



Eczacıbaşı Yapı Gereçleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Yönetici Özeti

Özel ve Gizlidir
KPMG Türkiye | Kurumsal Finansman
8 Haziran 2018



**KPMG Bağımsız Denetim
ve SMMM A.Ş.**

İş Kuleleri, Kule 3,
Kat:4 Levent, 34330
Beşiktaş / İstanbul

Telefon +90 (212) 316 60 00
Telefaks +90 (212) 316 60 60

İntema İnşaat ve Tesisat Malzemeleri Yatırım ve Pazarlama A.Ş. Yönetim Kurulu'na,

İntema İnşaat ve Tesisat Malzemeleri Yatırım ve Pazarlama A.Ş. ("İntema" veya "Müşteri")'nin talebi doğrultusunda 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") Eczacıbaşı Yapı Gereçleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Eczacıbaşı Yapı", "EYAP" veya "Şirket")'in değerlemesinde görevlendirilmiş bulunmaktayız. Değerlememizin amacı Şirket'in sermayesinin %100'ünün değerini belirlemektir. Bu sonuçlar Müşteri Yönetimi'nin bize temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.

Çalışmanın bulguları ve varılan sonuçlar bu sunumun ilerleyen sayfalarında yer almaktadır. Çalışma sırasında, Müşteri Yönetimi tarafından hazırlanan EYAP'a ait geçmiş dönem finansal tablolar, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) 'na göre hazırlanmış finansal tablolar ve tahmini dönem iş planları esas alınmış, çalışma kapsamında tarafımıza sağlanan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler ayrıca denetime tabi tutulmamıştır.

Bu Yönetici özet raporu («Yönetici Özeti») ana raporun («Rapor») bir özet parçası olarak hazırlanmış olup, bütün bir görüş oluşturması açısından Rapor'un tamamının incelenmesi önerilmektedir.

Tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, halka açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal ve vergi incelemesi veya durum tespiti çalışması gerçekleştirilmemiştir. Ancak bu tahminler tarafımızca geçmiş yıllarla karşılaştırılmış, halka açık veriler doğrultusunda gözden geçirilmiş ve analiz edilmiştir.

Şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi durumunda, Müşteri Yönetimi tarafından hazırlanan ve gerçekleşen finansal sonuçlar arasında farklılıkların doğabileceğine ve bu farklılıkların varılan sonuçlarda önemli değişikliklere neden olabileceğine dikkatinizi çekmek isteriz. Geleceğe yönelik tahmini finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların uygulama ve gerçekleşme sorumluluğu Müşteri Yönetimi'ne aittir.

Şirket değerlemesinde Genel Kabul Görmüş Değerleme İlkeleri'ne uygun hareket edilmiştir. Sonuçlara ulaşılırken tarafsızlık ilkesine bağlı kalınmıştır.

Bu Yönetici Özeti, 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla Şirket'in sermayesinin %100'ünün değerinin belirlenmesi dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp Müşteri'nin dahili kullanımı ile sınırlıdır. Bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve kamuya açıklanamaz.

Bulgularımızın, Şirket için üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır. Değerleme analizleri sonucunda ortaya çıkan değeri potansiyel alıcılara teklif etme kararları tamamıyla Müşteri Yönetimi tarafından verilecektir. Bu Yönetici Özeti'nin muhatabı İntema İnşaat ve Tesisat Malzemeleri Yatırım ve Pazarlama A.Ş. olacaktır.

İstanbul, 8 Haziran 2018

KPMG Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.

Hande Şenova

Danışmanlık Bölüm Başkanı, Ortak

Hazırlanış Temeli ve Sözleşme Şartları

Hazırlanış temeli

İntema İnşaat ve Tesisat Malzemeleri Yatırım ve Pazarlama A.Ş. ("İntema" veya "Müşteri") 'nin talebi doğrultusunda 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") Eczacıbaşı Yapı Gereçleri Sanayi ve Tic. A.Ş. ("Eczacıbaşı Yapı" veya "Şirket")'nin değerlemesinde görevlendirilmiş bulunmaktayız. Değerlememizin amacı Şirket'in sermayesinin %100'ünün değerini belirlemektir. Bu Yönetici Özeti Müşteri'nin bize temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.

Geleceğe yönelik finansal tahminlerin, Müşteri Yönetimi tarafından, Eczacıbaşı Yapı'nın gelecek mali performansını en iyi şekilde yansıtacak tahminler ve kararlar baz alınarak hazırlandığı varsayılmıştır. Belirlenen değer tek bir rakamdan oluşmayıp değer aralığı olarak sunulmaktadır.

Sözleşme şartları

Bu Yönetici Özeti, İntema İnşaat ve Tesisat Malzemeleri Yatırım ve Pazarlama A.Ş ile KPMG arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 29 Mayıs 2017 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup KPMG'nin değerlendirme ile ilgili bulgularını beyan etmektedir ve bu sözleşmenin getirdiği tüm şartlara bağlı ve uygundur.

Sunulan sonuçlar 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla Şirket'in sermayesinin %100'ünün değerinin belirlenmesi dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp Müşteri'nin dahili kullanımı ile sınırlıdır. Bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve kamuya açıklanamaz.

Kullanılan Kaynaklar

Bu Yönetici Özeti'nin içeriğini oluşturan bilgiler için kullanılan kaynaklar:

- KPMG Veri Tabanı
- Capital IQ
- ABD Merkez Bankası
- Economist Intelligence Unit ("EIU")



Değerleme Analizi

EYAP Değeri – İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi ile Değerlenen Şirketler

31.12.2017 Özet					
İNA yapılan şirketler	ŞD ('000)	Para birimleri	ŞD ('000 TRY)	Net Borç (OPB)	Hisse Değerleri ('000 TRY)
EYAP - Solo	1,091,738	TRY	1,091,738	(202,190)	889,547
Burgbad	119,479	EUR	539,507	4,855	561,430
Vitra UK	14,404	GBP	73,178	(902)	68,594
Vitra Bad	16,747	EUR	75,621	284	76,901
Toplam			1,780,043		1,596,472

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi

EYAP Değeri – Parçaların Toplamı Yöntemi

EYAP Grup Şirketleri - Kullanılan Değerleme Yöntemleri (31.12.2017)						
('000 TRY)	Efektif Kontrol Oranı	Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri (%100)	Nakit/(Borç), net	Hisse Değeri	EBITDA TRY
EYAP						
Eyap Solo	100%	Gelir Yaklaşımı	1,091,738	(202,190)	889,547	180,343
EYAP İştirak Değerleri						
<i>Santehnika</i>	100.0%	Özkaynak			(34,939)	
<i>EBP Russia</i>	50.0%	Özkaynak			7,056	
<i>Burgbad</i>	7.2%	Gelir Yaklaşımı	539,507	21,922	40,423	51,400
EBPE						
EBPE İştirakler						
<i>Vitra Bad</i>	100.0%	Gelir Yaklaşımı	75,621	1,281	76,901	7,397
<i>Vitra UK</i>	100.0%	Gelir Yaklaşımı	73,178	(4,584)	68,594	7,985
<i>Burgbad</i>	92.8%	Gelir Yaklaşımı	539,507	21,922	521,007	51,400
EBPE Değeri*					377,549	
EYAP Toplam Değeri					1,279,637	

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi



EYAP

Gelir Tablosu - EYAP (Solo)

EYAP - Gelir Tablosu (Solo)									
('000 TL)	2014G	2015G	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Net Türkiye Satışları	361,234	401,775	425,418	456,184	506,045	563,809	621,911	688,536	762,417
Büyüme (%)	n.a.	11.2%	5.9%	7.2%	10.9%	11.4%	10.3%	10.7%	10.7%
Net Türkiye Dışı Satışlar	329,711	358,291	419,670	538,804	767,365	862,896	991,227	1,099,423	1,244,405
Büyüme (%)	n.a.	8.7%	17.1%	28.4%	42.4%	12.4%	14.9%	10.9%	13.2%
Net Satışlar	690,945	760,066	845,088	994,988	1,273,410	1,426,705	1,613,138	1,787,960	2,006,822
Büyüme (%)		10.0%	11.2%	17.7%	28.0%	12.0%	13.1%	10.8%	12.2%
SMM	(415,186)	(466,403)	(528,395)	(625,544)	(797,193)	(892,400)	(1,007,438)	(1,115,216)	(1,249,456)
Brüt Kar	275,758	293,663	316,693	369,444	476,218	534,305	605,701	672,743	757,366
Brüt Karlılık (%)	39.9%	38.6%	37.5%	37.1%	37.4%	37.5%	37.5%	37.6%	37.7%
Toplam Faaliyet Giderleri	(195,224)	(190,000)	(187,582)	(220,643)	(300,314)	(326,891)	(370,921)	(411,415)	(466,136)
Satış Giderleri	(40,730)	(47,518)	(53,699)	(58,963)	(76,830)	(85,292)	(95,775)	(106,154)	(119,149)
Pazarlama Giderleri	(53,973)	(62,019)	(55,247)	(63,650)	(84,316)	(92,608)	(104,634)	(115,973)	(130,169)
Lojistik Giderleri	(43,586)	(44,646)	(46,793)	(55,752)	(71,384)	(80,485)	(91,719)	(101,659)	(114,103)
Genel İdare Giderleri	(32,980)	(34,065)	(33,956)	(36,941)	(45,338)	(50,884)	(56,525)	(63,913)	(72,433)
Ar-Ge Giderleri	(8,216)	(7,764)	(8,916)	(10,835)	(13,186)	(15,091)	(17,413)	(20,274)	(23,680)
Kıdem tazminatı giderleri	(11,694)	(10,639)	(10,290)	(10,397)	(10,366)	(11,351)	(12,316)	(13,362)	(14,498)
Diğer Faaliyet Geliri / (Gideri)	(15,738)	6,011	11,028	5,499	(9,260)	(2,530)	(4,854)	(3,441)	(6,601)
Faaliyet Karı (FVÖK)	68,841	93,023	118,821	138,404	165,537	196,064	222,464	247,965	276,732
Amortisman	25,055	24,667	28,006	31,542	37,550	39,496	45,312	51,260	57,654
Amortisman Öncesi Faaliyet Karı (FAVÖK)	93,896	117,690	146,827	169,946	203,087	235,559	267,776	299,225	334,386
FAVÖK Marjı (%)	13.6%	15.5%	17.4%	17.1%	15.9%	16.5%	16.6%	16.7%	16.7%

Kaynak: Şirket Yönetimi

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi - EYAP (Solo)

EYAP - İndirgenmiş Nakit Akımları							
('000 TL)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	Nihai Dönem
Satışlar	994,988	1,273,410	1,426,705	1,613,138	1,787,960	2,006,822	2,167,368
Büyüme (%)	8.0%	17.7%	28.0%	12.0%	13.1%	10.8%	12.2%
FAVÖK	169,946	203,087	235,559	267,776	299,225	334,386	361,211
FAVÖK marjı (%)	17.1%	15.9%	16.5%	16.6%	16.7%	16.7%	16.7%
Amortisman	(31,542)	(37,550)	(39,496)	(45,312)	(51,260)	(57,654)	(72,878)
FVÖK	165,537	196,064	222,464	247,965	276,732	276,732	288,334
Hesaplanan Kurumlar Vergisi		(36,418)	(43,134)	(48,942)	(49,593)	(55,346)	(57,667)
Kurumlar vergisi oranı (%)		22.0%	22.0%	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%
FÖK (Faiz Öncesi Kar)	129,119	152,930	173,522	198,372	221,386	221,386	230,667
Nakit Akım Düzeltmeleri							
Artı: Amortisman		37,550	39,496	45,312	51,260	57,654	72,878
Eksi: Net İşletme Sermayesi		(63,665)	(34,910)	(42,610)	(39,975)	(50,187)	(36,511)
Eksi: Yatırım Harcaması		(75,890)	(78,300)	(87,961)	(84,391)	(88,102)	(72,878)
Dağıtım Hazır Borçtan Arındırılmış Nakit Akımı	27,114	79,216	88,263	125,266	140,751	140,751	194,156
İndirgeme Oranı (AOSM)		20.4%	19.7%	19.4%	18.9%	18.7%	18.7%
Nihai Dönem Düzeltme Çarpanı		1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	9.34
Bugünkü Değer Katsayısı		0.91	0.76	0.64	0.54	0.45	0.45
Bugünkü Değer - Borçtan Arındırılmış Nakit Akımı	24,709	60,332	56,308	67,236	63,640	63,640	819,512
Bugünkü Değer - Borçtan Arındırılmış Nakit Akımı	272,226						
Bugünkü Değer - Nihai Dönem	819,512						
Şirket Değeri	1,091,738						
Nakit ve Nakit Benzerleri	63,191						
Finansal Borç	(250,883)						
Ortaklardan Alacak/Borç, net	(2,852)						
Dava Karşılığı	(11,646)						
Net Borç (31.12.2017)	(202,190)						
Hisse Değeri	889,547						

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi, Capital IQ

Duyarlılık Analizi - Şirket Değeri			
('000 TL)	Nihai Dönem Büyüme Oranı		
	7.0%	8.0%	9.0%
(0.5)%	1,081,123	1,151,497	1,237,150
AOSM	-	1,029,056	1,091,738
0.5%	981,362	1,037,420	1,104,456

EYAP - Nihai Dönem BANİS Hesaplaması	
('000 TL)	Nihai Dönem
Son dönem satış tahmini	2,006,822
Nihai dönem satış tahmini	2,167,368
Satışlardaki değişim	160,546
NİS/Satışlar, son dönem (%)	22.7%
	36,511

Borçtan Arındırılmış Net İşletme Sermayesi (BANİS) Analizi - EYAP (Solo)

EYAP - BANİS Gün Sayıları									
(# Gün)	2014G	2015G	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Alacak Devir Hızı	105	106	121	119	119	119	119	119	119
Stok Taşıma Süresi	66	67	59	61	61	61	61	61	61
Borç Devir Hızı	112	109	111	119	119	119	119	119	119

EYAP - BANİS									
('000 TL)	2014G	2015G	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Ticari Alacaklar	198,477	221,669	279,147	323,899	414,534	464,436	525,126	582,035	653,282
Stoklar	74,527	84,990	84,979	105,399	134,321	150,362	169,745	187,905	210,524
Ticari Borçlar	(127,397)	(139,171)	(160,624)	(203,537)	(259,388)	(290,366)	(327,796)	(362,865)	(406,543)
Diğer Aktifler	22,398	28,520	23,060	28,765	36,814	41,246	46,636	51,690	58,017
Diğer Yükümlülükler	(15,602)	(19,834)	(38,262)	(29,484)	(37,574)	(42,061)	(47,483)	(52,563)	(58,890)
Net İşletme Sermayesi	152,403	176,174	188,300	225,042	288,707	323,617	366,227	406,202	456,388
Satışlar, net	690,945	760,066	845,088	994,988	1,273,410	1,426,705	1,613,138	1,787,960	2,006,822
SMM	(415,186)	(466,403)	(528,395)	(625,544)	(797,193)	(892,400)	(1,007,438)	(1,115,216)	(1,249,456)
<i>NİS / Net Satışlar (%)</i>	<i>22.1%</i>	<i>23.2%</i>	<i>22.3%</i>	<i>22.6%</i>	<i>22.7%</i>	<i>22.7%</i>	<i>22.7%</i>	<i>22.7%</i>	<i>22.7%</i>
<i>Diğer Aktifler / Satışlar (%)</i>	<i>3.2%</i>	<i>3.8%</i>	<i>2.7%</i>	<i>2.9%</i>	<i>2.9%</i>	<i>2.9%</i>	<i>2.9%</i>	<i>2.9%</i>	<i>2.9%</i>
<i>Diğer Yükümlülükler / SMM (%)</i>	<i>3.8%</i>	<i>4.3%</i>	<i>7.2%</i>	<i>4.7%</i>	<i>4.7%</i>	<i>4.7%</i>	<i>4.7%</i>	<i>4.7%</i>	<i>4.7%</i>
Net İşletme Sermayesi Değişimi	n.a.	23,771	12,126	36,742	63,665	34,910	42,610	39,975	50,187

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi



Burgbad

Gelir Tablosu - Burghbad

Burghbad - Gelir Tablosu									
('000 EUR)	2014G	2015G	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Net Satışlar	81,751	85,040	91,121	94,244	95,436	99,234	103,133	106,962	110,956
Büyüme (%)	n.a.	4.0%	7.1%	3.4%	1.3%	4.0%	3.9%	3.7%	3.7%
SMM	(48,959)	(50,858)	(54,802)	(56,482)	(58,216)	(60,334)	(62,468)	(64,680)	(66,984)
Brüt Kar	32,792	34,182	36,319	37,762	37,220	38,900	40,665	42,282	43,972
Brüt Karlılık (%)	40.1%	40.2%	39.9%	40.1%	39.0%	39.2%	39.4%	39.5%	39.6%
Toplam Faaliyet Giderleri									
Satış Giderleri	(10,575)	(9,893)	(9,987)	(10,368)	(10,342)	(10,641)	(10,923)	(11,329)	(11,752)
Pazarlama Giderleri	(3,485)	(3,981)	(4,142)	(4,451)	(4,317)	(4,536)	(4,656)	(4,829)	(5,009)
Lojistik Giderleri	(4,879)	(5,249)	(6,000)	(6,551)	(6,500)	(6,804)	(7,081)	(7,344)	(7,618)
Genel İdare Giderleri	(6,082)	(6,837)	(6,724)	(6,988)	(7,123)	(7,319)	(7,496)	(7,775)	(8,065)
Ar-Ge Giderleri	(1,383)	(1,564)	(1,659)	(1,395)	(1,480)	(1,552)	(1,604)	(1,663)	(1,725)
Kıdem tazminatı giderleri	(107)	(142)	(33)	(424)	(454)	(454)	(454)	(454)	(454)
Diğer Faaliyet Geliri / (Gideri)	81	51	243	207	270	270	270	280	290
Faaliyet Karı (FVÖK)	6,362	6,567	8,017	7,793	7,275	7,865	8,722	9,169	9,640
Amortisman	3,756	3,764	3,610	3,590	3,418	3,489	3,370	3,423	3,551
Amortisman Öncesi Faaliyet Karı (FAVÖK)	10,118	10,331	11,627	11,383	10,693	11,354	12,092	12,592	13,190
FAVÖK Marjı (%)	12.4%	12.1%	12.8%	12.1%	11.2%	11.4%	11.7%	11.8%	11.9%

Kaynak: Şirket Yönetimi

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi - Burgbad

Burgbad - İndirgenmiş Nakit Akımları							
('000 EUR)	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	Nihai Dönem
Satışlar	94,244	95,436	99,234	103,133	106,962	110,956	113,175
Büyüme (%)	2.0%	1.3%	4.0%	3.9%	3.7%	3.7%	2.0%
FAVÖK	11,383	10,693	11,354	12,092	12,592	13,190	13,349
FAVÖK marjı (%)	12.1%	11.2%	11.4%	11.7%	11.8%	11.9%	11.8%
Amortisman	(3,590)	(3,418)	(3,489)	(3,370)	(3,423)	(3,551)	(3,375)
FVÖK	7,793	7,275	7,865	8,722	9,169	9,640	9,973
Hesaplanan Kurumlar Vergisi	(2,321)	(2,183)	(2,359)	(2,616)	(2,751)	(2,892)	(2,992)
Kurumlar vergisi oranı (%)	29.8%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
FÖK (Faiz Öncesi Kar)	5,471	5,093	5,505	6,105	6,418	6,748	6,981
Nakit Akım Düzeltmeleri							
Artı: Amortisman		3,418	3,489	3,370	3,423	3,551	3,375
Eksi: Net İşletme Sermayesi		307	52	43	74	76	58
Eksi: Yatırım Harcaması		(3,000)	(3,100)	(3,200)	(3,200)	(3,200)	(3,375)
Dağıtım Hazır Borçtan Arındırılmış Nakit Akımı		5,817	5,947	6,318	6,715	7,174	7,040
İndirgeme Oranı (AOSM)	7.5%						
Nihai Dönem Düzeltme Çarpanı		1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	18.25
Bugünkü Değer Katsayısı		0.96	0.90	0.83	0.78	0.72	0.72
Bugünkü Değer - Borçtan Arındırılmış Nakit Akımı		5,611	5,337	5,275	5,217	5,186	92,854
Bugünkü Değer - Borçtan Arındırılmış Nakit Akımı	26,625						
Bugünkü Değer - Nihai Dönem	92,854						
Şirket Değeri	119,479						
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,304						
Finansal Borç	(0)						
Ortaklardan Alacak/(Borç), net	551						
Net Borç (31.12.2017)	4,855						
Hisse Değeri	124,334						
TCMB EUR/TL Kuru (31.12.2017)	4.5155						
Hisse Değeri ('000 TL)	561,430						

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi, Capital IQ

Duyarlılık Analizi - Şirket Değeri			
('000 EUR)	Nihai Dönem Büyüme Oranı		
	1.5%	2.0%	2.5%
AOSM	7.0%	120,943	131,276
	7.5%	110,986	119,479
	8.0%	102,565	109,654
			118,038

Burgbad - Nihai Dönem BANİS Hesaplaması	
('000 EUR)	Nihai Dönem
Son dönem satış tahmini	110,956
Nihai dönem satış tahmini	113,175
Satışlardaki değişim	2,219
NİS/Satışlar, son dönem (%)	(2.6)%
	(58)

Borçtan Arındırılmış Net İşletme Sermayesi (BANİS) Analizi - Burghbad

Burghbad - BANİS Gün Sayıları									
(# Gün)	2014G	2015G	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Alacak Devir Hızı	33	32	33	36	36	36	36	36	36
Stok Taşıma Süresi	48	51	45	44	44	44	44	44	44
Borç Devir Hızı	37	54	56	51	51	51	51	51	51
Burghbad - BANİS									
('000 EUR)	2014G	2015G	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Ticari Alacaklar	7,354	7,459	8,179	9,252	9,369	9,742	10,125	10,500	10,893
Stoklar	6,409	7,131	6,807	6,858	7,069	7,326	7,585	7,853	8,133
Ticari Borçlar	(4,913)	(7,481)	(8,369)	(7,892)	(8,134)	(8,430)	(8,729)	(9,038)	(9,360)
Diğer Aktifler	4,302	4,356	4,602	3,723	3,770	3,920	4,074	4,225	4,383
Diğer Yükümlülükler	(14,676)	(14,146)	(14,809)	(14,303)	(14,742)	(15,278)	(15,818)	(16,379)	(16,962)
Net İşletme Sermayesi	(1,525)	(2,681)	(3,588)	(2,362)	(2,669)	(2,721)	(2,764)	(2,837)	(2,913)
Satışlar, net	81,751	85,040	91,121	94,244	95,436	99,234	103,133	106,962	110,956
SMM	(48,959)	(50,858)	(54,802)	(56,482)	(58,216)	(60,334)	(62,468)	(64,680)	(66,984)
<i>NİS / Net Satışlar %</i>	<i>(1.9)%</i>	<i>(3.2)%</i>	<i>(3.9)%</i>	<i>(2.5)%</i>	<i>(2.8)%</i>	<i>(2.7)%</i>	<i>(2.7)%</i>	<i>(2.7)%</i>	<i>(2.6)%</i>
<i>Diğer Aktifler / Satışlar (%)</i>	<i>5.3%</i>	<i>5.1%</i>	<i>5.1%</i>	<i>3.9%</i>	<i>3.9%</i>	<i>3.9%</i>	<i>3.9%</i>	<i>3.9%</i>	<i>3.9%</i>
<i>Diğer Yükümlülükler / SMM (%)</i>	<i>30.0%</i>	<i>27.8%</i>	<i>27.0%</i>	<i>25.3%</i>	<i>25.3%</i>	<i>25.3%</i>	<i>25.3%</i>	<i>25.3%</i>	<i>25.3%</i>
Net İşletme Sermayesi Değişimi	n.a.	(1,156)	(907)	1,226	(307)	(52)	(43)	(74)	(76)

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi



Vitra UK

Gelir Tablosu - Vitra UK

Vitra UK - Gelir Tablosu									
('000 GBP)	2014G	2015G	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Net Satışlar	17,006	18,920	21,336	23,665	25,203	26,492	27,865	29,075	30,368
Büyüme (%)	n.a.	11.3%	12.8%	10.9%	6.5%	5.1%	5.2%	4.3%	4.4%
SMM	(13,270)	(14,691)	(16,502)	(18,174)	(19,406)	(20,399)	(21,456)	(22,388)	(23,383)
Brüt Kar	3,736	4,228	4,834	5,491	5,797	6,093	6,409	6,687	6,985
Brüt Karlılık (%)	22.0%	22.3%	22.7%	23.2%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
Toplam Faaliyet Giderleri	(2,946)	(3,449)	(4,064)	(4,052)	(4,379)	(4,812)	(5,085)	(5,306)	(5,542)
Satış Giderleri	(1,139)	(1,264)	(1,342)	(1,437)	(1,642)	(1,819)	(1,911)	(1,994)	(2,083)
Pazarlama Giderleri	(368)	(623)	(1,090)	(1,083)	(1,056)	(1,172)	(1,253)	(1,307)	(1,365)
Lojistik Giderleri	(516)	(587)	(630)	(702)	(743)	(796)	(845)	(882)	(921)
Genel İdare Giderleri	(920)	(976)	(1,003)	(857)	(938)	(1,025)	(1,077)	(1,123)	(1,173)
Diğer Faaliyet Geliri / (Gideri)	(2.9)	-	1.0	27.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Toplam Kur Düzeltmesi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Faaliyet Karı (FVÖK)	790	779	770	1,439	1,417	1,281	1,324	1,381	1,442
Amortisman	99	107	115	133	144	214	226	238	250
Amortisman Öncesi Faaliyet Karı (FAVÖK)	889	887	886	1,572	1,561	1,495	1,549	1,619	1,693
FAVÖK Marjı (%)	5.2%	4.7%	4.2%	6.6%	6.2%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%

Kaynak: Şirket Yönetimi

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi - Vitra UK

Vitra UK - İndirgenmiş Nakit Akımları							
('000 GBP)	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	Nihai Dönem
Satışlar	23,665	25,203	26,492	27,865	29,075	30,368	31,036
Büyüme (%)	2.2%	6.5%	5.1%	5.2%	4.3%	4.4%	2.2%
FAVÖK	1,572	1,561	1,495	1,549	1,619	1,693	1,728
FAVÖK marjı (%)	6.6%	6.2%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
Amortisman	(133)	(144)	(214)	(226)	(238)	(250)	(250)
FVÖK	1,439	1,417	1,281	1,324	1,381	1,442	1,478
Hesaplanan Kurumlar Vergisi	(273)	(269)	(243)	(251)	(262)	(274)	(281)
Kurumlar vergisi oranı (%)	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
FÖK (Faiz Öncesi Kar)	1,165	1,148	1,038	1,072	1,119	1,168	1,197
Nakit Akım Düzeltmeleri							
Artı: Amortisman		144	214	226	238	250	250
Eksi: Net İşletme Sermayesi		(176)	(156)	(166)	(146)	(156)	(81)
Eksi: Yatırım Harcaması		(144)	(214)	(226)	(238)	(250)	(250)
Dağıtım Hazır Borçtan Arındırılmış Nakit Akımı		972	882	906	973	1,012	1,116
İndirgeme Oranı (AOSM)	9.3%						
Nihai Dönem Düzeltme Çarpanı		1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	14.13
Bugünkü Değer Katsayısı		0.96	0.88	0.80	0.73	0.67	0.67
Bugünkü Değer - Borçtan Arındırılmış Nakit Akımı		930	772	726	713	679	10,584
Bugünkü Değer - Borçtan Arındırılmış Nakit Akımı	3,820						
Bugünkü Değer - Nihai Dönem	10,584						
Şirket Değeri	14,404						
Nakit ve Nakit Benzerleri	127						
Finansal Borç	(1,030)						
Net Borç (31.12.2017)	(902)						
Hisse Değeri	13,502						
TCMB GBP/TL Kuru (31.12.2017)	5.0803						
Hisse Değeri ('000 TL)	68,594						

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi, Capital IQ

Duyarlılık Analizi - Şirket Değeri			
('000 GBP)	Nihai Dönem Büyüme Oranı		
	1.7%	2.2%	2.7%
AOSM	8.8%	14,778	15,488
	9.3%	13,807	14,404
	9.8%	12,958	13,464
		14,042	14,042

Vitra UK - Nihai Dönem BANİS Hesaplaması	
('000 GBP)	Nihai dönem
Son dönem satış tahmini	30,368
Nihai dönem satış tahmini	31,036
Satışlardaki değişim	668
NİS/Satışlar, son dönem (%)	12.1%
	81

Borçtan Arındırılmış Net İşletme Sermayesi (BANİS) Analizi - Vitra UK

Vitra UK - BANİS Gün Sayıları									
(# Gün)	2014G	2015G	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Alacak Devir Hızı	130	97	88	98	98	98	98	98	98
Stok Taşıma Süresi	51	51	39	41	41	41	41	41	41
Borç Devir Hızı	140	108	87	77	77	77	77	77	77

Vitra UK - BANİS									
('000 GBP)	2014G	2015G	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Ticari Alacaklar	6,043	5,030	5,162	6,354	6,766	7,113	7,481	7,806	8,153
Stoklar	1,846	2,040	1,757	2,027	2,164	2,275	2,393	2,496	2,607
Ticari Borçlar	(5,075)	(4,346)	(3,920)	(3,817)	(4,076)	(4,285)	(4,507)	(4,703)	(4,912)
Diğer Aktifler	141	219	416	208	221	233	245	256	267
Diğer Yükümlülükler	(1,506)	(1,723)	(1,965)	(1,904)	(2,033)	(2,137)	(2,247)	(2,345)	(2,449)
Net İşletme Sermayesi	1,450	1,220	1,450	2,867	3,043	3,199	3,365	3,511	3,667
Satışlar, net	17,006	18,920	21,336	23,665	25,203	26,492	27,865	29,075	30,368
SMM	(13,270)	(14,691)	(16,502)	(18,174)	(19,406)	(20,399)	(21,456)	(22,388)	(23,383)
<i>NİS / Net Satışlar %</i>	<i>8.5%</i>	<i>6.4%</i>	<i>6.8%</i>	<i>12.1%</i>	<i>12.1%</i>	<i>12.1%</i>	<i>12.1%</i>	<i>12.1%</i>	<i>12.1%</i>
<i>Diğer Aktifler / Satışlar (%)</i>	<i>0.8%</i>	<i>1.2%</i>	<i>2.0%</i>	<i>0.9%</i>	<i>0.9%</i>	<i>0.9%</i>	<i>0.9%</i>	<i>0.9%</i>	<i>0.9%</i>
<i>Diğer Yükümlülükler / SMM (%)</i>	<i>11.3%</i>	<i>11.7%</i>	<i>11.9%</i>	<i>10.5%</i>	<i>10.5%</i>	<i>10.5%</i>	<i>10.5%</i>	<i>10.5%</i>	<i>10.5%</i>
Net İşletme Sermayesi Değişimi	n.a.	(230)	230	1,417	176	156	166	146	156

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi



Vitra Bad

Gelir Tablosu - Vitra Bad

Vitra Bad - Gelir Tablosu										
('000 EUR)	2014	2015	2016	2017-9A	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Net Satışlar	32,354	35,639	41,919	37,584	48,985	55,647	59,776	64,030	67,275	70,573
Büyüme (%)	n.a.	10.2%	17.6%	n.a.	16.9%	13.6%	7.4%	7.1%	5.1%	4.9%
SMM	(27,276)	(29,828)	(34,369)	(30,495)	(39,990)	(45,547)	(48,926)	(52,409)	(55,064)	(57,764)
Brüt Kar	5,079	5,811	7,550	7,089	8,994	10,100	10,849	11,621	12,210	12,809
Brüt Karlılık (%)	15.7%	16.3%	18.0%	18.9%	18.4%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%
Toplam Faaliyet Giderleri	(5,166)	(5,677)	(6,469)	(5,591)	(7,478)	(8,519)	(9,395)	(9,929)	(10,433)	(10,944)
Satış Giderleri	(2,994)	(3,265)	(3,818)	(3,279)	(4,470)	(5,051)	(5,596)	(5,851)	(6,148)	(6,449)
Pazarlama Giderleri	(418)	(371)	(366)	(304)	(466)	(533)	(544)	(552)	(580)	(609)
Lojistik Giderleri	(1,175)	(1,376)	(1,566)	(1,458)	(1,963)	(2,201)	(2,474)	(2,729)	(2,867)	(3,008)
Genel İdare Giderleri	(684)	(737)	(756)	(554)	(828)	(785)	(832)	(847)	(890)	(933)
Diğer Faaliyet Geliri / (Gideri)	105	72	36	4	248	50	50	50	53	55
Toplam Kur Düzeltmesi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Faaliyet Karı (FVÖK)	(87)	134	1,081	1,498	1,517	1,581	1,454	1,692	1,778	1,865
Amortisman	122	119	114	82	121	133	137	137	137	137
Amortisman Öncesi Faaliyet Karı (FAVÖK)	35	253	1,195	1,580	1,638	1,714	1,591	1,829	1,915	2,002
FAVÖK Marjı (%)	0.1%	0.7%	2.8%	4.2%	3.3%	3.1%	2.7%	2.9%	2.8%	2.8%

Kaynak: Şirket Yönetimi

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi - Vitra Bad

Vitra Bad - İndirgenmiş Nakit Akımları							
('000 EUR)	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	Nihai Dönem
Satışlar	48,985	55,647	59,776	64,030	67,275	70,573	71,985
Büyüme (%)	2.0%	13.6%	7.4%	7.1%	5.1%	4.9%	2.0%
FAVÖK	1,638	1,714	1,591	1,829	1,915	2,002	2,049
FAVÖK marjı (%)	3.3%	3.1%	2.7%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
Amortisman	(121)	(133)	(137)	(137)	(137)	(137)	(137)
FVÖK	1,517	1,581	1,454	1,692	1,778	1,865	1,912
Hesaplanan Kurumlar Vergisi	(452)	(474)	(436)	(508)	(533)	(559)	(574)
Kurumlar vergisi oranı (%)	29.8%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
FÖK (Faiz Öncesi Kar)	1,065	1,106	1,018	1,184	1,244	1,305	1,338
Nakit Akım Düzeltmeleri							
Artı: Amortisman		133	137	137	137	137	137
Eksi: Net İşletme Sermayesi		128	65	67	51	52	22
Eksi: Yatırım Harcaması		(133)	(137)	(137)	(137)	(137)	(137)
Dağıtım Hazır Borçtan Arındırılmış Nakit Akımı		1,235	1,083	1,252	1,296	1,358	1,361
İndirgeme Oranı (AOSM)	9.6%						
Nihai Dönem Düzeltme Çarpanı		1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	13.11
Bugünkü Değer Katsayısı		0.96	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91
Bugünkü Değer Katsayısı		0.96	0.87	0.79	0.72	0.66	0.66
Bugünkü Değer - Borçtan Arındırılmış Nakit Akımı		1,179	944	995	939	898	11,792
Bugünkü Değer - Borçtan Arındırılmış Nakit Akımı	4,955						
Bugünkü Değer - Nihai Dönem	11,792						
Şirket Değeri	16,747						
Nakit ve Nakit Benzerleri	284						
Net Borç (31.12.2017)	284						
Hisse Değeri	17,031						
TCMB EUR/TL Kuru (31.12.2017)	4.5155						
Hisse Değeri ('000 TL)	76,901						

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi, Capital IQ

Duyarlılık Analizi - Şirket Değeri			
('000 EUR)	Nihai Dönem Büyüme Oranı		
	1.5%	2.0%	2.5%
9.1%	16,935	17,891	18,990
AOSM 9.6%	15,919	16,747	17,691
10.1%	15,021	15,744	16,562

Vitra Bad - Nihai Dönem BANİS Hesaplaması	
('000 EUR)	Nihai dönem
Son dönem satış tahmini	70,573
Nihai dönem satış tahmini	71,985
Satışlardaki değişim	1,411
NİS/Satışlar, son dönem (%)	(1.6)%
	(22)

Borçtan Arındırılmış Net İşletme Sermayesi (BANİS) Analizi - Vitra Bad

Vitra Bad - BANİS Gün Sayıları									
(# Gün)	2014G	2015G	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Alacak Devir Hızı	67	64	52	56	56	56	56	56	56
Stok Taşıma Süresi	28	22	20	16	16	16	16	16	16
Borç Devir Hızı	126	82	48	44	44	44	44	44	44

Vitra Bad - BANİS									
('000 EUR)	2014G	2015G	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Ticari Alacaklar	5,954	6,218	5,944	7,477	8,494	9,124	9,774	10,269	10,773
Stoklar	2,127	1,807	1,899	1,760	2,004	2,153	2,306	2,423	2,542
Ticari Borçlar	(9,448)	(6,724)	(4,554)	(4,855)	(5,529)	(5,940)	(6,362)	(6,685)	(7,012)
Diğer Aktifler	201	197	152	568	646	693	743	780	819
Diğer Yükümlülükler	(3,756)	(5,156)	(5,405)	(5,704)	(6,496)	(6,978)	(7,475)	(7,853)	(8,239)
Net İşletme Sermayesi	(4,922)	(3,658)	(1,964)	(753)	(881)	(947)	(1,014)	(1,066)	(1,118)
Satışlar, net	32,354	35,639	41,919	48,985	55,647	59,776	64,030	67,275	70,573
SMM	(27,276)	(29,828)	(34,369)	(39,990)	(45,547)	(48,926)	(52,409)	(55,064)	(57,764)
NİS / Net Satışlar %	(15.2)%	(10.3)%	(4.7)%	(1.5)%	(1.6)%	(1.6)%	(1.6)%	(1.6)%	(1.6)%
Diğer Aktifler / Satışlar (%)	0.6%	0.6%	0.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
Diğer Yükümlülükler / SMM (%)	13.8%	17.3%	15.7%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	n.a.	1,265	1,694	1,211	(128)	(65)	(67)	(51)	(52)

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi



EBPE

EBPE - Net Aktif Değer

EBPE - Bilanço			
('000 TL)	31.12.2017	Düzeltilme	Düzeltilmiş 31.12.2017
Varlıklar			
Dönen varlıklar			
Nakit ve nakit benzerleri	1,077	-	1,077
Ticari alacaklar	2,035	-	2,035
Diğer dönen varlıklar	1,495	-	1,495
Toplam dönen varlıklar	4,606	-	4,606
Duran varlıklar			
Finansal yatırımlar	365,075	301,426	666,502
<i>Vitra UK</i>	2,481	66,113	68,594
<i>Vitra Bad</i>	14,901	62,000	76,901
<i>Bugbad</i>	347,694	173,313	521,007
Maddi duran varlıklar	31	-	31
Ertelenmiş vergi varlığı	4	-	4
Toplam duran varlıklar	365,110	301,426	666,536
Toplam varlıklar	369,716	301,426	671,142
Kaynaklar			
Kısa vadeli yükümlülükler			
Kısa vadeli borçlanmalar	177,013	-	177,013
Ticari borçlar	3,278	-	3,278
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	20	-	20
Diğer borçlar	2,489	-	2,489
Dönem karı vergi yükümlülüğü	6,405	-	6,405
Kısa vadeli karşılıklar	3,183	-	3,183
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	280	-	280
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	192,669	-	192,669
Uzun vadeli yükümlülükler			
Uzun vadeli borçlanmalar	40,640	-	40,640
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	-	60,285	60,285
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	40,640	60,285	100,925
Özkaynaklar			
Ödenmiş sermaye	85,159	-	85,159
Yabancı para çevrim farkları	(1,364)	-	(1,364)
Yeniden Değerleme Artış Fonu, (Ert. Vergi etkisi düşülmüş)	-	241,141	241,141
Geçmiş yıllar karları / (zararları)	38,997	-	38,997
Net dönem karı / (zararı)	13,616	-	13,616
Toplam özkaynaklar	136,408	241,141	377,549
Toplam kaynaklar	369,716	301,426	671,142

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi



Benzer Şirketler Analizi

Benzer Şirketler Analizi

Benzer Şirketler Analizi									
mn TRY 31.12.2017				ŞD/ Satışlar			ŞD/ FAVÖK		
Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri	Şirket Değeri	SFY	S12A	SFY+1	SFY	S12A	SFY+1
Toto Ltd.	Japonya	37,804	37,517	1.9x	1.9x	1.9x	16.5x	15.5x	14.9x
Villeroy & Boch AG	Almanya	2,335	2,994	0.8x	0.8x	0.8x	10.4x	10.3x	8.6x
Geberit AG	İsviçre	61,410	63,936	5.9x	5.8x	5.7x	21.1x	22.4x	20.4x
Saudi Ceramic Company	Suudi Arabistan	1,345	2,191	1.7x	1.9x	2.0x	8.4x	11.6x	12.1x
R.A.K Ceramics PJSC	B.A.E.	2,388	4,061	1.4x	1.5x	1.5x	11.4x	11.2x	8.5x
Lecico Egypt (S.A.E.)	Mısır	90	335	1.1x	0.7x	1.1x	7.8x	4.0x	6.6x
Duratex S.A.	Brezilya	7,246	9,591	2.2x	2.2x	2.1x	12.8x	12.5x	11.1x
LIXIL Group Corporation	Japonya	29,549	51,517	0.9x	0.9x	0.9x	10.8x	10.7x	10.2x
Masco Corporation	A.B.D.	52,319	59,744	2.2x	2.1x	2.1x	13.4x	12.7x	12.2x
Ortalama				2.0x	2.0x	2.0x	12.5x	12.3x	11.6x
Medyan				1.7x	1.9x	1.9x	11.4x	11.6x	11.1x

Not: [] Aydınlatılmış alanlar değerlendirme analizi kapsamı dışında tutulmuştur.

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi, Capital IQ

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması				
	2018	2019	2020	
31/12/2017	TRY	TRY	TRY	
Veriler				Yorumlar:
Risksiz Faiz Oranı	2.74%	2.74%	2.74%	31 Aralık 2017 itibarıyla 30 yıllık Amerika Birleşik Devletleri tahvili getiri oranı
Ülke Risk Primi	3.10%	3.10%	3.10%	Ülke Risk Primi (Kaynak: 31 Aralık 2017 itibarıyla KPMG veritabanı)
Enflasyon Farkı	7.66%	7.00%	6.60%	Türkiye ve ABD arasındaki enflasyon farkı
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	1.50%	1.50%	1.50%	Başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir.
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0.80	0.80	0.80	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir (Kaynak: Capital IQ).
Borç/Piyasa Değeri - Benzer Şirketler	36.65%	36.65%	36.65%	Şirket'in hedef sermaye yapısı (Kaynak: Capital IQ)
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	26.82%	26.82%	26.82%	Şirket'in hedef sermaye yapısı (Kaynak: Capital IQ)
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	22.00%	22.00%	22.00%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.00%	6.00%	6.00%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %6 olarak belirlenmiştir.
İşlem Görmüş Aktif Beta				
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0.80	0.80	0.80	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir (Kaynak: Capital IQ).
Borç/Piyasa Değeri	36.65%	36.65%	36.65%	Şirket'in hedef sermaye yapısı (Kaynak: Capital IQ)
Kurumlar Vergisi Oranı	22.00%	22.00%	22.00%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı
İşlem Görmüş Aktif Beta	1.03	1.03	1.03	İşlem görmemiş aktif beta*(1+(1-Vergi oranı)*D/E)
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli				
Risksiz Faiz Oranı	2.74%	2.74%	2.74%	31 Aralık 2017 itibarıyla 30 yıllık Amerika Birleşik Devletleri tahvili getiri oranı
Ülke Risk Primi	3.10%	3.10%	3.10%	Ülke Risk Primi (Kaynak: 31 Aralık 2017 itibarıyla KPMG veritabanı)
Enflasyon Farkı	7.66%	7.00%	6.60%	Türkiye ve ABD arasındaki enflasyon farkı
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	1.50%	1.50%	1.50%	Başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir.
İşlem Görmüş Aktif Beta	1.03	1.03	1.03	Yukarıdaki işlem görmüş beta hesaplamasından elde edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.00%	6.00%	6.00%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %6 olarak belirlenmiştir.
Özsermaye Maliyeti	21.17%	20.51%	20.11%	Risksiz faiz oranı+(işlem görmüş aktif beta*Market Risk Primi)+düzeltilmiş ülke risk primi+şirkete özel risk primi
AOSM				
Özsermaye Maliyeti	21.17%	20.51%	20.11%	Özsermaye Fiyatlandırma Modelinde hesaplandığı şekli ile
Borç Alma Oranı	23.50%	22.20%	22.30%	Şirket Yönetimi'nin temin etmiş olduğu güncel ağırlıklı ortalaması alınmış TL bazında borçlanma oranları kullanılmıştır.
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	26.82%	26.82%	26.82%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir.
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	73.18%	73.18%	73.18%	1- toplam finansmandaki borç oranı olarak hesaplanmıştır.
Kurumlar Vergisi Oranı	22.00%	22.00%	22.00%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	20.41%	19.65%	19.38%	(% Toplam özsermaye x özsermaye maliyeti) + (% toplam borç x (1 - gelir vergisi oranı) x borç alma oranı)

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi, Capital IQ

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması				
	2021	2022	Nihai Dönem	
31/12/2017	TRY	TRY	TRY	
Veriler			Yorumlar:	
Risksiz Faiz Oranı	2.74%	2.74%	2.74%	31 Aralık 2017 itibariyle 30 yıllık Amerika Birleşik Devletleri tahvili getiri oranı
Ülke Risk Primi	3.10%	3.10%	3.10%	Ülke Risk Primi (Kaynak: 31 Aralık 2017 itibariyle KPMG veritabanı)
Enflasyon Farkı	6.18%	6.10%	6.10%	Türkiye ve ABD arasındaki enflasyon farkı
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	1.50%	1.50%	1.50%	Başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir.
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0.80	0.80	0.80	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir (Kaynak: Capital IQ).
Borç/Piyasa Değeri - Benzer Şirketler	36.65%	36.65%	36.65%	Şirket'in hedef sermaye yapısı (Kaynak: Capital IQ)
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	26.82%	26.82%	26.82%	Şirket'in hedef sermaye yapısı (Kaynak: Capital IQ)
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	20.00%	20.00%	20.00%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.00%	6.00%	6.00%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %6 olarak belirlenmiştir.
İşlem Görmüş Aktif Beta				
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0.80	0.80	0.80	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir (Kaynak: Capital IQ).
Borç/Piyasa Değeri	36.65%	36.65%	36.65%	Şirket'in hedef sermaye yapısı (Kaynak: Capital IQ)
Kurumlar Vergisi Oranı	20.00%	20.00%	20.00%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı
İşlem Görmüş Aktif Beta	1.03	1.03	1.03	İşlem görmemiş aktif beta*(1+(1-Vergi oranı)*D/E)
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli				
Risksiz Faiz Oranı	2.74%	2.74%	2.74%	31 Aralık 2017 itibariyle 30 yıllık Amerika Birleşik Devletleri tahvili getiri oranı
Ülke Risk Primi	3.10%	3.10%	3.10%	Ülke Risk Primi (Kaynak: 31 Aralık 2017 itibariyle KPMG veritabanı)
Enflasyon Farkı	6.18%	6.10%	6.10%	Türkiye ve ABD arasındaki enflasyon farkı
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	1.50%	1.50%	1.50%	Başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir.
İşlem Görmüş Aktif Beta	1.03	1.03	1.03	Yukarıdaki işlem görmüş beta hesaplamasından elde edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.00%	6.00%	6.00%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %6 olarak belirlenmiştir.
Özsermaye Maliyeti	19.73%	19.65%	19.65%	Risksiz faiz oranı+(işlem görmüş aktif beta*Market Risk Primi)+düzeltilmiş ülke risk primi+şirkete özel risk primi
AOSM				
Özsermaye Maliyeti	19.73%	19.65%	19.65%	Özsermaye Fiyatlandırma Modelinde hesaplandığı şekli ile
Borç Alma Oranı	20.60%	20.20%	20.20%	Şirket Yönetimi'nin temin etmiş olduğu güncel ağırlıklı ortalaması alınmış TL bazında borçlanma oranları kullanılmıştır.
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	26.82%	26.82%	26.82%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir.
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	73.18%	73.18%	73.18%	1- toplam finansmandaki borç oranı olarak hesaplanmıştır.
Kurumlar Vergisi Oranı	20.00%	20.00%	20.00%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	18.86%	18.71%	18.71%	(% Toplam özsermaye x özsermaye maliyeti) + (% toplam borç x (1 - gelir vergisi oranı) x borç alma oranı)

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi, Capital IQ

EUR Bazlı AOSM - Burgbad

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması		
31/12/2017	EUR	
Veriler		Yorumlar:
Risksiz Faiz Oranı	1.18%	31 Aralık 2017 itibarıyla 30 yıllık Almanya Devlet tahvili getiri oranı
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	1.50%	Başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir. (Kaynak: Ibbotson Associates)
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0.80	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Borç/Piyasa Değeri - Benzer Şirketler	0.00%	Şirket'in hedef sermaye yapısı
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	0.00%	Şirket'in hedef sermaye yapısı
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	29.79%	Almanya'ya ait kurumlar vergisi oranı
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.00%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %6 olarak belirlenmiştir.
İşlem Görmüş Aktif Beta	0.80	İşlem görmemiş aktif beta*(1+(1-Vergi oranı)*D/E)
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli		
Risksiz Faiz Oranı	1.18%	31 Aralık 2017 itibarıyla 30 yıllık Almanya Devlet tahvili getiri oranı
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	1.50%	Başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir. (Kaynak: Ibbotson Associates)
İşlem Görmüş Aktif Beta	0.80	Yukardaki işlem görmüş beta hesaplamasından elde edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.00%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %6 olarak belirlenmiştir.
Özsermaye Maliyeti	7.48%	Risksiz faiz oranı+(işlem görmüş aktif beta*Market Risk Primi)+düzeltilmiş ülke risk primi+şirkete özel risk primi
AOSM		
Özsermaye Maliyeti	7.48%	Özsermaye Fiyatlandırma Modelinde hesaplandığı şekli ile
Borç Alma Oranı	2.25%	Şirket'in güncel borçlanma oranı
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	0.00%	Şirket'in hedef sermaye yapısı
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	100.00%	1- toplam finansmandaki borç oranı olarak hesaplanmıştır.
Kurumlar Vergisi Oranı	29.79%	Almanya'ya ait kurumlar vergisi oranı
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	7.48%	(% Toplam özsermaye x özsermaye maliyeti) + (% toplam borç x (1 - gelir vergisi oranı) x borç alma oranı)

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi, Capital IQ

GBP Bazlı AOSM – Vitra UK

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması		
31/12/2017	GBP	
Veriler		Yorumlar:
Risksiz Faiz Oranı	1.76%	31 Aralık 2017 itibarıyla 30 yıllık İngiltere Devlet tahvili getiri oranı
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	3.58%	Başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir. (Kaynak: Ibbotson Associates)
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0.80	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Borç/Piyasa Değeri - Benzer Şirketler	36.65%	Şirket'in hedef sermaye yapısı
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	26.82%	Şirket'in hedef sermaye yapısı
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	19.00%	İngiltere'ye ait kurumlar vergisi oranı
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.00%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %6 olarak belirlenmiştir.
İşlem Görmüş Aktif Beta	0.80	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Borç/Piyasa Değeri	36.65%	Şirket'in hedef sermaye yapısı
Kurumlar Vergisi Oranı	19.00%	İngiltere'ye ait kurumlar vergisi oranı
İşlem Görmüş Aktif Beta	1.04	İşlem görmemiş aktif beta*(1+(1-Vergi oranı)*D/E)
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli		
Risksiz Faiz Oranı	1.76%	31 Aralık 2017 itibarıyla 30 yıllık İngiltere Devlet tahvili getiri oranı
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	3.58%	Başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir. (Kaynak: Ibbotson Associates)
İşlem Görmüş Aktif Beta	1.04	Yukardaki işlem görmüş beta hesaplamasından elde edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.00%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %6 olarak belirlenmiştir.
Özsermaye Maliyeti	11.56%	Risksiz faiz oranı+(işlem görmüş aktif beta*Market Risk Primi)+düzeltilmiş ülke risk primi+şirkete özel risk primi
AOSM		
Özsermaye Maliyeti	11.56%	Özsermaye Fiyatlandırma Modelinde hesaplandığı şekli ile
Borç Alma Oranı	3.75%	Şirket'in güncel borçlanma oranı
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	26.82%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir.
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	73.18%	1- toplam finansmandaki borç oranı olarak hesaplanmıştır.
Kurumlar Vergisi Oranı	19.00%	İngiltere'ye ait kurumlar vergisi oranı
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	9.28%	(% Toplam özsermaye xözsermaye maliyeti) + (% toplam borç x (1 - gelir vergisi oranı) x borç alma oranı)

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi, Capital IQ

EUR Bazlı AOSM – Vitra Bad

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması		
31/12/2017	EUR	
Veriler		Yorumlar:
Risksiz Faiz Oranı	1.25%	31 Aralık 2017 itibarıyla 30 yıllık Almanya Devlet tahvili getiri oranı
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	3.58%	Başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir. (Kaynak: Ibbotson Associates)
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0.80	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Borç/Piyasa Değeri - Benzer Şirketler	0.00%	Şirket'in hedef sermaye yapısı
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	0.00%	Şirket'in hedef sermaye yapısı
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	29.79%	Almanya'ya ait kurumlar vergisi oranı
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.00%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %6 olarak belirlenmiştir.
İşlem Görmüş Aktif Beta	0.80	İşlem görmemiş aktif beta*(1+(1-Vergi oranı)*D/E)
İşlem Görmüş Aktif Beta	0.800	İşlem görmemiş aktif beta*(1+(1-Vergi oranı)*D/E)
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli		
Risksiz Faiz Oranı	1.25%	31 Aralık 2017 itibarıyla 30 yıllık Almanya Devlet tahvili getiri oranı
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	3.58%	Başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir. (Kaynak: Ibbotson Associates)
İşlem Görmüş Aktif Beta	0.80	Yukardaki işlem görmüş beta hesaplamasından elde edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.00%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %6 olarak belirlenmiştir.
Özsermaye Maliyeti	9.63%	Risksiz faiz oranı+(işlem görmüş aktif beta*Market Risk Primi)+düzeltilmiş ülke risk primi+şirkete özel risk primi
AOSM		
Özsermaye Maliyeti	9.63%	Özsermaye Fiyatlandırma Modelinde hesaplandığı şekli ile
Borç Alma Oranı	2.25%	Şirket'in güncel borçlanma oranı
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	0.00%	Şirket'in hedef sermaye yapısı
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	100.00%	1- toplam finansmandaki borç oranı olarak hesaplanmıştır.
Kurumlar Vergisi Oranı	29.79%	Almanya'ya ait kurumlar vergisi oranı
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	9.63%	(% Toplam özsermaye xözsermaye maliyeti) + (% toplam borç x (1 - gelir vergisi oranı) x borç alma oranı)

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi, Capital IQ

Beta Hesaplaması

Beta Özet Tablo		
	Düzeltilmemiş Aktif Beta	Borç/ (Borç+Sermaye)
Yaklaşım	Ortalama	Ortalama
5 yıl aylık	0.83	25%
2 yıl haftalık	0.82	29%
Son 3 yıl haftalık ortalama	0.77	26%
Sonuç	0.80	27%

Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi, Capital IQ



Ekler

Kur tahminleri

Müşteri Kur Tahminleri						
	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Euro Kuru (Ortalama) (TL/Euro)	4.12	4.66	5.21	5.77	6.41	7.10
Euro Kuru (Dönem Sonu) (TL/Euro)	4.51	4.91	5.46	6.04	6.68	7.38
Dolar Kuru (Ortalama) (TL/USD)	3.63	3.89	4.26	4.63	5.03	5.47
Dolar Kuru (Dönem Sonu) (TL/USD)	3.86	4.06	4.43	4.80	5.20	5.64
Sterlin Kuru (Ortalama) (TL/GBP)	4.70	5.17	5.75	6.33	6.98	7.70
Sterlin Kuru (Dönem Sonu) (TL/GBP)	5.13	5.43	6.01	6.61	7.26	7.98
Ruble Kuru (Ortalama) (TL/RUB)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07
Ruble Kuru (Dönem Sonu) (TL/RUB)	0.07	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07

Kaynak: Şirket Yönetimi

EIU - Güncel Kur Tahminleri (ortalama)					
	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
TL/ USD	4.29	4.5	4.69	4.81	4.9
US/ EUR	1.22	1.2	1.21	1.21	1.24
TL/ EUR	5.23	5.40	5.67	5.82	6.08

Kaynak: EIU

Önemli Uyarı

Bu Yönetici Özeti İntema İnşaat ve Tesisat Malzemeleri Yatırım ve Pazarlama A.Ş. ("İntema" veya "Müşteri") 'nin talebi doğrultusunda 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") Eczacıbaşı Yapı Gereçleri Sanayi ve Tic. A.Ş. ("Eczacıbaşı Yapı" veya "Şirket")'in danışmanlık hizmeti kapsamında Şirket'in sermayesinin %100'ünün değerini belirlemek amacıyla hazırlanmıştır.

Mevzuat ile düzenlenen, ya da yetkili bir otorite tarafından talep edilen durumlar hariç olmak üzere, bizim yazılı izniniz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve kamuya açıklanamaz. Bu Yönetici Özeti'nin muhatabı İntema İnşaat ve Tesisat Malzemeleri Yatırım ve Pazarlama A.Ş. olacaktır.

KPMG'den, bu Yönetici Özeti'ni imzalayan ve/veya Yönetici Özetiyle ilgili diğer kişilerden, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, söz konusu Yönetici Özetiyle ilgili olarak bir mahkeme önünde ve/veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri ve/veya şahitlik yapmaları istenemez.

Genel olarak çalışmamız operasyonel şirket değerlerine temel teşkil eden varsayımların ve değerlemelerin dayanağı hususlarında güvence vermeye yönelik değildir. Olayların ve şartların umulduğu gibi gerçekleşmemesi durumunda, öngörülen veya tahmin edilen sonuçlar ile fiili sonuçlar arasında farklılıklar oluşabilmekte ve bu oluşun bu farklılıklar, önemli olabilmektedir.

Şirket hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği ve Şirket Yönetimi'nin ise konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.



kpmg.com/socialmedia



kpmg.com/app



© 2018 KPMG Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş., bir İsviçre kuruluşu olan KPMG International üyesi bir Türk şirkettir. KPMG International, KPMG firmalarının üyesi bulunduğu bir İsviçre kuruluşu olup, müşterilere herhangi bir hizmet sunmamaktadır. Her üye şirket ayrı ve bağımsız bir tüzel kişiliktir ve her biri kendini bu şekilde tanımlamaktadır.