülker Bisküvi	138		91.7%
Ülker Aile Bireyleri	12	B1	8.3%
Toplam	150		100.0%

Biskot	Ödenmiş Sermaye (TL mn)	Referans	Ortaklık Oranı (%)
Ülker Bisküvi	48		73.9%
Yıldız Holding A.Ş.	17	C1	26.1%
Toplam	65		100.0%

Kaynak: KPMG Analizi



Birleşme ve Değişim Oranları

	Formül	Hesaplanan
Devralan		
Ülker Bisküvi Birleşme Oranı (D1)	$A2 / (A2 + B2 + C2)$	92.6%
Ulaşılabilecek Sermaye (E)	$A1 / D1$	369
Artırılacak Sermaye (F)	$E - A1$	27
Ülker Bisküvi Değişim Oranı (H1)		1.0000 a
Devrolan		
Ülker Çikolata Birleşme Oranı (D2)	$B2 / (A2 + B2 + C2)$	2.5%
Ülker Çikolata Değişim Oranı (H2)	$E * D2 / B1$	0.7412 b
Biskot Birleşme Oranı (D3)	$C2 / (A2 + B2 + C2)$	4.9%
Biskot Değişim Oranı (H3)	$E * D3 / C1$	1.0659 c

Birleşme işlemi sonrasında:

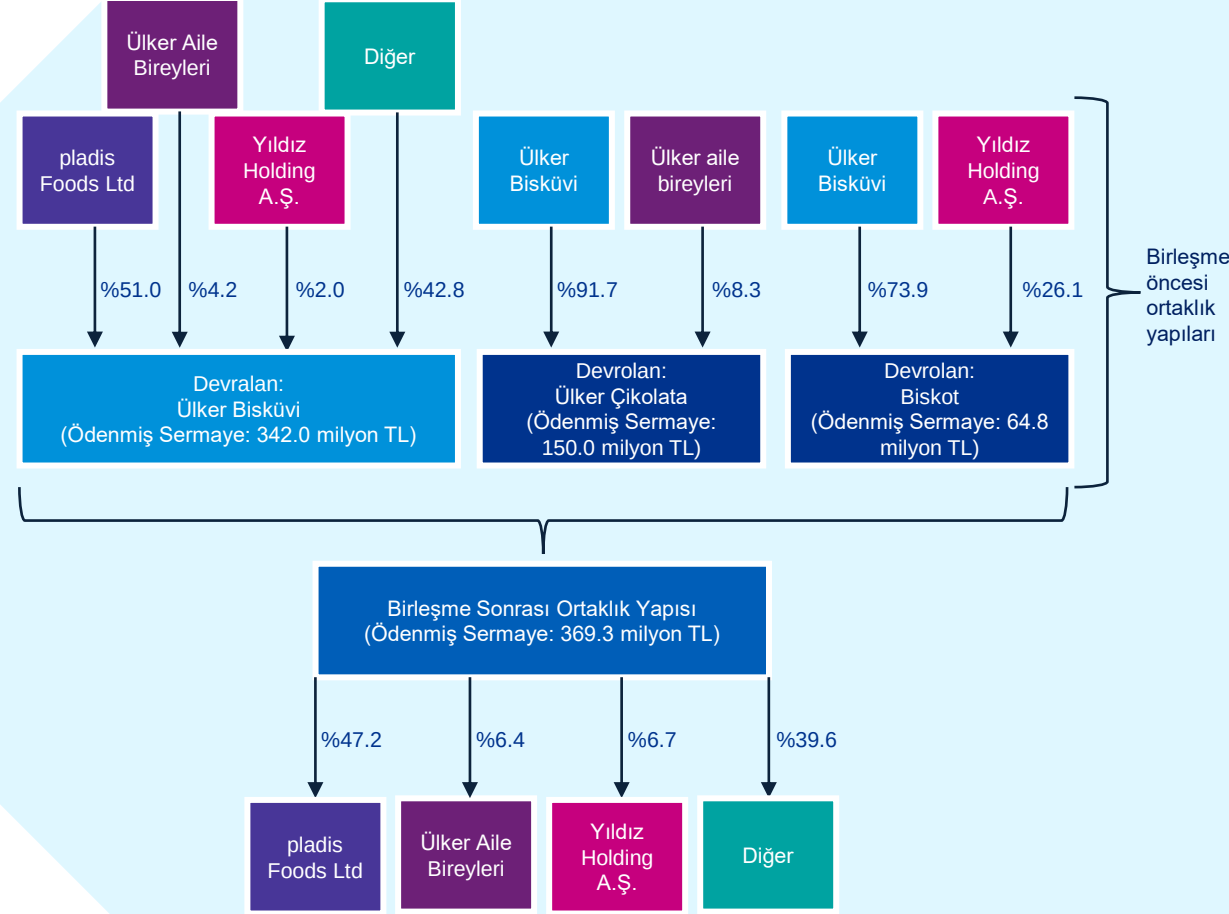
- a** Ülker Bisküvi ortakları, 1.0000 Ülker Bisküvi hissesi karşılığında 1.0000 Ülker Bisküvi hissesi alacaktır.
- b** Ülker Çikolata ortakları, 1.0000 Ülker Çikolata hissesi karşılığında 0.7412 Ülker Bisküvi hissesi alacaktır.
- c** Biskot ortakları, 1.0000 Biskot hissesi karşılığında 1.0659 Ülker Bisküvi hissesi alacaktır.

Yukarıdaki tabloda sunulan değişim oranları indirgenmiş nakit akışları yöntemi ile hesaplanmıştır. Diğer yöntemlere göre hesaplanan değişim oranları bilgi amaçlı sayfa 47'de sunulmuştur.

* Ülker Bisküvi'ye ait olan paylar (sayfa 13) elimine edilerek birleşmeye konu hisse değerine ulaşılmıştır

Birleşme Özeti

Birleşme Özeti						
Şirketler	Pay Oranı	Ödenmiş Sermaye (TL)	Birleşmeye Konu Hisse Değeri (TL)	Birleşme Oranı (%)	Değişim Oranı	Birleşme Sonrası Sermaye Dağılımı (TL)
Ülker Bisküvi	100.0%	342,000,000	42,210,774,152	92.6%		342,000,000
Ortaklar:						
pladis Foods Ltd	51.0%	174,420,000		47.2%	1.0000	174,420,000
Ülker Aile Bireyleri	4.2%	14,480,085		3.9%	1.0000	14,480,085
Yıldız Holding A.Ş.	2.0%	6,721,276		1.8%	1.0000	6,721,276
Diğer	42.8%	146,378,639		39.6%	1.0000	146,378,639
Ülker Çikolata	100.0%	150,000,000	1,143,117,387	2.5%	-	9,261,762
Ortaklar:						
Ülker Bisküvi	91.7%	137,505,000		-	-	-
Ülker Aile Bireyleri	8.3%	12,495,000		2.5%	0.7412	9,261,762
Biskot	100.0%	64,812,772	2,223,359,102	4.9%	-	18,014,093
Ortaklar:						
Ülker Bisküvi	73.9%	47,912,032		-	-	-
Yıldız Holding A.Ş.	26.1%	16,900,740		4.9%	1.0659	18,014,093
Toplam			45,577,250,640	100.0%		369,275,855



Kaynak: KPMG Analizi



03

Değerleme Konusu Şirketler Hakkında Bilgiler

Ülker Bisküvi – Genel Bilgiler

Türkiye

4 Şehirde 9 Üretim Tesisi

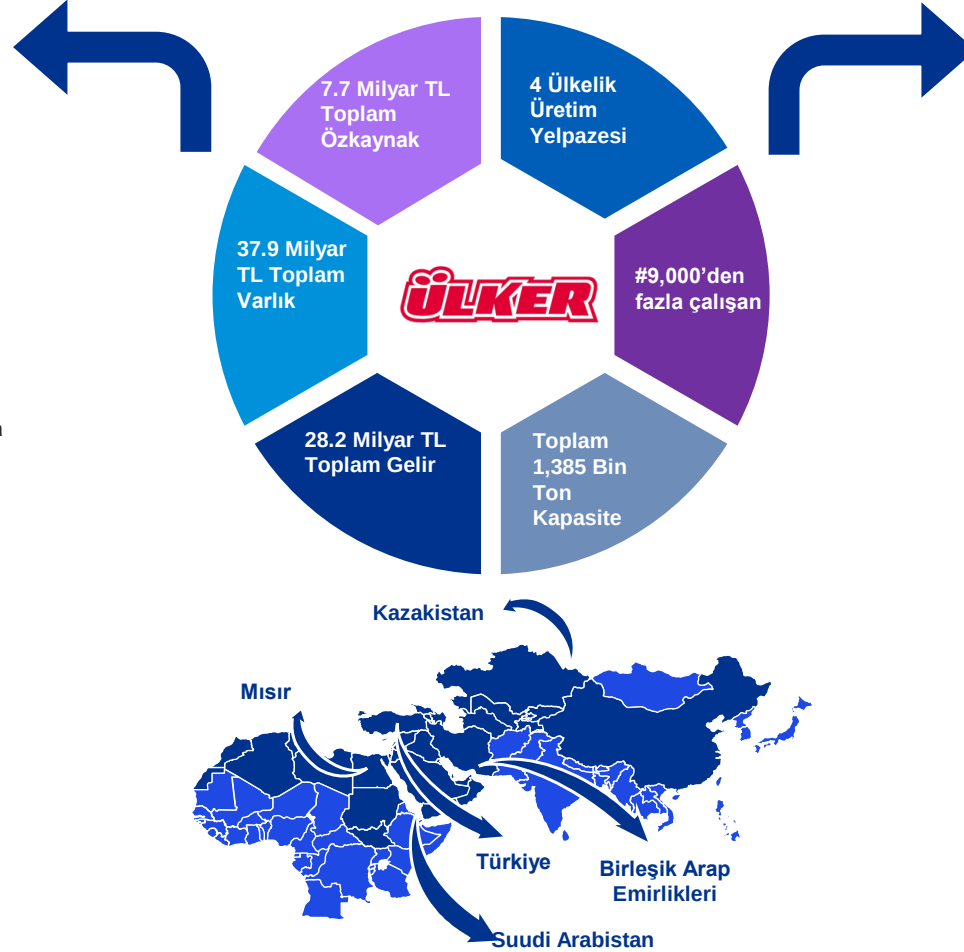
- İstanbul
- Giresun
- Karaman
- Ankara

İç Pazardaki Konumu

- %35 Pazar payı ile atıştırmalık sektöründe 1 numara
- %40 Pazar payı ile bisküvi sektöründe 1 numara
- %40 Pazar payı ile çikolata sektöründe 1 numara

Uluslararası Pazardaki Konumu

- Suudi Arabistan'da bisküvi sektöründe 1 Numara
- Mısır'da bisküvi sektöründe 1 numara
- Kazakistan'da çikolata sektöründe 2 numara
- Ortadoğu ve Kuzey Afrika'da 1 veya 2 numara olma hedefinde



Mısır

Üretim İştirakleri

- Hi Food

Ticaret ve Dağıtım İştirakleri

- Ülker Egypt

Suudi Arabistan

Üretim İştirakleri

- FMC, IBC

Kazakistan

Üretim İştirakleri

- Hamle

Birleşik Arap Emirlikleri

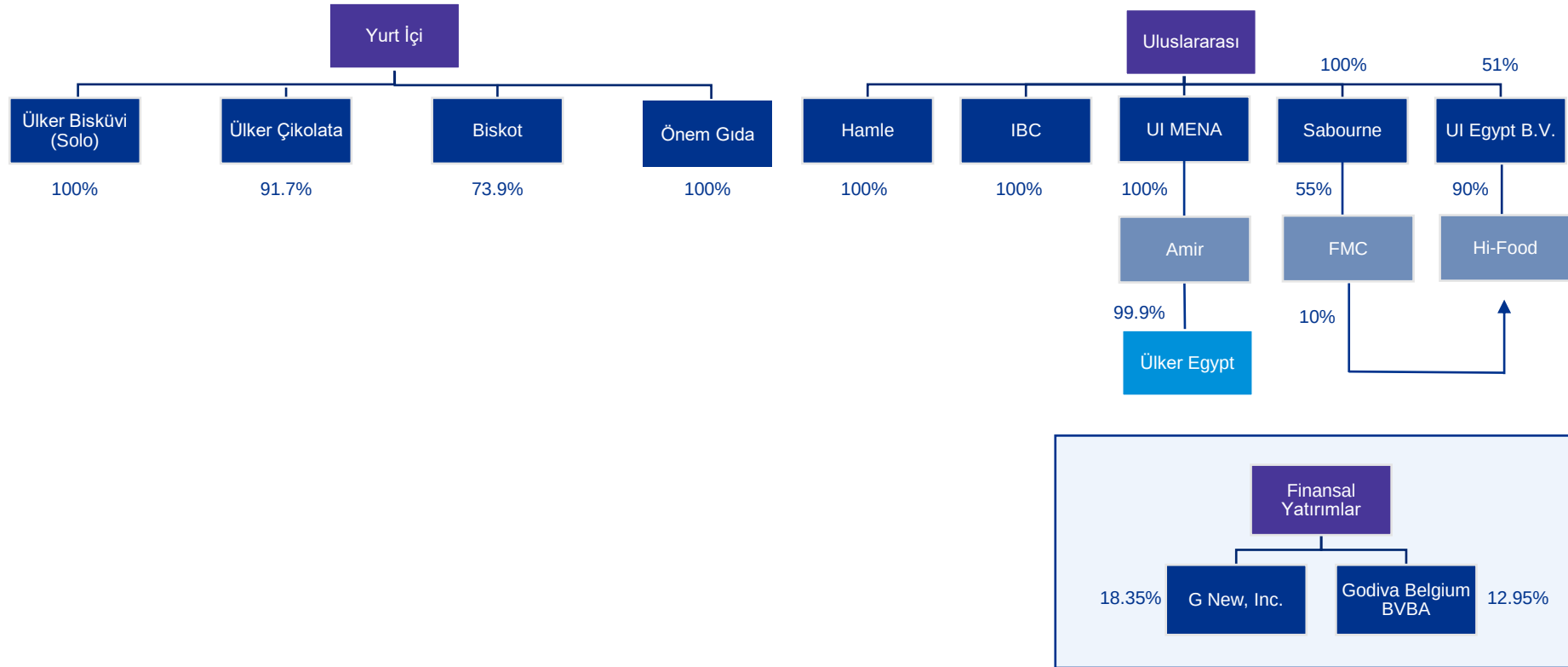
Ticaret ve Dağıtım İştirakleri

- Amir Global

Kaynak: Müşteriler



Ülker Bisküvi – Grup Yapısı



Kaynak: Müşteriler

Not: Her bir bağlı ortaklık için doğrudan sahiplikler gösterilmiştir.

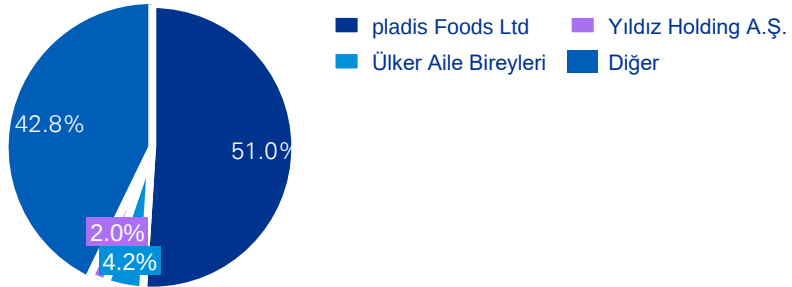


Ülker Bisküvi Hakkında

Genel Bilgiler

- Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. 1944 yılında kurulmuştur ve merkezi İstanbul / Türkiye'de bulunmaktadır.
- Şirketin temel ticari faaliyetleri bisküvi, çikolata, çikolata kaplı bisküvi, gofret ve kek imalatıdır.
- Türkiye'de 75 yılı aşkın deneyime sahiptir.
- Ülker, Türkiye'nin en önemli atıştırılabilir markalarından biridir.
- Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş., iştirakleri ile birlikte Türkiye'de Ülker markası altında çikolata, çikolata kaplı bisküvi, bisküvi, kek, gofret ve kraker üretimi pazarlaması ve satışı yapmaktadır.

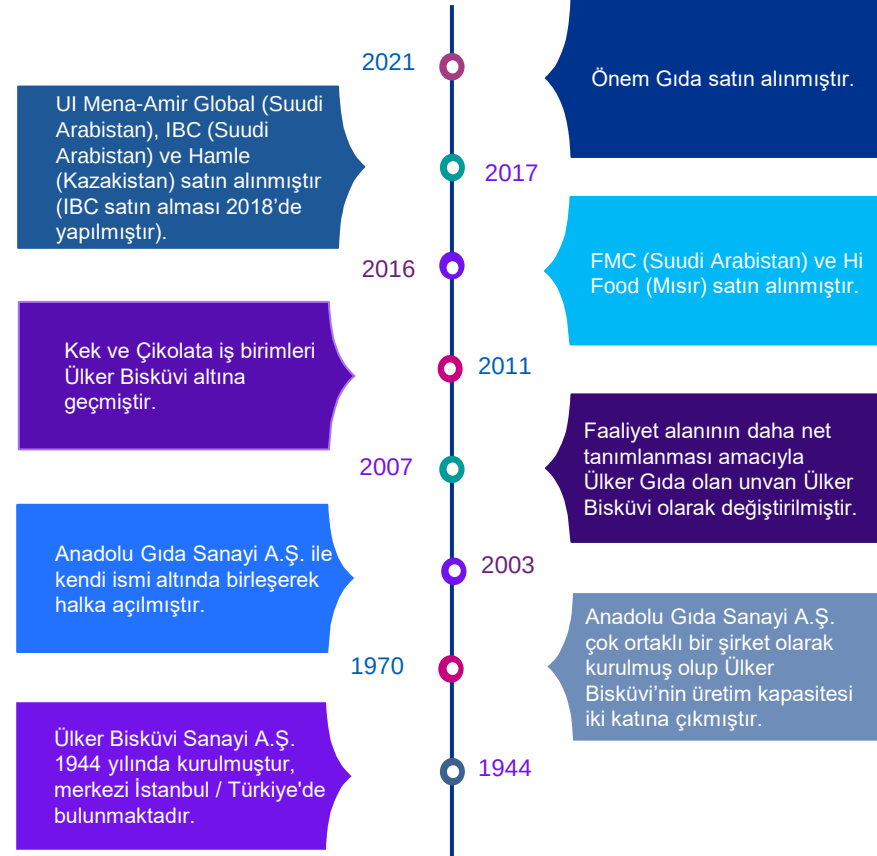
Hisse Yapısı (31.12.2022 itibarıyla)



Kaynak: Müşteriler



Kilometre Taşları

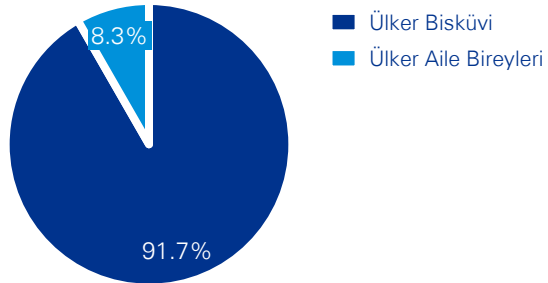


Ülker Çikolata Hakkında

Genel Bilgiler

- Ülker, 1970 yılından itibaren çikolatalı ürünler, gofret ve çikolata, 1990'dan itibaren kek, süt, bitkisel yağ ve 2000'li yıllarda ise mutfak ürünleri, içecek gibi farklı alanlardaki ürünlerle tüketicisiyle buluşmuştur.
- 1974 yılında Topkapı Davutpaşa'da bulunan bisküvi fabrikasının yanında Ülker Çikolata Fabrikası kurulmuştur.
- Ülker'in, çikolatalı ürünler kategorisindeki deneyimi Türkiye'de 50 yılı aşkındır.
- Ülker Çikolata Sanayi A.Ş.'nin ana faaliyet konusu çikolata, krem çikolata, çikolata kaplamalı mamuller ve kakao tozu mamulleri imalatı yapmak ve bu mamulleri çeşitli markalar adı altında satmaktır.

Hisse Yapısı (31.12.2022 itibarıyla)



Kaynak: Müşteriler



Kilometre Taşları



Biskot Hakkında

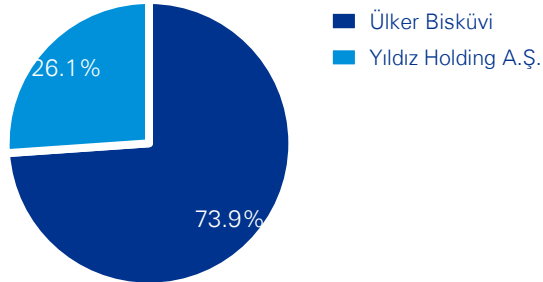
Genel Bilgiler

- Biskot Bisküvi Gıda San. ve Tic. A.Ş. 1986 yılında bisküvi ve gofret fabrikası olarak faaliyetlerine başlamıştır.
- Biskot Bisküvi Gıda San. ve Tic. A.Ş. Karaman Organize Sanayi Bölgesi'nde dört ve İstanbul Silivri'de bir olmak üzere toplamda beş ayrı fabrikada faaliyet göstermektedir.
- 1995 yılından bu yana bisküvi ve gofretin yanı sıra çikolata ve kek üretmeye de başlamıştır.
- Biskot Bisküvi'nin ürün portföyünde bisküvi, gofret, kek, çikolata, krem çikolata ve çikolata kaplamalı ürünler bulunmaktadır.
- Biskot Bisküvi Alpella, Ülker, Halk ve Karsa markalarının dışında "özel etiket" ürünler de üretmektedir.

Biskot Tarafından Üretimi Yapılan Markalar



Hisse Yapısı (31.12.2022 itibarıyla)



Kaynak: Müşteriler



Ülker Bisküvi Önemli KAP Açıklamaları

#	Tarih	Başlık	Özet Açıklama
1	13.03.2023	Kredi Yenilenmesi	Ülker Bisküvi A.Ş., Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) ile Nisan 2023'te vadesi dolan 75 milyon EUR'luk kredi sözleşmesini yine aynı tutar ve para birimiyle 3 yıl vadeli olarak yenilemiştir.
2	08.03.2023	Sendikasyon Kredisi Temini	Ülker Bisküvi A.Ş. Nisan 2023'de vadesi gelen 375 milyon ABD doları sendikasyon kredisinin geri ödenmesinin finanse edilmesi, finansal istikrarının, kısa ve orta vadedeki stratejilerinin güçlendirilmesi amacıyla, 5 uluslararası bankayla toplam 195 milyon ABD Doları tutarında sendikasyon anlaşması imzalanmıştır.
3	17.01.2023	Kredi Derecelendirme	Uluslararası derecelendirme kuruluşu Fitch Ratings Ülker Bisküvi'nin uzun vadeli kredi notunu B , görünümünü ise "Negatif" olarak yukarı yönlü revize etmiştir.
4	19.12.2022	S&P Kredi Derecelendirmesi	Uluslararası derecelendirme kuruluşu Standard & Poor's ("S&P") Ülker Bisküvi'nin uzun vadeli kredi notunu B , görünümünü ise "Durağan" olarak revize etmiştir.
5	27.10.2022	Pay Dışında Sermaye Piyasası Aracı İşlemlerine İlişkin Bildirim	Ülker Bisküvi A.Ş'nin 650 milyon USD nominal değerli, 5 yıllık vadeli tahvillerinin 31/10/2022 tarihli 4 no'lu kupon ödemesi için 19,480,537.25 ABD Doları ve USD 3,106,962.75 ABD Doları ilgili yatırımcı hesaplarına aktarılacak üzere bankaya transfer edilmiştir.
6	26.09.2022	JCR Eurasia Derecelendirmesine İlişkin	JCR Eurasia Rating, Ülker Bisküvi'nin uzun vadeli ulusal kurum kredi derecelendirme notunu "AA-(tr)" olarak revize etmiş, kısa vadeli ulusal kurum kredi derecelendirme notunu "J+1 (tr)", görünümünü ise "stabil" olarak belirlemiştir. Uzun vadeli, yabancı ve yerel para cinsinden uluslararası notunu "BB" görünümünü ise "negatif" olarak belirlemiştir."

Kaynak: KAP



04

Değerleme Analizleri ve Çalışmaları

04.1

Gelir Yaklaşımı

Ülker Bisküvi (solo) – İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi

Ülker Bisküvi (solo) - İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi							
TL mn	1 Oca 22 31 Ara 22	1 Oca 23 31 Ara 23	1 Oca 24 31 Ara 24	1 Oca 25 31 Ara 25	1 Oca 26 31 Ara 26	1 Oca 27 31 Ara 27	Nihai Dönem
Net Satışlar	7,579	13,021	17,380	21,513	24,178	26,799	28,917
Büyüme %	146.2%	71.8%	33.5%	23.8%	12.4%	10.8%	7.9%
FAVÖK	1,273	1,991	2,645	3,274	3,687	4,096	4,419
FAVÖK Marjı %	16.8%	15.3%	15.2%	15.2%	15.2%	15.3%	15.3%
Amortisman ve İtfa Giderleri (-)		(57)	(63)	(78)	(95)	(115)	(124)
FVÖK		1,934	2,582	3,196	3,591	3,981	4,295
Vergi Oranı %		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Gideri		(387)	(516)	(639)	(718)	(796)	(859)
Vergi Sonrası Faaliyet Karı		1,547	2,065	2,556	2,873	3,185	3,436
Nakit Akışı Düzeltmeleri:							
Artı: Amortisman ve İtfa Giderleri		57	63	78	95	115	124
İşletme Sermayesindeki Değişim		(1,208)	(1,264)	(1,232)	(789)	(776)	(627)
Sabit Kıymet Yatırımları		(116)	(209)	(301)	(363)	(402)	(434)
Net Yatırım		(1,267)	(1,410)	(1,454)	(1,056)	(1,063)	(937)
Şirkete Serbest Nakit Akışları		280	656	1,102	1,817	2,122	2,500
AOSM		26.7%	26.7%	26.7%	26.7%	26.7%	18.9%
Nihai Dönem Düzeltme Faktörü		1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	9.1
Dönem		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	
Bugünkü Değer Faktörü		0.89	0.70	0.55	0.44	0.35	0.35
Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri		249	460	610	794	732	7,874
Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri - Projeksiyon Dönemi	2,846						
Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri - Nihai Dönem	7,874						
Şirket Değeri	10,720						
Net Nakit / (Borç)	(11,079)						
Finansal Yatırımlar	210						
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	473						
Hisse Değeri	325						

Kaynak: Müşteriler, KPMG Analizi



Ülker Bisküvi'nin gelir yaklaşımı çerçevesinde yapılan değerlendirme analizinde şirkete serbest nakit akışları tahmin edilmiş ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle Değerleme Tarihi'ne indirgenmiştir. Şirkete serbest nakit akışları 5 yıllık bir dönem için tahmin edilmiştir. Sonrasında şirketin sonsuza kadar yaratacağı nakit akışları nihai dönem değeri olarak Gordon büyüme modeli kullanılarak hesaplanmıştır.

Nihai dönem büyüme oranı, EIU tarafından Türkiye için yapılan uzun dönem enflasyon oranı tahmini dikkate alınarak belirlenmiştir. Nihai dönemde FAVÖK marjının, 2027 için öngörülen marja eşit olacağı varsayılmıştır. İşletme sermayesinin net satışlara oranı ile sabit kıymet yatırımlarının net satışlara oranının nihai dönemde FAVÖK marjı varsayımına benzer şekilde 2027 yılındaki oranlara eşit olacağı varsayılmıştır.

Şirketin 5 yıllık projeksiyon döneminde sabit kıymet yatırımlarının net satışlara oranının %0.9 ile %1.5 arasında olacağı tahmin edilmiştir.

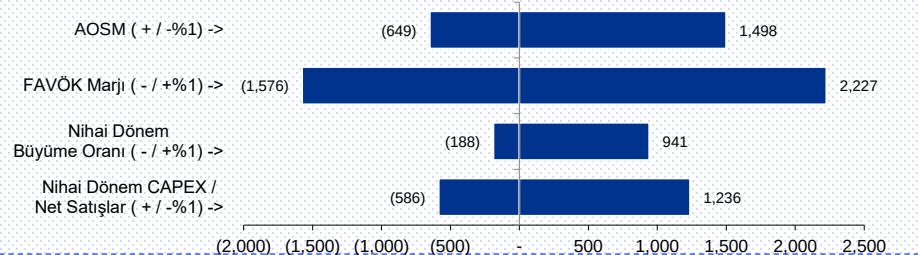
Vergi oranı bütün projeksiyon döneminde yasal vergi oranına eşit ve %20 olarak varsayılmıştır.

Çalışmada 5 yıllık projeksiyon döneminde ve nihai dönemde ayrı olmak üzere 2 farklı AOSM kullanılmıştır. Değerleme Tarihi itibarıyla enflasyon oranının göreceli olarak yüksek olmasıyla birlikte, EIU tahminlerine göre ortalama enflasyonun kademeli olarak düşmesi beklendiğinden, nihai dönemde yüksek bir enflasyon primi olmayacağı varsayılmıştır. Bu sebeple nihai dönemde enflasyon primi daha düşük kullanılarak AOSM hesaplanmıştır (sayfa 50).

Nakit akışlarının yıl içerisinde yayılmış olması sebebiyle bugünkü değer çarpanı yıl ortası dönem kullanılarak hesaplanmıştır.

Şirketin net borç, finansal yatırım ve ertelenmiş vergi varlıklarına dair tutarlar sayfa 56'daki özet bilançoda sunulmuştur.

Önemli varsayımlar üzerinden oluşturulan hisse değeri duyarlılık tablosu ise aşağıdaki gibidir:



Ülker Çikolata – İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi

Ülker Çikolata - İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi							
TL mn	1 Oca 22 31 Ara 22	1 Oca 23 31 Ara 23	1 Oca 24 31 Ara 24	1 Oca 25 31 Ara 25	1 Oca 26 31 Ara 26	1 Oca 27 31 Ara 27	Nihai Dönem
Net Satışlar	7,472	12,423	16,544	20,474	22,972	25,414	27,422
Büyüme %	115.7%	66.3%	33.2%	23.8%	12.2%	10.6%	7.9%
FAVÖK	1,415	2,257	2,996	3,703	4,157	4,603	4,967
FAVÖK Marjı %	18.9%	18.2%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%
Amortisman ve İtfâ Giderleri (-)		(54)	(62)	(73)	(84)	(97)	(104)
FVÖK		2,203	2,933	3,630	4,073	4,506	4,862
Vergi Oranı %		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Gideri		(441)	(587)	(726)	(815)	(901)	(972)
Vergi Sonrası Faaliyet Karı		1,762	2,347	2,904	3,259	3,605	3,890
Nakit Akışı Düzeltmeleri:							
Artı: Amortisman ve İtfâ Giderleri		54	62	73	84	97	104
İşletme Sermayesindeki Değişim		(1,622)	(1,160)	(1,128)	(711)	(695)	(571)
Sabit Kıymet Yatırımları		(105)	(165)	(205)	(230)	(254)	(274)
Net Yatırım		(1,673)	(1,263)	(1,260)	(856)	(852)	(741)
Şirkete Serbest Nakit Akışları		90	1,084	1,644	2,402	2,753	3,149
AOSM		27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	19.6%
Nihai Dönem Düzeltme Faktörü		1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	8.5
Dönem		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	
Bugünkü Değer Faktörü		0.89	0.69	0.55	0.43	0.34	0.34
Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri		79	753	896	1,027	923	8,995
Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri - Projeksiyon Dönemi	3,680						
Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri - Nihai Dönem	8,995						
Şirket Değeri	12,675						
Net Nakit / (Borç)	814						
Finansal Yatırımlar	135						
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	99						
Hisse Değeri	13,723						

Kaynak: Müşteriler, KPMG Analizi



Ülker Çikolata'nın gelir yaklaşımı çerçevesinde yapılan değerlendirme analizinde şirkete serbest nakit akışları tahmin edilmiş ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle Değerleme Tarihi'ne indirgenmiştir. Şirkete serbest nakit akışları 5 yıllık bir dönem için tahmin edilmiştir. Sonrasında şirketin sonsuza kadar yaratacağı nakit akışları nihai dönem değeri olarak Gordon büyüme modeli kullanılarak hesaplanmıştır.

Nihai dönem büyüme oranı, EIU tarafından Türkiye için yapılan uzun dönem enflasyon oranı tahmini dikkate alınarak belirlenmiştir. Nihai dönemde FAVÖK marjının, 2027 için öngörülen marja eşit olacağı varsayılmıştır. İşletme sermayesinin net satışlara oranı ile sabit kıymet yatırımlarının net satışlara oranının nihai dönemde FAVÖK marjı varsayımına benzer şekilde 2027 yılındaki oranlara eşit olacağı varsayılmıştır.

Şirketin 5 yıllık projeksiyon döneminde sabit kıymet yatırımlarının net satışlara oranının %0.8 ile %1.0 arasında olacağı tahmin edilmiştir.

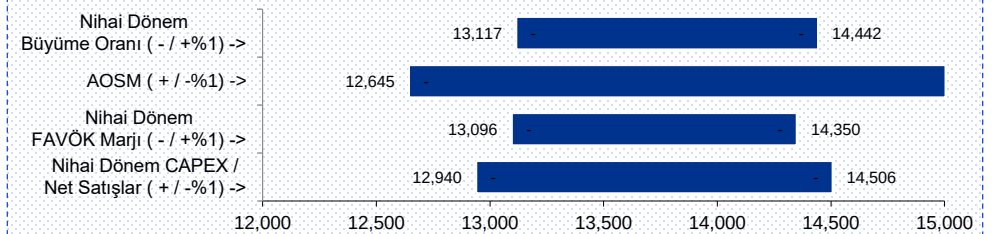
Vergi oranı bütün projeksiyon döneminde yasal vergi oranına eşit ve %20 olarak varsayılmıştır.

Çalışmada 5 yıllık projeksiyon döneminde ve nihai dönemde ayrı olmak üzere 2 farklı AOSM kullanılmıştır. Değerleme Tarihi itibarıyla enflasyon oranının göreceli olarak yüksek olmasıyla birlikte, EIU tahminlerine göre ortalama enflasyonun kademeli olarak düşmesi beklendiğinden, nihai dönemde yüksek bir enflasyon primi olmayacağı varsayılmıştır. Bu sebeple nihai dönemde enflasyon primi daha düşük kullanılarak AOSM hesaplanmıştır (sayfa 51).

Nakit akışlarının yıl içerisinde yayılmış olması sebebiyle bugünkü değer çarpanı yıl ortası dönem kullanılarak hesaplanmıştır.

Şirketin net borç, finansal yatırım ve ertelenmiş vergi varlıklarına dair tutarlar sayfa 59'daki özet bilançoda sunulmuştur.

Önemli varsayımlar üzerinden oluşturulan hisse değeri duyarlılık tablosu ise aşağıdaki gibidir:



Biskot – İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi

Biskot - İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi							
TL mn	1 Oca 22 31 Ara 22	1 Oca 23 31 Ara 23	1 Oca 24 31 Ara 24	1 Oca 25 31 Ara 25	1 Oca 26 31 Ara 26	1 Oca 27 31 Ara 27	Nihai Dönem
Net Satışlar	5,601	9,850	13,163	16,302	18,288	20,225	21,822
Büyüme %	121.1%	75.9%	33.6%	23.8%	12.2%	10.6%	7.9%
FAVÖK	1,005	1,525	1,836	2,284	2,574	2,853	3,079
FAVÖK Marjı %	17.9%	15.5%	13.9%	14.0%	14.1%	14.1%	14.1%
Amortisman ve İtfa Giderleri (-)		(42)	(53)	(65)	(78)	(91)	(98)
FVÖK		1,482	1,783	2,219	2,496	2,762	2,980
Vergi Oranı %		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Gideri		(296)	(357)	(444)	(499)	(552)	(596)
Vergi Sonrası Faaliyet Karı		1,186	1,426	1,775	1,997	2,210	2,384
Nakit Akışı Düzeltmeleri:							
Artı: Amortisman ve İtfa Giderleri		42	53	65	78	91	98
İşletme Sermayesindeki Değişim		(663)	(743)	(688)	(427)	(415)	(344)
Sabit Kıymet Yatırımları		(143)	(192)	(233)	(255)	(277)	(298)
Net Yatırım		(764)	(882)	(856)	(605)	(601)	(545)
Şirkete Serbest Nakit Akışları		422	544	919	1,391	1,609	1,840
AOSM		26.7%	26.7%	26.7%	26.7%	26.7%	18.9%
Nihai Dönem Düzeltme Faktörü		1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	9.1
Dönem		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	
Bugünkü Değer Faktörü		0.89	0.70	0.55	0.44	0.35	0.35
Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri		375	381	509	608	555	5,795
Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri - Projeksiyon Dönemi	2,429						
Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri - Nihai Dönem	5,795						
Şirket Değeri	8,224						
Net Nakit / (Borç)	77						
Ertelenmiş Vergi Varlığı	225						
Hisse Değeri	8,526						

Kaynak: Müşteriler, KPMG Analizi



Biskot'un gelir yaklaşımı çerçevesinde yapılan değerlendirme analizinde şirkete serbest nakit akışları tahmin edilmiş ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle Değerleme Tarihi'ne indirgenmiştir. Şirkete serbest nakit akışları 5 yıllık bir dönem için tahmin edilmiştir. Sonrasında şirketin sonsuza kadar yaratacağı nakit akışları nihai dönem değeri olarak Gordon büyüme modeli kullanılarak hesaplanmıştır.

Nihai dönem büyüme oranı, EIU tarafından Türkiye için yapılan uzun dönem enflasyon oranı tahmini dikkate alınarak belirlenmiştir. Nihai dönemde FAVÖK marjının, 2027 için öngörülen marja eşit olacağı varsayılmıştır. İşletme sermayesinin net satışlara oranı ile sabit kıymet yatırımlarının net satışlara oranının nihai dönemde FAVÖK marjı varsayımına benzer şekilde 2027 yılındaki oranlara eşit olacağı varsayılmıştır.

Şirketin 5 yıllık projeksiyon döneminde sabit kıymet yatırımlarının net satışlara oranının ortalama % 1.4 olacağı tahmin edilmiştir.

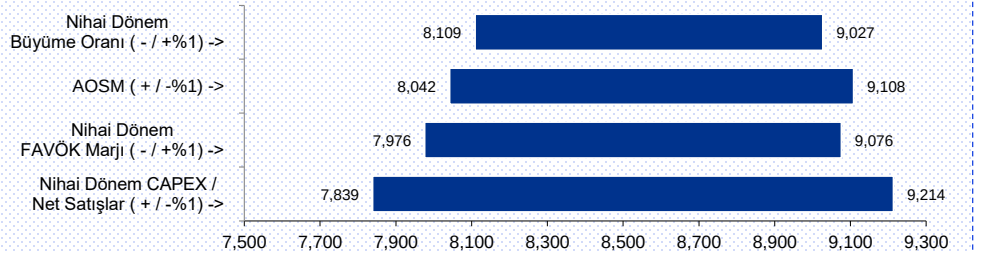
Vergi oranı bütün projeksiyon döneminde yasal vergi oranına eşit ve %20 olarak varsayılmıştır.

Çalışmada 5 yıllık projeksiyon döneminde ve nihai dönemde ayrı olmak üzere 2 farklı AOSM kullanılmıştır. Değerleme Tarihi itibarıyla enflasyon oranının göreceli olarak yüksek olmasıyla birlikte, EIU tahminlerine göre ortalama enflasyonun kademeli olarak düşmesi beklendiğinden, nihai dönemde yüksek bir enflasyon primi olmayacağı varsayılmıştır. Bu sebeple nihai dönemde enflasyon primi daha düşük kullanılarak AOSM hesaplanmıştır (sayfa 52).

Nakit akışlarının yıl içerisinde yayılmış olması sebebiyle bugünkü değer çarpanı yıl ortası dönem kullanılarak hesaplanmıştır.

Şirketin net borç, finansal yatırım ve ertelenmiş vergi varlıklarına dair tutarlar sayfa 62'deki özet bilançoda sunulmuştur.

Önemli varsayımlar üzerinden oluşturulan hisse değeri duyarlılık tablosu ise aşağıdaki gibidir:



04.2

Pazar Yaklaşımı

04.2.1

Ülker Bisküvi

Ülker Bisküvi – Benzer Şirketler Çarpanları (1/2)

Benzer şirketler; Avrupa, Amerika ve Türkiye’de bisküvi ve çikolata üretimi ve satışı yapan şirketler arasından seçilmiştir. Halka açıklık oranı düşük olan şirketler analize dahil edilmemiştir.

Şirket Değeri / Net Satışlar Çarpanları

Şirket Değeri / Net Satışlar	31 Ara 16	31 Ara 17	31 Ara 18	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Nestlé S.A.	2.7x	3.1x	3.0x	3.7x	3.8x	4.5x	3.6x
Mondelez International, Inc.	3.2x	3.2x	3.0x	3.8x	3.8x	3.8x	3.5x
The Hershey Company	3.3x	3.6x	3.4x	4.4x	4.4x	4.9x	5.0x
Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG	3.7x	3.9x	3.8x	4.4x	5.2x	6.6x	4.7x
Barry Callebaut AG	1.2x	1.8x	1.4x	1.8x	1.9x	1.8x	1.4x
Cloetta AB (publ)	2.2x	1.9x	1.5x	1.8x	1.6x	1.6x	1.2x
Hotel Chocolat Group plc	3.3x	3.6x	2.4x	3.5x	3.7x	3.5x	1.1x
Midsona AB (publ)	1.7x	1.6x	1.4x	1.5x	1.7x	1.4x	0.7x
Wawel S.A.	2.4x	2.6x	2.0x	1.4x	1.5x	1.1x	0.8x
Rocky Mountain Chocolate Factory, Inc.	1.5x	1.8x	1.3x	1.6x	1.1x	1.3x	1.0x
Zakłady Przemysłu Cukierniczego Otmuchów S.A.	0.4x	0.4x	0.4x	0.3x	0.3x	0.4x	0.4x
Campbell Soup Company (NYSE:CPB)	2.8x	2.3x	2.9x	2.9x	2.3x	2.2x	2.5x
Orkla ASA (OB:ORK)	2.4x	2.5x	1.8x	2.2x	2.0x	2.0x	1.5x
Lotus Bakeries NV (ENXTBR:LOTB)	4.3x	3.4x	3.3x	3.7x	4.8x	6.2x	6.0x
J&J Snack Foods Corp. (NasdaqGS:JJSF)	2.2x	2.3x	2.1x	2.6x	2.8x	2.3x	2.1x
Oylum Sınai Yatırımlar Anonim Şirketi (IBSE:OYLUM)	1.2x	1.2x	0.6x	1.5x	2.0x	1.4x	1.9x
Ortalama	2.4x	2.4x	2.1x	2.6x	2.7x	2.8x	2.3x
Medyan	2.4x	2.4x	2.1x	2.4x	2.2x	2.1x	1.7x

Ülker Bisküvi - Benzer Şirketler Çarpanları Analizi			
TL mn	Şirket Değeri / Net Satışlar		
	Düşük	Orta	Yüksek
Çarpan Parametre	2.0x	2.2x	2.4x
Şirket Değeri	55,382	61,535	67,689
Net Borç		(13,342)	
Finansal Yatırımlar		2,898	
Operasyonel Olmayan Varlıklar		598	
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		(1,997)	
Hisse Değeri	43,539	49,692	55,846

Uzun dönem ortalama:
2.2x

Benzerlerin Şirket Değeri / Net Satışlar Çarpanları

- Değerleme analizinde kullanılacak net satışlar çarpanları için benzer şirketlerin 2016 – 2022 yılları arasındaki çarpanları analiz edilmiş ve uzun dönemli ortalama net satış çarpanı değerlendirilmiştir.
- Uzun dönemli net satış çarpanı Ülker Bisküvi’nin 2022 yılı net satış tutarına (sayfa 63) uygulanmış ve bu şekilde şirket değeri tahmin edilmiştir. Kullanılan çarpana +/-%10 duyarlılık uygulanarak bir değer aralığı oluşturulmuştur.
- Tahmin edilen şirket değerinden hisse değerine ulaşmak için Ülker Bisküvi’nin 31 Aralık 2022 itibarıyla net borç tutarı düşülmüş, finansal yatırımlar ve operasyonel olmayan varlıklar (ertelenmiş vergi varlıklarının ve yükümlülüklerinin neti) eklenmiştir. Kontrol gücü olmayan paylar kayıtlı değerleri ile dikkate alınmıştır. Hisse değerine ulaşmak için dikkate alınan bu tutarlar sayfa 65’te sunulan özet bilançoda gösterilmiştir.

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi



Ülker Bisküvi – Benzer Şirketler Çarpanları (2/2)

Şirket Değeri / FAVÖK Çarpanları

Şirket Değeri / FAVÖK	31 Dec 16	31 Dec 17	31 Dec 18	31 Dec 19	31 Dec 20	31 Dec 21	31 Dec 22
Nestlé S.A.	14.2x	15.9x	15.0x	18.3x	19.3x	22.7x	18.8x
Mondelez International, Inc.	19.9x	18.0x	16.9x	19.1x	18.8x	18.0x	18.6x
The Hershey Company	15.9x	14.8x	13.1x	17.7x	17.0x	18.5x	19.9x
Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG	20.3x	21.2x	20.6x	23.2x	34.4x	36.6x	25.8x
Barry Callebaut AG	15.6x	20.3x	13.2x	17.0x	20.3x	18.1x	13.9x
Cloetta AB (publ)	12.8x	13.8x	10.8x	12.6x	13.9x	12.8x	9.1x
Hotel Chocolat Group plc	22.7x	24.3x	15.8x	23.9x	52.8x	28.4x	8.7x
Midsona AB (publ)	21.3x	17.6x	16.2x	18.5x	19.0x	20.6x	15.0x
Wawel S.A.	12.7x	11.8x	9.2x	8.1x	7.2x	6.5x	6.1x
Rocky Mountain Chocolate Factory, Inc.	8.0x	10.3x	8.6x	12.7x	a.d.	51.0x	15.6x
Zakłady Przemysłu Cukierniczego Otmuchów S.A.	a.d.	10.6x	43.2x	a.d.	5.4x	11.2x	16.6x
Campbell Soup Company (NYSE:CPB)	13.9x	8.9x	11.8x	16.1x	11.7x	9.9x	13.7x
Orkla ASA (OB:ORK)	16.9x	17.2x	12.1x	15.9x	14.3x	13.7x	9.8x
Lotus Bakeries NV (ENXTBR:LOTB)	22.1x	17.4x	16.9x	19.4x	24.8x	33.0x	33.5x
J&J Snack Foods Corp. (NasdaqGS:JJSF)	14.4x	16.0x	15.5x	18.9x	49.0x	20.4x	25.3x
Oylum Sınai Yatırımlar Anonim Şirketi (IBSE:OYLUM)	45.2x	27.0x	6.8x	16.0x	15.9x	21.5x	24.1x
Ortalama	18.4x	16.6x	15.3x	17.2x	21.6x	21.4x	17.2x
Medyan	15.9x	16.6x	14.1x	17.7x	18.8x	19.5x	16.1x

Benzer şirketler; Avrupa, Amerika ve Türkiye'de bisküvi ve çikolata üretimi ve satışı yapan şirketler arasından seçilmiştir. Halka açıklık oranı düşük olan şirketler analize dahil edilmemiştir.

Ülker Bisküvi - Benzer Şirketler Çarpanları Analizi			
TL mn	Şirket Değeri / FAVÖK		
	Düşük	Orta	Yüksek
Çarpan Parametre	15.3x	16.9x	18.6x
Şirket Değeri	83,937	93,263	102,589
Net Borç		(13,342)	
Finansal Yatırımlar		2,898	
Operasyonel Olmayan Varlıklar		598	
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		(1,997)	
Hisse Değeri	72,094	81,420	90,747

Uzun dönem ortalama:
16.9x

Benzerlerin Şirket Değeri / FAVÖK Çarpanları

- Değerleme analizinde kullanılacak FAVÖK çarpanları için benzer şirketlerin 2016 – 2022 yılları arasındaki çarpanları analiz edilmiş ve uzun dönemli ortalama FAVÖK çarpanı değerlendirilmiştir.
- Uzun dönemli FAVÖK çarpanı Ülker Bisküvi'nin 2022 yılı FAVÖK tutarına (sayfa 63) uygulanmış ve bu şekilde şirket değeri tahmin edilmiştir. Kullanılan çarpana +/-%10 duyarlılık uygulanarak bir değer aralığı oluşturulmuştur.
- Tahmin edilen şirket değerinden hisse değerine ulaşmak için Ülker Bisküvi'nin 31 Aralık 2022 itibarıyla net borç tutarı düşülmüş, finansal yatırımlar ve operasyonel olmayan varlıklar (ertelenmiş vergi varlıklarının ve yükümlülüklerinin neti) eklenmiştir. Kontrol gücü olmayan paylar kayıtlı değerleri ile dikkate alınmıştır. Hisse değerine ulaşmak için dikkate alınan bu tutarlar sayfa 65'te sunulan özet bilançoda gösterilmiştir.

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi



Ülker Bisküvi – Benzer İşlemler Çarpanları

Seçilen Benzer İşlemler

Benzer İşlemler					
Kapanış Tarihi	Hedef Şirket	Ülke	Alıcı Şirket/(ler)	Şirket Değeri / FAVÖK	Şirket Değeri / Net Satışlar
5.10.2022	Pan Malaysia Corporation Berhad	Malezya	Fortress Opportunistic Growth Fund	11.9x	0.7x
1.12.2020	Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	Norges Bank Investment Management; Government Pension Fund Global	2.5x	0.5x
23.10.2020	Cloetta AB (publ)	İsveç	Malfors Promotor A.B.	10.7x	1.5x
8.08.2019	Edita Food Industries Company (S.A.E)	Mısır	Fundpartner Solutions (Europe) SA; Kingsway Fund Frontier Consumer Franchises EXTObA	10.0x	1.7x
8.08.2019	Edita Food Industries Company (S.A.E)	Mısır	m.d.	10.0x	1.7x
20.06.2018	Lotte Confectionery Co., Ltd.	Güney Kore	LOTTE Corporation	12.6x	0.8x
13.11.2017	ORION Corp.	Güney Kore	ORION Holdings Corp.	m.d.	m.d.
19.10.2017	Crown Confectionery Co., Ltd.	Güney Kore	CROWNHAITAI Holdings Co.,Ltd.	m.d.	m.d.
13.05.2016	Atlantic Grupa d.d.	Hırvatistan	Allianz ZB d.o.o.; AZ Mandatory Pension Fund Category B	8.4x	0.8x
31.07.2014	Petra Foods Limited (nka:Delfi Limited)	Singapur	m.d.	21.0x	3.5x
28.11.2012	Cloetta AB (publ)	İsveç	Lannebo Fonder AB	23.6x	1.5x
15.01.2010	Kraft Foods Inc (nka:Mondelez International, Inc.)	ABD	Pershing Square Capital Management, L.P.	9.3x	1.5x
31.05.2007	Fujiya Co., Ltd.	Japonya	NAMCO BANDAI Holdings Inc. (nka:BANDAI NAMCO Holdings Inc.)	m.d.	m.d.
7.03.2005	Leaf International BV (nka:Cloetta AB (publ))	İsveç	CVC Capital Partners Limited; Nordic Capital	m.d.	m.d.
12.01.2005	Haitai Confectionery&Foods Co.,Ltd.	Güney Kore	Muhtelif alıcılar	m.d.	m.d.
Ortalama				12.0x	1.4x
Medyan				10.4x	1.5x
Min				2.5x	0.5x
Maks				23.6x	3.5x

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi



Benzer işlemler atıftırılmalık üreticilerinin konu olduğu işlemler arasından seçilmiştir. İşlemler seçilirken işleme konu şirketlerin büyüklükleri de dikkate alınmış, hesaplanan şirket değeri 100 milyon TL'den küçük olan şirketler için işlemler dikkate alınmamıştır.

Ülker Bisküvi - Benzer İşlemler Çarpanları Analizi			
TL mn	Şirket Değeri / Net Satışlar		
	Düşük	Orta	Yüksek
Çarpan	1.4x	1.5x	1.7x
Parametre		28,197	
Şirket Değeri	38,086	42,318	46,549
Net Borç		(13,342)	
Finansal Yatırımlar		2,898	
Operasyonel Olmayan Varlıklar		598	
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		(1,997)	
Hisse Değeri	26,243	30,475	34,706

Ülker Bisküvi - Benzer İşlemler Çarpanları Analizi			
TL mn	Şirket Değeri / FAVÖK		
	Düşük	Orta	Yüksek
Çarpan	9.3x	10.4x	11.4x
Parametre		5,504	
Şirket Değeri	51,319	57,021	62,724
Net Borç		(13,342)	
Finansal Yatırımlar		2,898	
Operasyonel Olmayan Varlıklar		598	
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		(1,997)	
Hisse Değeri	39,476	45,179	50,881

Benzer Şirketler Çarpanları

- Benzer işlemler analizinde seçilen çarpanlara +/-%10 duyarlılık uygulanarak değer aralığı oluşturulmuştur.

Ülker Bisküvi – Borsa Değeri



	Aralık 2022 – Ocak 2023			
	2022 yılı sonu	Ortalama	Minimum	Maksimum
Borsa Değeri, Milyar TL	15.0	14.2	11.2	16.2

Borsa Değeri

- Ülker Bisküvi uzun yıllardır Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.
- Değerleme analizinde Aralık 2022 – Ocak 2023 dönemi dikkate alınmıştır. 2022 yılındaki görece yüksek enflasyon sebebiyle daha önceki dönemler dikkate alınmamıştır. 6 Şubat 2023 tarihinde Kahramanmaraş'ta yaşanan deprem sonrası Borsa İstanbul'da dalgalanma arttığı için Ocak 2023 dönemi sonrası dönem değer aralığına dahil edilmemiştir.

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi



04.2.2

Ülker Çikolata

Ülker Çikolata – Benzer Şirketler Çarpanları (1/2)

Şirket Değeri / Net Satışlar Çarpanları

Şirket Değeri / Net Satışlar	31 Dec 16	31 Dec 17	31 Dec 18	31 Dec 19	31 Dec 20	31 Dec 21	31 Dec 22
Nestlé S.A.	2.7x	3.1x	3.0x	3.7x	3.8x	4.5x	3.6x
Mondelez International, Inc.	3.2x	3.2x	3.0x	3.8x	3.8x	3.8x	3.5x
The Hershey Company	3.3x	3.6x	3.4x	4.4x	4.4x	4.9x	5.0x
Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG	3.7x	3.9x	3.8x	4.4x	5.2x	6.6x	4.7x
Barry Callebaut AG	1.2x	1.8x	1.4x	1.8x	1.9x	1.8x	1.4x
Cloetta AB (publ)	2.2x	1.9x	1.5x	1.8x	1.6x	1.6x	1.2x
Hotel Chocolat Group plc	3.3x	3.6x	2.4x	3.5x	3.7x	3.5x	1.1x
Midsona AB (publ)	1.7x	1.6x	1.4x	1.5x	1.7x	1.4x	0.7x
Wawel S.A.	2.4x	2.6x	2.0x	1.4x	1.5x	1.1x	0.8x
Rocky Mountain Chocolate Factory, Inc.	1.5x	1.8x	1.3x	1.6x	1.1x	1.3x	1.0x
Zakłady Przemysłu Cukierniczego Otmuchów S.A.	0.4x	0.4x	0.4x	0.3x	0.3x	0.4x	0.4x
Ortalama	2.3x	2.5x	2.1x	2.6x	2.7x	2.8x	2.1x
Medyan	2.4x	2.6x	2.0x	1.8x	1.9x	1.8x	1.2x

Benzer şirketler; Avrupa, Amerika ve Türkiye’de çikolata üretimi ve satışı yapan şirketler arasından seçilmiştir. Halka açıklık oranı düşük olan şirketler analize dahil edilmemiştir.

Ülker Çikolata - Benzer Şirketler Çarpanları Analizi			
TL mn	Şirket Değeri / Net Satışlar		
	Düşük	Orta	Yüksek
Çarpan Parametre	1.8x	2.0x	2.1x
		7,472	
Şirket Değeri	13,114	14,571	16,028
Net Borç		814	
Finansal Yatırımlar		135	
Operasyonel Olmayan Varlıklar Toplamı		99	
Hisse Değeri	14,162	15,619	17,076

Uzun dönem ortalama:
2.0x

Benzerlerin Şirket Değeri / Net Satışlar Çarpanları

- Değerleme analizinde kullanılacak net satışlar çarpanları için benzer şirketlerin 2016 – 2022 yılları arasındaki çarpanları analiz edilmiş ve uzun dönemli ortalama net satış çarpanı değerlendirilmiştir.
- Uzun dönemli net satış çarpanı Ülker Çikolata’nın 2022 yılı net satış tutarına (sayfa 57) uygulanmış ve bu şekilde şirket değeri tahmin edilmiştir. Kullanılan çarpana +/-%10 duyarlılık uygulanarak bir değer aralığı oluşturulmuştur.
- Tahmin edilen şirket değerinden hisse değerine ulaşmak için Ülker Çikolata’nın 31 Aralık 2022 itibarıyla net nakit tutarı, finansal yatırımlar ve operasyonel olmayan varlıklar (ertelenmiş vergi varlıklarının ve yükümlülüklerinin neti) eklenmiştir. Hisse değerine ulaşmak için dikkate alınan bu tutarlar sayfa 59’da sunulan özet bilançoda gösterilmiştir.

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi



Ülker Çikolata – Benzer Şirketler Çarpanları (2/2)

Şirket Değeri / FAVÖK Çarpanları

Şirket Değeri / FAVÖK	31 Ara 16	31 Ara 17	31 Ara 18	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Nestlé S.A.	14.2x	15.9x	15.0x	18.3x	19.3x	22.7x	18.8x
Mondelez International, Inc.	19.9x	18.0x	16.9x	19.1x	18.8x	18.0x	18.6x
The Hershey Company	15.9x	14.8x	13.1x	17.7x	17.0x	18.5x	19.9x
Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG	20.3x	21.2x	20.6x	23.2x	34.4x	36.6x	25.8x
Barry Callebaut AG	15.6x	20.3x	13.2x	17.0x	20.3x	18.1x	13.9x
Cloetta AB (publ)	12.8x	13.8x	10.8x	12.6x	13.9x	12.8x	9.1x
Hotel Chocolat Group plc	22.7x	24.3x	15.8x	23.9x	52.8x	28.4x	8.7x
Midsona AB (publ)	21.3x	17.6x	16.2x	18.5x	19.0x	20.6x	15.0x
Wawel S.A.	12.7x	11.8x	9.2x	8.1x	7.2x	6.5x	6.1x
Rocky Mountain Chocolate Factory, Inc.	8.0x	10.3x	8.6x	12.7x	a.d.	51.0x	15.6x
Zakłady Przemysłu Cukierniczego Otmuchów S.A.	a.d.	10.6x	43.2x	a.d.	5.4x	11.2x	16.6x
Ortalama	16.3x	16.2x	16.6x	17.1x	20.8x	22.2x	15.3x
Medyan	15.7x	15.9x	15.0x	18.0x	18.9x	18.5x	15.6x

Benzer şirketler; Avrupa, Amerika ve Türkiye’de çikolata üretimi ve satışı yapan şirketler arasından seçilmiştir. Halka açıklık oranı düşük olan şirketler analize dahil edilmemiştir.

Ülker Çikolata - Benzer Şirketler Çarpanları Analizi			
TL mn	Şirket Değeri / FAVÖK		
	Düşük	Orta	Yüksek
Çarpan Parametre	15.1x	16.8x	18.5x
Şirket Değeri	19,064	21,182	23,300
Net Borç		814	
Finansal Yatırımlar		135	
Operasyonel Olmayan Varlıklar Toplamı		99	
Hisse Değeri	20,112	22,231	24,349

Uzun dönem ortalama:
16.8x

Benzerlerin Şirket Değeri / FAVÖK Çarpanları

- Değerleme analizinde kullanılacak FAVÖK çarpanları için benzer şirketlerin 2016 – 2022 yılları arasındaki çarpanları analiz edilmiş ve uzun dönemli ortalama FAVÖK çarpanı değerlendirilmiştir.
- Uzun dönemli FAVÖK çarpanı Ülker Çikolata’nın 2022 yılı FAVÖK tutarına (sayfa 57) uygulanmış ve bu şekilde şirket değeri tahmin edilmiştir. Kullanılan çarpana +/-%10 duyarlılık uygulanarak bir değer aralığı oluşturulmuştur.
- Tahmin edilen şirket değerinden hisse değerine ulaşmak için Ülker Çikolata’nın 31 Aralık 2022 itibarıyla net nakit tutarı, finansal yatırımlar ve operasyonel olmayan varlıklar (ertelenmiş vergi varlıklarının ve yükümlülüklerinin neti) eklenmiştir. Hisse değerine ulaşmak için dikkate alınan bu tutarlar sayfa 59’da sunulan özet bilançoda gösterilmiştir.

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi



Ülker Çikolata – Benzer İşlemler Çarpanları

Benzer işlemler atıftırılmalık üreticilerinin konu olduğu işlemler arasından seçilmiştir. İşlemler seçilirken işleme konu şirketlerin büyüklükleri de dikkate alınmış, hesaplanan şirket değeri 100 milyon TL'den küçük olan şirketler için işlemler dikkate alınmamıştır.

Seçilen Benzer İşlemler

Benzer İşlemler					
Kapanış Tarihi	Hedef Şirket	Ülke	Alıcı Şirket(ler)	Şirket Değeri / FAVÖK	Şirket Değeri / Net Satışlar
5.10.2022	Pan Malaysia Corporation Berhad	Malezya	Fortress Opportunistic Growth Fund	11.9x	0.7x
1.12.2020	Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	Norges Bank Investment Management; Government Pension Fund Global	2.5x	0.5x
23.10.2020	Cloetta AB (publ)	İsveç	Malfors Promotor A.B.	10.7x	1.5x
8.08.2019	Edita Food Industries Company (S.A.E)	Mısır	Fundpartner Solutions (Europe) SA; Kingsway Fund Frontier Consumer Franchises EXTObA	10.0x	1.7x
8.08.2019	Edita Food Industries Company (S.A.E)	Mısır	m.d.	10.0x	1.7x
20.06.2018	Lotte Confectionery Co., Ltd.	Güney Kore	LOTTE Corporation	12.6x	0.8x
13.11.2017	ORION Corp.	Güney Kore	ORION Holdings Corp.	m.d.	m.d.
19.10.2017	Crown Confectionery Co., Ltd.	Güney Kore	CROWNHAITAI Holdings Co.,Ltd.	m.d.	m.d.
13.05.2016	Atlantic Grupa d.d.	Hırvatistan	Allianz ZB d.o.o.; AZ Mandatory Pension Fund Category B	8.4x	0.8x
31.07.2014	Petra Foods Limited (nka:Delfi Limited)	Singapur	m.d.	21.0x	3.5x
28.11.2012	Cloetta AB (publ)	İsveç	Lannebo Fonder AB	23.6x	1.5x
15.01.2010	Kraft Foods Inc (nka:Mondelez International, Inc.)	ABD	Pershing Square Capital Management, L.P.	9.3x	1.5x
31.05.2007	Fujiya Co., Ltd.	Japonya	NAMCO BANDAI Holdings Inc. (nka:BANDAI NAMCO Holdings Inc.)	m.d.	m.d.
7.03.2005	Leaf International BV (nka:Cloetta AB (publ))	İsveç	CVC Capital Partners Limited; Nordic Capital	m.d.	m.d.
12.01.2005	Haitai Confectionery&Foods Co.,Ltd.	Güney Kore	Muhtelif alıcılar	m.d.	m.d.
Ortalama				12.0x	1.4x
Medyan				10.4x	1.5x
Min				2.5x	0.5x
Maks				23.6x	3.5x

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi

Ülker Çikolata - Benzer İşlemler Çarpanları Analizi			
TL mn	Şirket Değeri / Net Satışlar		
	Düşük	Orta	Yüksek
Çarpan	1.4x	1.5x	1.7x
Parametre		7,472	
Şirket Değeri	10,092	11,213	12,335
Net Borç		814	
Finansal Yatırımlar		135	
Operasyonel Olmayan Varlıklar Toplamı		99	
Hisse Değeri	11,140	12,262	13,383

Ülker Çikolata - Benzer İşlemler Çarpanları Analizi			
TL mn	Şirket Değeri / FAVÖK		
	Düşük	Orta	Yüksek
Çarpan	9.3x	10.4x	11.4x
Parametre		1,261	
Şirket Değeri	11,754	13,060	14,366
Net Borç		814	
Finansal Yatırımlar		135	
Operasyonel Olmayan Varlıklar Toplamı		99	
Hisse Değeri	12,803	14,109	15,415

Benzer Şirketler Çarpanları

- Benzer işlemler analizinde seçilen çarpanlara +/-%10 duyarlılık uygulanarak değer aralığı oluşturulmuştur.

04.2.3

Biskot

Biskot – Benzer Şirketler Çarpanları (1/2)

Şirket Değeri / Net Satışlar Çarpanları

Şirket Değeri / Net Satışlar	31 Ara 16	31 Ara 17	31 Ara 18	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Mondelez International, Inc. (NasdaqGS:MDLZ)	3.2x	3.2x	3.0x	3.8x	3.8x	3.8x	3.5x
Campbell Soup Company (NYSE:CPB)	2.8x	2.3x	2.9x	2.9x	2.3x	2.2x	2.5x
Orkla ASA (OB:ORK)	2.4x	2.5x	1.8x	2.2x	2.0x	2.0x	1.5x
Lotus Bakeries NV (ENXTBR:LOTB)	4.3x	3.4x	3.3x	3.7x	4.8x	6.2x	6.0x
J&J Snack Foods Corp. (NasdaqGS:JJSF)	2.2x	2.3x	2.1x	2.6x	2.8x	2.3x	2.1x
Oylum Sinai Yatırımlar Anonim Şirketi (IBSE:OYLUM)	1.2x	1.2x	0.6x	1.5x	2.0x	1.4x	1.9x
Ortalama	2.7x	2.5x	2.3x	2.8x	3.0x	3.0x	2.9x
Medyan	2.6x	2.4x	2.5x	2.8x	2.5x	2.2x	2.3x

Uzun dönem ortalama:
2.5x

Benzer şirketler; Avrupa, Amerika ve Türkiye’de bisküvi üretimi ve satışı yapan şirketler arasından seçilmiştir. Halka açıklık oranı düşük olan şirketler analize dahil edilmemiştir.

Biskot - Benzer Şirketler Çarpanları Analizi			
TL mn	Şirket Değeri / Net Satışlar		
	Düşük	Orta	Yüksek
Çarpan Parametre	2.2x	2.5x	2.7x
Şirket Değeri	12,447	13,830	15,213
Net Borç		77	
Finansal Yatırımlar		-	
Operasyonel Olmayan Varlıklar Toplamı		225	
Hisse Değeri	12,750	14,133	15,516

Benzerlerin Şirket Değeri / Net Satışlar Çarpanları

- Değerleme analizinde kullanılacak net satışlar çarpanları için benzer şirketlerin 2016 – 2022 yılları arasındaki çarpanları analiz edilmiş ve uzun dönemli ortalama net satış çarpanı değerlendirilmiştir.
- Uzun dönemli net satış çarpanı Biskot’un 2022 yılı net satış tutarına (sayfa 60) uygulanmış ve bu şekilde şirket değeri tahmin edilmiştir. Kullanılan çarpana +/-%10 duyarlılık uygulanarak bir değer aralığı oluşturulmuştur.
- Tahmin edilen şirket değerinden hisse değerine ulaşmak için Biskot’un 31 Aralık 2022 itibarıyla net nakit tutarı, finansal yatırımlar ve operasyonel olmayan varlıklar (ertelenmiş vergi varlıklarının ve yükümlülüklerinin neti) eklenmiştir. Hisse değerine ulaşmak için dikkate alınan bu tutarlar sayfa 62’de sunulan özet bilançoda gösterilmiştir.

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi



Biskot – Benzer Şirketler Çarpanları (2/2)

Şirket Değeri / FAVÖK Çarpanları

Şirket Değeri / FAVÖK	31 Ara 16	31 Ara 17	31 Ara 18	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Mondelez International, Inc. (NasdaqGS:MDLZ)	19.9x	18.0x	16.9x	19.1x	18.8x	18.0x	18.6x
Campbell Soup Company (NYSE:CPB)	13.9x	8.9x	11.8x	16.1x	11.7x	9.9x	13.7x
Orkla ASA (OB:ORK)	16.9x	17.2x	12.1x	15.9x	14.3x	13.7x	9.8x
Lotus Bakeries NV (ENXTBR:LOTB)	22.1x	17.4x	16.9x	19.4x	24.8x	33.0x	33.5x
J&J Snack Foods Corp. (NasdaqGS:JJSF)	14.4x	16.0x	15.5x	18.9x	49.0x	20.4x	25.3x
Oylum Sinai Yatırımlar Anonim Şirketi (IBSE:OYLUM)	45.2x	27.0x	6.8x	16.0x	15.9x	21.5x	24.1x
Ortalama	22.1x	17.4x	13.3x	17.6x	22.4x	19.4x	20.8x
Medyan	18.4x	17.3x	13.8x	17.5x	17.4x	19.2x	21.3x

Uzun dönem ortalama:
17.8x

Benzer şirketler; Avrupa, Amerika ve Türkiye’de bisküvi üretimi ve satışı yapan şirketler arasından seçilmiştir. Halka açıklık oranı düşük olan şirketler analize dahil edilmemiştir.

Biskot - Benzer Şirketler Çarpanları Analizi			
TL mn	Şirket Değeri / FAVÖK		
	Düşük	Orta	Yüksek
Çarpan Parametre	16.1x	17.8x	19.6x
Şirket Değeri	12,154	13,505	14,855
Net Borç		77	
Finansal Yatırımlar		-	
Operasyonel Olmayan Varlıklar Toplamı		225	
Hisse Değeri	12,457	13,807	15,158

Benzerlerin Şirket Değeri / FAVÖK Çarpanları

- Değerleme analizinde kullanılacak FAVÖK çarpanları için benzer şirketlerin 2016 – 2022 yılları arasındaki çarpanları analiz edilmiş ve uzun dönemli ortalama FAVÖK çarpanı değerlendirilmiştir.
- Uzun dönemli FAVÖK çarpanı Biskot’un 2022 yılı FAVÖK tutarına (sayfa 60) uygulanmış ve bu şekilde şirket değeri tahmin edilmiştir. Kullanılan çarpana +/-%10 duyarlılık uygulanarak bir değer aralığı oluşturulmuştur.
- Tahmin edilen şirket değerinden hisse değerine ulaşmak için Biskot’un 31 Aralık 2022 itibarıyla net nakit tutarı, finansal yatırımlar ve operasyonel olmayan varlıklar (ertelenmiş vergi varlıklarının ve yükümlülüklerinin neti) eklenmiştir. Hisse değerine ulaşmak için dikkate alınan bu tutarlar sayfa 62’de sunulan özet bilançoda gösterilmiştir.

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi



Biskot – Benzer İşlemler Çarpanları

Seçilen Benzer İşlemler

Benzer İşlemler					
Kapanış Tarihi	Hedef Şirket	Ülke	Alıcı Şirket(ler)	Şirket Değeri / FAVÖK	Şirket Değeri / Net Satışlar
5.10.2022	Pan Malaysia Corporation Berhad	Malezya	Fortress Opportunistic Growth Fund	11.9x	0.7x
1.12.2020	Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	Norges Bank Investment Management; Government Pension Fund Global	2.5x	0.5x
23.10.2020	Cloetta AB (publ)	İsveç	Malfors Promotor A.B.	10.7x	1.5x
8.08.2019	Edita Food Industries Company (S.A.E)	Mısır	Fundpartner Solutions (Europe) SA; Kingsway Fund Frontier Consumer Franchises EXTObA	10.0x	1.7x
8.08.2019	Edita Food Industries Company (S.A.E)	Mısır	m.d.	10.0x	1.7x
20.06.2018	Lotte Confectionery Co., Ltd.	Güney Kore	LOTTE Corporation	12.6x	0.8x
13.11.2017	ORION Corp.	Güney Kore	ORION Holdings Corp.	m.d.	m.d.
19.10.2017	Crown Confectionery Co., Ltd.	Güney Kore	CROWNHAITAI Holdings Co.,Ltd.	m.d.	m.d.
13.05.2016	Atlantic Grupa d.d.	Hırvatistan	Allianz ZB d.o.o.; AZ Mandatory Pension Fund Category B	8.4x	0.8x
31.07.2014	Petra Foods Limited (nka:Delfi Limited)	Singapur	m.d.	21.0x	3.5x
28.11.2012	Cloetta AB (publ)	İsveç	Lannebo Fonder AB	23.6x	1.5x
15.01.2010	Kraft Foods Inc (nka:Mondelez International, Inc.)	ABD	Pershing Square Capital Management, L.P.	9.3x	1.5x
31.05.2007	Fujiya Co., Ltd.	Japonya	NAMCO BANDAI Holdings Inc. (nka:BANDAI NAMCO Holdings Inc.)	m.d.	m.d.
7.03.2005	Leaf International BV (nka:Cloetta AB (publ))	İsveç	CVC Capital Partners Limited; Nordic Capital	m.d.	m.d.
12.01.2005	Haitai Confectionery&Foods Co.,Ltd.	Güney Kore	Muhtelif alıcılar	m.d.	m.d.
Ortalama				12.0x	1.4x
Medyan				10.4x	1.5x
Min				2.5x	0.5x
Maks				23.6x	3.5x

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi



Benzer işlemler atıftırılmalık üreticilerinin konu olduğu işlemler arasından seçilmiştir. İşlemler seçilirken işleme konu şirketlerin büyüklükleri de dikkate alınmış, hesaplanan şirket değeri 100 milyon TL'den küçük olan şirketler için işlemler dikkate alınmamıştır.

Biskot - Benzer İşlemler Çarpanları Analizi			
TL mn	Şirket Değeri / Net Satışlar		
	Düşük	Orta	Yüksek
Çarpan	1.4x	1.5x	1.7x
Parametre		5,601	
Şirket Değeri	7,565	8,406	9,247
Net Borç		77	
Finansal Yatırımlar		-	
Operasyonel Olmayan Varlıklar Toplamı		225	
Hisse Değeri	7,868	8,708	9,549

Biskot - Benzer İşlemler Çarpanları Analizi			
TL mn	Şirket Değeri / FAVÖK		
	Düşük	Orta	Yüksek
Çarpan	9.3x	10.4x	11.4x
Parametre		757	
Şirket Değeri	7,060	7,844	8,629
Net Borç		77	
Finansal Yatırımlar		-	
Operasyonel Olmayan Varlıklar Toplamı		225	
Hisse Değeri	7,362	8,147	8,931

Benzer Şirketler Çarpanları

- Benzer işlemler analizinde seçilen çarpanlara +/-%10 duyarlılık uygulanarak değer aralığı oluşturulmuştur.

05

Değerleme Sonuçları

İNA Özeti

Devrolan şirketler hisse değerleri
Devralan şirket hisse değeri

										Ülker Bisküvi Payı:						
Şirketler	Ülke	Değerleme Para Birimi	Şirket Değeri (mn)	Net Nakit / (Borç) (mn)	Finansal Varlıklar (mn)	Operasyonel Olmayan Varlıklar (mn)	Hisse Değeri (mn)	Kur	Şirket Değeri (TL mn)	Net Nakit / (Borç) (TL mn)	Finansal Varlıklar (TL mn)	Operasyonel Olmayan Varlıklar (TL mn)	Hisse Değeri (TL mn)	Ülker Bisküvi için Hisse		
														Ortaklık Payı (%)	Değeri (TL mn)	
Yurt İçi Şirketler																
Ülker Bisküvi (solo)	Türkiye	TL	10,720	(11,079)	210	473	325	1.0000	10,720	(11,079)	210	473	325	100.0%	325	
Ülker Çikolata	Türkiye	TL	12,675	814	135	99	13,723	1.0000	12,675	814	135	99	13,723	91.7%	12,580	
Biskot	Türkiye	TL	8,224	77	-	225	8,526	1.0000	8,224	77	-	225	8,526	73.9%	6,303	
Önem Gıda	Türkiye	TL	11,322	(2,741)	-	15	8,596	1.0000	11,322	(2,741)	-	15	8,596	100.0%	8,596	
Alt-Toplam									42,941	(12,928)	345	813	31,171	27,804		
Yurt Dışı Şirketler																
FMC	SA	SAR	1,182	187	-	-	1,369	4.9862	5,893	932	-	-	6,825	55.0%	3,754	
Hi Food	Mısır	EGP	1,213	387	-	(50)	1,550	0.7676	931	297	-	(39)	1,189	51.4%	611	
IBC	SA	SAR	408	39	-	(4)	442	4.9862	2,033	192	-	(22)	2,204	100.0%	2,204	
Hamle	Kazakistan	KZT	61,300	(6,420)	-	1,652	56,531	0.0407	2,493	(261)	-	67	2,299	100.0%	2,299	
Amir Global	BAE	AED	974	(471)	-	-	503	5.0907	4,961	(2,399)	-	-	2,562	100.0%	2,562	
Ülker Egypt	Mısır	EGP	305	176	-	6	488	0.7676	234	135	-	5	375	99.8%	374	
Alt-Toplam									16,545	(1,104)	-	12	15,453	11,803		
Toplam									59,486	(14,032)	345	824	46,624	39,607		
Finansal Yatırımlar																
Godiva Belgium	Belçika	USD	290	(102)	542	-	730	18.6983	5,416	(1,909)	10,144	-	13,650	13.0%	1,768	
G-New	ABD	USD	325	218	-	68	612	18.6983	6,083	4,086	-	1,266	11,435	6.9%	784	
Toplam									11,499	2,176	10,144	1,266	25,085	2,552		

Ülker Bisküvi Değerleme Özeti - Gelir Yaklaşımı

TL mn

31 Ara 22

İNA Uygulanan Şirketlerin Hisse Değeri

39,607

Aktif Faaliyet Göstermeyen Şirketlerin Defter Değeri (Ülker payına düşen)

52

Finansal Yatırımlar

2,552

Hisse Değeri

42,211

Birleşmeye konu Ülker Bisküvi hisse değeri

Kaynak: KPMG Analizi



Değerleme Sonuçları

Devralan Şirket

Ülker Bisküvi - Değerleme Sonuçları

TL mn	Ağırlık	Hisse Değeri		
		Düşük	Orta	Yüksek
Gelir Yaklaşımı				
İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi	100.0%	36,268	42,211	49,070
Pazar Yaklaşımı				
Benzer Şirketler Çarpanları				
ŞD / Net Satışlar	-	43,539	49,692	55,846
ŞD / FAVÖK	-	72,094	81,420	90,747
Benzer İşlemler Çarpanları				
ŞD / Net Satışlar	-	26,243	30,475	34,706
ŞD / FAVÖK	-	39,476	45,179	50,881
Piyasa Değeri				
BIST'te Oluşan Piyasa Değeri	-	11,245	14,160	16,218
Maliyet Yaklaşımı				
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	-	-	5,686	-
Değerleme Sonucu	100.0%	36,268	42,211	49,070

Kaynak: KPMG Analizi

Devrolan Şirketler

Ülker Çikolata - Değerleme Sonuçları

TL mn	Ağırlık	Hisse Değeri		
		Düşük	Orta	Yüksek
Gelir Yaklaşımı				
İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi	100.0%	12,744	13,723	15,103
Pazar Yaklaşımı				
Benzer Şirketler Çarpanları				
ŞD / Net Satışlar	-	14,162	15,619	17,076
ŞD / FAVÖK	-	20,112	22,231	24,349
Benzer İşlemler Çarpanları				
ŞD / Net Satışlar	-	11,140	12,262	13,383
ŞD / FAVÖK	-	12,803	14,109	15,415
Maliyet Yaklaşımı				
Defter Değeri	-	-	3,795	-
Değerleme Sonucu	100.0%	12,744	13,723	15,103

Biskot - Değerleme Sonuçları

TL mn	Ağırlık	Hisse Değeri		
		Düşük	Orta	Yüksek
Gelir Yaklaşımı				
İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi	100.0%	7,969	8,526	9,596
Pazar Yaklaşımı				
Benzer Şirketler Çarpanları				
ŞD / Net Satışlar	-	12,750	14,133	15,516
ŞD / FAVÖK	-	12,457	13,807	15,158
Benzer İşlemler Çarpanları				
ŞD / Net Satışlar	-	7,868	8,708	9,549
ŞD / FAVÖK	-	7,362	8,147	8,931
Maliyet Yaklaşımı				
Defter Değeri	-	-	2,286	-
Değerleme Sonucu	100.0%	7,969	8,526	9,596



06

Ekler

Değişim Oranları Karşılaştırması

Değişim Oranları			
	Ülker Bisküvi	Ülker Çikolata	Biskot
İndirgenmiş Nakit Akışları	1.00	0.74	1.07
Benzer Şirketler - ŞD / Net Satışlar Çarpanları	1.00	0.72	1.50
Benzer Şirketler - ŞD / FAVÖK Çarpanları	1.00	0.62	0.89
Benzer İşlemler - ŞD / Net Satışlar Çarpanları	1.00	0.92	1.51
Benzer İşlemler - ŞD / FAVÖK Çarpanları	1.00	0.71	0.95
Defter Değeri	1.00	1.52	2.12
Ortalama	1.00	0.87	1.34
Medyan	1.00	0.73	1.28
Ortalama (Defter Değeri Hariç)	1.00	0.74	1.18
Medyan (Defter Değeri Hariç)	1.00	0.72	1.07

→ Seçilen yöntem

Kaynak: KPMG Analizi



07.1

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

İndirgeme oranını belirlemek için, aşağıda gösterilen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") metodu kullanılmıştır:

$$AOSM = K_e * (E/(D+E)) + K_d * (1-T) * (D/(D+E))$$

K_e =özsermaye maliyeti; E =özsermayenin piyasa değeri; K_d =finansal borç maliyeti; D =finansal borcun piyasa değeri; T =kurumlar vergisi oranı

Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyeti, Sabit Kıymetler Fiyatlandırma Modeli kullanılarak, aşağıdaki gibi elde edilir:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \alpha$$

R_f = risksiz getiri oranı

R_m = beklenen ortalama piyasa getirisi

$(R_m - R_f)$ = bir piyasa aktif portföyünün kazandığı, risksiz faiz oranı üzerindeki ortalama risk primi - Özsermaye Piyasa Risk Primi

β = bir aktifin, tamamı riskli aktifler portföyüne kıyasla, sistematik riskinin ölçümü olan beta çarpanı

α = şirkete özgü risk primi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin belirlenebilmesi için aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır.

Risksiz Getiri Oranı

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, değerlendirme tarihi itibarıyla 30 yıllık ABD Devlet tahviline ait getiri oranı referans olarak alınmıştır. Değerleme tarihi itibarıyla 2022 Aralık ayı ortalama risksiz faiz oranı 3.7%'dir (Kaynak: ABD Hazine Bakanlığı).

Ülke Risk Primi

Değerlenen şirketlerin ülke risk primlerinin belirlenmesinde, KPMG global ofislerin kurumsal finansman araştırmaları ve analizleri kullanılmıştır.

Piyasa Risk Primi

Özsermaye piyasa risk priminin Türkiye yatırım ortamı için %6 olarak belirlenmesinde, sektör ve değerlendirme tecrübeleri baz alınarak KPMG Kurumsal Finansman araştırmaları ve profesyonel tahminleri kullanılmıştır.

Vergi Oranı

Tahmini projeksiyon dönemi boyunca değerlemeye konu şirketlerin faaliyet gösterdikleri ülkelerdeki öngörülen Kurumlar Vergisi oranı dikkate alınmıştır.

Şirket Risk Primi

Şirkete özgü risk primi belirlenirken şirketlerin projeksiyonları, sektör ve değerlendirme tecrübeleri baz alınarak KPMG araştırmaları ve profesyonel tahminleri kullanılmıştır.

Beta

Beta çarpanını belirlemek için yurtiçi ve yurtdışı borsalarda işlem gören, faaliyetleri açısından hedef şirketlere benzerlik gösterdiği düşünülen aktif beta ortalamaları incelenmiş ve kullanılmıştır.

Yukarıda sıralanan varsayımlara dayanarak, serbest nakit akımları şirketler için hesaplanmış indirgeme oranları ile indirgenmiştir. AOSM Hesaplamalarının detayları ilgili şirketlerin ekler kısımlarında verilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti – Ülker Bisküvi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti			
Girdi	Kaynak	2023-2027	Nihai Dönem
Risksiz Faiz Oranı	— ABD Hazine Bakanlığı	3.7%	3.7%
Ülke Risk Primi	— KPMG Veritabanı	5.5%	5.5%
Enflasyon Farkı	— EIU	14.0%	6.0%
Şirkete Özgü Risk Primi	— KPMG Analizi	1.0%	1.0%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	— KPMG Veritabanı	6.0%	6.0%
Kaldıraçlı Beta	— Capital IQ	0.6	0.6
Özsermaye Maliyeti	— Yukarıdaki girdiler dikkate alındığında	27.7%	19.7%
Vergi Öncesi Borçlanma Maliyeti	— KPMG Analizi	24.2%	16.2%
Kurumlar Vergisi Oranı	— KPMG Veritabanı	20.0%	20.0%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	— Capital IQ	12.1%	12.1%
AOSM	— Yukarıdaki girdiler dikkate alındığında	26.7%	18.9%

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti – Ülker Çikolata

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti			
Girdi	Kaynak	2023-2027	Nihai Dönem
Risksiz Faiz Oranı	— ABD Hazine Bakanlığı	3.7%	3.7%
Ülke Risk Primi	— KPMG Veritabanı	5.5%	5.5%
Enflasyon Farkı	— EIU	14.0%	6.0%
Şirkete Özgü Risk Primi	— KPMG Analizi	1.0%	1.0%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	— KPMG Veritabanı	6.0%	6.0%
Kaldıraçlı Beta	— Capital IQ	0.7	0.7
Özsermaye Maliyeti	— Yukarıdaki girdiler dikkate alındığında	28.4%	20.4%
Vergi Öncesi Borçlanma Maliyeti	— KPMG Analizi	24.2%	16.2%
Kurumlar Vergisi Oranı	— KPMG Veritabanı	20.0%	20.0%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	— Capital IQ	10.5%	10.5%
AOSM	— Yukarıdaki girdiler dikkate alındığında	27.5%	19.6%

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti - Biskot

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti			
Girdi	Kaynak	2023-2027	Nihai Dönem
Risksiz Faiz Oranı	— ABD Hazine Bakanlığı	3.7%	3.7%
Ülke Risk Primi	— KPMG Veritabanı	5.5%	5.5%
Enflasyon Farkı	— EIU	14.0%	6.0%
Şirkete Özgü Risk Primi	— KPMG Analizi	1.0%	1.0%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	— KPMG Veritabanı	6.0%	6.0%
Kaldıraçlı Beta	— Capital IQ	0.6	0.6
Özsermaye Maliyeti	— Yukarıdaki girdiler dikkate alındığında	27.7%	19.7%
Vergi Öncesi Borçlanma Maliyeti	— KPMG Analizi	24.2%	16.2%
Kurumlar Vergisi Oranı	— KPMG Veritabanı	20.0%	20.0%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	— Capital IQ	12.1%	12.1%
AOSM	— Yukarıdaki girdiler dikkate alındığında	26.7%	18.9%

07.2

TFRS Uyumlu Finansal Tablolar

Ülker Bisküvi (solo) – Gelir Tablosu

Ülker Bisküvi (solo) - Gelir Tablosu				
	1 Oca 19	1 Oca 20	1 Oca 21	1 Oca 22
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Net Satışlar	2,181	2,516	3,079	7,579
Satışların Maliyeti	(1,677)	(1,921)	(2,413)	(5,873)
Brüt Kar	504	595	666	1,706
Operasyonel Giderler				
Genel Yönetim Giderleri	(61)	(72)	(95)	(173)
Satış ve Pazarlama Giderleri	(151)	(176)	(208)	(456)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(9)	(10)	(21)	(44)
Diğer Operasyonel Gelir ve Giderler (net)	23	35	100	182
Diğer Operasyonel Gelirler	39	87	226	343
Diğer Operasyonel Giderler	(16)	(52)	(127)	(161)
Faaliyet Karı / Zararı	306	371	442	1,215
Amortisman ve İtfa Payları	47	48	50	58
FAVÖK	354	419	492	1,273
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1,892	2,292	5,364	3,603
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(0)	(666)	(1)	(1,506)
Finansman Gider Öncesi Faaliyet Karı	2,199	1,996	5,805	3,311
Finansal Gelirler	538	481	433	0
Finansal Giderler	(1,233)	(2,104)	(7,722)	(6,756)
Vergi Öncesi Kar	1,504	374	(1,485)	(3,444)
Vergi Gelir / Gideri	(116)	(62)	242	539
Net Kar / Zarar	1,388	311	(1,243)	(2,905)

Kaynak: Müşteriler



Ülker Bisküvi (solo) – Bilanço

Ülker Bisküvi (solo) - Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,216	2,717	697	6,124
Finansal Yatırımlar	1	3,609	6,406	210
Ticari Alacaklar	789	964	1,477	2,211
Diğer Alacaklar	988	2,708	1,974	2,830
Türev Menkul Kıymetler	359	-	0	746
Stoklar	159	226	412	739
Peşin Ödenmiş Giderler	6	96	569	1,264
Diğer Dönen Varlıklar	18	24	191	262
Toplam Dönen Varlıklar	6,535	10,344	11,727	14,386
Duran Varlıklar				
Financial Investments	2,077	2,171	6,038	6,038
Diğer Alacaklar	3	3	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	21	26	-	-
Maddi Duran Varlıklar	1,069	1,213	1,244	3,247
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	1	1	3
Peşin Ödenmiş Giderler	1	0	0	5
Ertelenmiş Vergi Gideri	-	-	175	473
Toplam Duran Varlıklar	3,172	3,414	7,457	9,767
Toplam Varlıklar	9,707	13,758	19,184	24,153

Kaynak: Müşteriler



Ülker Bisküvi (solo) - Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	29	346	622	914
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları	4,969	237	398	8,426
Ticari Borçlar	304	401	671	1,853
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamındaki Yükümlülükler	6	7	10	16
Diğer Borçlar	92	27	239	21
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	24
Kısa Vadeli Gelir Vergisi Yükümlülükleri	17	18	2	2
Kısa Vadeli Karşılıklar	24	28	34	91
Türev Menkul Kıymetler	-	2	-	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7	11	22	24
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,449	1,078	1,998	11,370
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	232	3,734	6,149	-
Diğer Finansal Düzenlemeler	-	4,480	8,158	11,033
Diğer Yükümlülükler	0	0	0	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	52	63	73	192
Ertelenmiş Vergi	152	95	-	-
Uzun Vadeli Yükümlülükler	436	8,371	14,380	11,225
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	342	342	342	342
Sermaye Yedekleri	-	-	-	-
Ödenmiş Sermayeye Enflasyon Düzenlemesi	136	136	136	136
Sınıflandırılmayan Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeler	526	679	636	2,344
Sınıflandırılan Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeler	4	(13)	(13)	(63)
Kısıtlanmış Yedekler	132	132	158	158
Geçmiş Yıl Karları	1,296	2,723	2,790	1,547
Dönem Net Karı	1,388	311	(1,243)	(2,905)
Toplam Özkaynaklar	3,822	4,309	2,806	1,558
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	9,707	13,758	19,184	24,153

Ülker Bisküvi (solo) – Özet Bilanço

Ülker Bisküvi (solo) - Özet Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
İşletme Sermayesi				
Ticari Alacaklar	398	964	1,477	2,211
Stoklar	159	226	412	739
Diğer Varlıklar	117	135	773	1,725
Ticari Borçlar	(262)	(401)	(671)	(1,853)
Diğer Yükümlülükler	(58)	(67)	(80)	(157)
Net İşletme Sermayesi (a)	354	856	1,912	2,664
Toplam Duran Varlıklar				
Maddi Duran Varlıklar	1,069	1,213	1,244	3,247
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	1	1	3
Toplam Duran Varlıklar (b)	1,070	1,214	1,244	3,251
Toplam Operasyonel Varlıklar (a+b)	1,424	2,070	3,156	5,915
Operasyonel Olmayan Varlıklar				
Ertelenmiş Vergi Varlıkları/ Yükümlülükleri	(152)	(95)	175	473
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	21	26	-	-
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	1	3,609	6,406	210
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar	2,077	2,171	6,038	6,038
Toplam Operasyonel Olmayan Varlıklar	1,946	5,712	12,619	6,722
Toplam Varlıklar	3,371	7,782	15,775	12,637
Net Nakit / Borç				
Nakit ve Nakit Benzerleri	(4,216)	(2,717)	(697)	(6,124)
İlişkili Taraflardan	(899)	(2,696)	(1,961)	(2,637)
Finansal Yükümlülükler	5,230	8,797	15,327	20,373
İlişkili Taraflara	89	25	228	21
Uzun Vadeli Karşılıklar	52	63	73	192
İlişkili Taraflardan Alacaklar	(391)	-	-	-
İlişkili Taraflara Borçlar	42	-	-	-
Türev Menkul Kıymetler	(359)	2	(0)	(746)
Net Nakit / Borç	(452)	3,473	12,969	11,079
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	342	342	342	342
Birikmiş Karlar	3,480	3,967	2,464	1,216
Toplam Özkaynaklar	3,822	4,309	2,806	1,558
Toplam Fonlar	3,371	7,782	15,775	12,637

KPMG

Ülker Çikolata – Gelir Tablosu

Ülker Çikolata - Gelir Tablosu				
	1 Oca 19	1 Oca 20	1 Oca 21	1 Oca 22
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Net Satışlar	2,146	2,739	3,465	7,472
Satışların Maliyeti	(1,656)	(2,100)	(2,679)	(5,679)
Brüt Kar	490	639	786	1,793
Operasyonel Giderler				
Genel Yönetim Giderleri	(41)	(45)	(68)	(130)
Satış ve Pazarlama Giderleri	(121)	(152)	(191)	(421)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(8)	(9)	(15)	(30)
Diğer Operasyonel Gelir ve Giderler (net)	3	19	142	154
Diğer Operasyonel Gelirler	27	54	192	216
Diğer Operasyonel Giderler	(24)	(35)	(50)	(62)
Faaliyet Karı / Zararı	323	451	654	1,365
Amortisman ve İtfa Payları	27	26	31	49
FAVÖK	350	477	685	1,415
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	125	167	414	223
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(6)	(4)	(29)	(0)
Finansman Gider Öncesi Faaliyet Karı	442	614	1,038	1,588
Finansal Gelirler	12	10	6	5
Finansal Giderler	(59)	(63)	(90)	(92)
Vergi Öncesi Kar	395	562	955	1,501
Vergi Gelir / Gideri	(80)	(121)	(217)	(207)
Ertelenmiş Vergi Gelir / Gideri	-	(2)	-	-
Net Kar / Zarar	315	439	738	1,294

→ Diğer gelir ve giderler hariç FAVÖK = 1,415– 154 = 1,261

Kaynak: Müşteriler



Ülker Çikolata – Bilanço

Ülker Çikolata - Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	251	200	279	573
Finansal Yatırımlar	3	4	-	-
Ticari Alacaklar	918	1,061	1,493	2,510
Diğer Alacaklar	213	117	226	435
Stoklar	121	155	323	599
Peşin Ödenmiş Giderler	49	75	113	111
Kısa Vadeli Gelir Vergisi Varlıkları	-	-	(0)	-
Diğer Dönen Varlıklar	4	3	23	118
Toplam Dönen Varlıklar	1,559	1,615	2,456	4,345
Duran Varlıklar				
Finansal Yatırımlar	-	-	21	135
Diğer Alacaklar	0	0	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	-	-	-
Maddi Duran Varlıklar	302	359	526	830
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	1	1	1
Peşin Ödenmiş Giderler	1	24	2	1
Ertelenmiş Vergi Gideri	-	-	6	99
Diğer Duran Varlıklar	-	-	-	-
Toplam Duran Varlıklar	303	384	556	1,066
Toplam Varlıklar	1,862	1,999	3,012	5,411

Ülker Çikolata - Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	30	0	0	0
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları	25	33	56	37
Ticari Borçlar	313	209	436	1,205
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamındaki Yükümlülükler	9	11	13	21
Diğer Borçlar	60	0	0	-
Ertelenmiş Gelirler	2	2	12	10
Kısa Vadeli Gelir Vergisi Yükümlülükleri	22	22	119	96
Kısa Vadeli Karşılıklar	19	24	37	77
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4	8	10	14
Kısa Vadeli Yükümlülükler	483	311	685	1,460
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	62	50	28	-
Ertelenmiş Gelirler	-	0	0	18
Diğer Yükümlülükler	66	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	32	38	52	138
Ertelenmiş Vergi	9	13	-	-
Uzun Vadeli yükümlülükler	169	101	80	156
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	150	150	150	150
Diğer Kapsamlı Giderler	-	-	(11)	(70)
Sınıflandırılmayan Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeler	80	98	-	78
Sınıflandırılan Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeler	-	-	112	346
Kısıtlanmış Yedekler	105	112	119	119
Geçmiş Yıl Karları	560	788	1,139	1,877
Net Dönem Karı	315	439	738	1,294
Özkaynaklar	1,210	1,587	2,247	3,795
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	1,862	1,999	3,012	5,411

Kaynak: Müşteriler



Ülker Çikolata – Özet Bilanço

Ülker Çikolata - Özet Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
İşletme Sermayesi				
Ticari Alacaklar	918	1,061	1,493	2,510
Stoklar	121	155	323	599
Diğer Varlıklar	61	111	148	248
Ticari Borçlar	(313)	(209)	(436)	(1,205)
Diğer Yükümlülükler	(56)	(69)	(193)	(236)
Net İşletme Sermayesi (a)	732	1,049	1,334	1,915
Toplam Duran Varlıklar				
Maddi Duran Varlıklar	302	359	526	830
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	1	1	1
Toplam Duran Varlıklar (b)	302	360	527	831
Toplam Operasyonel Varlıklar (a+b)	1,033	1,409	1,861	2,746
Operasyonel Olmayan Varlıklar				
Finansal Yatırımlar	3	4	21	135
Ertelenmiş Vergi Varlık / Yükümlülükleri	(9)	(13)	6	99
Toplam Operasyonel Olmayan Varlıklar	(6)	(8)	27	234
Toplam Varlıklar	1,028	1,401	1,888	2,980
Net Nakit / Borç				
Nakit ve Nakit Benzerleri	(251)	(200)	(279)	(573)
Finansal Yükümlülükler	116	84	84	37
İlişkili Taraflara	126	-	-	-
İlişkili Taraflardan	(206)	(108)	(215)	(417)
Uzun Vadeli Karşılıklar	32	38	52	138
Net Nakit / Borç	(182)	(186)	(359)	(814)
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	150	150	150	150
Birikmiş Karlar	1,060	1,437	2,097	3,645
Toplam Özkaynaklar	1,210	1,587	2,247	3,795
Toplam Fonlar	1,028	1,401	1,888	2,980

Biskot – Gelir Tablosu

Biskot - Gelir Tablosu				
	1 Oca 19	1 Oca 20	1 Oca 21	1 Oca 22
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Net Satışlar	1,440	1,715	2,533	5,601
Satışların Maliyeti	(1,195)	(1,398)	(2,047)	(4,494)
Brüt Kar	245	318	486	1,107
Operasyonel Giderler				
Genel Yönetim Giderleri	(32)	(37)	(51)	(95)
Satış ve Pazarlama Giderleri	(68)	(77)	(112)	(281)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(3)	(4)	(7)	(13)
Diğer Operasyonel Gelir ve Giderler (net)	13	29	272	247
<i>Diğer Operasyonel Gelirler</i>	38	74	291	299
<i>Diğer Gelirler</i>	4	11	9	28
<i>Faaliyetlerden Kur Farkı Geliri</i>	34	63	283	271
<i>Diğer Operasyonel Giderler</i>	(26)	(45)	(20)	(52)
<i>Diğer Giderler</i>	(7)	(12)	(4)	(20)
<i>Faaliyetlerden Kur Farkı Gideri</i>	(19)	(33)	(16)	(32)
Faaliyet Karı / Zararı	155	229	588	965
Amortisman ve İtfa Payları	31	33	35	40
FAVÖK	186	261	623	1,005
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	57	156	414	355
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(6)	(2)	(76)	(53)
Finansman Gider Öncesi Faaliyet Karı	206	383	925	1,266
Finansal Gelirler	1	40	1	5
Finansal Giderler	(128)	(143)	(186)	(306)
Vergi Öncesi Kar	79	280	741	965
Vergi Gelir / Gideri	(8)	(48)	(128)	(26)
Net Kar / Zarar	71	232	613	939

→ Diğer gelir ve giderler hariç FAVÖK = 1,005 – 247 =757

Kaynak: Müşteriler



Biskot – Bilanço

Biskot - Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	200	73	243	335
Ticari Alacaklar	454	632	1,097	1,778
Diğer Alacaklar	133	228	410	401
Stoklar	132	168	332	959
Peşin Ödenmiş Giderler	2	5	48	25
Diğer Dönen Varlıklar	48	42	79	180
Toplam Dönen Varlıklar	970	1,147	2,208	3,678
Duran Varlıklar				
Diğer Alacaklar	3	1	1	2
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	-	-	0
Maddi Duran Varlıklar	389	390	414	557
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0	2
Peşin Ödenmiş Giderler	-	2	4	30
Ertelenmiş Vergi Gideri	15	6	37	225
Diğer Duran Varlıklar	-	-	-	-
Toplam Duran Varlıklar	408	400	456	816
Toplam Varlıklar	1,377	1,547	2,665	4,494

Biskot - Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	72	66	102	59
Finansal Kiralama İşlemleri	14	-	-	-
Ticari Borçlar	391	310	605	1,492
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamındaki Yükümlülük	13	15	21	41
Diğer Borçlar	65	123	130	56
Ertelenmiş Giderler	3	2	9	57
Ödenecek Kurumlar Vergisi	2	-	107	18
Kısa Vadeli Karşılıklar	13	13	23	26
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5	6	10	19
Kısa Vadeli Yükümlülükler	578	534	1,007	1,768
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	134	100	46	1
Diğer Yükümlülükler	150	151	224	278
Uzun Vadeli Karşılıklar	35	43	60	161
Ertelenmiş Vergi	2	8	-	-
Uzun Vadeli Yükümlülükler	321	302	329	440
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	65	65	65	65
Ödenmiş Sermayeye Enflasyon Düzenlemesi	-	0	-	-
Sınıflandırılmayan Ortak Kontrolde Tabi Teşebbüs veya İşletmeler	18	17	21	41
Kısıtlanmış Yedekler	22	22	22	22
Geçmiş Yıl Karları	305	375	607	1,220
Net Dönem Karı	71	232	613	939
Toplam Özkaynaklar	479	711	1,328	2,286
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	1,378	1,547	2,665	4,494

Kaynak: Müşteriler



Biskot – Özet Bilanço

Biskot - Özet Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
İşletme Sermayesi				
Ticari Alacaklar	454	632	1,097	1,778
Stoklar	132	168	332	959
Ticari Alacaklar	(391)	(310)	(605)	(1,492)
Diğer Dönen Varlıklar	56	59	132	341
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	(36)	(35)	(170)	(162)
Net İşletme Sermayesi (a)	216	514	787	1,424
Toplam Duran Varlıklar				
Maddi Duran Varlıklar	389	390	414	557
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0	2
Toplam Duran Varlıklar (b)	389	391	414	560
Toplam Operasyonel Varlıklar (a+b)	605	904	1,201	1,984
Operasyonel Olmayan Varlıklar				
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	15	6	37	225
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	(2)	(8)	-	-
Toplam Operasyonel Olmayan Varlıklar	13	(2)	37	225
Toplam Varlıklar	618	902	1,238	2,209
Net Nakit / Borç				
Nakit ve Nakit Benzerleri	(200)	(73)	(243)	(335)
İlişkili Taraflardan	(130)	(219)	(408)	(296)
Finansal Yükümlülükler	221	166	148	60
İlişkili Taraflara	215	274	354	334
Uzun Vadeli Karşılıklar	35	43	60	161
Net Nakit / Borç	140	191	(89)	(77)
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	65	65	65	65
Birikmiş Karlar	414	646	1,263	2,221
Toplam Özkaynaklar	479	711	1,328	2,286
Toplam Fonlar	619	902	1,238	2,209

Ülker Bisküvi – Gelir Tablosu

Ülker Bisküvi - Gelir Tablosu				
	1 Oca 19	1 Oca 20	1 Oca 21	1 Oca 22
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Net Satışlar	7,803	9,716	12,537	28,197
Satışların Maliyeti	(5,664)	(6,778)	(8,925)	(19,788)
Brüt Kar	2,139	2,937	3,612	8,409
Operasyonel Giderler				
Genel Yönetim Giderleri	(235)	(267)	(354)	(715)
Satış ve Pazarlama Giderleri	(752)	(923)	(1,121)	(2,486)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(20)	(24)	(40)	(89)
Diğer Operasyonel Gelir ve Giderler (net)	21	16	332	741
Diğer Operasyonel Gelirler	87	290	896	1,119
Diğer Operasyonel Giderler	(66)	(274)	(564)	(378)
Operasyonel Net Kar / Zarar	1,154	1,739	2,430	5,859
Amortisman ve İtfa Payları	171	199	230	386
FAVÖK	1,325	1,938	2,660	6,245
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1,132	2,581	6,096	3,881
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(11)	(685)	(131)	(1,607)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	2,274	3,634	8,395	8,133
Finansal Gelirler	555	613	445	193
Finansal Giderler(-)	(1,466)	(2,671)	(8,910)	(8,244)
Vergi Öncesi Kar	1,363	1,576	(71)	82
Vergi Gelir / Gideri (-) / Income	(261)	(354)	(451)	118
Ertelenmiş Vergi Geliri	-	47	359	-
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	(106)	(187)	(302)	(553)
Dönem Net Karı / Zararı	997	1,081	(464)	(353)

Diğer gelir ve giderler hariç FAVÖK = 6,254 – 741 = 5,504

Kaynak: Müşteriler



Ülker Bisküvi – Bilanço

Ülker Bisküvi - Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,028	3,836	3,005	9,255
Finansal Yatırımlar	3,057	3,639	6,415	210
Ticari Alacaklar	2,366	3,092	4,688	7,388
Diğer Alacaklar	153	2,215	614	1,558
Türev Menkul Kıymetler	359	37	1	746
Stoklar	593	1,696	3,218	4,996
Gelecek Yıllara Ait Giderler	84	88	369	423
Cari Gelir Vergisi Varlıkları	5	8	167	274
Diğer Dönen Varlıklar	76	90	288	584
Toplam Dönen Varlıklar	8,720	14,701	18,765	25,435
Duran Varlıklar				
Finansal Yatırımlar	946	978	1,878	2,687
Diğer Alacaklar	0	0	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	21	26	-	-
Maddi Duran Varlıklar	2,383	2,847	3,641	6,817
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	680	496	897	2,018
Peşin Ödenmiş Giderler	8	364	651	129
Ertelenmiş Vergiler	33	49	84	774
Diğer Duran Varlıklar	-	30	328	-
Toplam Duran Varlıklar	4,072	4,791	7,479	12,424
Toplam Varlıklar	12,792	19,492	26,244	37,859

Kaynak: Müşteriler



Ülker Bisküvi - Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	151	288	760	1,311
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları	5,088	1,135	2,103	9,656
Ticari Borçlar	1,225	1,275	2,270	4,161
Çalışanlara Sağlanan Faydalar ile İlgili Yükümlülükler	45	55	77	132
Diğer Borçlar	5	6	13	3
Ertelenmiş Gelirler	12	77	84	82
Cari Gelir Vergisi Yükümlülükleri	69	86	302	262
Türev Menkul Kıymetler	-	2	-	23
Kısa Vadeli Karşılıklar	170	257	423	610
Kiralama Borçları	-	-	-	8
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	36	49	103	125
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,800	3,231	6,134	16,373
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	701	9,058	15,314	12,773
Diğer Yükümlülükler	-	-	-	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflara</i>	-	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	161	228	347	764
Finansal Kiralama Borçları	-	-	-	3
Ertelenmiş Gelirler	-	-	-	88
Ertelenmiş Vergiler	195	158	135	176
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,058	9,444	15,796	13,803
Özkaynaklar				
Sermaye	342	342	342	342
Diğer	4,592	6,475	3,972	7,340
Toplam Özkaynaklar	4,934	6,817	4,314	7,682
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	12,792	19,492	26,244	37,859

Kontrol Gücü Olmayan Paylar 1,997

Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar 5,686

Toplam 7,682

Ülker Bisküvi – Özet Bilanço

Ülker Bisküvi - Özet Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
Working Capital				
Ticari Alacaklar	2,366	3,092	4,688	7,388
Stoklar	593	1,696	3,218	4,996
Ticari Borçlar	(1,225)	(1,275)	(2,270)	(4,161)
Diğer Varlıklar	210	602	1,543	1,772
Diğer Yükümlülükler	(336)	(530)	(1,001)	(1,302)
Net İşletme Sermayesi	1,608	3,584	6,178	8,694
Duran Varlıklar				
Maddi Duran Varlıklar	2,383	2,847	3,641	6,817
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	680	496	897	2,018
Toplam Duran Varlıklar	3,063	3,343	4,537	8,835
Toplam Operasyonel Varlıklar	4,671	6,927	10,716	17,529
Operasyonel Olmayan Varlıklar				
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	3,057	3,639	6,415	210
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar	946	978	1,878	2,687
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	21	26	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	33	49	84	774
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	(195)	(158)	(135)	(176)
Diğer Duran Varlıklar	-	30	328	-
Toplam Operasyonel Olmayan Varlıklar	3,862	4,565	8,570	3,495
Toplam Varlıklar	8,534	11,492	19,286	21,024
Net (Nakit) / Borç				
Nakit ve Nakit Benzerleri	(2,028)	(3,836)	(3,005)	(9,255)
İlişkili Taraflardan	(116)	(2,163)	(546)	(1,195)
Finansal Yükümlülükler	5,940	10,481	18,177	23,748
İlişkili Taraflara	0	0	-	(0)
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	161	228	347	764
Finansal Kiralama Borçları	-	-	-	3
Türev Menkul Kıymetler	(359)	(35)	(1)	(723)
Net Nakit / Borç	3,599	4,675	14,972	13,342
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	342	342	342	342
Diğer	4,592	6,475	3,972	7,340
Toplam Özkaynaklar	4,934	6,817	4,314	7,682
Toplam Fonlama	8,534	11,492	19,286	21,024



kpmg.com/socialmedia

Gizli ve Özeldir