



KURUMSAL FİNANSMAN

Arçelik A.Ş.
Grundig Elektronik A.Ş.

Birleşmeye İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

Özel ve Gizlidir

14 Nisan 2009

DANIŞMANLIK HİZMETLERİ



Akis Bağımsız Denetim ve Serbest
Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.
Yapı Kredi Plaza C Blok
Kat:17 Büyükdere Cad.
Levent 34330 İstanbul

Arçelik A.Ş. ve Grundig Elektronik A.Ş. Yönetim Kurulları'na,

Arçelik A.Ş. ("Arçelik" veya "Şirket") ve Grundig Elektronik A.Ş. ("Grundig") Yönetim Kurulları (birlikte "Şirketler" olarak anılacaktır), 27.02.2009 tarihli Yönetim Kurulu kararları ile Grundig'in Arçelik'e devredilmesi suretiyle birleştirilmesine karar vermişlerdir. Devir yoluyla birleşme işlemi, Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından 14 Temmuz 2003 tarihli ve 25168 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren SPK'nın Seri: I, No: 31. tebliğ hükümlerince gerçekleştirilecektir. Bu kapsamda söz konusu SPK tebliğinde belirtildiği üzere birleşmeye taraf olan ortakların özkaynaklarının tespiti amacıyla mahkemece atanan bilirkişi incelemesine ek olarak nitelikleri SPK tarafından belirlenen uzman kuruluşlar tarafından da inceleme yapılması ve söz konusu incelemenin rapora bağlanması gerekmektedir. Bu rapor, Arçelik ve Grundig'in 31 Aralık 2008 tarihi itibarıyla özkaynak yöntemi ve bu yöntemle birlikte uygulanan indirgenmiş nakit akımları analizi ve benzer şirket çarpanları yöntemleri sonucuna göre hesaplanan birleşme oranlarını, bu yöntemler içinden birleşme için kullanılacak yöntemin seçilme gerekçesini, seçilen yönteme göre değiştirme oranlarını ve birleşme sonrası ulaşılabilecek sermaye tutarını tespit etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Çalışmanın bulguları ve varılan sonuçlar bu raporun ilerleyen sayfalarında detaylı olarak yer almaktadır. Çalışma sırasında Şirketler'in 31 Aralık 2008 itibarı ile denetlenmiş raporları esas alınmış, çalışma kapsamında tarafımıza sağlanan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler tarafımızca ayrıca denetime tabi tutulmamıştır. Kullanılan yöntemler herhangi bir genel kabul görmüş denetim standardına göre olmayıp tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, halka açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. Geleceğe yönelik tahmini finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların uygulama ve gerçekleşme sorumluluğu Şirketler'e aittir.

İstanbul, 14 Nisan 2009

Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.

Hande Şenova
Kurumsal Finansman Bölüm Başkanı, Ortak

Hazırlanış temeli ve sözleşme şartları

Projenin amacı, Arçelik ve Grundig'in şirket değerleme çalışmasını gerçekleştirmek ve Grundig'in Arçelik'e devredilmesi suretiyle gerçekleştirilecek birleşme işlemi için birleşme ve değiştirme oranını tespit etmektir.

Değerleme ve birleşme tarihi 31 Aralık 2008'dir.

- KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. ("KPMG" veya "biz"), Arçelik ve Grundig şirketlerinin (birlikte "Şirketler" olarak anılacaktır) 31 Aralık 2008 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") şirket değerleme çalışmasını ve birleşme oranı hesaplamasını ("Proje") gerçekleştirmek üzere bağımsız uzman olarak görevlendirilmiştir.
- Değerleme Tarihi'nden sonra ortaya çıkabilecek strateji, ortaklık yapısı ve/veya fiziksel veya işgücü kaynaklarındaki değişiklikler dikkate alınmayacaktır.
- Bu rapor ("Rapor") KPMG ile Müşteri arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 16 Mart 2009 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup KPMG'nin değerlendirme ve birleşme oranı ile ilgili bulgularını beyan etmektedir ve bu sözleşmenin getirdiği tüm şartlara bağımlı ve uygundur.
- Değerleme çalışması Şirketler yönetimi tarafından hazırlanan ve onaylanan geleceğe yönelik tahmini finansal tablolar, varsayımlar ve diğer projeksiyonlara dayalı olacaktır. Tarafımızca kullanılan geleceğe yönelik tahmini mali tabloların, Şirketler'in yönetimleri tarafından, Şirketler'in gelecek mali performansını en iyi şekilde yansıtacak tahminler ve kararlar doğrultusunda hazırlandığı varsayılmıştır. Sektörel veriler ve halka açık bilgiler göz önünde tutularak, temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir. Geleceğe yönelik tahmini finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların uygulama ve gerçekleştirme sorumluluğu Şirketler'dedir.
- Bulgularımızın, Şirketler'e teklif edilen işin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.

Bu rapor, Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.'nin ("KPMG" veya "biz") 16 Mart 2009 tarihli sözleşmesine uygun olarak Arçelik Yönetimi'ne sunulmak üzere hazırlanmıştır ve bu sözleşmenin getirdiği tüm şartlara bağımlı ve uygundur. Şirketler'in dahili kullanımı ve birleşme işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. Aksi durumlarda, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez. Böyle bir durumla karşılaşıldığı takdirde, KPMG hiç bir sorumluluk yüklenmeyecektir ve alıcı hakkında, bu raporun izinsiz kullanımı ve dağıtımını nedeniyle doğacak ihtilaflar için gerekli her türlü yasal işleme başvurabilecektir.

Terimler sözlüğü

BANİS	Borçtan Arındırılmış Net İşletme Sermayesi
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
FY	Finansal Yıl
İD	İşletme Değeri
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ŞD	Şirket Değeri
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
VAFÖK	Vergi, Amortisman, ve Faiz Öncesi Kazanç
VFÖK	Vergi ve Faiz Öncesi Kazanç
VÖK	Vergi Öncesi Kazanç
VSK	Vergi Sonrası Kazanç
VUK	Vergi Usulü Kanunu
WACC	Ağırlıklı Ortalama Kaynak Maliyeti
Y/Y	Yıldan Yıla

Giriş

Şirket profili

Endüstri profili

Metodoloji ve yaklaşımlar

- Değerleme metodolojileri
- İndirgenmiş nakit akımı metodolojisi – İNA
- Piyasa çarpanları metodolojisi
- Özkaynak metodolojisi
- İndirgeme oranı – WACC

Arçelik değerlemesi

Grundig değerlemesi

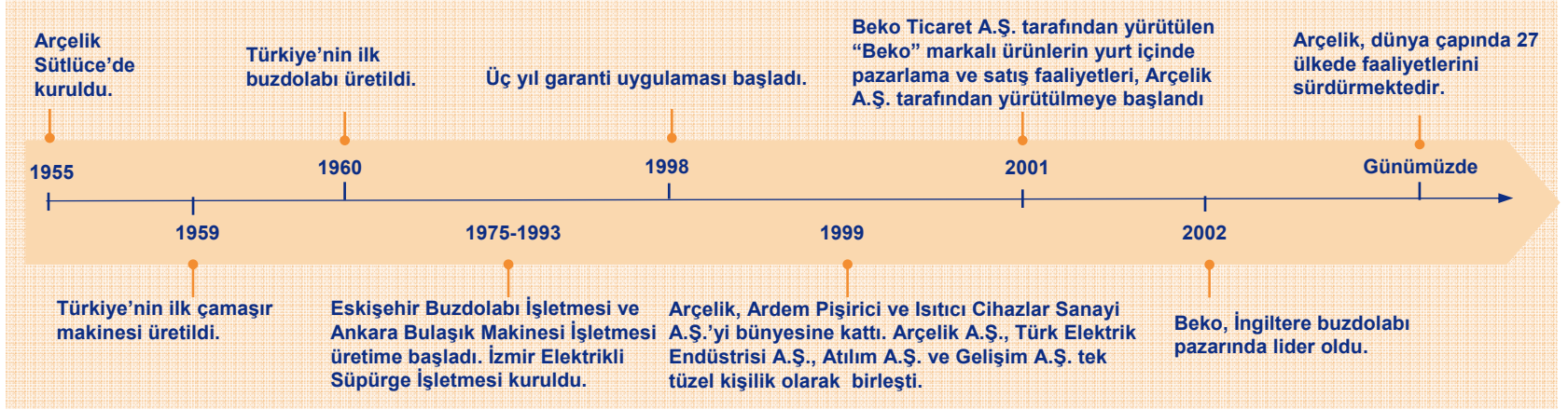
Değerleme sonuçları, birleşme ve değiştirme oranları

- İNA yöntemi – birleşme ve değiştirme oranı
- Piyasa çarpanları analizi - birleşme ve değiştirme oranı
- Özkaynak yöntemi - birleşme ve değiştirme oranı

Seçilen yöntem ve gerekçesi

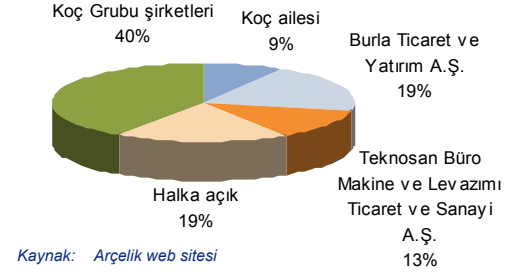
Şirket profili – Arçelik

Arçelik'in Avrupa, Türkiye ve Rusya'yı kapsayan 27 ülkede, markalarıyla ulaştığı pazar payı, 2007 yılı itibariyle, %10,3'tür.



- Arçelik 1955 yılında Vehbi Koç tarafından Sütlüce'de kurulmuştur. Şirket'in Genel Müdürlüğü İstanbul'da yer almaktadır. Arçelik ev yaşamına yönelik dayanıklı tüketim ve tüketici elektroniği ürünleri, komponentleri, üretimi, pazarlama ve satış sonrası servis hizmeti vermektir.
- Arçelik'in 31.12.2008 itibariyle ortaklık ve iştirak yapısı sağ tarafta yer alan grafikte ve tabloda görülmektedir. Koç Holding, 6 Nisan 2009 tarihi itibariyle, Teknosan Büro Makina ve Levazımı Ticaret ve Sanayi şirketinin sahip olduğu 9.3 milyon lira nominal değerinde Arçelik hissesini alarak, Arçelik sermayesindeki doğrudan iştirak payını %41.48'e yükseltmiştir. Arçelik'in halka açık hisselerinin %70'inden fazlasına yabancı yatırımcılar sahiptir.
- Arçelik, Grundig'in hisselerinin %83.03'ünün sahibidir. Dolayısıyla, Grundig, Arçelik'in bağlı ortaklıkları arasındadır. Grundig yurtdışı operasyonları ve Beko Elektronik ise Grundig'in kendi bağlı ortaklıkları arasında yer almaktadır.
- Arçelik, 4 ülkede bulunan 12 ayrı üretim tesisi, yurt dışında faaliyet gösteren 13 şirketi ve 10 markasıyla, 100'den fazla şehirde yer almaktadır.
- Arçelik'in faaliyetlerinin %50'si Türkiye pazarında, %50'si ise yurtdışı pazarlardadır.
- Arçelik grup bünyesinde istihdam eden ortalama personel sayısı, 2007 yılında 17,328 iken, bu rakam 2008 yılı itibariyle 18,605 kişiye ulaşmıştır.
- Arçelik 2008 yılında, 13 bölge yöneticiliğine bağlı 619 yetkili serviste, 5,600 adetlik araç parkıyla yaklaşık 6,000'i teknik olmak üzere 12,000 personel ile sahada hizmet vermiştir. Arçelik yetkili servisleri, Arçelik'in sahip olduğu markalara yılda yaklaşık 11 milyon servis hizmeti vermektedir.
- Arçelik'in buzdolabı, çamaşır makinesi, bulaşık makinesi, fırın ve kurutucu olmak üzere 5 ana ürün grubu bulunmaktadır.

Arçelik'in 31.12.2008 itibariyle ortaklık yapısı



Arçelik'in iştirakleri ve iştiraklerindeki oy hakkı

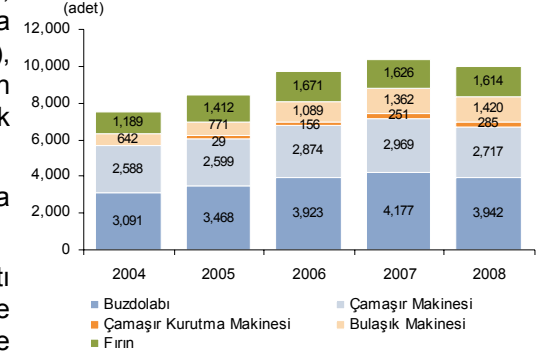
(%)	2008	2007
Arçelik - LG	45.0	45.0
Koç Tüketici Finans	47.0	47.0
Ram Dış Ticaret	33.5	33.5
Tanı Pazarlama	32.0	32.0

Kaynak: Arçelik Yönetimi

Şirket profili – Arçelik (devamı)

- Şirket'in başlıca markaları "Arçelik" (Türkiye beyaz eşya sektöründe lider marka), "Blomberg" (Üst sınıf beyaz eşya markası), "Grundig" (Avrupa'nın önde gelen markalarından biri), "Beko", "Elektroregenz" (Avusturya'nın güçlü ve saygın beyaz eşya markası), "Arctic" (Romanya beyaz eşya pazarının lider markası ve İngiltere'de solo pişiriciler pazarının lider markası), "Flavel" (İngiltere pazarının güçlü beyaz eşya markalarından biri), "Altus" (Tüketicilere uygun fiyat alternatifleri sunan beyaz eşya ve televizyon markası) ve "Artsil" (1,500'den fazla ürünle geniş ürün gamı ile mobilya markası)'dir.
- Sağ tarafta yer alan grafikte görüldüğü gibi, Arçelik 2004-2008 yılları arasında, adet bazında en fazla satış rakamına buzdolabı satışları ile ulaşmıştır.
- Arçelik, 2008 yılında dünya çapında yaptığı satışların %50.5'ini Türkiye'de, %27.7'sini Batı Avrupa'da, %12.9'unu Bağımsız Devletler topluluğu ("BDT") ve Doğu Avrupa Ülkeleri'nde gerçekleştirmiştir. Arçelik, 2007 yılında ise yaptığı toplam satışlarının %51.8'ini Türkiye pazarında, %29.4'ünü ise Batı Avrupa pazarında gerçekleştirmiştir.
- Arçelik'in bazı ülkelerdeki pazar payları şu şekildedir: İngiltere buzdolabı pazarında %15; Almanya bulaşık makinesi pazarında %5; Fransa, Belçika ve Avusturya fırın pazarlarında ise sırasıyla %4, %24 ve %7'dir. Orta Doğu ve Asya ülkelerine bakıldığında ise Arçelik'in pazar payı Gürcistan'da toplam %25, Kırgızistan ve Türkmenistan'da toplam %30, İsrail'de ise toplam %10'dur.
- Arçelik, Türkiye LCD televizyon pazarında 2008 yılında %45'lik pazar payına ulaşarak pazar lideri olmuştur. Toplam televizyon pazarında ise %45.2 oranında pazar payı ile lider konumdadır. Klima pazarında %49'luk pazar payı ile liderliğini sürdüren Arçelik A.Ş., ankastre cihazlar pazarında da %27 ile pazar liderliğini devam ettirmiştir.
- Arçelik'in, Türkiye'de, Buzdolabı İşletmesi(Eskişehir), Çamaşır Makinası İşletmesi(Tuzla), Bulaşık Makinesi İşletmesi(Ankara), Pişirici Cihazlar İşletmesi(Bolu), Çamaşır Kurutma Makinesi İşletmesi(Bolu, Tekirdağ), Elektrik Motorları İşletmesi(Tekirdağ), Kompresör İşletmesi(Eskişehir) olmak üzere 7 ayrı noktada, toplam 8 üretim tesisi bulunmaktadır. Ayrıca Romanya'da bir Soğutucu Cihazlar İşletmesi, Rusya'da Beko LLC Buzdolabı ve Çamaşır Makinesi Üretim Tesisi ve Çin'de Çamaşır Makinesi Üretim Tesisi bulunmaktadır. Arçelik'in dünya çapındaki tesisleri ile ulaştığı toplam üretim kapasitelerine ait rakamlar ise sağ tarafta yer alan tabloda görülmektedir.
- Arçelik, 2010 yılında "Beko" markası ile global beyaz eşya pazarında %2 pazar payına ulaşmayı hedeflemektedir.
- Son üç yılda Türkiye'de üretilen patentlerin %13'ü ve Türkiye'den Dünya Fikri Haklar Örgütü'ne (WIPO) yapılan uluslararası patent başvurularının %45'i Arçelik'e aittir.

Arçelik'in yıllara göre ürün bazında toplam satışları

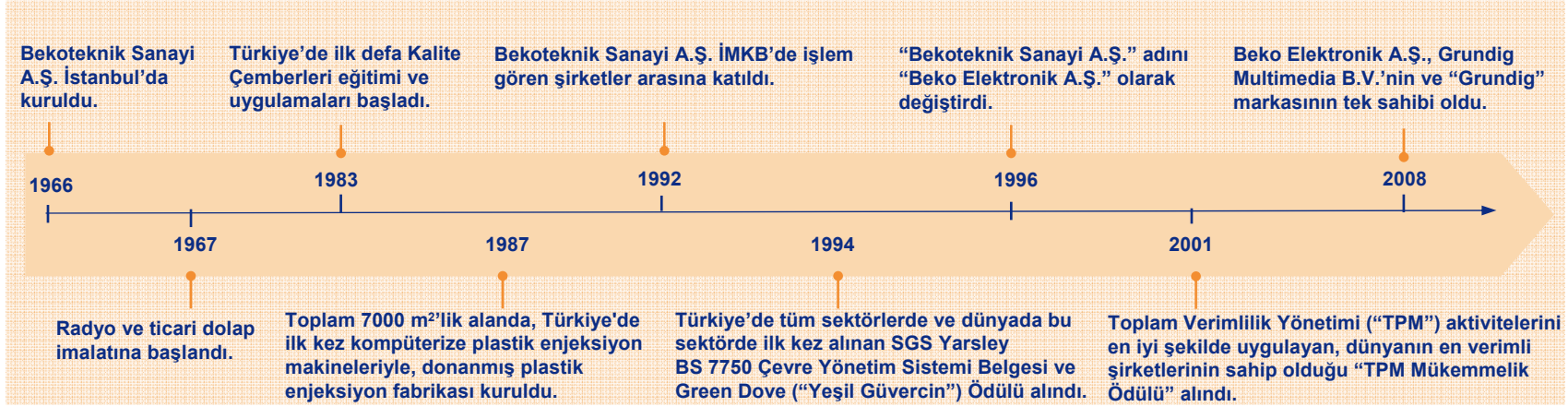


Kaynak: Arçelik 2008 yılı Faaliyet Raporu

Arçelik'in ürün bazında toplam üretim kapasitesi			
(bin TL)	2005	2006	2007
Çamaşır makinesi (Rusya)	0	600	600
Buzdolabı (Rusya)	0	300	300
Buzdolabı (Romanya)	1100	1100	1100
Çamaşır makinesi (Çin)	0	0	200
Çamaşır makinesi (Türkiye)	3500	3500	3500
Buzdolabı (Türkiye)	3000	3000	3000
Bulaşık makinesi (Türkiye)	1000	1350	1650
Fırın (Türkiye)	1500	2000	2425
Kurutucu (Türkiye)	200	200	800
TV (Türkiye)	6230	5500	5230
Klima (Türkiye)	750	1000	1500
Beyaz eşya (4 ülke toplam)	10200	12450	13975
TV (4 ülke toplam)	6233	5505	5228
Klima (4 ülke toplam)	750	1000	1500

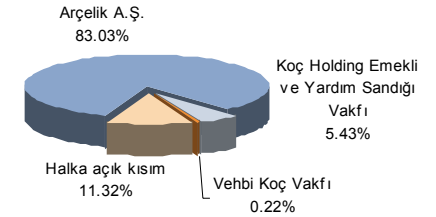
Kaynak: Arçelik Yönetimi

Şirket profili – Grundig



- Grundig Elektronik Anonim Şirketi 1966 yılı Eylül ayında, "Bekoteknik Sanayi A.Ş." adıyla, televizyon, video, bilgisayar, yazar kasa ve çeşitli elektronik ev aletlerinin imalatı ve satışı için İstanbul'da kurulmuştur. Şirket, 1996 yılına kadar Bekoteknik olan adını, 1996 yılında, "Beko Elektronik A.Ş." olarak değiştirmiştir. Şirket'in genel merkezi İstanbul'da yer almaktadır.
- Beko Elektronik A.Ş., 2008 yılında global pazardaki konumunu daha da güçlendirmek amacıyla %50 Alba hissesini satın alarak, Grundig Multimedia B.V. Şirketi'nin ve Avrupa'nın iyi tanınan markalarından "Grundig" markasının tek sahibi olmuştur. Bu satın alma sürecini takiben "Beko Elektronik A.Ş." ismi "Grundig Elektronik A.Ş." olarak değişmiştir.
- Grundig, hisseleri 1992 yılından beri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ("İMKB") işlem görmektedir. 31 Aralık 2008 tarihi itibarıyla, Grundig Elektronik'in halka açıklık oranı %11.32 olup, Şirket'in hisselerinin dağılımı sağ tarafta yer alan grafikte görülmektedir.
- Grundig, İstanbul Beylikdüzü'ndeki toplam 125 bin m²'lik tesislerinde, yurtiçi ve yurtdışı pazarlar için çeşitli tip ve modellerde CRT TV, LCD TV, PVR, Settopbox, yazarkasa, notebook, PC - monitör üretmektedir. Şirket Türkiye'nin en büyük elektronik üreticilerinden biridir.
- Grundig'in 2008 yılı itibarıyla sahip olduğu kapasite ve üretim adetleri sağ tarafta yer alan tabloda görülmektedir. Grundig, CRT TV'den LCD TV'ye dönüşüm nedeniyle, LCD TV üretim kapasitesini 2008 yılında 2007'ye göre %38 arttırarak 2,5 milyon adede yükseltmiştir. Bu kapasite artışı, tüm pazarda düşen CRT TV satışlarına paralel olarak, CRT TV üretim kapasitesinin, LCD TV üretim sistemlerine dönüştürülmesi ile sağlanmıştır.

Grundig'in 31.12.2008 itibarıyla ortaklık yapısı



Kaynak: Grundig web sitesi

Grundig'in 2008 yılı üretim adetleri ve kapasite kullanım oranları

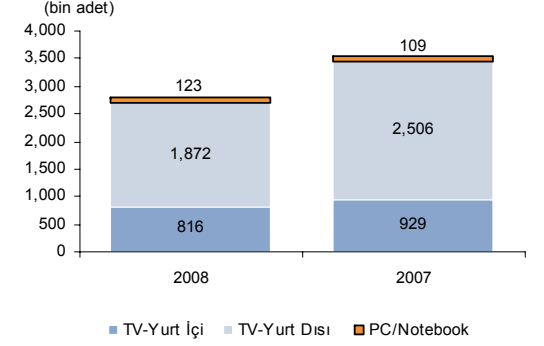
	Kapasite (adet)	Üretim (adet)	Kapasite Kullanım oranı
CRT+LCD	3,962,000	2,545,318	64%
PC+Notebook	145,000	117,407	81%

Kaynak: Grundig 2007 yılı Faaliyet Raporu

Şirket profili – Grundig (devamı)

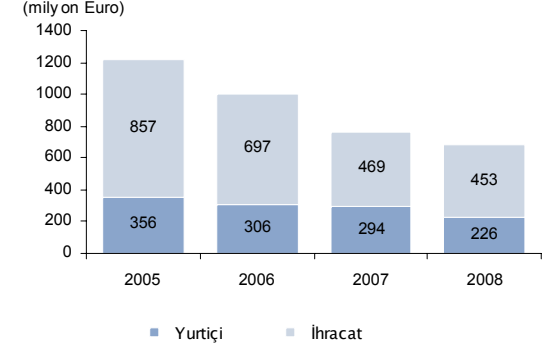
- Grundig'in ve bağlı ortaklıklarının 2007 yılı sonu itibariyle 2,637 olan toplam çalışan sayısı, 31 Aralık 2008 itibariyle 1,987'ye düşmüştür.
- Üretimdeki otomasyon oranı %95'i bulan Grundig, Türkiye'de ve dünyada bilgisayar robotlu nihai ürün ambarlama ve yükleme tesisine ilk sahip olan televizyon üreticilerinden biridir.
- Grundig'in 2007 ve 2008 yıllarında, televizyon ve PC/Notebook ürün gruplarında gerçekleştirdiği toplam satışların adet bazında kırılımı sağ tarafta yer alan grafikte görülmektedir. 2008 yılında toplam TV satışları, 2007 yılına göre, %27 oranında küçülürken; PC/Notebook satışları %13 oranında artmıştır. 2008 yılında Grundig Elektronik LCD TV satış adetlerini %36 artırarak 1.1 milyon adetten 1.5 milyon adete çıkarmıştır.
- Grundig, ihracatının %99'luk kısmını Batı Avrupa'ya yapmaktadır. Şirket, LCD televizyondaki ana pazarı olan Batı Avrupa pazarında 2008 yılında, 2007 yılına göre, adet bazında %32, ciro bazında ise %15 büyüme gerçekleştirmiştir.
- Grundig, 2008 yılında, Sony ile işbirliğine giderek Sony LCD TV'leri üretmeye başlamıştır.

Grundig'in yıllara göre adet bazında toplam satışları



Kaynak: Grundig 2008 yılı Faaliyet Raporu

Grundig'in yıllara göre net satış gelirleri



Kaynak: Grundig 2008 yılı Faaliyet Raporu

Giriş

Şirket profili

Endüstri profili

Metodoloji ve yaklaşımlar

- Değerleme metodolojileri
- İndirgenmiş nakit akımı metodolojisi – İNA
- Piyasa çarpanları metodolojisi
- Özkaynak metodolojisi
- İndirgeme oranı – WACC

Arçelik değerlemesi

Grundig değerlemesi

Değerleme sonuçları, birleşme ve değiştirme oranları

- İNA yöntemi – birleşme ve değiştirme oranı
- Piyasa çarpanları analizi - birleşme ve değiştirme oranı
- Özkaynak yöntemi - birleşme ve değiştirme oranı

Seçilen yöntem ve gerekçesi

Endüstri profili

- 1955 yılında Arçelik'in ilk işletmesi Sütlüce Fabrikası'nda faaliyete geçen beyaz eşya sektörü, sonraki yıllarda büyük gelişmeler göstererek ülke sanayinin önemli sektörlerinden biri olmuştur. İlk yerli çamaşır makinesi 1959, buzdolabı ise 1960 yılında aynı işletmede üretilmiştir.
- Sektörün imalatı daha çok Marmara, Ege ve Orta Anadolu'da yoğunlaşmıştır. Başlıca fabrikalar İstanbul, Manisa, Eskişehir, Bolu, Bursa, İzmir, Ankara, Kocaeli, Yalova, Kayseri, Konya ve Bilecik'te yer almaktadır.
- Türkiye beyaz eşya sektöründe ellinin üzerinde orta ölçekli imalatçı ve büyük üreticinin yanı sıra beş yüzü aşkın aksam ve parça imalatçısı bulunmaktadır. Beyaz eşya sektöründe faaliyet gösteren ve 2007 yılı Türkiye'nin ilk 500 büyük sanayi kuruluşu listesinde yer alan firmalar ise Arçelik A.Ş.(7.sırada); BSH Ev Aletleri ve Sanayi A.Ş.(2. sırada); Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Tic.A.Ş.(30.sırada); Indesit Beyaz Eşya Sanayi ve Tic.A.Ş.(146.sırada) ve Kumtel Dayanıklı Tüketim Malları Plastik San. Ve Tic. A.Ş.(397.sırada)'dır.
- Dünya global beyaz eşya pazarının 2008 yılı itibariyle büyüklüğü 138 milyar ABD Doları'dır. Türkiye beyaz eşya pazarı ise, 2008 yılı itibariyle 2,2 milyar ABD Doları seviyesindedir.

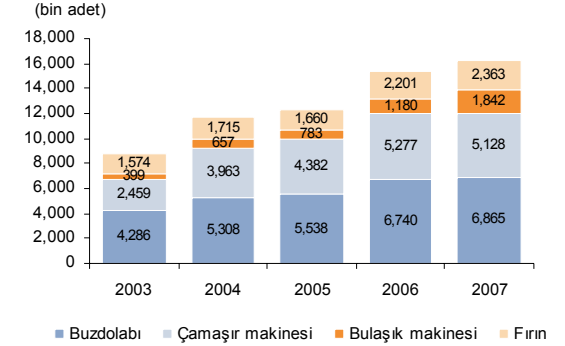
Türkiye Beyaz eşya sektörü

Adet	2007	2008	Büyüme oranı
Üretim	16,197,380	15,920,233	-1.7%
Yurtiçi satışlar	5,355,554	5,166,768	-3.5%
İhracat	11,437,153	11,519,403	0.7%
İthalat	640,873	600,820	-6.2%
Yurtiçi üreticiler tarafından yapılan toplam satışlar (ithalat hariç)	16,151,834	16,085,351	-0.4%

Kaynak: Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği ("TÜRKBEŞD")

- Türkiye pazarında, 4 büyük beyaz eşya (buzdolabı, çamaşır makinesi, bulaşık makinesi ve fırın) ürünü arasında 2008 yılında en büyük düşüş senelik bazda %11 ile fırında yaşanmıştır. Öte yandan, 2008'de Türkiye satışlarının %21,4'ünü oluşturan bulaşık makinesi, 2008'de yıllık %5 büyümüştür.
- Beyaz eşya fiyatları, Türkiye pazarında 2008 yılında ortalama %5 artmıştır. Enflasyon etkisi arındırıldığında (ÜFE %8,11) reel anlamda fiyatlarda düşüş yaşanmıştır.
- LCD fiyatlarında (32" televizyonlar baz alındığında) teknolojik özellikler ve rekabet sebebi ile %30 seviyesinde düşüş yaşanmıştır.
- 2007 yılında büyük yatırımlar yaparak kapasitelerini arttıran LCD panel üreticileri, talebin 2008 yılında aynı oranda artmaması nedeniyle panel fiyatlarını %50'ye yakın oranlarda düşürmüşlerdir. Bu düşüşler LCD TV fiyatlarında da indirimlere yol açmıştır.

Dört büyük beyaz eşya çeşidinin yıllara göre üretim rakamları



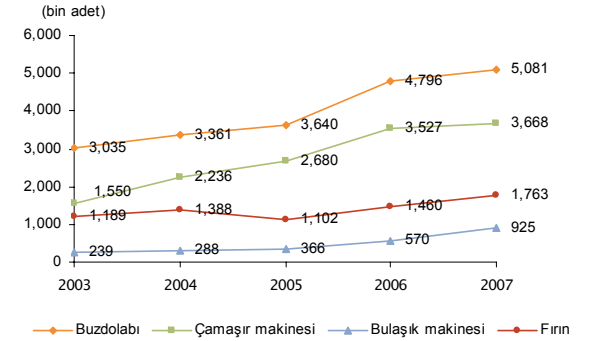
Kaynak: Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği ("TÜRKBEŞD")

- 2007 yılında %1,8 küçülen yurt içi beyaz eşya pazarı, 2008 yılında da %3,5 daralarak 4 büyük beyaz eşya toplamında (çamaşır makinesi, buzdolabı, bulaşık makinesi ve fırın) 5,2 milyon adete gerilemiştir. Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği verilerine göre Arçelik A.Ş., 2008 sonu itibari ile 4 büyük beyaz eşyada %54 pazar payı ile lider konumda yer almaktadır.

Endüstri profili (devamı)

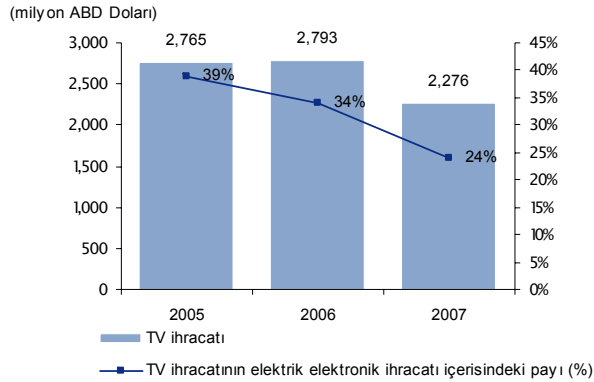
- Beyaz eşya sanayisinin 2007 yılı toplam ihracat rakamı 2,8 milyar dolara ulaşmıştır. 2006 yılı ihracat rakamıyla karşılaştırıldığında, sektörün toplam ihracatının 2007 yılında %19.5 oranında arttığı gözlemlenmektedir.
- 1955 yılında Türk beyaz eşya sektörü son 10 yılda ihracata yönelik çabalarını yoğunlaştırmıştır. Yıllara göre adet bazında gerçekleşen 4 büyük beyaz eşya çeşidindeki ihracat rakamları sağ tarafta yer alan tabloda görülmektedir.
- 2003-2007 yılları arasında adet bazında en fazla ihracat buzdolabı ile yapılmıştır. Buzdolabı ihracatının ABD doları bazında 2005, 2006 ve 2007 yıllarında gerçekleşen değerleri ise sırasıyla 647, 772 ve 755 milyon ABD Doları'dır.
- Beyaz eşya ihracatında ilk sırada yer alan 14 ülkenin 10 tanesi Avrupa Birliği ("AB") üyesi ülkelerdir. 2007 yılında en fazla ihracat, 94 milyon ABD Doları tutarındaki buzdolabı ihracatı ve 63 milyon tutarındaki ABD Doları çamaşır makinesi ihracatı olmak üzere toplam 340 milyon ABD Doları ile İngiltere'ye yapılmıştır. İngiltere'den sonra en fazla beyaz eşya ihracatı yapılan ülke ise Fransa ve Almanya'dır.

Dört büyük beyaz eşya çeşidinin yıllara göre ihracat rakamları



Kaynak: Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği ("TÜRKBEŞD")

Yıllara göre TV ihracatı değerleri

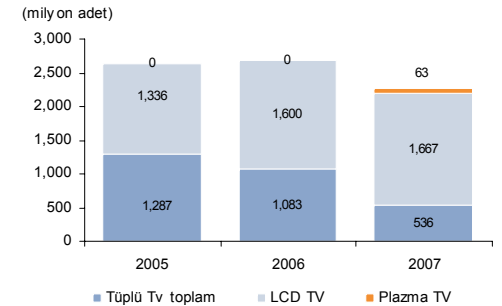


Kaynak: Dış Ticaret Müsteşarlığı

- Sağ tarafta yer alan ve Türkiye'nin yıllara göre yaptığı TV ihracatının başlıca ürün çeşitlerine göre kırılımını belirten tabloda görüldüğü gibi tüplü TV ihracatında düşüş gözlenmektedir. Bu düşüş, son yıllarda talebi hızla artan plazma TV ve dijital ürünlerin ihracatındaki artıştan kaynaklanmaktadır.

- Türkiye'nin 2007 yılında yaptığı beyaz eşya ithalatının toplam tutarı 826 milyon ABD Doları'dır. Bu tutar içindeki en yüksek payı %35 oranı ile Çin alırken, bu oranı %11 ile İtalya ve %10 ile Almanya takip etmiştir.
- Elektrik elektronik sektörünün üretim ve ihracatı içerisinde önemli yer tutan beyaz eşya ürünleri dışında, televizyon üretim ve ihracatı da son yıllarda sektör içerisindeki lokomotif konumunu sürdürmektedir.
- TV ihracatı, 2007 yılında 2,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve 9,6 milyar dolarlık elektrik-elektronik sektörü ihracatı içerisinde % 23,69 paya sahip olmuştur.
- 2007 yılı TV ihracatının %91'i AB ülkelerine yapılmış olup, bu ülkeler arasında üst sıralarda İngiltere, Almanya, İspanya, Fransa ve Hollanda yer almaktadır.

Türkiye'nin yıllara göre 12'li bazda yaptığı toplam TV ihracatı



Kaynak: Dış Ticaret Müsteşarlığı

Giriş

Şirket profili

Endüstri profili

Metodoloji ve yaklaşımlar

- Değerleme metodolojileri
- İndirgenmiş nakit akımı metodolojisi – İNA
- Piyasa çarpanları metodolojisi
- Özkaynak metodolojisi
- İndirgeme oranı – WACC

Arçelik değerlemesi

Grundig değerlemesi

Değerleme sonuçları, birleşme ve değiştirme oranları

- İNA yöntemi – birleşme ve değiştirme oranı
- Piyasa çarpanları analizi - birleşme ve değiştirme oranı
- Özkaynak yöntemi - birleşme ve değiştirme oranı

Seçilen yöntem ve gerekçesi

Değerlemenin temeli

- Bu Değerleme, birleşmeye tabi Şirketler'in 31 Aralık 2008 itibariyle Şirket Değeri ("ŞD") temel alınarak hazırlanmıştır. ŞD'nin genellikle kabul edilen tanımı, bir işletmenin (varlığın), istekli alıcı ve satıcı arasında, iki tarafın da almak ya da satmak için etki altında kalmadan ve Değerleme Tarihi itibariyle makul düzeyde gerekli bilgiye sahip olarak, el değiştirileceği fiyattır.

Değerleme metodolojisi

- Şirket Değeri'ne genellikle aşağıdaki değerlendirme metodolojilerinden bir ya da birkaçı uygulanarak ulaşılr:
 - İndirgenmiş nakit akımı ("İNA");
 - Piyasa çarpanları (karşılaştırmalı şirketler ve karşılaştırmalı işlemler) ve
 - Özkaynak metodolojisi
- Bu metodolojilerin her biri ve tatbik edilmelerinin uygunluğu ilerleyen sayfalarda ele alınmıştır.

İndirgenmiş nakit akımı metodolojisi

- Değer gelecek döneme yöneliktir ve değerlendirme için teorik olarak izlenmesi gereken metot gelecekteki potansiyel kazançların dikkate alınmasıdır.
- İNA metodunda, tahmini nakit akımları bugünkü değerine indirgenmektedir; böylelikle işletmenin nakit akımının bugünkü net değeri elde edilir. Tahmini dönemin sonundaki nihai değer belirlenir ve işletmenin toplam değerini vermesi için belirlenen nihai değer de değerlendirme gününe indirgenir.
- İNA analizinde, tahmini dönem işletmenin istikrarlı kazanç seviyesine ulaşmasına imkan tanıyacak uzunlukta olmalıdır ya da konjonktürel endüstrilerde komple işletme dönemini yansıtacak şekilde olmalıdır. Genellikle 5 yıllık bir tahmini dönem gerekir, ancak bu endüstri ve sektöre göre değişkenlik gösterebilir.
- Gelecek yıllardaki nakit akımının indirgendiği oran (“İndirgeme Oranı”) nakit akımlarının zaman değerini gösterdiği gibi işletmenin gelecek operasyon risklerini de yansıtmalıdır. İNA'nın mantıklı bir değerlendirme figürü üretebilmesi için, söz konusu nakit akımı tahminlerinin kalitesi çok önemlidir.
- Genellikle kullanılan indirgeme oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti olup (“WACC”), bu oran mevcut borçlanma yapısına karşılık istenilen/hedeflenen finanse etme yapısını gösterir. Bu indirgeme oranı borçtan arındırılmış nakit akımına uygulanır ve işletmenin değeri bulunur.
- Nihai değeri hesaplarırken, şirketin tahmini dönem sonrasındaki büyüme potansiyeline dikkat etmek gerekir. Nihai değer hesaplanma yöntemlerinden biri olan sabit büyüme modelinde, tahmini dönemin en son yılında beklenen nakit akımına daha sonraki yıllar için sabit büyüme seviyesi uygulanarak bu büyüme oranının nihai olarak devam ettiği farz edilir.

Piyasa çarpanları metodolojisi

- Kazanç temel alınan bir yaklaşım, bir işletme için gelecek dönemlerde sürdürülebilir düzeyde bir kazanç (“sürdürülebilir kazanç”) öngörür ve bu kazançlara uygun çarpanları uygulayarak işletmeye biçilen değere ulaşır. Çarpanların genellikle uygulandığı kazanç temelleri arasında Satış Gelirleri, Vergi Amortisman Faiz Öncesi Kar (“VAFÖK”) ve Vergi Faiz Öncesi Kar (“VFÖK”) bulunmaktadır.
- Değerlemesi yapılan işletmenin sürdürülebilir kazançlarını gözden geçirirken, dikkate alınacak olan faktörler arasında, işletmenin geçmiş performansının beklenen düzeyde gelecek işletme performansını yansıtmaması gerekliliği bulunmaktadır. Bu gereklilik, özellikle gelişme durumunda veya işletme ortamında önemli değişiklikler yapıldığında veya ele alınan işletmenin dönemsel faaliyet gerçekleştirme durumunda da geçerlidir.
- Kazanç temelli değerlemede uygulanan çarpanlar genellikle, değerlendirilmesi yapılan şirketin özellikleri gözden geçirilip gerekli düzeltmeler yapıldıktan sonra, benzer sektörde halka açık şirketlerden ve yakın dönemde gerçekleşmiş işlemlerden alınan bilgilere dayanır. Borsada işlem gören karşılaştırılabilir şirketlerden alınan çarpanlar genellikle az sayıda hisselerin alım satımlarından yansıyan hisse senedi fiyatına dayanır; ve genellikle azınlık indirgemeyi yansıtır. Buna göre, bir şirketin tamamını (%100) değerlerken, yakın zamanda gerçekleşmiş, kontrol hisse priminin ve talep genişliğinin yansıtıldığı, birleşme ve satın almalarda elde edilmiş çarpanlara da başvurulur.

Özkaynak metodolojisi

- Şirketler'in değerlendirme tarihi itibarıyla hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında belirtilen defter değeri, özkaynak tutarıdır.
- Şirketler'in sadece o zaman dilimi itibarıyla kayıtlı özkaynak değerini gösterir, pazar payı, dağıtım ağı, gelecek potansiyeli gibi kayıtlarda yansıtılmayan değerleri dikkate almamaktadır.
- Arçelik ve Grundig'in özkaynak metodolojisine göre değerlemeleri SPK'nın birleşmelerle ilgili Seri I No.31 sayılı tebliği doğrultusunda uygulanmıştır.

İndirgeme oranı – genel

- İndirgeme oranını belirlemek için, aşağıda gösterilen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“WACC”) metodu kullanılmıştır:

$$WACC = Ke * (E/(D + E)) + Kd * (1-T) * (D/(D + E))$$

Ke	=	özsermaye maliyeti
E	=	özsermayenin piyasa değeri
Kd	=	borç maliyeti
D	=	borcun piyasa değeri
T	=	kurumlar vergisi oranı

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

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) + \alpha$$

Rf	=	risksiz varlıklardan gelen bugünkü getiri
Rm	=	beklenen ortalama piyasa getirisi
(Rm - Rf)	=	bir piyasa aktif portföyünün kazandığı, risksiz faiz oranı üzerindeki ortalama risk primi
β	=	bir aktifin, tamamı riskli aktifler portföyüne kıyasla, sistematik riskinin ölçümü olan beta çarpanı
α	=	şirkete özgü risk çarpanları (alpha)

Giriş

Şirket profili

Endüstri profili

Metodoloji ve yaklaşımlar

- Değerleme metodolojileri
- İndirgenmiş nakit akımı metodolojisi – İNA
- Piyasa çarpanları metodolojisi
- Özkaynak metodolojisi
- İndirgeme oranı – WACC

Arçelik değerlemesi

Grundig değerlemesi

Değerleme sonuçları, birleşme ve değiştirme oranları

- İNA yöntemi – birleşme ve değiştirme oranı
- Piyasa çarpanları analizi - birleşme ve değiştirme oranı
- Özkaynak yöntemi - birleşme ve değiştirme oranı

Seçilen yöntem ve gerekçesi

Arçelik değerlendirme sonuçları ve açıklamaları - İNA analizi

Özsermaye maliyeti

Risksiz faiz oranı

- Risksiz faiz oranı, Türkiye 2034 Vadeli Eurobond Getiri Oranı referans alınarak belirlenmiştir. Arçelik'in değerlemesinde kullanılan risksiz faiz oranı olan Türkiye 2034 Vadeli Eurobond Getiri Oranı, Değerleme Tarihi itibarıyla %8.901'dir. (Kaynak: 31 Aralık 2008 tarihli Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ("BDDK") veri tabanı). 2009 yılı için risksiz faiz oranı olarak kullanılan %8.901 getiri oranının üzerine, ülke risk faktörünü de göz önüne alınarak, %5.4'lük ülke primi eklenmesiyle toplam %14.34'e ulaşılmıştır. Ülke primi Türkiye Eurobond spread'i göz önüne alınarak, BDDK veri tabanından alınmıştır. Arçelik'in değerlemesinde kullanılan risksiz faiz oranı 2009-2013 tahmini dönemi için sırasıyla %14.3, %13.3, %12.3, %10.3 ve %8.3 olarak alınmıştır.

Özsermaye piyasa risk primi

- Özsermaye piyasa risk primi, Ibbotson Associates'in, geçmiş özsermaye risk primi, geleceğe yönelik prim tahminleri, ve güncel akademik çalışmaları temel alınarak hesaplanmıştır ve %5.5 özsermaye piyasa risk primi uygulanmıştır.

Beta

- Arçelik'e uygun beta çarpanını belirlemek için, Arçelik'in piyasada kullanılan beta değeri olan 0.96, seçilen aktif beta olarak kullanılmıştır.
- Piyasada gözlemlenen betalar gerçek finansal yapıyı yansıtmaktadır. Bir şirketin İNA analizini yaparken, piyasada gözlemlenen betanın finansal yapı üzerindeki etkisi için önce borcun özsermayeye olan oranı ile çarpılıp vergiden arındırılması gerekir; sonra da hedef şirketin borcunun özsermayeye olan oranı temel alınan aktif betasının borcun özsermayeye olan oranı ile çarpılıp vergiden arındırılmalıdır.
- Arçelik'in özel karakteristiklerinden yola çıkarak, en uygun sermaye yapısı olarak borcun özsermayeye oranının, Arçelik'in özkaynakları tutarını etkileyen sermaye artışlarını ve sahip olduğu net finansal borçlarını da göz önünde bulundurarak, %118 olduğu varsayılmış ve bu oran Arçelik Yönetimi tarafından da onaylanmıştır. Bu da analizimizde kullanılmak üzere 1.87 betaya ulaşmamızı sağlamıştır.

Arçelik değerlendirme sonuçları ve açıklamaları - İNA analizi (devamı)**Arçelik'e özgü risk unsurları**

- Arçelik'e özgü risk priminin özsermaye indirgeme oranına eklenmesiyle sonuçlanan, Arçelik'e özel hususlar bulunmaktadır. Bu hususlar aşağıda sıralanmıştır:
 - Arçelik'in ihracat satışları ve ortaya çıkan kur riski;
 - tahmini mali tablolar üzerindeki belirsizlikler;
 - sektördeki rekabetin artma riski.
- Yukarıdaki faktörleri göz önünde bulundurarak, 2009-2013 tahmin edilen beş yıllık dönem için, şirkete özgü risk çarpanı olarak %1.0 oranı uygun görülmüştür.

Sonuç

- Yukarıdaki çarpanların kullanılması, 2009-2013 beş yıllık projeksiyon dönemi için yaklaşık sırasıyla %25.6, %24.6, %23.6, %21.6, %19.6 özsermaye maliyet oranıyla sonuçlanmıştır. Özsermaye maliyet hesaplamasında kullanılan metodoloji ile ilgili daha fazla bilgi için aşağıdaki tabloya bakınız.

Özsermaye Maliyeti Hesaplaması					
	2009	2010	2011	2012	2013
Seçilen Aktif Betası	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96
Borcun Özsermaye Piyasa Değerine Oranı	118%	118%	118%	118%	118%
Beklenen Gelir Vergisi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergiden Arındırılmış Seçilen Aktif Betanın Borcun Özsermaye Piyasa Değerine Oranı ile Çarpımı	1.87	1.87	1.87	1.87	1.87
Riskten Arındırılmış Oran	14.3%	13.3%	12.3%	10.3%	8.3%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Özsermaye Maliyeti	25.6%	24.6%	23.6%	21.6%	19.6%

Kaynak: KPMG Analizi

Arçelik değerlendirme sonuçları ve açıklamaları - İNA analizi (devamı)

Vergi

- WACC hesaplamasında, Kurumlar Vergisi Kanunu doğrultusunda, %20 vergi oranının uygulanabileceği düşünülmüştür.

Borç maliyeti

- Arçelik Yönetimi ile yapılan görüşmelerde, tarafımıza Arçelik'in borçlanmasının %60'ının TL, %40'ının ise yabancı para birimleri bazında olduğu ve TL bazında borçlanmanın TL bazlı LIBOR oranı üzerine %1.5 prim eklenerek gerçekleştirildiği söylenmiştir. Analizlerimizin TL bazlı olduğunu göz önüne alarak, 2009 yılı için, TL bazlı LIBOR oranı üzerine %1.5'lik prim eklenmiş, 2009-2013 tahmini dönem boyunca ise sırasıyla %15.5, %14.5, %13.5, %11.5 ve %9.5 borç alma oranları uygun görülmüştür. Sonuç olarak Arçelik için aşağıdaki tabloda görülen borç maliyeti hesaplanmıştır.

Borç Maliyeti Hesaplaması					
	2009	2010	2011	2012	2013
Borç Alma Oranı	15.5%	14.5%	13.5%	11.5%	9.5%
Beklenen Gelir Vergisi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	12.4%	11.6%	10.8%	9.2%	7.6%

Kaynak: KPMG Analizi

Hesaplanmış indirgeme oranı

- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("WACC"), bir şirketin borç ve özsermaye maliyetinin finanse edilmesinin, şirketin hedeflediği sermaye yapısındaki borç ve özsermayenin yüzdesiyle ağırlıklandırılarak ölçülür. WACC'in temel alındığı indirgeme oranı, mevcut borçtan arındırılmış nakit akımlarını ve nihai değeri bugünkü değerine getirmek için kullanılmıştır. Arçelik'in tahmin edilen gelecek nakit akımlarını bugünkü değerlerine indirmek için aşağıdaki tabloda gösterilen değişken indirgeme oranları kullanılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti					
	2009	2010	2011	2012	2013
Borç	54.2%	6.7%	6.3%	5.9%	4.1%
Özsermaye	45.8%	11.7%	11.3%	9.9%	9.0%
WACC	18.4%	17.6%	16.7%	14.9%	13.1%

Kaynak: KPMG Analizi

Arçelik değerlendirme sonuçları ve açıklamaları - İNA analizi (devamı)

Nihai değer

- Tahmini dönemin sonunda, Arçelik tarafından üretilen net karların ve buna ilişkin nakit akımlarının nihai olarak devam edeceği varsayılmıştır.
- Nihai değer hesaplanmasında en yaygın yaklaşım, aşağıdaki formül kullanılarak, sabit büyüme modelinin uygulanmasıdır:
 - Nihai değer piyasa değeri = [Son döneme ait borçtan arındırılmış nakit akımı * (1 + büyüme oranı)] / (indirgeme oranı - büyüme oranı)
 - Nihai değer bugünkü değeri = Nihai değer piyasa değeri / (1+ indirgeme oranı)^{indirgeme dönemi}
- Arçelik'in değerlendirme analizini yaparken, faaliyette bulunduğu sektör, sektördeki pozisyonu ve büyüme potansiyeli göz önünde bulundurulduğunda, nihai büyüme oranı %2 uygulanmıştır.
- Tahmini dönemin en son senesindeki serbest nakit akımı nihai değer hesaplamasında baz alındığı için bazı düzeltmeler yapılmıştır. Nihai değer hesaplanmasına dahil edilen amortisman değeri belirlenirken, Arçelik Yönetimi'nin nihai dönemde beklemiş olduğu amortisman gideri göz önünde bulundurulmuş ve 250,000 Bin TL olarak öngörülmüştür.

İNA Metodu--Nihai Dönem Değerinin Hesaplanması (Bin TL)	
Sabit Büyüme Modeli	
VFÖK, 2013	717,573
Art: Amortisman	246,642
VAFÖK, 2013	964,215
Nihai dönem büyüme oranı	2%
VAFÖK, bir sonraki yıl	983,499
Eksi: Amortisman (normalize edilmiş)	(250,000)
VFÖK, bir sonraki yıl	733,499
Eksi: vergi giderleri	(92,377)
Amortisman ve Vergi sonrası Faaliyet Karı/FÖK, bir sonraki yıl	641,122
Art: Amortisman (normalize edilmiş)	250,000
Art/(Eksi): BANİS değişimi	(91,224)
Eksi: Yatırım harcamaları	(250,000)
Dağıtım hazır borçtan arındırılmış nakit akımı	549,897
Bölü: Aktifleştirme oranı	11.1%
Tahmini dönem sonundaki aktif değer	4,954,030
İndirgeme periyodu	4.5
Bugünkü değer katsayısı	0.5136
Nihai dönemin bugünkü değeri	2,544,192

Kaynak: Arçelik Yönetimi & KPMG Analizi

- Nihai senede kullanılan borçtan arındırılmış net işletme sermayesi ("BANİS"), 2014 toplam net satışları baz alınarak hesaplanmıştır. 2014 toplam net satışları, nihai büyüme oranının 2013 toplam net satışlarına uygulanması ile hesaplanmıştır. BANİS'te yıldan yıla oluşan değişimi hesaplamak için, 2013 BANİS'inin satışa olan oranı olan %39, 2013 ve 2014 yılları arasındaki toplam net satış farkına uygulanmıştır.
- Arçelik'in borçtan arındırılmış nakit akımları, Sabit Büyüme Modeli ("SBM") temel alınarak, nihai olarak tahmin edilmiştir. Yandaki tablo, Arçelik'in nihai değerini göstermektedir.

Arçelik değerlendirme sonuçları ve açıklamaları - İNA analizi (devamı)

Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi ("BANİS")

- Dağıtımaya hazır borçtan arındırılmış nakit akımını elde etmek için, İNA analizinde BANİS'deki değişimleri dikkate almamız gerekmektedir. Tarafımıza, Arçelik Yönetimi'nin hazırlamış olduğu net işletme sermayesi hesaplamasına baz oluşturan ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar devir hızları (gün bazında) temin edilmiştir. 2009-2013 tahmini dönemi için hesaplanan net işletme sermayesi, o yıllara ait toplam net satışların sırasıyla %45, %44, %40 ve son iki yıl için %39'unu oluşturmaktadır. Hesaplanan işletme sermayesi ihtiyacındaki değişim nakit akımı analizine yansıtılmıştır. BANİS hesaplaması aşağıdaki tabloda sunulmaktadır. 2007 – 2008 yıllarına ait veriler denetim raporlarına dayanmaktadır.

İşletme sermayesi analizi (operasyonel işletme sermayesi)							
(Bin TL)	Denetim raporları		2009	2010	2011	2012	2013
	2007	2008					
Ticari alacaklar	2,442,566	2,644,927	2,955,458	3,354,445	3,473,049	3,820,353	4,202,389
Stok	1,296,726	1,303,931	1,367,524	1,486,738	1,560,200	1,619,977	1,794,097
Ticari borçlar	(660,740)	(705,327)	(911,683)	(1,049,462)	(1,170,150)	(1,295,981)	(1,435,277)
Net işletme sermayesi	3,078,552	3,243,531	3,411,299	3,791,721	3,863,099	4,144,349	4,561,208
Satış gelirleri, net	6,622,544	6,775,538	7,599,749	8,625,716	9,617,673	10,579,440	11,637,384
Satışların maliyeti (-)	4,851,025	4,905,292	5,470,096	6,296,772	7,020,901	7,775,889	8,611,664
Net işletme sermayesinin gelire %'si	46%	48%	45%	44%	40%	39%	39%
Net işletme sermayesi değişimi	m/d	164,979	167,768	380,421	71,378	281,250	416,859

Kaynak: Arçelik Yönetimi & KPMG Analizi

- Aşağıdaki tablo, tahmini dönem net işletme sermayesi hesaplamasına baz oluşturan ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar devir hızlarını göstermektedir:

Devir Hızları (gün sayısı)							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ticari Alacaklar	133	141	140	140	130	130	130
Stoklar	96	96	90	85	80	75	75
Ticari Borçlar	49	52	60	60	60	60	60

Kaynak: Arçelik Yönetimi

Arçelik değerlendirme sonuçları ve açıklamaları - İNA analizi (devamı)

Tahmini mali tablo – bugünkü değerlerin toplamı

- İNA hesaplamasında kullanılan tahmini gelir tabloları, Arçelik Yönetimi tarafından temin edilmiştir. 2007 – 2008 geçmiş dönem finansalları, Arçelik'in bağımsız denetim raporlarına dayanmaktadır. Bugünkü değerlerin toplamı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Metodu--Nakit Akımı Hesaplaması (Bin TL)							
	31 Aralık ile biten 12 aylık geçmiş dönem (Denetim raporları)		31 Aralık ile biten tahmini 12 aylık dönemler (Yönetim Raporları)				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Satış gelirleri, net	6,622,544	6,775,538	7,599,749	8,625,716	9,617,673	10,579,440	11,637,384
Satışların maliyeti (-)	4,851,025	4,905,292	5,470,096	6,296,772	7,020,901	7,775,889	8,611,664
Brüt kar	1,771,519	1,870,246	2,129,653	2,328,943	2,596,772	2,803,552	3,025,720
Toplam faaliyet giderleri (-)	1,252,176	1,430,695	1,600,000	1,751,020	1,942,770	2,126,467	2,327,477
Faaliyet karı/(zararı)	519,343	439,551	529,653	577,923	654,002	677,084	698,243
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların kar/zararlarındaki paylar	14,235	12,473	13,200	14,520	15,970	17,570	19,330
Finansman gelir/gider(-), net	(335,053)	(422,903)	(485,939)	(237,683)	(250,999)	(261,723)	(264,743)
Vergi öncesi kar	198,525	29,121	56,914	354,760	418,972	432,931	452,830
Vergi geliri / (gideri)	(61,318)	(22,565)	(11,368)	(70,952)	(83,794)	(86,586)	(90,566)
Dönem net karı veya zararı	137,207	6,556	45,546	283,808	335,178	346,345	362,264
Art: Amortisman			158,954	274,219	254,795	224,220	246,642
Artı/(Eksi): Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi değişimi			(167,768)	(380,421)	(71,378)	(281,250)	(416,859)
Eksi: Yatırım harcaması			(150,000)	(258,771)	(240,442)	(211,589)	(232,748)
Artı/(Eksi): Finansman gelir/gider(-), net			485,939	237,683	250,999	261,723	264,743
Dağıtım hazır borçtan arındırılmış nakit akımı			372,671	156,517	529,153	339,449	224,042
Bugünkü değer katsayısı			0.9190	0.7788	0.6674	0.5808	0.5136
Bugünkü değer--borçtan arındırılmış nakit akımı			342,492	121,901	353,146	197,164	115,059
Bugünkü değerler toplamı			1,129,762				

Kaynak: Arçelik Yönetimi & KPMG Analizi

Arçelik değerlemesi - tahmini mali tablolar - net satışlara oranlar

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu ("İNA") -- Seçilmiş Kar ve Zarar Tablosu Verileri (Kar ve Zarar Kalemlerinin Net Satışlara Oranı)

Kar ve Zarar Kalemlerinin Net Satışlara Oranı	Denetim raporları		Yönetim Raporları				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Satış gelirleri, net	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Satışların maliyeti (-)	73%	72%	72%	73%	73%	74%	74%
Brüt kar	27%	28%	28%	27%	27%	27%	26%
Toplam faaliyet giderleri (-)	19%	21%	21%	20%	20%	20%	20%
Faaliyet karı/(zararı)	8%	6%	7%	7%	7%	6%	6%
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların kar/zararlarındaki paylar	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Finansman gelir/gider(-), net	5%	6%	6%	3%	3%	2%	2%
Vergi öncesi kar	3%	0%	1%	4%	4%	4%	4%
Vergi geliri / (gideri)	1%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
Dönem net karı veya zararı	2%	0%	1%	3%	3%	3%	3%

Kaynak: KPMG Analizi

- Arçelik Yönetimi tarafından belirtilmiş olduğu gibi, Arçelik'in toplam satış gelirlerinin %50'si ihracat gelirlerinden oluşmaktadır.
- Satışların maliyetinin net satışlara oranına baktığımızda, geçmiş dönemin ve tahmini dönemin birbirine paralellik göstererek, ortalama %73 civarında seyrettiği görülmektedir.
- Satışların maliyetinde olduğu gibi, toplam faaliyet giderlerinin net satışlara oranı geçmiş dönem ile tahmini dönem arasında istikrarlı bir trend göstererek, ortalama %20 civarında seyrettiği görülmektedir.
- Finansman gelir/gider(-) kaleminin, 2008 geçmiş ve 2009 tahmini yıllar için, toplam satış gelirleri içindeki payının %6 olduğu/olacağı görülmekte olup, bu kalemin toplam satış gelirlerindeki payının, tahmini dönemin ilerleyen yıllarında, azalacağı ve 2010-2013 yılları için bu oranın %3'e düşeceği ön görülmüştür.
- Arçelik'in tahmini dönem vergi gideri, vergi öncesi kar üzerinden 20% olarak hesaplanmıştır.

Arçelik değerlemesi - tahmini mali tablolar - büyüme oranları

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu ("İNA") -- Seçilmiş Kar ve Zarar Tablosu Verileri (Büyüme Oranı)

	Denetim raporu	Yönetim Raporları				
		2008	2009	2010	2011	2012
Yıldan Yıla Büyüme Oranı						
Satış gelirleri, net	2%	12%	14%	12%	10%	10%
Satışların maliyeti (-)	1%	12%	15%	12%	11%	11%
Brüt kar	6%	14%	9%	12%	8%	8%
Toplam faaliyet giderleri (-)	14%	12%	9%	11%	9%	9%
Faaliyet karı/(zararı)	-15%	20%	9%	13%	4%	3%
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların kar/zararlarındaki paylar	-12%	6%	10%	10%	10%	10%
Finansman gelir/gider(-), net	-26%	-15%	51%	-6%	-4%	-1%
Vergi öncesi kar	-85%	95%	523%	18%	3%	5%
Vergi geliri / (gideri)	63%	50%	-524%	-18%	-3%	-5%
Dönem net karı veya zararı	-95%	595%	523%	18%	3%	5%

Kaynak: KPMG Analizi

- Yukarıdaki tablo nakit akımları kalemlerinin yıllık büyüme oranlarını göstermektedir.
- Satış gelirlerinin yıllık büyüme oranları incelendiğinde, Arçelik Yönetimi'nin büyüme beklentisinin, 2009-2013 yılında TL bazında ortalama %11 olduğunu gözlemlemekteyiz. Arçelik Yönetimi, 2009 yılı satış gelirlerinde Euro bazında %5 azalma beklediklerini, TL bazındaki büyümenin daha çok kur etkisi olduğunu tarafımıza belirtmiştir.

%2 nihai değer büyüme oranı uygulanmıştır.

Arçelik'in hesaplanan şirket değeri, İNA metodolojisine göre, 1,083 milyon TL'dir.

İNA özeti

- Arçelik Yönetimi, Koç Holding A.Ş.'nin 27 Şubat 2009 tarihli Yönetim Kurulu toplantısında alınan karar çerçevesinde gerçekleştirilmesi planlanan nakit sermaye artışını (249,975 Bin TL) ve 6 Mart 2009 tarihinde tahsil edilen Koç Finansal Hizmetler'deki hisselerinin satışından elde ettiği geliri (250,000 Bin TL) göz önünde bulundurarak, Arçelik'in finansal borçlarını, toplam nakit fazlası ve sözü edilen nakit girişi tutarlarından arındırarak, Arçelik değerlemesinde hesaba katılması gereken faize tabi düzeltilmiş net borç tutarını hesaplamıştır. Bu tutar, aşağıda görüldüğü gibi, yaklaşık 2,591 milyon TL'dir.
- Değişken indirgeme oranı ve nihai değer varsayımlarının önceki sayfalarda detayları bulunan tahmini nakit akımlarına uygulanmasıyla, İNA metodolojisine göre şirket değeri aşağıda gösterildiği gibi, 1,082,820.11309499 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Arçelik - İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu ("İNA")--Değer Göstergesi (Bin TL)				
	Nakit akımları toplamı, belirtilmiş dönemler	Artı: Nihai yılın bugünkü değeri	Eksi: Faize tabi düzeltilmiş net borç	Düzeltilmemiş özsermaye değeri
Sabit Büyüme Modeli	1,129,762	2,544,192	(2,591,133)	1,082,820
Seçilen düzeltilmemiş özsermaye değeri				1,082,820

Kaynak: Arçelik Yönetimi & KPMG Analizi

Arçelik değerlendirme sonuçları ve açıklamaları - Piyasa çarpanları analizi

Genel

- Arçelik'in piyasa değeri, piyasa çarpanları metodolojisi kullanılarak ve borsada işlem gören karşılaştırmalı şirketlerin çarpanları dikkate alınarak gözden geçirilmiştir.
- Piyasa çarpanları analizinde, değerlendirme çarpanları halka açık şirketlerin işletme bilgileri temel alınarak hesaplanır. Halka açık karşılaştırmalı şirketlerin bilgilerinden elde edilen çarpanlar, piyasadaki bilgili bir yatırımcının bir şirkete ne kadar fiyat ödemeye razı olacağını bir göstergesini oluşturur. Bu çarpanlar daha sonra, bir değer göstergesine ulaşmak için, Arçelik'in finansal bilgilerine uygulanmıştır.
- Piyasa çarpanları analizini uygularken, Arçelik'e benzer olduğu kabul edilebilecek şirketlerin listesini oluşturmak gerekmiştir. Bugün, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 8 adet dayanıklı tüketim şirketi vardır. Faaliyet yapısının Arçelik'e karşılaştırılabilir olduğunu düşündüğümüz 7 şirket olan Beko Elektronik, Bsh Profilo, İhlas Ev Aletleri, Klimasan Klima, Silverline Endüstri ve Ticaret, Vestel ve Vestel Beyaz piyasa çarpanları analizimizde dikkate alınmıştır. Buna ek olarak, Arçelik'e benzer kabul edilen ve borsada işlem gören yabancı şirketlerin çarpanları da gözden geçirilmiş ve yabancı piyasalarda işlem gören AB Electrolux, Gronje d.d., Indesit Company, Whirlpool ve Wuxi Little Swan şirketlerinin çarpanları Arçelik için en uygun değerlendirme çarpanı seçiminde göz önünde bulundurulmuştur.
- Piyasa çarpanları analizini uygularken, değerlendirme çarpanları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ("İMKB") işlem gören karşılaştırılabilir şirketlerin, geçmiş (2008) ve tahmin edilen (2009 ve 2010) finansal bilgileri ile yurtdışı piyasalarda işlem görenler şirketlerin tahmin edilen (2009 ve 2010) finansal bilgileri temel alınarak türetilmiştir. Şirket'in değerlendirme analizinde, piyasadaki değer belirleyicilerini yansıttıklarına ve analistlerin piyasa gözlemleriyle tutarlı olduklarına inandığımız, Şirket Değeri/Satış ("ŞD/Satış") ve Şirket Değeri/VAFÖK ("ŞD/VAFÖK") çarpanları dikkate alınmıştır.

Arçelik değerlendirme sonuçları ve açıklamaları - Piyasa çarpanları analizi (devamı)

Değerleme çarpanları

- Bir önceki sayfada detaylı şekilde bahsedilen, Arçelik için belirlenen benzer şirketlere ait ŞD/Satış ve ŞD/VAFÖK çarpanları aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir. Aşağıdaki ilk tablo, Arçelik'le beraber, aynı sektörde ve İMBK'de işlem gören 7 firmanın çarpanlarını, ikinci tablo ise Arçelik'e benzer kabul edilebilecek ve yurtdışı piyasalarda işlem gören 5 şirketin çarpanlarını göstermektedir.

Yerli benzer şirketler piyasa çarpanları

	Ortalama	Orta Nokta	En yüksek	En düşük	Silverline Endüstri ve Vestel Beyaz								
					Arçelik	Beko Elektronik	Bsh Profilo	Ihlas Ev Aletleri	Klimasan Klima	Endüstri ve Ticaret	Vestel	Vestel Beyaz	
ŞD / Satış													
İlk gerçekleşen yıl - 2008	0.5	0.6	0.8	0.2	0.6	0.8	0.6	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	0.2
İlk tahmini yıl - 2009	0.4	0.3	0.7	0.1	0.6	0.7	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	0.1	0.1
İkinci tahmini yıl - 2010	0.4	0.5	0.7	0.1	0.5	0.7	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	0.1
ŞD / VAFÖK													
İlk gerçekleşen yıl - 2008	4.9	6.5	6.6	1.6	6.5	m.d.	6.6	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	1.6
İlk tahmini yıl - 2009	13.6	4.8	43.1	1.7	6.2	43.1	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	3.4	1.7
İkinci tahmini yıl - 2010	12.4	5.6	30.1	1.4	5.6	30.1	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	1.4

Arçelik - Yabancı şirketler piyasa çarpanları

	Ortalama	Orta Nokta	En yüksek	En düşük	Wuxi Little Swan				
					AB Electrolux	Gronje d.d.	Indesit Company	Whirlpool	Wuxi Little Swan
ŞD / Satış									
İlk tahmini yıl - 2009	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	m.d.
İkinci tahmini yıl - 2010	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	m.d.
ŞD / VAFÖK									
İlk tahmini yıl - 2009	4.7	4.7	5.4	3.8	5.4	5.2	3.8	4.2	m.d.
İkinci tahmini yıl - 2010	4.0	4.0	4.8	3.1	4.2	4.8	3.1	3.8	m.d.

Kaynak: Bloomberg & KPMG Analizi

Seçilen çarpanlar ve piyasa çarpanları özeti

- Çarpan seçimi ve uygulaması prosedüründe esas olarak, tahmini tam yıl 2009 VAFÖK ve Net Satış verileri baz alınmıştır. Çarpanlar aralığına önem verilerek ve Arçelik için en uygun çarpanları belirlemek üzere bir analiz yapılmıştır. Çarpanlar, Arçelik ile karşılaştırılabilir şirketler arasındaki risk, büyüme ve karlılık farkları karşılaştırıldıktan sonra seçilmiştir. Aşağıdaki tablo seçilen Şirket Değeri/VAFÖK ve Şirket Değeri/Net Satış çarpanlarını ve Arçelik'in, faize tabi düzeltilmiş net borç bakiyesi de göz önünde bulundurularak sonuçlandırılmış piyasa çarpanları değerini sergilemektedir.

Arçelik - Benzer şirketler metodu--Değer Göstergesi					
(Bin TL)	Arçelik A.Ş. (konsolide)	Şirket Değeri Çarpanları		Toplam İşletme Değeri	
		Düşük	Yüksek	Düşük	Yüksek
VAFÖK T2009	701,807	4.8	5.0	3,353,428	3,509,036
Net satış T2009	7,599,749	0.3	0.4	2,279,925	3,039,900
Piyasa çarpanları metodu ile hesaplanan şirket değer aralığı				2,816,677	3,274,468
Eksi: Faize tabi düzeltilmiş net borç				(2,591,133)	(2,591,133)
Piyasa çarpanları metodu ile hesaplanan şirket değer aralığı				225,544	683,335

Kaynak: Arçelik Yönetimi & KPMG Analizi

- Arçelik'in 2009 tahmini finansallarına, yukarıdaki tabloda detayı gösterilen çarpanların uygulanması sonucunda, piyasa çarpanları metodolojisiyle belirlenen değer, 31 Aralık 2008 itibarıyla, 683,334.956882996 Bin TL'dir.

Arçelik değerlendirme sonuçları ve açıklamaları - Özkaynak yöntemi

- Şirket'in özkaynaklarının tespitinde, PricewaterhouseCoopers tarafından, 31 Aralık 2008 tarihi itibarıyla hazırlanmış olan bağımsız denetim raporundaki mali tabloları esas alınmıştır. Arçelik'in birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, gerçekleşmesi beklenen 249,975 Bin TL'lik "nakit sermaye artışı" ile 9,999 Bin TL'lik "temettüden bedelsiz sermaye artışı" tutarlarına dayanan düzeltmeler yapmak gerekmiştir. Arçelik'in, 31.12.2008 tarihine ait denetlenmiş bilançosunda özkaynak değeri, aşağıdaki tabloda da sunulduğu gibi, 1,938 milyon TL'dir. Ancak, yukarıda sözü edilen düzeltmelerden sonraki birleşmeye esas özkaynak tutarı 2,188 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Arçelik - Özkaynak yöntemi -- değer göstergesi			
(Bin TL)	Devralan ortaklık: Arçelik (konsolide)	Sermaye artışı	Sermaye artışından sonra Arçelik'in özkaynağı
Ödenmiş sermaye	399,960	259,974	659,934
Sermaye düzeltme farkları	468,811		468,811
Hisse senedi ihraç primleri	96		96
Değer artış fonları	287,902		287,902
Yabancı para çevirim farkları	40,800		40,800
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	157,784		157,784
Geçmiş yıllar karları	542,917		542,917
Net dönem karı	39,794	9,999	29,795
Birleşmeye Esas Özkaynak	1,938,064		2,188,039

Kaynak: "1 Ocak - 31 Aralık 2008 hesap dönemine ait konsolide finansal tablolar ve bağımsız denetim raporu"
KPMG Analizi

- Sermaye artışı ile ilgili düzeltme, 249,975 Bin TL nakit sermaye artışı ile 9,999 Bin TL'lik temettüden bedelsiz sermaye artışının toplamının ödenmiş sermayeye eklenmesi ve 9,999 Bin TL'lik artış tutarının net dönem karından çıkarılması ile gerçekleştirilmiştir.

Giriş

Şirket profili

Endüstri profili

Metodoloji ve yaklaşımlar

- Değerleme metodolojileri
- İndirgenmiş nakit akımı metodolojisi – İNA
- Piyasa çarpanları metodolojisi
- Özkaynak metodolojisi
- İndirgeme oranı – WACC

Arçelik değerlemesi

Grundig değerlemesi

Değerleme sonuçları, birleşme ve değiştirme oranları

- İNA yöntemi – birleşme ve değiştirme oranı
- Piyasa çarpanları analizi - birleşme ve değiştirme oranı
- Özkaynak yöntemi - birleşme ve değiştirme oranı

Seçilen yöntem ve gerekçesi

Özsermaye maliyeti

Risksiz faiz oranı

- Risksiz faiz oranı, Türkiye 2034 Vadeli Eurobond Getiri Oranı referans alınarak belirlenmiştir. Grundig'in değerlemedesinde kullanılan risksiz faiz oranı olan Türkiye 2034 Vadeli Eurobond Getiri Oranı, Değerleme Tarihi itibariyle %8.901'dir. (Kaynak: 31 Aralık 2008 tarihli Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ("BDDK") veri tabanı). 2009 yılı için risksiz faiz oranı olarak kullanılan %8.901 getiri oranının üzerine, ülke risk faktörünü de göz önüne alınarak, %5.4'lük ülke primi eklenmesiyle toplam %14.34'e ulaşılmıştır. Ülke primi Türkiye Eurobond spread'i göz önüne alınarak, BDDK veri tabanından alınmıştır. Grundig'in değerlemedesinde kullanılan risksiz faiz oranı 2009-2013 tahmini dönemi için sırasıyla %14.3, %13.3, %12.3, %10.3 ve %8.3 olarak alınmıştır.

Özsermaye piyasa risk primi

- Özsermaye piyasa risk primi, Ibbotson Associates'in, geçmiş özsermaye risk primi, geleceğe yönelik prim tahminleri, ve güncel akademik çalışmaları temel alınarak hesaplanmıştır ve %5.5 özsermaye piyasa risk primi uygulanmıştır.

Beta

- Grundig'e en uygun beta çarpanını belirlemek için, Grundig'in piyasada kullanılan beta değeri olan 0.9, seçilen aktif beta olarak kullanılmıştır.
- Piyasada gözlemlenen betalar gerçek finansal yapıyı yansıtmaktadır. Bir şirketin İNA analizini yaparken, piyasada gözlemlenen betanın finansal yapı üzerindeki etkisi için önce borcun özsermayeye olan oranı ile çarpılıp vergiden arındırılması gerekir; sonra da hedef şirketin borcunun özsermayeye olan oranı temel alınan aktif betasının borcun özsermayeye olan oranı ile çarpılıp vergiden arındırılmalıdır.
- Grundig'in özel karakteristiklerinden yola çıkarak, en uygun sermaye yapısı olarak borcun özsermayeye oranının, Grundig'in değerleme tarihi itibariyle sahip olduğu net finansal borçlarını da göz önünde bulundurarak, %142 olduğu varsayılmış ve bu oran Arçelik Yönetimi tarafından da onaylanmıştır. Bu da analizimizde kullanılmak üzere 1.92 betaya ulaşmamızı sağlamıştır.

Grundig değerleme sonuçları ve açıklamaları - İNA analizi (devamı)**Grundig'e özgü risk unsurları**

- Grundig'e özgü risk priminin özsermaye indirgeme oranına eklenmesiyle sonuçlanan, Grundig'e özel hususlar bulunmaktadır. Bu hususlar aşağıda sıralanmıştır:
 - Grundig'in toplam satış gelirlerinin %65'inin, yurtdışı satışlarından oluşmasına bağlı kur riski;
 - tahmini mali tablolar üzerindeki belirsizlikler;
 - sektördeki rekabetin artma riski.
 - sektördeki yeni ürün teknolojilerinin hızlı gelişim riski
- Yukarıdaki faktörleri göz önünde bulundurarak, 2009-2013 tahmin edilen beş yıllık dönem için, şirkete özgü risk çarpanı olarak %1.5 oranı uygun görülmüştür.

Sonuç

- Yukarıdaki çarpanların kullanılması, 2009-2013 beş yıllık projeksiyon dönemi için yaklaşık sırasıyla %26.4, %25.4, %24.4, %22.4, %20.4 özsermaye maliyet oranıyla sonuçlanmıştır. Özsermaye maliyet hesaplamasında kullanılan metodoloji ile ilgili daha fazla bilgi için aşağıdaki tabloya bakınız.

Özsermaye Maliyeti Hesaplaması					
	2009	2010	2011	2012	2013
Seçilen Aktif Betası	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Borcun Özsermaye Piyasa Değerine Oranı	142.2%	142.2%	142.2%	142.2%	142.2%
Beklenen Gelir Vergisi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergiden Arındırılmış Seçilen Aktif Betanın Borcun Özsermaye Piyasa Değerine Oranı ile Çarpımı	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92
Riskten Arındırılmış Oran	14.3%	13.3%	12.3%	10.3%	8.3%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Özsermaye Maliyeti	26.4%	25.4%	24.4%	22.4%	20.4%

Kaynak: KPMG Analizi

Grundig değerleme sonuçları ve açıklamaları - İNA analizi (devamı)

Vergi

- WACC hesaplamasında, Kurumlar Vergisi Kanunu doğrultusunda, %20 vergi oranının uygulanabileceği düşünölmüştür.

Borç maliyeti

- Grundig Yönetimi ile yapılan görüşmelerde, tarafımıza Grundig'in borçlanması %75'inin TL, %25'inin ise yabancı para birimleri bazında olduğu ve TL bazında borçlanmanın TL bazlı LIBOR oranı üzerine %2.5 prim eklenerek gerçekleştirildiği söylenmiştir. Analizlerimizin TL bazlı olduğunu göz önüne alarak, 2009 yılı için, TL bazlı LIBOR oranı üzerine %2.5'lik prim eklenmiş, 2009-2013 tahmini dönem boyunca ise sırasıyla %16.5, %15.5, %14.5, %12.5 ve %10.5 borç alma oranları uygun görölmüştür. Sonuç olarak Grundig için aşağıdaki tabloda görölen borç maliyeti hesaplanmıştır.

Borç Maliyeti Hesaplaması					
	2009	2010	2011	2012	2013
Borç Alma Oranı	16.5%	15.5%	14.5%	12.5%	10.5%
Beklenen Gelir Vergisi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	13.2%	12.4%	11.6%	10.0%	8.4%

Kaynak: KPMG Analizi

Hesaplanmış indirgeme oranı

- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("WACC"), bir şirketin borç ve özsermaye maliyetinin finanse edilişinin, şirketin hedeflediği sermaye yapısındaki borç ve özsermayenin yüzdesiyle ağırlıklandırılarak ölçölür. WACC'in temel alındığı indirgeme oranı, mevcut borçtan arındırılmış nakit akımlarını ve nihai değeri bugünkü değerine getirmek için kullanılmıştır. Grundig'in tahmin edilen gelecek nakit akımlarını bugünkü değerlerine indirmek için aşağıdaki tabloda gösterilen değişken indirgeme oranları kullanılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti						
		2009	2010	2011	2012	2013
Borç	58.7%	7.7%	7.3%	6.8%	5.9%	4.9%
Özsermaye	41.3%	10.9%	10.5%	10.1%	9.2%	8.4%
WACC		18.7%	17.8%	16.9%	15.1%	13.4%

Kaynak: KPMG Analizi

Grundig değerlendirme sonuçları ve açıklamaları - İNA analizi (devamı)

Nihai değer

- Tahmini dönemin sonunda, Grundig tarafından üretilen net karların ve buna ilişkin nakit akımlarının nihai olarak devam edeceği varsayılmıştır.
- Nihai değer hesaplanmasında en yaygın yaklaşım, aşağıdaki formül kullanılarak, sabit büyüme modelinin uygulanmasıdır:
 - Nihai değer piyasa değeri = [Son döneme ait borçtan arındırılmış nakit akımı * (1 + büyüme oranı)] / (indirgeme oranı - büyüme oranı)
 - Nihai değer bugünkü değeri = Nihai değer piyasa değeri / (1+ indirgeme oranı)^{indirgeme dönemi}
- Grundig'in değerlendirme analizini yaparken, faaliyette bulunduğu sektör, sektördeki pozisyonu ve büyüme potansiyeli göz önünde bulundurulduğunda, nihai büyüme oranı %2 uygulanmıştır.
- Tahmini dönemin en son senesindeki serbest nakit akımı nihai değer hesaplamasında baz alındığı için bazı düzeltmeler yapılmıştır. Nihai değer hesaplanmasına dahil edilen amortisman değeri belirlenirken, Grundig Yönetimi'nin nihai dönemde beklemiş olduğu amortisman gideri göz önünde bulundurulmuş ve 90,000 Bin TL olarak öngörülmüştür.

İNA Metodu--Nihai Dönem Değerinin Hesaplanması (Bin TL)

Sabit Büyüme Modeli

VFÖK, 2013	94,558
Art: Amortisman	87,090
VAFÖK, 2013	181,648
Nihai dönem büyüme oranı	2%
VAFÖK, bir sonraki yıl	185,281
Eksi: Amortisman (normalize edilmiş)	(90,000)
VFÖK, bir sonraki yıl	95,281
Eksi: vergi giderleri	(9,634)
Amortisman ve Vergi sonrası Faaliyet Karı/FÖK, bir sonraki yıl	85,648
Art: Amortisman (normalize edilmiş)	90,000
Art/(Eksi): BANİS değişimi	(12,404)
Eksi: Yatırım harcamaları	(90,000)
Dağıtım hazır borçtan arındırılmış nakit akımı	73,244
Bölü: Aktifleştirme oranı	11.4%
Tahmini dönem sonundaki aktif değer	642,487
İndirgeme periyodu	4.5
Bugünkü değer katsayısı	0.5087
Nihai dönemin bugünkü değeri	326,842

Kaynak: Grundig Yönetimi & KPMG Analizi

- Nihai senede kullanılan borçtan arındırılmış net işletme sermayesi ("BANİS"), 2014 toplam net satışları baz alınarak hesaplanmıştır. 2014 toplam net satışları, nihai büyüme oranının 2013 toplam net satışlarına uygulanması ile hesaplanmıştır. BANİS'te yıldan yıla oluşan değişimi hesaplamak için, 2013 BANİS'inin satışa olan oranı olan %28, 2013 ve 2014 yılları arasındaki toplam net satış farkına uygulanmıştır.
- Grundig'in borçtan arındırılmış nakit akımları, Sabit Büyüme Modeli ("SBM") temel alınarak, nihai olarak tahmin edilmiştir. Yandaki tablo, Grundig'in nihai değerini göstermektedir.

Grundig değerlendirme sonuçları ve açıklamaları - İNA analizi (devamı)

Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi ("BANİS")

- Dağıtım hazır borçtan arındırılmış nakit akımını elde etmek için, İNA analizinde BANİS'deki değişimleri dikkate almamız gerekmektedir. Net işletme sermayesi hesaplamasına baz oluşturan ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar devir hızları (gün bazında), Grundig Yönetimi'nce tarafımıza temin edilmiştir. 2009-2013 tahmini dönemi için hesaplanan net işletme sermayesi, o yıllara ait toplam net satışların sırasıyla %34, %31 ve son üç yıl için %28'ini oluşturmaktadır. Hesaplanan işletme sermayesi ihtiyacındaki değişim nakit akımı analizine yansıtılmıştır. BANİS hesaplaması aşağıdaki tabloda sunulmaktadır. 2007 – 2008 yıllarına ait veriler denetim raporlarına dayanmaktadır.

İşletme sermayesi analizi (operasyonel işletme sermayesi)							
(Bin TL)	Denetim raporları		2009	2010	2011	2012	2013
	2007	2008					
Ticari alacaklar	330,350	326,895	389,496	445,973	480,870	540,979	595,077
Stok	337,514	285,542	291,996	290,649	286,178	320,674	351,689
Ticari borçlar	(161,516)	(99,289)	(210,886)	(236,153)	(265,737)	(297,769)	(326,568)
Net işletme sermayesi	506,348	513,148	470,606	500,470	501,311	563,884	620,197
Satış gelirleri	1,356,603	1,288,414	1,402,185	1,605,502	1,822,245	2,050,025	2,255,028
Satışların maliyeti (-)	1,207,710	1,112,630	1,167,983	1,307,922	1,471,775	1,649,180	1,808,686
Net işletme sermayesinin gelire %'si	37%	40%	34%	31%	28%	28%	28%
Net işletme sermayesi değişimi	m/d	6,800	(42,542)	29,864	842	62,573	56,313

Kaynak: Grundig Yönetimi & KPMG Analizi

- Aşağıdaki tablo, Grundig için tahmini dönem net işletme sermayesi hesaplamasına baz oluşturan ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar devir hızlarını göstermektedir:

Devir Hızları (gün sayısı)							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ticari Alacaklar	88	91	100	100	95	95	95
Stoklar	101	92	90	80	70	70	70
Ticari Borçlar	48	32	65	65	65	65	65

Kaynak: Grundig Yönetimi

Grundig değerlendirme sonuçları ve açıklamaları - İNA analizi (devamı)

Tahmini mali tablo – bugünkü değerlerin toplamı

- İNA hesaplamasında kullanılan tahmini gelir tabloları, Grundig Yönetimi tarafından temin edilmiştir. 2007 – 2008 geçmiş dönem finansalları, Grundig'in bağımsız denetim raporlarına dayanmaktadır. Bugünkü değerlerin toplamı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Metodu--Nakit Akımı Hesaplaması (Bin TL)							
	31 Aralık ile biten 12 aylık geçmiş dönem (Denetim Raporları)		31 Aralık ile biten tahmini 12 aylık dönemler (Yönetim Raporları)				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Satış gelirleri	1,356,603	1,288,414	1,402,185	1,605,502	1,822,245	2,050,025	2,255,028
Satışların maliyeti (-)	1,207,710	1,112,630	1,167,983	1,307,922	1,471,775	1,649,180	1,808,686
Brüt kar	148,893	175,784	234,202	297,580	350,470	400,846	446,342
Toplam faaliyet giderleri (-)	134,161	221,203	224,385	255,275	287,915	321,854	351,784
Faaliyet karı/(zararı)	14,732	(45,419)	9,817	42,305	62,555	78,992	94,558
Finansman gelir/gider(-), net	(108,291)	(112,033)	(94,208)	(49,676)	(50,141)	(50,728)	(47,333)
Vergi öncesi kar	(93,559)	(157,452)	(84,392)	(7,370)	12,414	28,264	47,225
Vergi geliri / (gideri)	(4,103)	6,260	694	-	-	-	-
Dönem net karı veya zararı	(97,662)	(151,192)	(83,698)	(7,370)	12,414	28,264	47,225
Art: Amortisman			46,700	62,005	70,376	79,173	87,090
Art/(Eksi): Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi değişimi			42,542	(29,864)	(842)	(62,573)	(56,313)
Eksi: Yatırım harcaması			(24,184)	(32,110)	(36,445)	(41,001)	(45,101)
Art/(Eksi): Finansman gelir/gider(-), net			94,208	49,676	50,141	50,728	47,333
Dağıtım a hazır borçtan arındırılmış nakit akımı			75,569	42,337	95,644	54,592	80,235
Bugünkü değer katsayısı			0.9179	0.7762	0.6640	0.5769	0.5087
Bugünkü değer--borçtan arındırılmış nakit akımı			69,361	32,862	63,507	31,493	40,816
Bugünkü değerler toplamı			238,040				

Kaynak: Grundig Yönetimi & KPMG Analizi

Grundig değerlemesi - tahmini mali tablolar - net satışlara oranlar

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu ("İNA") -- Seçilmiş Kar ve Zarar Tablosu Verileri (Kar ve Zarar Kalemlerinin Net)							
Kar ve Zarar Kalemlerinin	Denetim Raporları		Yönetim Raporları				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Net Satışlara Oranı							
Satış gelirleri	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Satışların maliyeti (-)	89%	86%	83%	81%	81%	80%	80%
Brüt kar	11%	14%	17%	19%	19%	20%	20%
Toplam faaliyet giderleri (-)	10%	17%	16%	16%	16%	16%	16%
Faaliyet karı/(zararı)	1%	4%	1%	3%	3%	4%	4%
Finansman gelir/gider(-), net	8%	9%	7%	3%	3%	2%	2%
Vergi öncesi kar	7%	12%	6%	0%	1%	1%	2%
Vergi geliri / (gideri)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dönem net karı veya zararı	7%	12%	6%	0%	1%	1%	2%

Kaynak: KPMG Analizi

- Grundig Yönetimi tarafından belirtilmiş olduğu gibi, Grundig'in toplam satış gelirlerinin %65'i ihracat gelirlerinden oluşmaktadır.
- Satışların maliyetinin, toplam satış gelirleri içindeki payını incelediğimizde 2009'den 2013'e doğru bir azalma trendinin olduğunu görüyoruz. Grundig Yönetimi'nce belirtilmiş olduğu gibi, LCD TV piyasasındaki yüksek büyüme potansiyeline bağlı olarak artan üretimin, birim maliyetleri düşürmesi ve brüt karlılığı yükseltmesi kar marjlarında iyileşme beklentisi doğurmuştur.
- Finansman gelir/gider(-) kaleminin toplam satış gelirleri içindeki payı , 2007 ve 2008 yıllarında sırasıyla %8 ve %9 olarak gerçekleşmiştir. 2009-2013 tahmini dönemi süresince ise, bu oranın giderek azalacağı, dönem boyunca %7'den %2'ye düşeceği beklenmektedir.
- Grundig Yönetimi, Grundig'in 2010-2013 yılları arasında, geçmiş yıl zararlarına ve 2009-2010 yıllarındaki zarar beklentisine bağlı olarak bir vergi geliri/(gideri) tutarı olmayacağını öngörmüştür.

Grundig değerlemesi - tahmini mali tablolar - büyüme oranları

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu ("İNA") -- Seçilmiş Kar ve Zarar Tablosu Verileri (Büyüme Oranı)						
Yıldan Yıla Büyüme Oranı	Denetim Raporları	Yönetim Raporları				
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Satış gelirleri	-5%	9%	15%	14%	13%	10%
Satışların maliyeti (-)	-8%	5%	12%	13%	12%	10%
Brüt kar	18%	33%	27%	18%	14%	11%
Toplam faaliyet giderleri (-)	65%	1%	14%	13%	12%	9%
Faaliyet (zararı)/karı	-408%	122%	331%	48%	26%	20%
Finansman gelir/gider(-), net	-3%	16%	47%	-1%	-1%	7%
Vergi öncesi kar	-68%	46%	91%	268%	128%	67%
Vergi geliri / (gideri)	253%	-89%	-100%	-	-	-
Dönem net karı veya zararı	-55%	45%	91%	268%	128%	67%

Kaynak: KPMG Analizi

- Yukarıdaki tablo nakit akımları kalemlerinin yıllık büyüme oranlarını göstermektedir.
- Grundig Yönetimi, satış gelirlerinde, LCD satışlarının büyümesine rağmen, CRT TV satışlarındaki gerilemeye bağlı olarak, 2009 yılında %8'lik bir gerileme beklemektedir. Satış gelirlerinde, 2009 yılında 9% olarak görülmekte olan büyüme oranı, Grundig Yönetimi'nin de belirtmiş olduğu gibi, kurdan kaynaklanmaktadır.

Grundig değerleme sonuçları ve açıklamaları - İNA analizi (devamı)

%2 nihai değer büyüme oranı uygulanmıştır.

Grundig'in hesaplanan şirket değeri, İNA metodolojisine göre, 126 milyon TL'dir.

İNA özeti

- Grundig Yönetimi, Grundig'in finansal borçlarını, toplam nakit fazlası tutarından arındırarak, Grundig değerlemedesinde hesaba katılması gereken faize tabi düzeltilmiş net borç tutarını hesaplamıştır. Bu tutar, aşağıda görüldüğü gibi, yaklaşık 439 milyon TL'dir.
- Değişken indirgeme oranı ve nihai değer varsayımlarının önceki sayfalarda detayları bulunan tahmini nakit akımlarına uygulanmasıyla, İNA metodolojisine göre şirket değeri aşağıda gösterildiği gibi, 126,057.904535267 Bin TL olarak hesaplanmıştır.

Grundig - İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu ("İNA")--Değer Göstergesi (Bin TL)				
	Nakit akımları toplamı, belirtilmiş dönemler	Artı: Nihai yılın bugünkü değeri	Eksi: Faize tabi düzeltilmiş net borç	Düzeltilmemiş özsermaye değeri
Sabit Büyüme Modeli	238,040	326,842	(438,824)	126,058
			Seçilen düzeltilmemiş özsermaye değeri	126,058

Kaynak: Grundig Yönetimi & KPMG Analizi

Genel

- Grundig'in piyasa değeri, piyasa arpanları metodolojisi kullanılarak ve borsada işlem gören karşılaştırmalı şirketlerin arpanları dikkate alınarak gözden geçirilmiştir.
- Piyasa arpanları analizinde, değerleme arpanları halka açık şirketlerin işletme bilgileri temel alınarak hesaplanır. Halka açık karşılaştırmalı şirketlerin bilgilerinden elde edilen çarpanlar, piyasadaki bilgili bir yatırımcının bir şirkete ne kadar fiyat ödemeye razı olacağının bir göstergesini oluşturur. Bu arpanlar daha sonra, bir değer göstergesine ulaşmak için, Grundig'in finansal bilgilerine uygulanmıştır.
- Piyasa arpanları analizini uygularken, Grundig'e benzer olduğu kabul edilebilecek şirketlerin listesini oluşturmak gerekmiştir. Grundig'in faaliyetlerinin %65'inin yurtdışında olduğu göz önünde bulundurulurak Grundig için en uygun çarpan belirlenirken, IMKB'ye ek olarak, yurtdışı piyasalarında Grundig'e benzer kabul edilebilecek şirketlere odaklanılmıştır.
- Grundig, IMKB'de Arçelik ile aynı sektörde işlem görmektedir. Bu nedenle Arçelik için seçilen benzer şirket arpanları Grundig için de gözden geçirilmiştir. Bugün, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda, Grundig hariç, işlem gören 7 adet dayanıklı tüketim şirketi vardır: Arçelik, Bsh Profilo, İhlas Ev Aletleri, Klimasan Klima, Silverline Endüstri ve Ticaret, Vestel ve Vestel Beyaz piyasa arpanları analizimizde dikkate alınmıştır.
- Yurtdışı piyasalarında, Grundig'e benzer kabul edilen ve borsada işlem gören yabancı şirketlerin arpanları da gözden geçirilmiş ve yabancı piyasalarda işlem gören Bang Olufsen A/S, Loewe AG, Panasonic - Matsushita Industrial Co., Philips Koninklijke Electronics NV, Sharp ve DM Technology şirketlerinin arpanları Grundig için en uygun değerleme çarpanı seçiminde göz önünde bulundurulmuştur.
- Piyasa arpanları analizini uygularken, değerleme arpanları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ("İMKB") işlem gören karşılaştırılabilir şirketlerin, geçmiş (2008) ve tahmin edilen (2009 ve 2010) finansal bilgileri ile yurtdışı piyasalarda işlem görenler şirketlerin tahmin edilen (2009 ve 2010) finansal bilgileri temel alınarak türetilmiştir. şirket'in değerleme analizinde, piyasadaki değer belirleyicilerini en doğru şekilde yansıttıklarına ve analistlerin piyasa gözlemleriyle tutarlı olduklarına inandığımız için, şirket Değeri/Satış ("şD/Satış") ve şirket Değeri/VAFÖK ("şD/VAFÖK") arpanları dikkate alınmıştır.

Grundig değerleme sonuçları ve açıklamaları - Piyasa arpanları analizi (devamı)

Değerleme arpanları

- Bir önceki sayfada detaylı şekilde bahsedilen, Grundig için belirlenen benzer şirketlere ait ŞD/Satış ve ŞD/VAFÖK arpanları aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir. Aşağıdaki ilk tablo, Grundig'le beraber, aynı sektörde ve İMBK'de işlem gören 7 firmanın çarpanlarını, ikinci tablo ise Grundig'e benzer kabul edilebilecek ve yurtdışı piyasalarda işlem gören 6 şirketin çarpanlarını göstermektedir.

Yerli benzer şirketler piyasa arpanları

	Ortalama	Orta Nokta	En yüksek	En düşük	Silverline Endüstri ve Ticaret								
					Arçelik	Beko Elektronik	Bsh Profilo	Ihlas Ev Aletleri	Klimasan Klima	Vestel	Vestel Beyaz		
ŞD / Satış													
İlk gerçekleşen yıl - 2008	0.5	0.6	0.8	0.2	0.6	0.8	0.6	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	0.2
İlk tahmini yıl - 2009	0.4	0.3	0.7	0.1	0.6	0.7	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	0.1	m.d.	0.1
İkinci tahmini yıl - 2010	0.4	0.5	0.7	0.1	0.5	0.7	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	0.1
ŞD / VAFÖK													
İlk gerçekleşen yıl - 2008	4.9	6.5	6.6	1.6	6.5	m.d.	6.6	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	1.6
İlk tahmini yıl - 2009	13.6	4.8	43.1	1.7	6.2	43.1	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	3.4	m.d.	1.7
İkinci tahmini yıl - 2010	12.4	5.6	30.1	1.4	5.6	30.1	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	1.4

Grundig - Yabancı şirketler piyasa arpanları

	Ortalama	Orta Nokta	En yüksek	En düşük	Bang Olufsen		Panasonic - Matsushita	Philips Koninklijke	Sharp	DM
					A/S	Loewe AG	Industrial Co.	Electronics NV		Technology
ŞD / Satış										
İlk tahmini yıl - 2009	0.4	0.5	0.5	0.2	0.5	0.2	0.3	0.5	0.5	m.d.
İkinci tahmini yıl - 2010	0.4	0.5	0.5	0.2	0.5	0.2	0.4	0.5	0.5	m.d.
ŞD / VAFÖK										
İlk tahmini yıl - 2009	4.5	5.6	5.8	1.2	m.d.	1.2	5.8	5.6	5.5	m.d.
İkinci tahmini yıl - 2010	6.0	6.6	9.7	1.3	9.7	1.3	7.7	4.8	6.6	m.d.

Kaynak: Bloomberg & KPMG Analizi

Seçilen arpanlar ve piyasa arpanları zeti

- Çarpan seçimi ve uygulaması prosedüründe esas olarak, tahmini tam yıl 2009 VAFÖK ve Net Satış verileri baz alınmıştır. Çarpanlar aralığına önem verilerek ve Grundig'in en doğru çarpanlarını belirlemek için bir analiz yapılmıştır. Çarpanlar, Grundig ile karşılaştırılabilir şirketler arasındaki risk, büyüme ve karlılık farkları karşılaştırıldıktan sonra seçilmiştir. Aşağıdaki tablo seçilen Şirket Değeri/VAFÖK ve Şirket Değeri/Net Satış çarpanlarını ve Grundig'in, faize tabi net borç bakiyesi de göz önünde bulundurularak sonuçlandırılmış piyasa arpanları değerini sergilemektedir.

Grundig - Benzer şirketler metodu--Değer Göstergesi					
(Bin TL)	Grundig	Şirket Değeri arpanları		Toplam İşletme Değeri	
		Düşük	Yüksek	Düşük	Yüksek
VAFÖK T2009	56,517	5.0	5.6	282,584	316,494
Net satış T2009	1,402,185	0.4	0.5	560,874	701,093
Piyasa arpanları metodu ile hesaplanan şirket değer aralığı				421,729	508,793
Eksi: Faize tabi düzeltilmiş net borç				(438,824)	(438,824)
Piyasa arpanları metodu ile hesaplanan şirket değer aralığı				(17,095)	69,969

Kaynak: Grundig Yönetimi & KPMG Analizi

- Grundig'in 2009 tahmini finansallarına, yukarıdaki tabloda detayı gösterilen çarpanların uygulanması sonucunda, piyasa arpanları metodolojisiyle belirlenen değeri, 31 Aralık 2008 itibariyle, 69,969.1593210613 Bin TL'dir.

Grundig değerleme sonuçları ve açıklamaları - Özkaynak yöntemi

- Şirket'in özkaynaklarının tespitinde, PricewaterhouseCoopers tarafından, 31 Aralık 2008 tarihi itibarıyla hazırlanmış olan bağımsız denetim raporundaki mali tabloları esas alınmıştır. Grundig'in, 31.12.2008 tarihine ait denetlenmiş bilançosunda özkaynak değeri, aşağıdaki tabloda da sunulduğu gibi, 309 milyon TL'dir.
- Ancak, Grundig'in birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, Arçelik'in iştiraki olmasından kaynaklanan bir iştirak düzeltmesi yapılması gerekmiştir. Bu açıdan Arçelik'in, Grundig'in kayıtlı özkaynaklarındaki %83.03'lük payı hesaplanarak, Grundig'in özkaynak kalemlerinden ayrıştirilmiştir. İştirak düzeltmesinin hesaba katıldığı birleşmeye esas özkaynak tutarı 52.4 milyon TL olarak hesaplanmıştır. İlgili hesaplama, raporun 50. sayfasında yer alan "Özkaynak yöntemi - birleşme ve değiştirme oranı" kısmında detaylı olarak gösterilmektedir.

Grundig - Özkaynak yöntemi -- değer göstergesi	
(Bin TL)	Devrolan ortaklık: Grundig
Ödenmiş sermaye	478,000
Sermaye düzeltmesi farkları	152,182
Hisse senedi ihraç primleri	344
Değer artış fonları	125,442
Yabancı para çevrim farkları	3,892
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	8,693
Geçmiş yıllar zararları	(308,732)
Net dönem karı	(151,192)
Toplam özkaynaklar	308,629

Kaynak: "1 Ocak - 31 Aralık 2008 hesap dönemine ait konsolide finansal tablolar ve bağımsız denetim raporu"

Giriş

Şirket profili

Endüstri profili

Metodoloji ve yaklaşımlar

- Değerleme metodolojileri
- İndirgenmiş nakit akımı metodolojisi – İNA
- Piyasa çarpanları metodolojisi
- Özkaynak metodolojisi
- İndirgeme oranı – WACC

Arçelik değerlemesi

Grundig değerlemesi

Değerleme sonuçları, birleşme ve değiştirme oranları

- İNA yöntemi – birleşme ve değiştirme oranı
- Piyasa çarpanları analizi - birleşme ve değiştirme oranı
- Özkaynak yöntemi - birleşme ve değiştirme oranı

Seçilen yöntem ve gerekçesi

Değerleme sonuçları, birleşme ve değiştirme oranları

- Aşağıdaki tablo Arçelik ve Grundig'in detaylı sermaye yapısını göstermekte olup, birleşme oranı hesaplamamıza baz oluşturmuştur.

Arçelik - Sermaye (31.12.2008)		
(TL)	Hisse tutarı	(%)
Koç Holding A.Ş.	273,742,027.02	41.48%
Koç Holding Emekli Ve Yardım Sandığı Vakfı	29,671,068.26	4.50%
Temel Ticaret Ve Yatırım A.Ş.	18,576,870.00	2.81%
Vehbi Koç Vakfı	689,734.73	0.10%
Koç Ailesi	64,766,600.52	9.81%
Burla Ticaret Ve Yatırım A.Ş.	50,571,663.05	7.66%
Teknosan Büro Makina Ve Levazımı Tic.Ve San. A.Ş.	81,428,336.95	12.34%
Diğer Ortaklar	140,487,699.47	21.29%
Ödenmiş sermaye tutarı	659,934,000.00	100.00%

Kaynak: Arçelik Yönetimi

Grundig - Sermaye (31.12.2008)		
(TL)	Hisse tutarı	(%)
Arçelik A.Ş.	396,895,775.03	83.03%
Koç Holding Emekli ve Yardım Sandığı Vakfı	25,936,440.00	5.43%
Vehbi Koç Vakfı	1,044,001.36	0.22%
Halka açık kısım	54,123,783.61	11.32%
Ödenmiş sermaye toplamı	478,000,000.00	100.00%

Kaynak: Grundig Yönetimi

Arçelik dışındaki ortakların Grundig'teki toplam hisseleri, 81,104,224.97 TL'dir.

- Arçelik'in Grundig'teki %83.03'lük iştirak oranı göz önünde bulundurulmuş ve birleşme oranı hesaplamasında iştirak düzeltmesi kaydı yapılması gerekmiştir. Buna ek olarak, Arçelik Yönetimi tarafından belirtilen ve yakın gelecekte sonuçlanacak sermaye artışları da göz önünde bulundurulmuş, birleşme ve değiştirme oranına baz oluşturan sermaye tutarına yansıtılmıştır.

İNA yöntemi - birleşme ve değiştirme oranı

- Birleşme ve değiştirme oranları hesaplanırken, Arçelik ve Grundig için 3 farklı değerlendirme metodu kullanılmıştır. Değiştirme oranları hesaplamalarına, ilerleyen sayfalarda daha detaylı bir şekilde yer verilmiştir.
- İNA yöntemine göre, Arçelik'in değeri ise 1,082,820.11309499 Bin TL, Grundig'in değeri ise 126,057.904535267 Bin TL olarak belirlenmiştir. Grundig'in birleşmeye esas değeri hesaplanırken, Grundig'in içinde Arçelik'e ait olan %83.03'lük oran ayrıştırılmış ve Grundig'in birleşmeye esas İNA değeri 21,388.7628633369 Bin TL olarak hesaplanmıştır. Ayrıca değiştirme oranı hesaplanırken, Grundig'de, Arçelik dışındaki pay sahiplerinin hisse oran ve sayıları göz önünde bulundurulmuştur.

İNA -- Değer Göstergesi			
(Bin TL)	Devralan ortaklık: Arçelik (konsolide)	Devrolan ortaklık: Grundig (konsolide)	Toplam
İNA -- Değer Göstergesi	1,082,820	126,058	
Birleşmeye esas değer	1,082,820	21,389	1,104,209
Sermaye	659,934	478,000	

Not (*) : (%100-%83.03)'lük kısım

Kaynak: KPMG Analizi

- Yukarıda belirtilen birleşmeye esas değerler ve ödenmiş sermaye tutarları Bin TL olarak dikkate alındığında, birleşme oranı, sunum amaçlı olarak beş ondalıklı gösterilmek şartıyla, %98.06298, artırılacak sermaye 13,035.565 Bin TL ve değiştirme oranı %16.07261 olarak hesaplanmıştır.

İNA yöntemine göre birleşme ve değiştirme oranı					
Birleşme oranı	=	1,082,820	=	98.06298%	
		1,104,209			
Birleşme sonrası sermaye	=	659,934	=	672,969.565	Bin TL
		98.06%			
Artırılacak sermaye	=	672,970 - 659,934	=	13,035.565	Bin TL
Değiştirme oranı	=	13,036	=	16.07261%	
		81,104			

Kaynak: KPMG Analizi

Piyasa çarpanları analizi - birleşme ve değişirme oranı

- Piyasa çarpanları analizine göre, Arçelik'in değeri 683,334.956882996 Bin TL, Grundig'in değeri ise 69,969.1593210613 Bin TL'dir. Grundig'in birleşmeye esas değeri hesaplanırken, Grundig'in içinde Arçelik'e ait olan %83.03'lük oran ayrıştırılmış ve Grundig'in birleşmeye esas Piyasa çarpanları analizi değeri 11,871.9548923371 Bin TL olarak hesaplanmıştır. Ayrıca değişirme oranı hesaplanırken, Grundig'de, Arçelik dışındaki pay sahiplerinin hisse oran ve sayıları göz önünde bulundurulmuştur.

Benzer şirketler metodu -- değer göstergesi			
(Bin TL)	Devralan ortaklık: Arçelik (konsolide)	Devrolan ortaklık: Grundig (konsolide)	Toplam
Piyasa çarpanları değeri	683,335	69,969	
Birleşmeye esas değer	683,335	11,872*	695,207
Sermaye (Bin TL)	659,934	478,000	

Not (*) : (%100-%83.03)'lük kısım
Kaynak: KPMG Analizi

- Yukarıda belirtilen birleşmeye esas değerler ve ödenmiş sermaye tutarları Bin TL olarak dikkate alındığında, birleşme oranı, sunum amaçlı olarak beş ondalıklı gösterilmek şartıyla, %98.29231, artırılacak sermaye 11,465.397 Bin TL ve değişirme oranı %14.13662 olarak hesaplanmıştır.

Benzer şirketler metoduna göre birleşme ve değişirme oranı			
Birleşme oranı	=	$\frac{683,335}{695,207}$	= 98.29231%
Birleşme sonrası sermaye	=	$\frac{659,934}{98.29\%}$	= 671,399.397 Bin TL
Artırılacak sermaye	=	671,399 - 659,934	= 11,465.397 Bin TL
Değişirme oranı	=	$\frac{11,465}{81,104}$	= 14.13662%

Kaynak: KPMG Analizi

Özkaynak yöntemi - birleşme ve değiştirme oranı

- Şirket'in özkaynaklarının tespitinde, 31 Aralık 2008 tarihi itibarıyla hazırlanmış olan bağımsız denetim raporundaki mali tabloları esas alınmıştır. Önceki sayfalarda belirtilmiş olduğu gibi, Arçelik'in birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, Arçelik Yönetimi'nin sonuçlandırmayı planladığı 249,975 Bin TL'lik bedelli "nakit sermaye artışı" ile 9,999 Bin TL'lik "temettüden bedelsiz sermaye artışı" tutarlarına dayanan düzeltmeler yapılmıştır. Bu düzeltmeler sonucunda, Arçelik'in Özkaynak yöntemi ile hesaplanan birleşmeye esas değeri 2.188 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Ayrıca, Grundig'in birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, Arçelik'in iştiraki olmasından kaynaklanan bir iştirak düzeltmesi yapılmış; Arçelik'in, Grundig'in kayıtlı özkaynaklarındaki %83.03'lük payı ayrıştirilmiştir. Grundig'in bu düzeltme sonrası Özkaynak yöntemi ile hesaplanan birleşmeye esas değeri 52 milyon TL'dir.

Arçelik - Özkaynak yöntemi -- değer göstergesi				Grundig - Özkaynak yöntemi -- değer göstergesi			
(Bin TL)	Devralan ortaklık: Arçelik (konsolide)	Sermaye artışı	Sermaye artışından sonra Arçelik'in özkaynağı	(Bin TL)	Devrolan ortaklık: Grundig (konsolide)	Arçelik'in payına isabet eden kısım	
Ödenmiş sermaye	399,960	259,974	659,934	Ödenmiş sermaye	478,000	396,896	
Sermaye düzeltme farkları	468,811		468,811	Sermaye düzeltmesi farkları	152,182	126,361	
Hisse senedi ihraç primleri	96		96	Hisse senedi ihraç primleri	344	286	
Değer artış fonları	287,902		287,902	Değer artış fonları	125,442	104,158	
Yabancı para çevirim farkları	40,800		40,800	Yabancı para çevirim farkları	3,892	3,232	
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	157,784		157,784	Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	8,693	7,218	
Geçmiş yıllar karları	542,917		542,917	Geçmiş yıllar zararları	(308,732)	(256,348)	
Net dönem karı	39,794	9,999	29,795	Net dönem karı	(151,192)	(125,539)	
Birleşmeye Esas Özkaynak	1,938,064		2,188,039	Toplam özkaynaklar	308,629	256,263	
				İştirak düzeltmesi	(256,263)		
				Birleşmeye Esas Özkaynak	52,366		

Kaynak: Arçelik'in 31.12.2008 tarihi itibarıyla hazırlanmış bağımsız denetim raporu & KPMG Analizi

Grundig Sermaye Bin TL (31.12.2008)		
	Hisse tutan	(%)
Arçelik A.Ş.	396,895.78	83.03%
Koç Holding Emekli ve Yardım Sandığı Vakfı	25,936.44	5.43%
Vehbi Koç Vakfı	1,044.00	0.22%
Halka açık kısım	54,123.78	11.32%
Ödenmiş sermaye toplamı	478,000.000	100.00%

Kaynak: Grundig'in 31.12.2008 tarihi itibarıyla hazırlanmış bağımsız denetim raporu & KPMG Analizi

Özkaynak yöntemi - birleşme ve değiştirme oranı (devamı)

- Yukarıda belirtilen birleşmeye esas özkaynak tutarları ve sermaye tutarı Bin TL olarak dikkate alındığında birleşme oranı, sunum amaçlı olarak beş ondalıklı gösterilmek şartıyla, %97.66264, artırılacak sermaye 15,794.205 Bin TL ve değiştirme oranı %19.47396 olarak hesaplanmıştır.

Özkaynak yöntemine göre birleşme ve değiştirme oranı					
Birleşme oranı	=	$\frac{2,188,039}{2,240,405}$	=	97.66264%	
Birleşme sonrası sermaye	=	$\frac{659,934}{97.66\%}$	=	675,728.205	Bin TL
Artırılacak sermaye	=	675,728 - 659,934	=	15,794.205	Bin TL
Değiştirme oranı	=	$\frac{15,794}{81,104}$	=	19.47396%	

Kaynak: KPMG Analizi

Giriş

Şirket profili

Endüstri profili

Metodoloji ve yaklaşımlar

- Değerleme metodolojileri
- İndirgenmiş nakit akımı metodolojisi – İNA
- Piyasa çarpanları metodolojisi
- Özkaynak metodolojisi
- İndirgeme oranı – WACC

Arçelik değerlemesi

Grundig değerlemesi

Değerleme sonuçları, birleşme ve değiştirme oranları

- İNA yöntemi – birleşme ve değiştirme oranı
- Piyasa çarpanları analizi - birleşme ve değiştirme oranı
- Özkaynak yöntemi - birleşme ve değiştirme oranı

Seçilen yöntem ve gerekçesi

Seçilen yöntem ve gerekçesi

Seçilen yöntem

	İNA	Piyasa çarpanları	Özkaynak
Birleşme oranı	98.06298%	98.29231%	97.66264%
Artırılacak sermaye (Bin TL)	13,035.565	11,465.397	15,794.205
Değiştirme oranı	16.07261%	14.13662%	19.47396%

- Birleşme işlemi gereği üç farklı yöntemle göre birleşme ve değiştirme oranları yukarıda sunulan tablodaki gibi hesaplanmıştır.
- Görüldüğü gibi, birleşme oranları her üç metoda göre çok benzer çıkmaktadır.
- Önceki sayfalarda tanımlanan metodolojilerin her biri işletmenin değerinin belirlenmesinde kullanılabilir; ancak, bu metodların uygunluğu değerlendirilmesi yapılan şirketin şekline ve sektörüne göre değişir.
- Şirket alım satımlarında geleceğe yönelik detaylı projeksiyonların oluşturulmasıyla birlikte genellikle İNA metodu uygulanır. Ancak geleceğe yönelik projeksiyonlar çok değişkenli varsayımların oluşturulmasını gerektirmektedir. Bu varsayımlar ve projeksiyonlarda meydana gelebilecek herhangi bir değişiklik İNA metodu sonuçlarını, yani şirket değerini direkt etkileyebilmektedir. Özellikle içinde bulunduğumuz günlerde, global ekonomik hareketlerin de etkisiyle, varsayımların duyarlılığının çok hassas olduğunu düşünmekteyiz. Dolayısıyla, uzun dönemli tahminlerin bire bir gerçekleşmediği durumlarda İNA değerinin de değişeceği göz önünde bulundurulması gerekmektedir.
- Piyasa çarpanları analizinde kullanılan benzer şirket çarpanları 2009 tahmini verilerini dikkate almaktadır. Gerek benzer şirketlerin birebir özellikler göstermemesi, gerekse şirketlerin sadece 2009 yılı tahmini sonuçlarına dayalı olması nedeniyle, bu analizin oldukça duyarlı olduğu sonucu çıkarılmıştır.
- Borsa rayiç değerleri, SPK'nın "Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği"nde (Seri: I, No: 31) yer alan, birleşmeye taraf ortakların halka arz edilen hisse senetlerinin, ortaklığın en az %25'i olması koşuluna bağlı olarak, Şirketler'in halka açıklık oranının %25'in altında olmasından dolayı kullanılmamıştır.
- Özkaynak yöntemine göre elde edilen Şirket değerleri, Şirketler'in birleşme tarihi itibarıyla düzeltilmiş defter değerlerini yansıtmaktadır. Değiştirme oranı olarak incelendiğinde, Özkaynak ve İNA metodlarının birbirine daha yakın olduğunu gözlemlemekteyiz.
- Sonuç olarak Şirketler'in mevcut ortaklık yapıları da dikkate alındığında, görüşümüze göre, Arçelik'in Grundig'i devralma yoluyla birleşmesi işleminde Özkaynak metodunun kullanılması adil ve makul olacaktır. Özkaynak metoduna göre hesaplanan birleşme oranı %97.66264, artırılacak sermaye tutarı 15,794.205 Bin TL ve değiştirme oranı %19.47396'dır.

- Bu rapor, Arçelik A.Ş.'nin talebi üzerine Arçelik ile Grundig birleşmesinde baz alınacak artırılacak sermaye tutarı ve hisse değiştirme oranının tespit edilmesine yönelik hazırlanmıştır. Raporumuz bu amaç dışında ilgili kamu kurumları, Arçelik ve Grundig yöneticileri haricinde başka kişi ve kuruluşlara yazılı iznimiz olmadan verilemez.
- KPMG veya bu raporu imzalamış ya da raporla ilgili diğer kişilerin, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, bu raporla ilgili olarak bir mahkeme veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri veya şahitlik yapmaları istenemez.
- Genel olarak çalışmamız, hisse değerlerine temel teşkil eden varsayımların ve değerlemelerin dayanağı hususlarında güvence vermeye yönelik değildir. Genellikle olayların ve şartların umulduğu gibi gerçekte olmamasından dolayı, öngörülen veya tahmin edilen sonuçlar ile fiili sonuçlar arasında farklılıklar çıkabilmekte ve bu farklılıklar, eğer varsa, önemli olabilmektedir.
- Arçelik ve Grundig hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği, şirket Yönetimleri'nin ise konusunda uzman kişilerden olduğu varsayılmıştır.