

Migros Ticaret A.Ş.

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

Sınırlı Sorumluluk İçermektedir

20 Nisan 2018



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

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

www.ey.com

Sınırlı Sorumluluk İçermektedir

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

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

20 Nisan 2018

Migros Ticaret A.Ş. Yönetim Kurulu'na

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

Değerleme danışmanlık çalışması, Migros Yönetimi tarafından sağlanan Migros'un SPK Finansal Raporlama standartlarına göre hazırlanmış 31 Aralık 2015, 31 Aralık 2016 ve 31 Aralık 2017 dönemlerine ait denetlenmiş konsolide mali tabloları ve Migros'un 31 Aralık 2017 dönemine ait özel amaçlı hazırlanmış Kipa hariç konsolide mali tabloları ile Kipa'nın SPK'nın Finansal Raporlama standartlarına göre hazırlanmış 29 Şubat 2016, 28 Şubat 2017 ve 31 Aralık 2017 dönemlerine ait denetlenmiş konsolide mali tabloları ve Migros Yönetimi tarafından sağlanan iş planları ile finansal ve operasyonel bilgilerin analizini kapsamaktadır. Çalışmalarımızda Migros Yönetimi tarafından tarafınıza sağlanan finansal verilerin herhangi bir denetime tabi tutulmaksızın Migros ve Kipa'nın tarihsel ve projekte edilmiş faaliyet sonuçları ile finansal durumunu doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir.

Bu rapor, talebiniz üzerine, sadece yukarıda birinci paragrafta belirtilen amaç ile ilgili olarak hazırlanmış olup, herhangi başka bir amaç için kullanılması uygun değildir. Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş. ("EY"), Migros Yönetim Kurulu dışında üçüncü şahıslara karşı bir sorumluluk kabul etmemektedir. Bu raporun dağıtımı Migros Yönetimi ile birleşme işlemi ile ilgili yasal organlar ile sınırlıdır.

Bu kısıtlamaya rağmen raporumuz muhtemel kredi kurumlarına, yatırımcılara veya diğer ilgili şahıslara açıklanırsa, bu şahıslar herhangi bir karar verirken veya yatırım yaparken raporumuza güvenmemelidir, aksi halde EY, Migros Yönetimi ile onların hissedarları dışında hiçbir kuruma karşı sorumluluk kabul etmemektedir.

Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş. olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 14/07/2003-17/07/2003 dönemini kapsayan 2003/34 sayılı haftalık bülteninde E (duyurular) bölümünde belirtilen değerlendirme hizmetleri yapabilme niteliklerine sahip olduğumuzu beyan ederiz.

Bu değerlendirme danışmanlık raporu, ilişkideki "Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullara" tabiidir.

Saygılarımızla,

İnci Ser Olguner Arıkoç

Ortak

Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş.

İçindekiler

1 Yönetici Özeti

Yönetici Özeti

1

Sayfa 4

Yönetici Özeti

Yönetici Özeti

1 Yönetici Özeti

1 Yönetici Özeti

Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Çalışmanın Amacı

- Migros'un 18 Nisan 2018 tarihli ve 215 sayılı ve Kipa'nın 18 Nisan 2018 ve 46 sayılı Yönetim Kurulu Kararları ile Migros'un 31.12.2017 tarihi itibarıyla düzenlenmiş konsolide mali tabloları ve Kipa'nın 31.12.2017 tarihi itibarıyla düzenlenmiş mali tabloları esas alınarak, Kipa'nın aktif ve pasifleri ile birlikte bir küll halinde Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği ile diğer ilgili mevzuat hükümleri yanı sıra 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun ("TTK") 136 ila 158 ve 191 ila 194'üncü maddeleri hükmü ile 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun kurumların devir muamelelerini düzenleyen 19. ve 20. maddeleri hükümleri çerçevesinde devir alınması suretiyle Migros bünyesinde birleşilmesine ve bu çerçevede bir hisse değişim oranının hesaplanmasına karar verilmiştir.
- Bu kapsamda, Migros Yönetim Kurulu, Migros ve Kipa'nın birleşmesine ilişkin SPK'nın Seri: II No: 23.2 düzenlemeleri çerçevesinde Uzman Kuruluş olarak hisse değişim oranının belirlenmesine yönelik değerlendirme çalışmasının EY tarafından yapılmasını talep etmiştir.
- Bu raporda, Kipa devrolan şirket, Migros ise devralan şirket olarak gösterilmiştir. Devralan ve devredilen kuruluşlar da "Şirketler" olarak adlandırılmıştır.

Çalışmanın Kapsamı

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

1 Yönetici Özeti

1 Yönetici Özeti

Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Piyasa Yaklaşımı – Benzer Şirketler Yöntemi

Migros Hisse Değeri	Kipa Hisse Değeri	Kipa Dahil Toplam Migros Hisse Değeri
TRY 7,222m	TRY 2,840m	TRY 9,955m
31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla	31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla	31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla

Benzer Şirketler Yöntemi'ne Verilen Ağırlık

%5

Bu yöntemde tercih edilen çarpan Kipa'nın faaliyet karı olmaması sebebiyle Şirket Değeri / Satış Çarpanı olup ilgili çarpan şirketlerin farklı karlılık seviyelerini göz önünde bulundurmamaktadır. Ayrıca benzer şirketler yöntemi Şirketler'e özgü büyüme potansiyelini, işletme sermayesi yönetimini ve nakit yaratma potansiyelini tam olarak yansıtmamaktadır. Ancak piyasanın genel değerlendirme beklentilerini yansıtmaması nedeniyle birleşme oranı hesaplamasında kullanılan ikincil yöntem olarak belirlenmiş ve hesaplamamızda bu yönteme %5 ağırlık verilmiştir.

Piyasa Yaklaşımı – Benzer Şirketler Yöntemi sonucunda Migros ve Kipa'nın 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla hisse değerleri aşağıdaki tablodaki gibi hesaplanmıştır:

Birim: milyon TL	Migros	Kipa
Pernkende ve Diğer Faaliyetlere İlişkin Gelirler*	13,322	2,238
Benzer Şirketler Şirket Değeri / Gelir Çarpanı	0,61x	0,61x
Şirket Değeri	8,123	1,364
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,517	100
Finansal Borçlar	(3,536)	(376)
Finansal Nitelikli Diğer Alacaklar	-	32
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlıklar**	-	44
Gayrimenkullerin Rayıç Değeri***	1,136	1,675
Finansal Yatırımlar	11	-
Diğer Finansal Borçlar****	(28)	-
Hisse Değeri	7,222	2,840
Kipa İştirak Oranı	96,25%	
Kipa Dahil Toplam Migros Hisse Değeri	9,955	

Kaynak: EY Analiz

* Kipa'nın 2017 yılı geliri hesaplanırken ilk 10 aylık gelirin yıllıklandırılmıştır

** Finansal tablolarda satış amaçlı varlık olarak sınıflandırılan Çerkezköy Alışveriş Merkezi'nin rayıç değerini içermektedir

*** Şirketlerin sahip olduğu gayrimenkullerinin rayıç değerlerini (TSKB tarafından hazırlanan gayrimenkul ekspertiz raporları dikkate alınmıştır) içermektedir

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

Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Piyasa Yaklaşımı – Benzer İşlemler Yöntemi Sonucu

Migros Hisse
DeğeriTRY
5,760m31 Aralık 2017 tarihi
itibariyleKipa Hisse
DeğeriTRY
2,594m31 Aralık 2017 tarihi
itibariyleKipa Dahil
Toplam Migros
Hisse DeğeriTRY
8,257m31 Aralık 2017 tarihi
itibariyle

Piyasa Yaklaşımı – Benzer İşlemler Yöntemi sonucunda Migros ve Kipa'nın 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla hisse değerleri aşağıdaki tablodaki gibi hesaplanmıştır:

Birim: milyon TL	Migros	Kipa
Perakende ve Diğer Faaliyetlere İlişkin Gelirler*	13,322	2,238
Benzer İşlemler Şirket Değeri / Gelir Çarpanı	0.50x	0.50x
Şirket Değeri	6,661	1,119
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,517	100
Finansal Borçlar	(3,536)	(376)
Finansal Nitelikli Diğer Alacaklar	-	32
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlıklar**	-	44
Gayrimenkullerin Raviç Değeri***	1,136	1,675
Finansal Yatırımlar	11	-
Diğer Finansal Borçlar****	(28)	-
Hisse Değeri	5,760	2,594
Kipa İştirak Oranı	96.25%	
Kipa Dahil Toplam Migros Hisse Değeri	8,257	

Kaynak: EY Analiz

* Kipa'nın 2017 yılı gelir hesaplanırken ilk 10 aylık gelirleri yıllıklandırılmıştır

** Finansal tablolarda satış amaçlı varlık olarak sınıflandırılan Çerkezköy Alışveriş Merkezi'nin raviç değerini içermektedir

*** Şirketlerin sahip olduğu gayrimenkullerin raviç değerlerini (TSKB tarafından hazırlanan gayrimenkul ekspertiz raporları dikkate alınmıştır) içermektedir

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

Benzer İşlemler Yöntemi'ne Verilen Ağırlık

%5

Bu yöntemde tercih edilen çarpan Kipa'nın faaliyet karı olmaması sebebiyle Şirket Değeri / Satış Çarpanı olup ilgili çarpan şirketlerin farklı karlılık seviyelerini göz önünde bulundurmamaktadır. Ayrıca benzer işlemler yöntemi Şirketler'e özgü büyüme potansiyelini, işletme sermayesi yönetimini ve nakit yaratma potansiyelini tam olarak yansıtmamaktadır. Ancak geçmişte gerçekleşen birleşme satın alma işlemlerinde oluşan şirket değerlemelerini yansıtmaması nedeniyle birleşme oranı hesaplamasında kullanılan ikincil yöntem olarak belirlenmiş ve hesaplamalarımızda bu yönteme %5 ağırlık verilmiştir.

1 Yönetici Özeti

1 Yönetici Özeti

Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Birleşme Oranı

%99.1080

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla

Ağırlıklandırılmış birleşme oranı

Hisse Değişim Oranı

0.032030213

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla

Ağırlıklandırılmış hisse değişim oranı

Birim: TL	İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	Benzer Şirketler Yöntemi	Benzer İşlemler Yöntemi
Migros Hisse Değeri	5.372.525,682	7.221.763,339	5.759.785,250
Kıpa Hisse Değeri	1.614.757,203	2.840.039,933	2.594.472,390
Birleşme Sonrası Sermaye	179.587,904	179.936,481	180.129,866
Sermaye Artırım Tutarı	1.557,904	1.906,481	2.099,866
Değişim Oranı	0.0311	0.0381	0.0420
Birleşme Oranı	99.13%	98.94%	98.83%
Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı			
Migros	178.030,000	178.030,000	178.030,000
Kıpa	1.557,904	1.906,481	2.099,866

Kaynak: EY Analizi

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

Sunulan sonuçların detaylı hesaplamaları Rapor'un ilerleyen kısımlarında sunulmaktadır.

Hisse değişim oranı hesaplamaları nominal hisse değerleri üzerinden belirlenmiştir. Dolayısıyla, yandaki tabloda belirtilen hesaplamalar sonucunda, Şirketler arasında gerçekleşecek birleşmeye ilişkin hisse değişim oranının Kıpa'nın 1 TL nominal değerli 1 adet hissesine karşılık Migros'un 1 TL nominal değerli 0.032030213 hissesi olmasını önermekteyiz. Görüşümüze göre, bir önceki sayfada bahsedilen üç yöntem sonucunda hesaplanan bu değıştirme oranı adil ve makuldür.

Değerleme Yöntemi	Verilen Ağırlık	Birleşme Oranı
İndirgenmiş Nakit Akımları	90%	99.13%
Benzer İşlemler	5%	98.83%
Benzer Şirketler	5%	98.94%
Ağırlıklandırılmış Birleşme Oranı		99.1080%
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)		179.632,327
Sermaye Artırımı (TL)		1.602,327
Hisse Değişim Oranı		0.032030213
Birleşme Sonrası Ulaşılabilecek Sermaye		
Migros (TL)		178.030,000
Kıpa (TL)		1.602,327

Kaynak: EY Analizi

EY bağımsız denetim, vergi, kurumsal finansman ve danışmanlık hizmetlerinde bir dünya lideridir. Anlayışımız ve kaliteli hizmetlerimiz dünya ekonomisi ve sermaye piyasalarında güvenin oluşmasına katkıda bulunmaktadır. EY, güçlü yönetim ekibiyle tüm paydaş gruplarına verdiği sözleri yerine getirmekte ve bu şekilde çalışanları, müşterileri ve içinde yer aldığı diğer çevreler için daha iyi bir çalışma hayatı oluşturulmasında önemli bir rol üstlenmektedir.

EY adı küresel organizasyonu temsil eder ve Ernst & Young Global Limited'in her biri ayrı birer tüzel kişiliğe sahip olan, bir veya daha çok, üye firmasını temsil edebilir. Sınırlı sorumlu bir Birleşik Krallık şirketi olan Ernst & Young Global Limited müşteri hizmeti sunmamaktadır. Daha fazla bilgi için lütfen ey.com adresini ziyaret ediniz.

EY, Eski Büyükdere Caddesi Orjin Maslak No:27 Maslak, İstanbul 34485, Türkiye

©2018, EY Tüm Hakları Saklıdır.

Sadece genel bilgi verme amacıyla sunulan bu yayın muhasebe, vergi veya diğer profesyonel hizmetler alanında geçerli bir kaynak olarak kullanılması amacıyla hazırlanmamıştır. Belirli bir konuya ilişkin olarak ilgili danışmana başvurulmalıdır.

ey.com/tr



