

# 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 pasiflerinin 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 değerlendirme metodları 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 değerlendirme analizleri yapılmıştır. Yapılan analizler sonrası hesaplanan değişim oranının adil, makul ve güvenilir olduğu görülmüştür.

Bu Rapor ve içinde yer alan veriler SPK Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2) kapsamında hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfa ile 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 denetlenmiştir.

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

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

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

<b>Rapor Tarafları</b>	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.
<b>Sözleşme Hakkında</b>	Değerleme sözleşmesi 1 Şubat 2023 tarihinde taraflarca imzalanmıştır. Sözleşme numarası 202301K11866147 olarak belirlenmiştir. Rapor numarası ve sözleşme numarası aynıdır.
<b>Taraflar Arasındaki İlişkiler</b>	Ülker Bisküvi için geçmiş yıllarda farklı amaçlarla değerlendirme raporları hazırlanmıştır. Fakat bu değerlendirme çalışmaları herhangi bir düzenleyici kuruluş için değil, dahili ve özel kullanım için yapılmıştır.
<b>Değerleme Amacı ve Kapsamı</b>	Bu değerlendirme 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.
<b>Değer Esası</b>	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."
<b>Değerleme Tarihi</b>	Değerleme tarihi 31 Aralık 2022'dir.
<b>Rapor Kullanımı, Dağıtımı ve Yayınlanmasına İlişkin Esaslar</b>	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 paylaşamaz, 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 UFRS uyumlu finansal tablolar
- 2022 yılı için UFRS 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 UFRS uyumlu finansal tablolar
- 2022 yılı için UFRS 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 yansıtacağı 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 Tebliği" 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

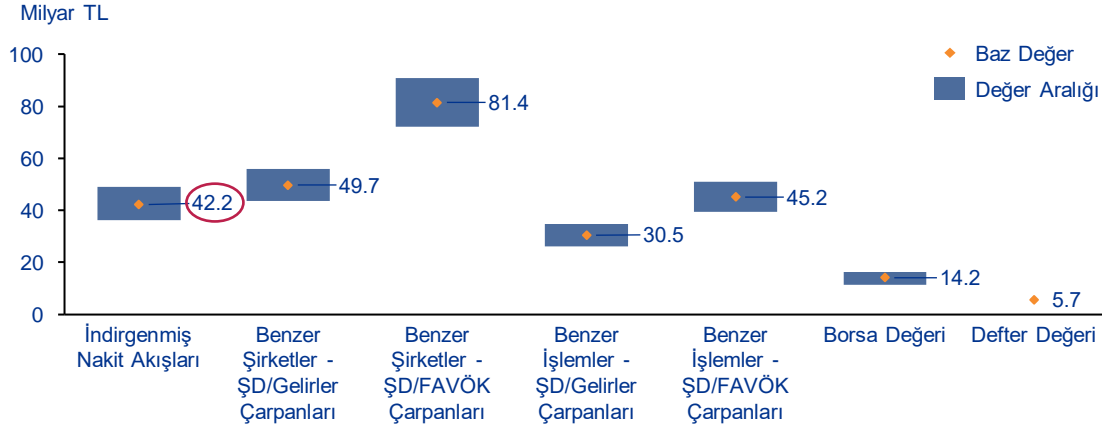
#### Biskot

Ödenmiş Sermaye: 64.8 milyon TL

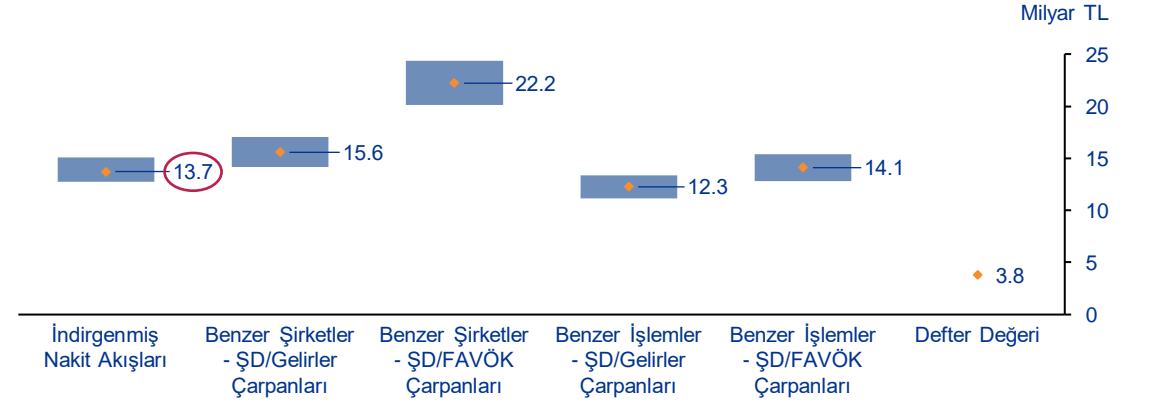
Birleşme öncesi ortaklık yapısı	Ortaklık payı (%)
Ülker Bisküvi	73.9
Yıldız Holding A.Ş.	26.1

# Değerleme Özeti

## Ülker Bisküvi Hisse Değeri



## Ülker Çikolata 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.

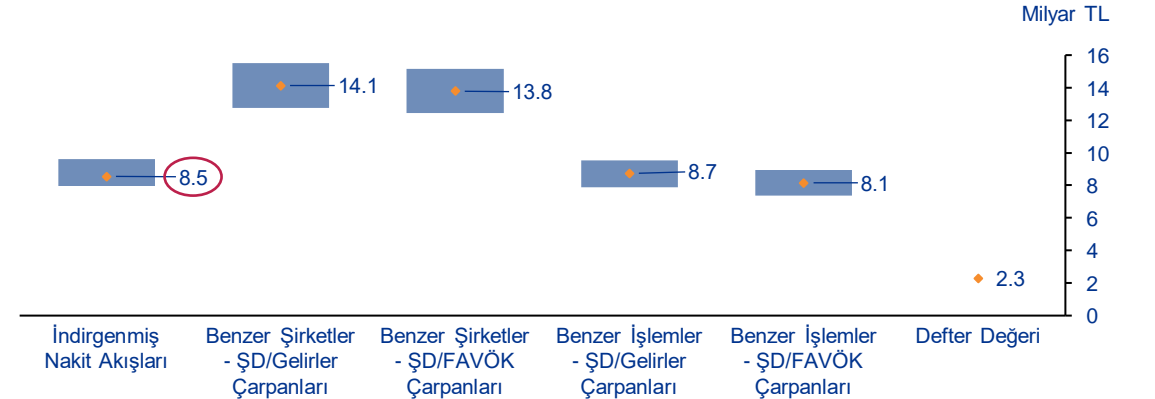
Ülker Çikolata'nın Birleşme işlemi için tahmin edilen hisse değeri 12.5 milyar TL ile 15.0 milyar TL aralığındadır. Birleşmeye esas değer 13.7 milyar TL'dir.

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

## Biskot Hisse Değeri



Kaynak: KPMG Analizi



# 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%
<b>Toplam</b>	<b>342</b>	<b>A1</b>	<b>100.0%</b>

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

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

Kaynak: KPMG Analizi

## Birleşme ve Değişim Oranları

	Formül	Hesaplanan
<b>Devralan</b>		
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 <b>a</b>
<b>Devrolan</b>		
Ülker Çikolata Birleşme Oranı (D2)	$B2 / (A2 + B2 + C2)$	2.5%
Ülker Çikolata Değişim Oranı (H2)	$E * D2 / B1$	0.7412 <b>b</b>
Biskot Birleşme Oranı (D3)	$C2 / (A2 + B2 + C2)$	4.9%
Biskot Değişim Oranı (H3)	$E * D3 / C1$	1.0659 <b>c</b>

## 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.

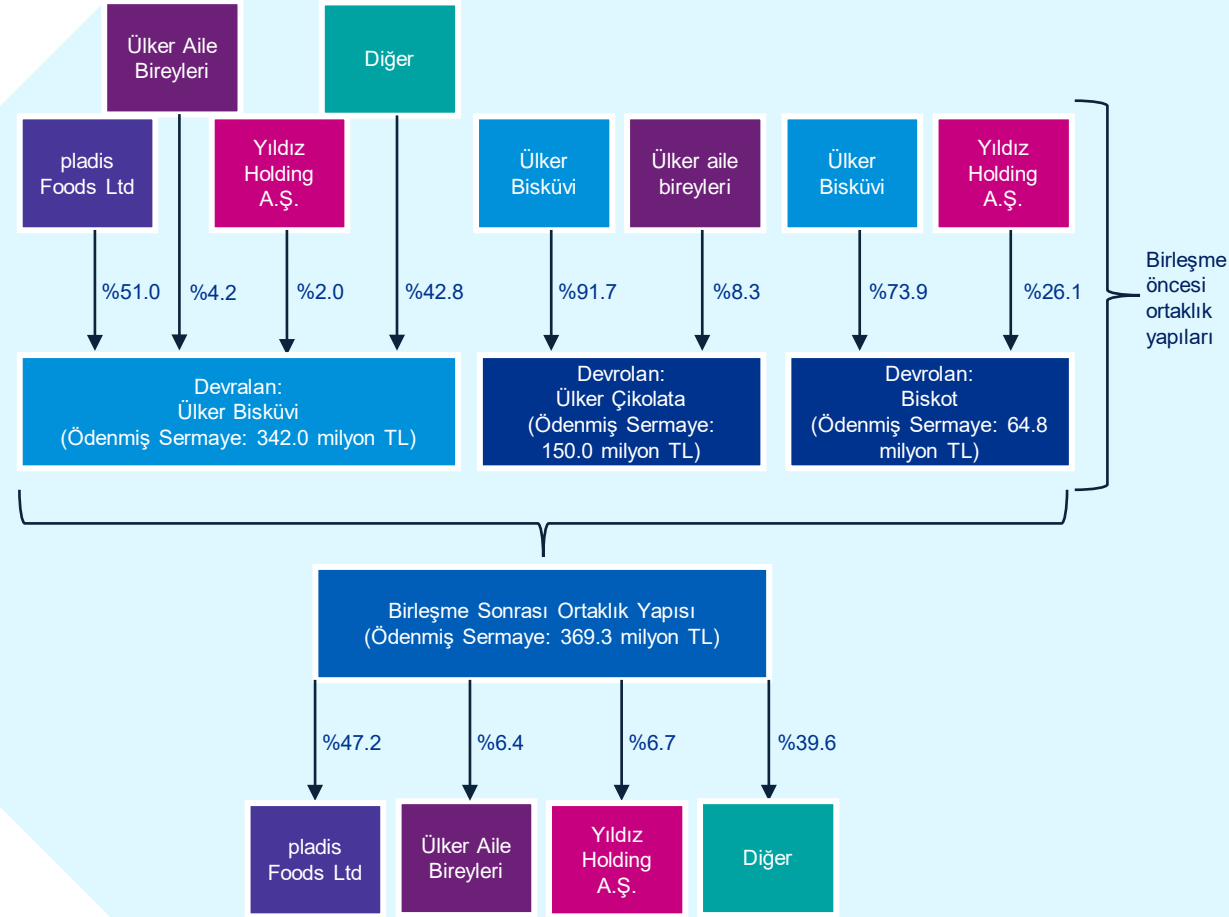
\* Ülker Bisküvi'ye ait olan paylar (sayfa 13) elimine edilerek birleşmeye konu hisse değerine ulaşılmıştır

Devrolacak paylar



# Birleşme Özeti

Birleşme Özeti						
Sirketler	Pay Oranı	Ödenmiş Sermaye (TL)	Birleşmeye Konu Hisse Değeri (TL)	Birleşme Oranı (%)	Değişim Oranı	Birleşme Sonrası Sermaye Dağılımı (TL)
<b>Ülker Bisküvi</b>	<b>100.0%</b>	<b>342,000,000</b>	<b>42,210,774,152</b>	<b>92.6%</b>		<b>342,000,000</b>
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
<b>Ülker Çikolata</b>	<b>100.0%</b>	<b>150,000,000</b>	<b>1,143,117,387</b>	<b>2.5%</b>	-	<b>9,261,762</b>
Ortaklar:						
Ülker Bisküvi	91.7%	137,505,000		-	-	-
Ülker Aile Bireyleri	8.3%	12,495,000		2.5%	0.7412	9,261,762
<b>Biskot</b>	<b>100.0%</b>	<b>64,812,772</b>	<b>2,223,359,102</b>	<b>4.9%</b>	-	<b>18,014,093</b>
Ortaklar:						
Ülker Bisküvi	73.9%	47,912,032		-	-	-
Yıldız Holding A.Ş.	26.1%	16,900,740		4.9%	1.0659	18,014,093
<b>Toplam</b>			<b>45,577,250,640</b>	<b>100.0%</b>		<b>369,275,855</b>



Kaynak: KPMG Analizi





03

# Değerleme Konusu Şirketler Hakkında Bilgiler

# Ülker Bisküvi – Genel Bilgiler

## Türkiye

### 4 Şehirde 9 Üretim Tesisi

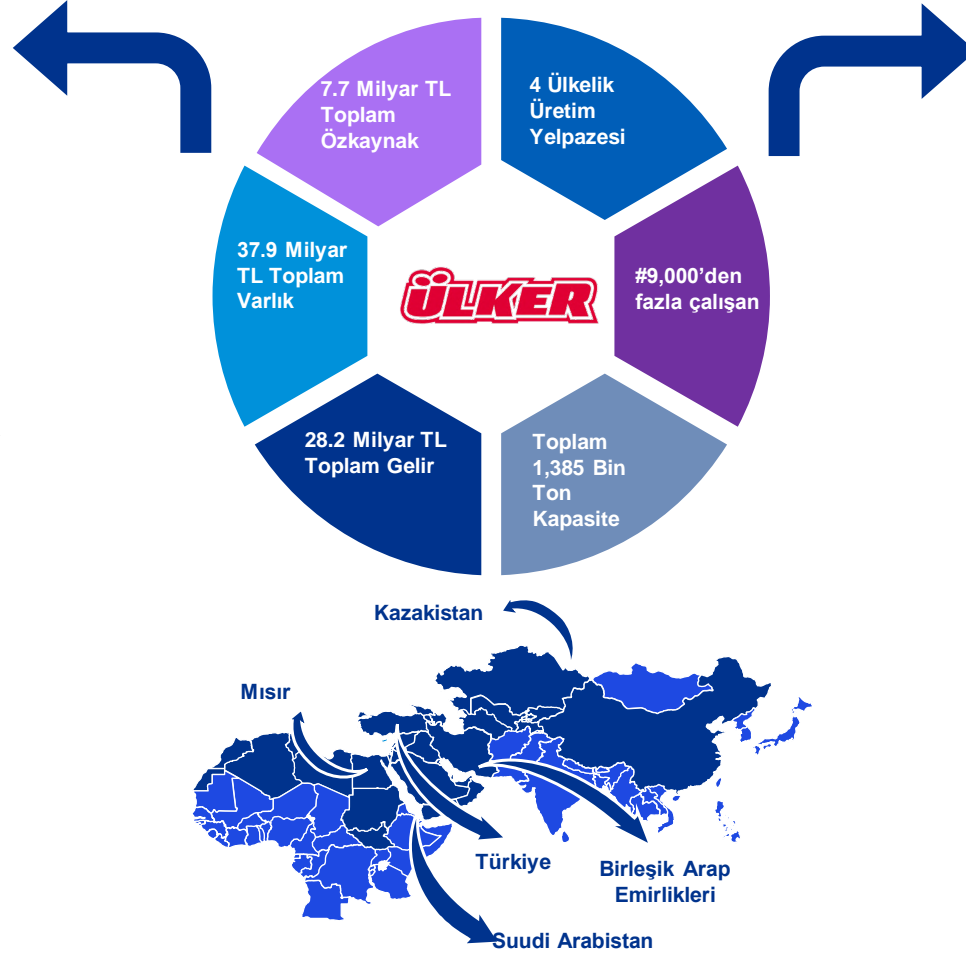
- İstanbul
- Giresun
- Karaman
- Ankara

### 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

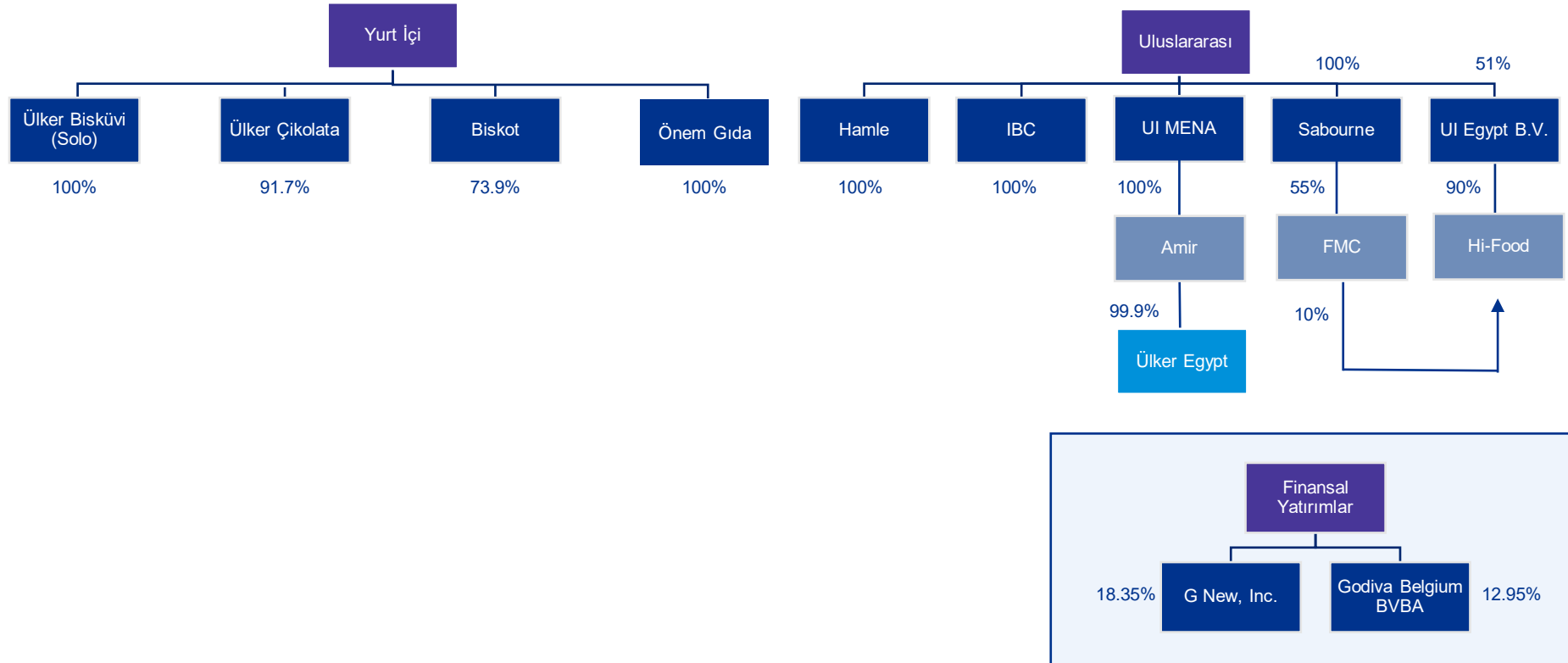
### Ticaret ve Dağıtım İştirakleri

- Amir Global

Kaynak: Müşteriler



# Ülker Bisküvi – Grup Yapısı



Kaynak: Müşteriler

Not: Her bir bağlı ortaklık için doğrudan sahiplikler gösterilmiştir.

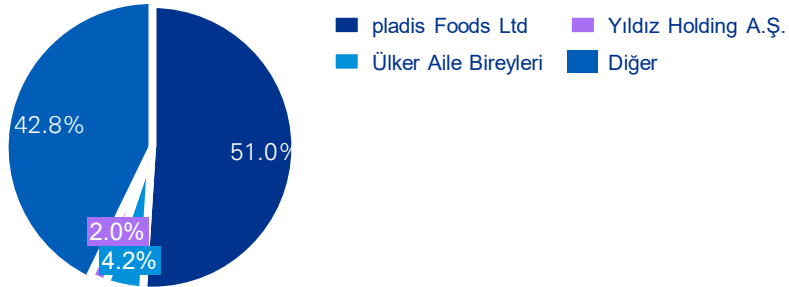


# Ülker Bisküvi Hakkında

## Genel Bilgiler

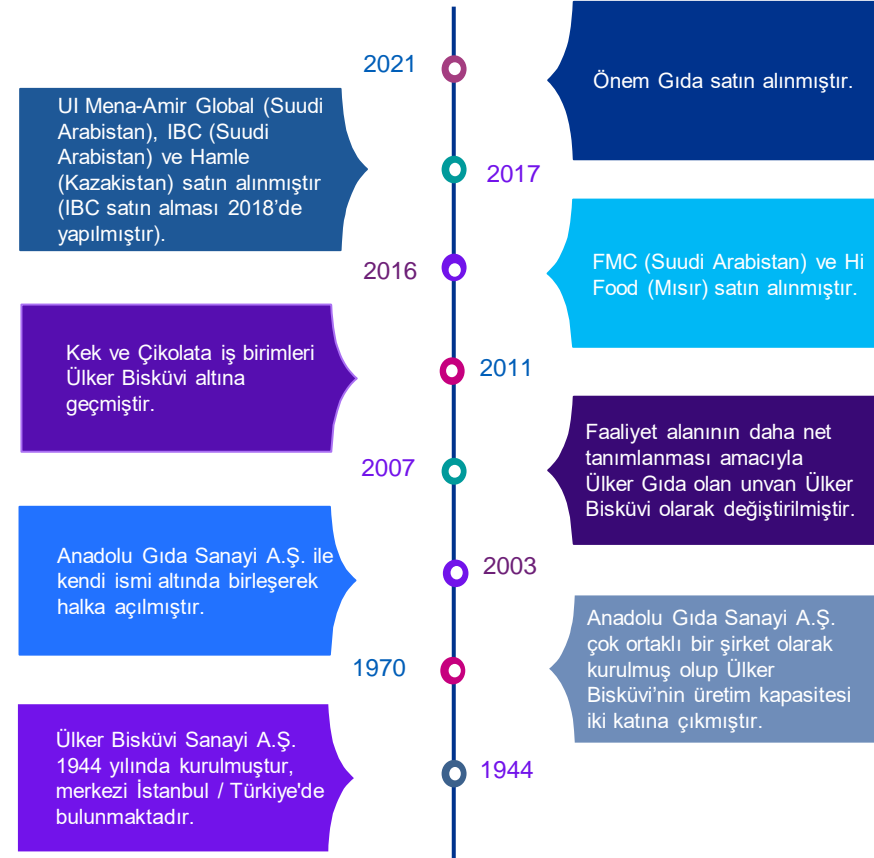
- Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. 1944 yılında kurulmuştur ve merkezi İstanbul / Türkiye'de bulunmaktadır.
- Şirketin temel ticari faaliyetleri bisküvi, çikolata, çikolata kaplı bisküvi, gofret ve kek imalatıdır.
- Türkiye'de 75 yılı aşkın deneyime sahiptir.
- Ülker, Türkiye'nin en önemli atıştırılabilir markalarından 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

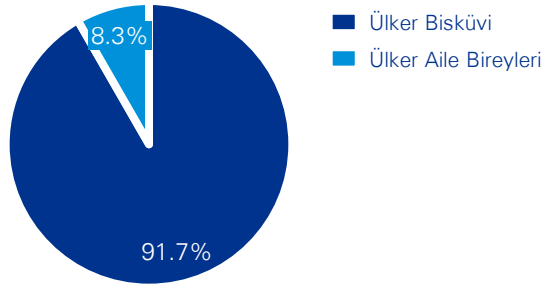


# Ülker Çikolata Hakkında

## Genel Bilgiler

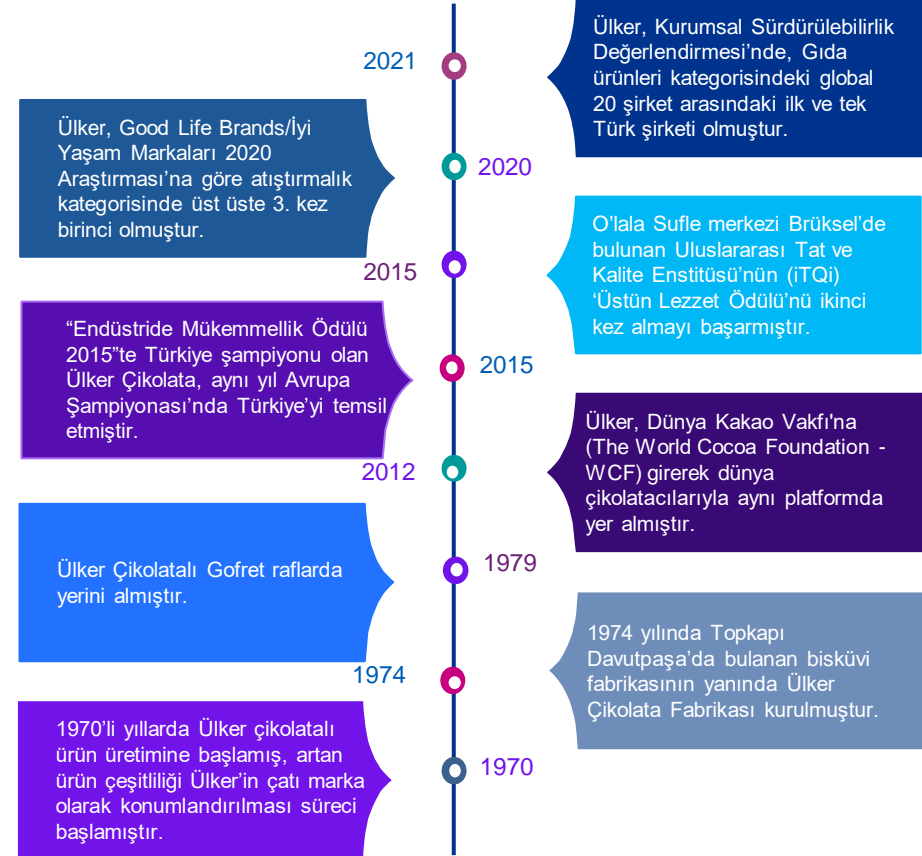
- Ülker, 1970 yılından itibaren çikolatalı ürünler, gofret ve çikolata, 1990'dan itibaren kek, süt, bitkisel yağ ve 2000'li yıllarda ise mutfak ürünleri, içecek gibi farklı alanlardaki ürünlerle tüketicisiyle buluşmuştur.
- 1974 yılında Topkapı Davutpaşa'da bulunan bisküvi fabrikasının yanında Ülker Çikolata Fabrikası kurulmuştur.
- Ülker'in, çikolatalı ürünler kategorisindeki deneyimi Türkiye'de 50 yılı aşındır.
- 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

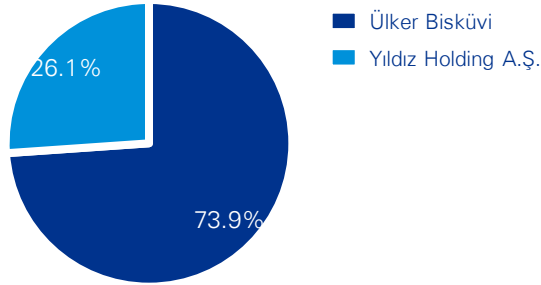
## Genel Bilgiler

- 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 aktarılmak 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
<i>Büyüme %</i>	146.2%	71.8%	33.5%	23.8%	12.4%	10.8%	7.9%
<b>FAVÖK</b>	<b>1,273</b>	<b>1,991</b>	<b>2,645</b>	<b>3,274</b>	<b>3,687</b>	<b>4,096</b>	<b>4,419</b>
<i>FAVÖK Marjı %</i>	16.8%	15.3%	15.2%	15.2%	15.2%	15.3%	15.3%
Amortisman ve İtfa Giderleri (-)		(57)	(63)	(78)	(95)	(115)	(124)
<b>FOK</b>		<b>1,934</b>	<b>2,582</b>	<b>3,196</b>	<b>3,591</b>	<b>3,981</b>	<b>4,295</b>
<i>Vergi Oranı %</i>		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Gideri		(387)	(516)	(639)	(718)	(796)	(859)
<b>Vergi Sonrası Faaliyet Karı</b>		<b>1,547</b>	<b>2,065</b>	<b>2,556</b>	<b>2,873</b>	<b>3,185</b>	<b>3,436</b>
<b>Nakit Akışı Düzeltmeleri:</b>							
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)
<b>Net Yatırım</b>		<b>(1,267)</b>	<b>(1,410)</b>	<b>(1,454)</b>	<b>(1,056)</b>	<b>(1,063)</b>	<b>(937)</b>
<b>Şirkete Serbest Nakit Akışları</b>		<b>280</b>	<b>656</b>	<b>1,102</b>	<b>1,817</b>	<b>2,122</b>	<b>2,500</b>
<b>AOSM</b>		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
<b>Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri</b>		<b>249</b>	<b>460</b>	<b>610</b>	<b>794</b>	<b>732</b>	<b>7,874</b>
Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri - Projeksiyon Dönemi	2,846						
Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri - Nihai Dönem	7,874						
<b>Şirket Değeri</b>	<b>10,720</b>						
Net Nakit / (Borç)	(11,079)						
Finansal Yatırımlar	210						
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	473						
<b>Hisse Değeri</b>	<b>325</b>						

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.

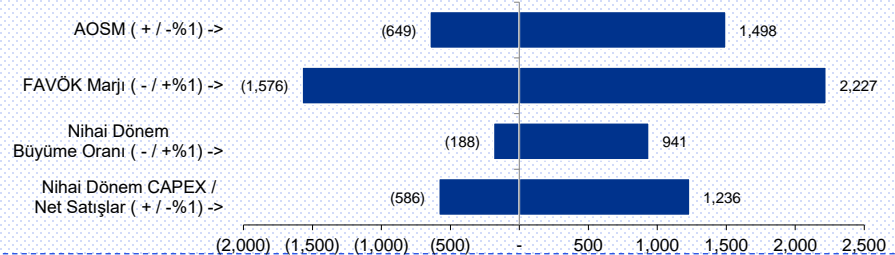
Vergi oranı bütün projeksiyon döneminde yasal vergi oranına eşit ve %20 olarak varsayılmıştır.

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
<i>Büyüme %</i>	115.7%	66.3%	33.2%	23.8%	12.2%	10.6%	7.9%
<b>FAVÖK</b>	<b>1,415</b>	<b>2,257</b>	<b>2,996</b>	<b>3,703</b>	<b>4,157</b>	<b>4,603</b>	<b>4,967</b>
<i>FAVÖK Marjı %</i>	18.9%	18.2%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%
Amortisman ve İtfa Giderleri (-)		(54)	(62)	(73)	(84)	(97)	(104)
<b>FVÖK</b>		<b>2,203</b>	<b>2,933</b>	<b>3,630</b>	<b>4,073</b>	<b>4,506</b>	<b>4,862</b>
<i>Vergi Oranı %</i>		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Gideri		(441)	(587)	(726)	(815)	(901)	(972)
<b>Vergi Sonrası Faaliyet Karı</b>		<b>1,762</b>	<b>2,347</b>	<b>2,904</b>	<b>3,259</b>	<b>3,605</b>	<b>3,890</b>
<b>Nakit Akışı Düzeltmeleri:</b>							
Artı: Amortisman ve İtfa 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)
<b>Net Yatırım</b>		<b>(1,673)</b>	<b>(1,263)</b>	<b>(1,260)</b>	<b>(856)</b>	<b>(852)</b>	<b>(741)</b>
<b>Şirkete Serbest Nakit Akışları</b>		<b>90</b>	<b>1,084</b>	<b>1,644</b>	<b>2,402</b>	<b>2,753</b>	<b>3,149</b>
<b>AOSM</b>		<b>27.5%</b>	<b>27.5%</b>	<b>27.5%</b>	<b>27.5%</b>	<b>27.5%</b>	<b>19.6%</b>
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
<b>Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri</b>		<b>79</b>	<b>753</b>	<b>896</b>	<b>1,027</b>	<b>923</b>	<b>8,995</b>
Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri - Projeksiyon Dönemi	3,680						
Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri - Nihai Dönem	8,995						
<b>Şirket Değeri</b>	<b>12,675</b>						
Net Nakit / (Borç)	814						
Finansal Yatırımlar	135						
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	99						
<b>Hisse Değeri</b>	<b>13,723</b>						

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.

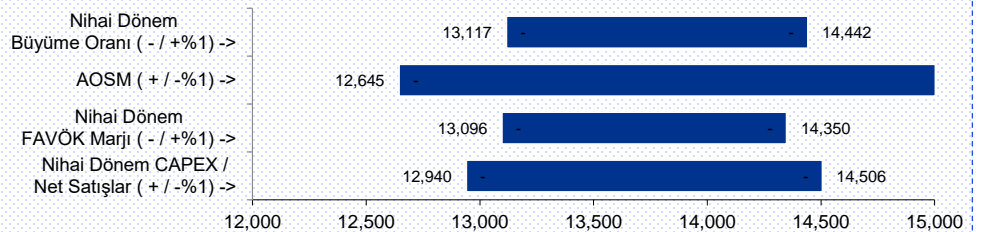
Vergi oranı bütün projeksiyon döneminde yasal vergi oranına eşit ve %20 olarak varsayılmıştır.

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
<i>Büyüme %</i>	121.1%	75.9%	33.6%	23.8%	12.2%	10.6%	7.9%
<b>FAVÖK</b>	<b>1,005</b>	<b>1,525</b>	<b>1,836</b>	<b>2,284</b>	<b>2,574</b>	<b>2,853</b>	<b>3,079</b>
<i>FAVÖK Marjı %</i>	17.9%	15.5%	13.9%	14.0%	14.1%	14.1%	14.1%
Amortisman ve İtfa Giderleri (-)		(42)	(53)	(65)	(78)	(91)	(98)
<b>FVÖK</b>		<b>1,482</b>	<b>1,783</b>	<b>2,219</b>	<b>2,496</b>	<b>2,762</b>	<b>2,980</b>
<i>Vergi Oranı %</i>		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Gideri		(296)	(357)	(444)	(499)	(552)	(596)
<b>Vergi Sonrası Faaliyet Karı</b>		<b>1,186</b>	<b>1,426</b>	<b>1,775</b>	<b>1,997</b>	<b>2,210</b>	<b>2,384</b>
<b>Nakit Akışı Düzeltmeleri:</b>							
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)
<b>Net Yatırım</b>		<b>(764)</b>	<b>(882)</b>	<b>(856)</b>	<b>(605)</b>	<b>(601)</b>	<b>(545)</b>
<b>Şirkete Serbest Nakit Akışları</b>		<b>422</b>	<b>544</b>	<b>919</b>	<b>1,391</b>	<b>1,609</b>	<b>1,840</b>
<b>AOSM</b>		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
<b>Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri</b>		<b>375</b>	<b>381</b>	<b>509</b>	<b>608</b>	<b>555</b>	<b>5,795</b>
Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri - Projeksiyon Dönemi	2,429						
Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri - Nihai Dönem	5,795						
<b>Şirket Değeri</b>	<b>8,224</b>						
Net Nakit / (Borç)	77						
Ertelenmiş Vergi Varlığı	225						
<b>Hisse Değeri</b>	<b>8,526</b>						

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.

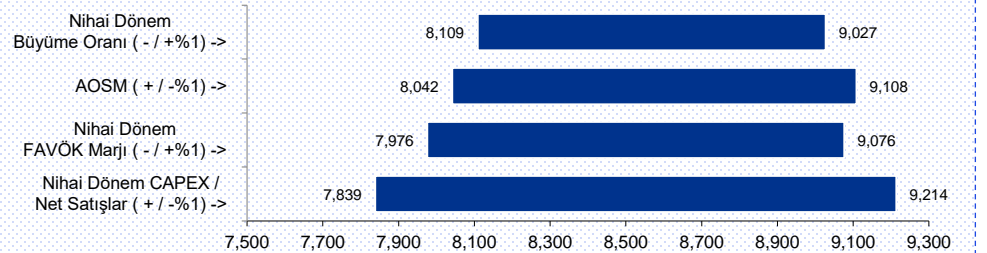
Vergi oranı bütün projeksiyon döneminde yasal vergi oranına eşit ve %20 olarak varsayılmıştır.

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 Sinaî Yatirimlar Anonim Sirketi (IBSE:OYLUM)	1.2x	1.2x	0.6x	1.5x	2.0x	1.4x	1.9x
<b>Ortalama</b>	<b>2.4x</b>	<b>2.4x</b>	<b>2.1x</b>	<b>2.6x</b>	<b>2.7x</b>	<b>2.8x</b>	<b>2.3x</b>
<b>Medyan</b>	<b>2.4x</b>	<b>2.4x</b>	<b>2.1x</b>	<b>2.4x</b>	<b>2.2x</b>	<b>2.1x</b>	<b>1.7x</b>

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)

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 / 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 Sinai Yatirimlar Anonim Sirketi (IBSE:OYLUM)	45.2x	27.0x	6.8x	16.0x	15.9x	21.5x	24.1x
<b>Ortalama</b>	<b>18.4x</b>	<b>16.6x</b>	<b>15.3x</b>	<b>17.2x</b>	<b>21.6x</b>	<b>21.4x</b>	<b>17.2x</b>
<b>Medyan</b>	<b>15.9x</b>	<b>16.6x</b>	<b>14.1x</b>	<b>17.7x</b>	<b>18.8x</b>	<b>19.5x</b>	<b>16.1x</b>

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.S.	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 EXTOKA	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.	
			<b>Ortalama</b>	<b>12.0x</b>	<b>1.4x</b>	
			<b>Medyan</b>	<b>10.4x</b>	<b>1.5x</b>	
			<b>Min</b>	<b>2.5x</b>	<b>0.5x</b>	
			<b>Maks</b>	<b>23.6x</b>	<b>3.5x</b>	

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	
<b>Şirket Değeri</b>	<b>38,086</b>	<b>42,318</b>	<b>46,549</b>
Net Borç		(13,342)	
Finansal Yatırımlar		2,898	
Operasyonel Olmayan Varlıklar		598	
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		(1,997)	
<b>Hisse Değeri</b>	<b>26,243</b>	<b>30,475</b>	<b>34,706</b>

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

### 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
<b>Ortalama</b>	<b>2.3x</b>	<b>2.5x</b>	<b>2.1x</b>	<b>2.6x</b>	<b>2.7x</b>	<b>2.8x</b>	<b>2.1x</b>
<b>Medyan</b>	<b>2.4x</b>	<b>2.6x</b>	<b>2.0x</b>	<b>1.8x</b>	<b>1.9x</b>	<b>1.8x</b>	<b>1.2x</b>

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
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
<b>Ortalama</b>	<b>16.3x</b>	<b>16.2x</b>	<b>16.6x</b>	<b>17.1x</b>	<b>20.8x</b>	<b>22.2x</b>	<b>15.3x</b>
<b>Medyan</b>	<b>15.7x</b>	<b>15.9x</b>	<b>15.0x</b>	<b>18.0x</b>	<b>18.9x</b>	<b>18.5x</b>	<b>15.6x</b>

## 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.

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 ortalaması:  
16.8x

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.S.	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.	
			<b>Ortalama</b>	<b>12.0x</b>	<b>1.4x</b>	
			<b>Medyan</b>	<b>10.4x</b>	<b>1.5x</b>	
			<b>Min</b>	<b>2.5x</b>	<b>0.5x</b>	
			<b>Maks</b>	<b>23.6x</b>	<b>3.5x</b>	

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	
<b>Şirket Değeri</b>	<b>10,092</b>	<b>11,213</b>	<b>12,335</b>
Net Borç		814	
Finansal Yatırımlar		135	
Operasyonel Olmayan Varlıklar Toplamı		99	
<b>Hisse Değeri</b>	<b>11,140</b>	<b>12,262</b>	<b>13,383</b>

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

### 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 Yatirimlar Anonim Sirketi (IBSE:OYLUM)	1.2x	1.2x	0.6x	1.5x	2.0x	1.4x	1.9x
<b>Ortalama</b>	<b>2.7x</b>	<b>2.5x</b>	<b>2.3x</b>	<b>2.8x</b>	<b>3.0x</b>	<b>3.0x</b>	<b>2.9x</b>
<b>Medyan</b>	<b>2.6x</b>	<b>2.4x</b>	<b>2.5x</b>	<b>2.8x</b>	<b>2.5x</b>	<b>2.2x</b>	<b>2.3x</b>

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	2.2x	2.5x	2.7x
Parametre		5,601	
<b>Şirket Değeri</b>	<b>12,447</b>	<b>13,830</b>	<b>15,213</b>
Net Borç		77	
Finansal Yatırımlar		-	
Operasyonel Olmayan Varlıklar Toplamı		225	
<b>Hisse Değeri</b>	<b>12,750</b>	<b>14,133</b>	<b>15,516</b>

## 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 Sınai Yatırımlar Anonim Şirketi (IBSE:OYLUM)	45.2x	27.0x	6.8x	16.0x	15.9x	21.5x	24.1x
<b>Ortalama</b>	<b>22.1x</b>	<b>17.4x</b>	<b>13.3x</b>	<b>17.6x</b>	<b>22.4x</b>	<b>19.4x</b>	<b>20.8x</b>
<b>Medyan</b>	<b>18.4x</b>	<b>17.3x</b>	<b>13.8x</b>	<b>17.5x</b>	<b>17.4x</b>	<b>19.2x</b>	<b>21.3x</b>

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.S.	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 EXTOKA	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.	
			<b>Ortalama</b>	<b>12.0x</b>	<b>1.4x</b>	
			<b>Medyan</b>	<b>10.4x</b>	<b>1.5x</b>	
			<b>Min</b>	<b>2.5x</b>	<b>0.5x</b>	
			<b>Maks</b>	<b>23.6x</b>	<b>3.5x</b>	

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	
<b>Şirket Değeri</b>	<b>7,565</b>	<b>8,406</b>	<b>9,247</b>
Net Borç		77	
Finansal Yatırımlar		-	
Operasyonel Olmayan Varlıklar Toplamı		225	
<b>Hisse Değeri</b>	<b>7,868</b>	<b>8,708</b>	<b>9,549</b>

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

## 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)	Operasyonel Varlıklar (mn)		Hisse Değeri (mn)	Kur	Şirket Değeri (TL mn)	Net Nakit / (Borç) (TL mn)	Operasyonel Varlıklar (TL mn)		Hisse Değeri (TL mn)	Ülker Bisküvi için Ortaklık Payı (%)		Ülker Bisküvi için Hisse Değeri (TL mn)
					Finansal Varlıklar (mn)	el Olmayan Varlıklar (mn)					Finansal Varlıklar (TL mn)	el Olmayan Varlıklar (TL mn)		Ortaklık Payı (%)	Değeri (TL mn)	
<b>Yurt İçi Şirketler</b>																
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
<b>Alt-Toplam</b>									<b>42,941</b>	<b>(12,928)</b>	<b>345</b>	<b>813</b>	<b>31,171</b>		<b>27,804</b>	
<b>Yurt Dışı Şirketler</b>																
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
<b>Alt-Toplam</b>									<b>16,545</b>	<b>(1,104)</b>	<b>-</b>	<b>12</b>	<b>15,453</b>		<b>11,803</b>	
<b>Toplam</b>									<b>59,486</b>	<b>(14,032)</b>	<b>345</b>	<b>824</b>	<b>46,624</b>		<b>39,607</b>	
<b>Finansal Yatırımlar</b>																
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
<b>Toplam</b>									<b>11,499</b>	<b>2,176</b>	<b>10,144</b>	<b>1,266</b>	<b>25,085</b>		<b>2,552</b>	

## 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
<b>Hisse Değeri</b>	<b>42,211</b>

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

Kaynak: KPMG Analizi

## Devrolan Şirketler

### Ülker Çikolata - Değerleme Sonuçları

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

### Biskot - Değerleme Sonuçları

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



**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
<b>Ortalama</b>	<b>1.00</b>	<b>0.87</b>	<b>1.34</b>
<b>Medyan</b>	<b>1.00</b>	<b>0.73</b>	<b>1.28</b>
<b>Ortalama (Defter Değeri Hariç)</b>	<b>1.00</b>	<b>0.74</b>	<b>1.18</b>
<b>Medyan (Defter Değeri Hariç)</b>	<b>1.00</b>	<b>0.72</b>	<b>1.07</b>

→ 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

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

$\alpha$  = 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	<b>26.7%</b>	<b>18.9%</b>

# 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	<b>27.5%</b>	<b>19.6%</b>

# 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	<b>26.7%</b>	<b>18.9%</b>

07.2

# UFRS 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)
<b>Brüt Kar</b>	<b>504</b>	<b>595</b>	<b>666</b>	<b>1,706</b>
<b>Operasyonel Giderler</b>				
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)
<b>Faaliyet Karı / Zararı</b>	<b>306</b>	<b>371</b>	<b>442</b>	<b>1,215</b>
Amortisman ve İtfa Payları	47	48	50	58
<b>FAVÖK</b>	<b>354</b>	<b>419</b>	<b>492</b>	<b>1,273</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1,892	2,292	5,364	3,603
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(0)	(666)	(1)	(1,506)
<b>Finansman Gider Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>2,199</b>	<b>1,996</b>	<b>5,805</b>	<b>3,311</b>
Finansal Gelirler	538	481	433	0
Finansal Giderler	(1,233)	(2,104)	(7,722)	(6,756)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>1,504</b>	<b>374</b>	<b>(1,485)</b>	<b>(3,444)</b>
Vergi Gelir / Gideri	(116)	(62)	242	539
<b>Net Kar / Zarar</b>	<b>1,388</b>	<b>311</b>	<b>(1,243)</b>	<b>(2,905)</b>

Kaynak: Müşteriler



# Ülker Bisküvi (solo) – Bilanço

Ülker Bisküvi (solo) - Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
<b>Dönen Varlıklar</b>				
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
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>6,535</b>	<b>10,344</b>	<b>11,727</b>	<b>14,386</b>
<b>Duran Varlıklar</b>				
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
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>3,172</b>	<b>3,414</b>	<b>7,457</b>	<b>9,767</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>9,707</b>	<b>13,758</b>	<b>19,184</b>	<b>24,153</b>

Kaynak: Müşteriler



Ülker Bisküvi (solo) - Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>				
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
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>5,449</b>	<b>1,078</b>	<b>1,998</b>	<b>11,370</b>
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>				
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	-	-
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>436</b>	<b>8,371</b>	<b>14,380</b>	<b>11,225</b>
<b>Özkaynaklar</b>				
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)
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>3,822</b>	<b>4,309</b>	<b>2,806</b>	<b>1,558</b>
<b>Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler</b>	<b>9,707</b>	<b>13,758</b>	<b>19,184</b>	<b>24,153</b>

# Ülker Bisküvi (solo) – Özet Bilanço

Ülker Bisküvi (solo) - Özet Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
<b>İşletme Sermayesi</b>				
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)
<b>Net İşletme Sermayesi (a)</b>	<b>354</b>	<b>856</b>	<b>1,912</b>	<b>2,664</b>
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>				
Maddi Duran Varlıklar	1,069	1,213	1,244	3,247
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	1	1	3
<b>Toplam Duran Varlıklar (b)</b>	<b>1,070</b>	<b>1,214</b>	<b>1,244</b>	<b>3,251</b>
<b>Toplam Operasyonel Varlıklar (a+b)</b>	<b>1,424</b>	<b>2,070</b>	<b>3,156</b>	<b>5,915</b>
<b>Operasyonel Olmayan Varlıklar</b>				
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
<b>Toplam Operasyonel Olmayan Varlıklar</b>	<b>1,946</b>	<b>5,712</b>	<b>12,619</b>	<b>6,722</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>3,371</b>	<b>7,782</b>	<b>15,775</b>	<b>12,637</b>
<b>Net Nakit / Borç</b>				
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)
<b>Net Nakit / Borç</b>	<b>(452)</b>	<b>3,473</b>	<b>12,969</b>	<b>11,079</b>
<b>Özkaynaklar</b>				
Ödenmiş Sermaye	342	342	342	342
Birikmiş Karlar	3,480	3,967	2,464	1,216
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>3,822</b>	<b>4,309</b>	<b>2,806</b>	<b>1,558</b>
<b>Toplam Fonlar</b>	<b>3,371</b>	<b>7,782</b>	<b>15,775</b>	<b>12,637</b>

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)
<b>Brüt Kar</b>	<b>490</b>	<b>639</b>	<b>786</b>	<b>1,793</b>
<b>Operasyonel Giderler</b>				
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)
<b>Faaliyet Karı / Zararı</b>	<b>323</b>	<b>451</b>	<b>654</b>	<b>1,365</b>
Amortisman ve İtfa Payları	27	26	31	49
<b>FAVÖK</b>	<b>350</b>	<b>477</b>	<b>685</b>	<b>1,415</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	125	167	414	223
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(6)	(4)	(29)	(0)
<b>Finansman Gider Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>442</b>	<b>614</b>	<b>1,038</b>	<b>1,588</b>
Finansal Gelirler	12	10	6	5
Finansal Giderler	(59)	(63)	(90)	(92)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>395</b>	<b>562</b>	<b>955</b>	<b>1,501</b>
Vergi Gelir / Gideri	(80)	(121)	(217)	(207)
Ertelenmiş Vergi Gelir / Gideri	-	(2)	-	-
<b>Net Kar / Zarar</b>	<b>315</b>	<b>439</b>	<b>738</b>	<b>1,294</b>

→ 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
<b>Dönen Varlıklar</b>				
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
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>1,559</b>	<b>1,615</b>	<b>2,456</b>	<b>4,345</b>
<b>Duran Varlıklar</b>				
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	-	-	-	-
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>303</b>	<b>384</b>	<b>556</b>	<b>1,066</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>1,862</b>	<b>1,999</b>	<b>3,012</b>	<b>5,411</b>

Ülker Çikolata - Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>				
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
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>483</b>	<b>311</b>	<b>685</b>	<b>1,460</b>
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>				
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	-	-
<b>Uzun Vadeli yükümlülükler</b>	<b>169</b>	<b>101</b>	<b>80</b>	<b>156</b>
<b>Özkaynaklar</b>				
Ödenmiş Sermaye	150	150	150	150
Diğer Kapsamlı Giderler	-	-	(11)	(70)
Sınıflandırılmayan Ortak Kontrolde Tabi Teşebbüs veya İşletmeler	80	98	-	78
Sınıflandırılan Ortak Kontrolde 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
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1,210</b>	<b>1,587</b>	<b>2,247</b>	<b>3,795</b>
<b>Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler</b>	<b>1,862</b>	<b>1,999</b>	<b>3,012</b>	<b>5,411</b>

Kaynak: Müşteriler



# Ülker Çikolata – Özet Bilanço

Ülker Çikolata - Özet Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
<b>İşletme Sermayesi</b>				
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)
<b>Net İşletme Sermayesi (a)</b>	<b>732</b>	<b>1,049</b>	<b>1,334</b>	<b>1,915</b>
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>				
Maddi Duran Varlıklar	302	359	526	830
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	1	1	1
<b>Toplam Duran Varlıklar (b)</b>	<b>302</b>	<b>360</b>	<b>527</b>	<b>831</b>
<b>Toplam Operasyonel Varlıklar (a+b)</b>	<b>1,033</b>	<b>1,409</b>	<b>1,861</b>	<b>2,746</b>
<b>Operasyonel Olmayan Varlıklar</b>				
Finansal Yatırımlar	3	4	21	135
Ertelenmiş Vergi Varlık / Yükümlülükleri	(9)	(13)	6	99
<b>Toplam Operasyonel Olmayan Varlıklar</b>	<b>(6)</b>	<b>(8)</b>	<b>27</b>	<b>234</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>1,028</b>	<b>1,401</b>	<b>1,888</b>	<b>2,980</b>
<b>Net Nakit / Borç</b>				
Nakit ve Nakit Benzerleri	(251)	(200)	(279)	(573)
Finansal Yükümlülükler	116	84	84	37
İlişkili Tarafalara	126	-	-	-
İlişkili Tarafardan	(206)	(108)	(215)	(417)
Uzun Vadeli Karşılıklar	32	38	52	138
<b>Net Nakit / Borç</b>	<b>(182)</b>	<b>(186)</b>	<b>(359)</b>	<b>(814)</b>
<b>Özkaynaklar</b>				
Ödenmiş Sermaye	150	150	150	150
Birikmiş Karlar	1,060	1,437	2,097	3,645
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>1,210</b>	<b>1,587</b>	<b>2,247</b>	<b>3,795</b>
<b>Toplam Fonlar</b>	<b>1,028</b>	<b>1,401</b>	<b>1,888</b>	<b>2,980</b>

# 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
<b>Net Satışlar</b>	<b>1,440</b>	<b>1,715</b>	<b>2,533</b>	<b>5,601</b>
Satışların Maliyeti	(1,195)	(1,398)	(2,047)	(4,494)
<b>Brüt Kar</b>	<b>245</b>	<b>318</b>	<b>486</b>	<b>1,107</b>
<b>Operasyonel Giderler</b>				
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)
<b>Faaliyet Karı / Zararı</b>	<b>155</b>	<b>229</b>	<b>588</b>	<b>965</b>
Amortisman ve İtfa Payları	31	33	35	40
<b>FAVÖK</b>	<b>186</b>	<b>261</b>	<b>623</b>	<b>1,005</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	57	156	414	355
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(6)	(2)	(76)	(53)
<b>Finansman Gider Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>206</b>	<b>383</b>	<b>925</b>	<b>1,266</b>
Finansal Gelirler	1	40	1	5
Finansal Giderler	(128)	(143)	(186)	(306)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>79</b>	<b>280</b>	<b>741</b>	<b>965</b>
Vergi Gelir / Gideri	(8)	(48)	(128)	(26)
<b>Net Kar / Zarar</b>	<b>71</b>	<b>232</b>	<b>613</b>	<b>939</b>

→ 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
<b>Dönen Varlıklar</b>				
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
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>970</b>	<b>1,147</b>	<b>2,208</b>	<b>3,678</b>
<b>Duran Varlıklar</b>				
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	-	-	-	-
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>408</b>	<b>400</b>	<b>456</b>	<b>816</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>1,377</b>	<b>1,547</b>	<b>2,665</b>	<b>4,494</b>

Biskot - Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>				
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	72	66	102	59
Finansal Kiralama İşlemleri	14	-	-	-
Ticari Borçlar	391	310	605	1,492
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamındaki Yükümlülükler	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
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>578</b>	<b>534</b>	<b>1,007</b>	<b>1,768</b>
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>				
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	-	-
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>321</b>	<b>302</b>	<b>329</b>	<b>440</b>
<b>Özkaynaklar</b>				
Ödenmiş Sermaye	65	65	65	65
Ödenmiş Sermayeye Enflasyon Düzenlemesi	-	0	-	-
Sınıflandırılmayan Ortak Kontrole 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
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>479</b>	<b>711</b>	<b>1,328</b>	<b>2,286</b>
<b>Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler</b>	<b>1,378</b>	<b>1,547</b>	<b>2,665</b>	<b>4,494</b>

Kaynak: Müşteriler



# Biskot – Özet Bilanço

Biskot - Özet Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
<b>İşletme Sermayesi</b>				
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)
<b>Net İşletme Sermayesi (a)</b>	<b>216</b>	<b>514</b>	<b>787</b>	<b>1,424</b>
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>				
Maddi Duran Varlıklar	389	390	414	557
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0	2
<b>Toplam Duran Varlıklar (b)</b>	<b>389</b>	<b>391</b>	<b>414</b>	<b>560</b>
<b>Toplam Operasyonel Varlıklar (a+b)</b>	<b>605</b>	<b>904</b>	<b>1,201</b>	<b>1,984</b>
<b>Operasyonel Olmayan Varlıklar</b>				
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	15	6	37	225
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	(2)	(8)	-	-
<b>Toplam Operasyonel Olmayan Varlıklar</b>	<b>13</b>	<b>(2)</b>	<b>37</b>	<b>225</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>618</b>	<b>902</b>	<b>1,238</b>	<b>2,209</b>
<b>Net Nakit / Borç</b>				
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
<b>Net Nakit / Borç</b>	<b>140</b>	<b>191</b>	<b>(89)</b>	<b>(77)</b>
<b>Özkaynaklar</b>				
Ödenmiş Sermaye	65	65	65	65
Birikmiş Karlar	414	646	1,263	2,221
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>479</b>	<b>711</b>	<b>1,328</b>	<b>2,286</b>
<b>Toplam Fonlar</b>	<b>619</b>	<b>902</b>	<b>1,238</b>	<b>2,209</b>



# 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)
<b>Brüt Kar</b>	<b>2,139</b>	<b>2,937</b>	<b>3,612</b>	<b>8,409</b>
<b>Operasyonel Giderler</b>				
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)
<b>Operasyonel Net Kar / Zarar</b>	<b>1,154</b>	<b>1,739</b>	<b>2,430</b>	<b>5,859</b>
Amortisman ve İtfa Payları	171	199	230	386
<b>FAVÖK</b>	<b>1,325</b>	<b>1,938</b>	<b>2,660</b>	<b>6,245</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1,132	2,581	6,096	3,881
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(11)	(685)	(131)	(1,607)
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>2,274</b>	<b>3,634</b>	<b>8,395</b>	<b>8,133</b>
Finansal Gelirler	555	613	445	193
Finansal Giderler(-)	(1,466)	(2,671)	(8,910)	(8,244)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>1,363</b>	<b>1,576</b>	<b>(71)</b>	<b>82</b>
Vergi Gelir / Gideri (-) / Income	(261)	(354)	(451)	118
Ertelenmiş Vergi Geliri	-	47	359	-
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	(106)	(187)	(302)	(553)
<b>Dönem Net Karı / Zararı</b>	<b>997</b>	<b>1,081</b>	<b>(464)</b>	<b>(353)</b>

→ 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
<b>Dönen Varlıklar</b>				
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
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>8,720</b>	<b>14,701</b>	<b>18,765</b>	<b>25,435</b>
<b>Duran Varlıklar</b>				
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	-
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>4,072</b>	<b>4,791</b>	<b>7,479</b>	<b>12,424</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>12,792</b>	<b>19,492</b>	<b>26,244</b>	<b>37,859</b>

Kaynak: Müşteriler



Ülker Bisküvi - Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>				
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
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>6,800</b>	<b>3,231</b>	<b>6,134</b>	<b>16,373</b>
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>				
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	701	9,058	15,314	12,773
Diğer Yükümlülükler	-	-	-	-
<i>İlişkili Olmayan Tarafalara</i>	-	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	161	228	347	764
Finansal Kiralama Borçları	-	-	-	3
Ertelenmiş Gelirler	-	-	-	88
Ertelenmiş Vergiler	195	158	135	176
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1,058</b>	<b>9,444</b>	<b>15,796</b>	<b>13,803</b>
<b>Özkaynaklar</b>				
Sermaye	342	342	342	342
Diğer	4,592	6,475	3,972	7,340
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>4,934</b>	<b>6,817</b>	<b>4,314</b>	<b>7,682</b>
<b>Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler</b>	<b>12,792</b>	<b>19,492</b>	<b>26,244</b>	<b>37,859</b>

Kontrol Gücü Olmayan Paylar	1,997
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5,686
<b>Toplam</b>	<b>7,682</b>



# Ülker Bisküvi – Özet Bilanço

Ülker Bisküvi - Özet Bilanço				
TL mn	31 Ara 19	31 Ara 20	31 Ara 21	31 Ara 22
<b>Working Capital</b>				
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)
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>1,608</b>	<b>3,584</b>	<b>6,178</b>	<b>8,694</b>
<b>Duran Varlıklar</b>				
Maddi Duran Varlıklar	2,383	2,847	3,641	6,817
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	680	496	897	2,018
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>3,063</b>	<b>3,343</b>	<b>4,537</b>	<b>8,835</b>
<b>Toplam Operasyonel Varlıklar</b>	<b>4,671</b>	<b>6,927</b>	<b>10,716</b>	<b>17,529</b>
<b>Operasyonel Olmayan Varlıklar</b>				
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	-
<b>Toplam Operasyonel Olmayan Varlıklar</b>	<b>3,862</b>	<b>4,565</b>	<b>8,570</b>	<b>3,495</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>8,534</b>	<b>11,492</b>	<b>19,286</b>	<b>21,024</b>
<b>Net (Nakit) / Borç</b>				
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)
<b>Net Nakit / Borç</b>	<b>3,599</b>	<b>4,675</b>	<b>14,972</b>	<b>13,342</b>
<b>Özkaynaklar</b>				
Ödenmiş Sermaye	342	342	342	342
Diğer	4,592	6,475	3,972	7,340
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>4,934</b>	<b>6,817</b>	<b>4,314</b>	<b>7,682</b>
<b>Toplam Fonlama</b>	<b>8,534</b>	<b>11,492</b>	<b>19,286</b>	<b>21,024</b>



[kpmg.com/socialmedia](https://kpmg.com/socialmedia)

Gizli ve Özeldir