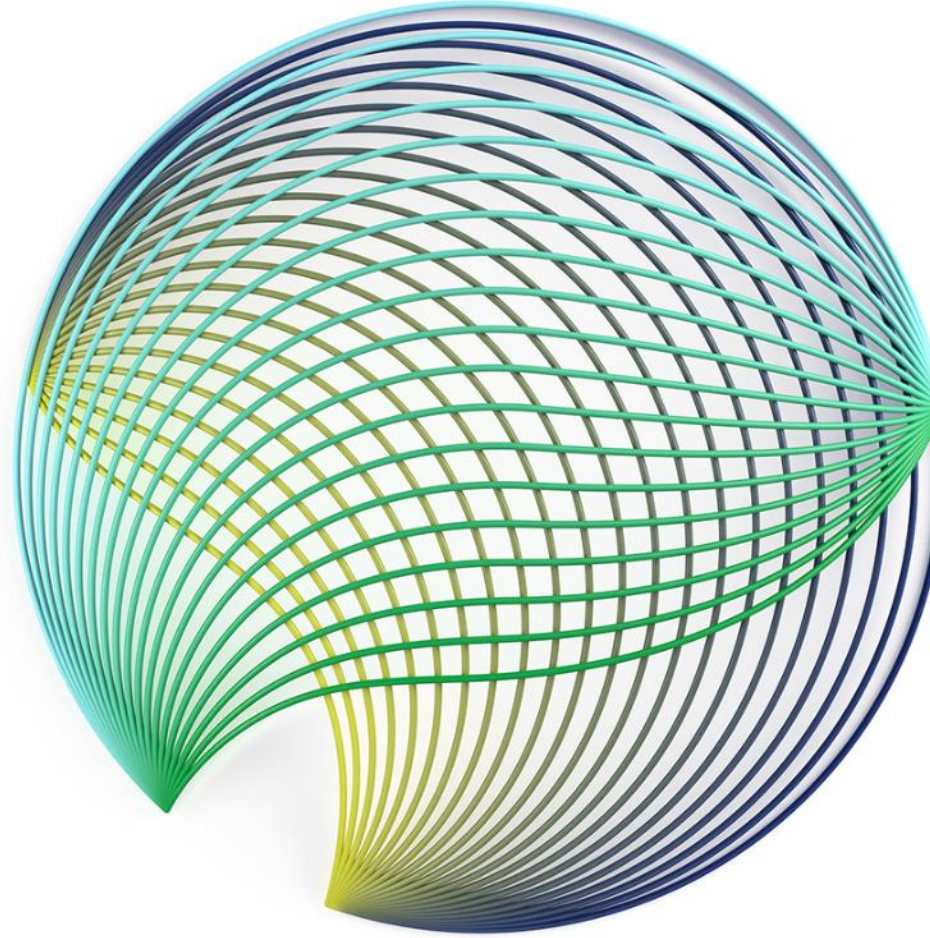




Yaşar Holding A.Ş.

“DYO” Marka Değerleme Çalışması Özet Değerleme Raporu

Değerleme Hizmetleri | 9 Kasım 2022

İçerik

Yönetici Özeti

4

Önemli Uyarı

Bu özet rapor 27 Temmuz 2022 tarihli sözleşmede ("Sözleşme") tanımlandığı şekilde Satıcı Taraf için kesinlikle özel ve gizlidir. Sözleşmede belirtilen amacın dışında işbu özet rapor herhangi bir belgede alıntılanmamalı veya atıfta bulunulmamalı, kopyalanmamalı ve kısmen veya tamamen başka herhangi bir tarafa sunulmamalıdır.

Bu özet raporun içeriği ya da bu rapora dayalı olarak yapılabilecek herhangi bir işlem hakkında DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. sorumluluk taşımamaktadır.

Bu özet rapor elektronik ve basılı kopya formatında sunulmuş olabilir. Bu nedenle, bu özet raporun birden çok kopyası ve versiyonu farklı ortamlarda bulunabilir. Sadece nihai imzalı bir kopya kesin olarak görülmelidir.

Yaşar Holding A.Ş.
Şehit Fethi Bey Caddesi No:120 Alsancak İzmir/ Türkiye

9 Kasım 2022

Yaşar Holding A.Ş. Yönetim Kurulu'na,

Yaşar Holding A.Ş. ("Holding") için hazırlanan marka değerlendirme çalışmasının sonuçlarını içeren özet raporumuz ekte sunulmuştur.

Bu özet rapor, DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. ("Deloitte") tarafından Holding'in talebi üzerine Holding uhdesindeki DYO Markalarının ("Markalar") ticari markasının, SPK'nın Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1) düzenlemeleri çerçevesinde, 30 Haziran 2022 tarihi itibarıyla pazar değeri aralığının tahmin edilmesi amacıyla düzenlenmiştir.

Bu özet rapor, Deloitte ve Yaşar Holding arasında 27 Temmuz 2022 tarihinde imzalanan değerlendirme hizmet sunumu sözleşmesinde ("Sözleşme") yer alan maddelere uygun olarak hazırlanmıştır.

Bu özet rapor Tebliğ'in 9'uncu maddesi kapsamında kamuya açıklanacaktır. İlgili SPK düzenlemelerindeki sorumluluklarımız saklı kalmak kaydıyla bu özet raporun muhatabı Yaşar Holding olarak kalacaktır.

Özet raporumuzla ilgili sorularınızı her zaman cevaplamaya hazır olduğumuzu belirtmek isteriz.

Saygılarımızla,

Gökhan Altun

Ortak

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU LIMITED Üye Şirketi

DRT Kurumsal Finans

Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

Deloitte Values House

Maslak No1

34398 İstanbul

Tel: +90 (212) 366 60 00

www.deloitte.com.tr



Yönetici Özeti

Yönetici Özeti

4



Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

Raporun Amacı ve Kapsamı

- Yaşar Holding A.Ş. ("Holding"), DYO Markalarının ("Markalar") sahibidir. Holding ve DYO Boya Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("DYO Boya" veya "Şirket") arasında imzalanan telif hakkı sözleşmesine istinaden DYO Boya, Markaların kullanım hakkına sahiptir.
- Bu özet rapor, Deloitte tarafından Holding'in talebi üzerine, Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1) ("Tebliğ") düzenlemeleri çerçevesinde, Markalar'ın değerlendirme tarihi itibarıyla pazar değeri aralığının tahmin edilmesi amacıyla düzenlenmiştir.
- Çalışma kapsamında değerlendirme tarihi 30 Haziran 2022 ("Değerleme Tarihi") olarak kabul edilmiştir.

Raporun Kullanımı

- Bu özet rapor, Yaşar Holding ile Deloitte arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 27 Temmuz 2022 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup Deloitte'un değerlendirme çalışmasıyla ilgili bulgularını içermektedir.
- İlgili SPK düzenlemeleri saklı kalmak kaydıyla, Yaşar Holding ve bağlı ortaklığı olan Dyo Boya dışında rapora dayanarak hareket edecek herhangi bir başka taraf ya da taraflara karşı sorumluluk kabul etmemekteyiz.
- Bu özet rapor Tebliğ'in 9'ncü maddesi kapsamında kamuya açıklanacaktır. İlgili SPK düzenlemelerindeki sorumluluklarımız saklı kalmak kaydıyla bu özet raporun muhatapları Yaşar Holding ve DYO Boya olarak kalacaktır.

Kısıtlayıcı Koşullar ve Belirleyici Unsurlar

- Bu özet raporda yer verilen, ileriye dönük finansal bilgiler dahil olmak üzere, tüm finansal ve operasyonel veriler DYO Boya Yönetimi tarafından sunulmuştur.
- Tüm analizler, (i) sağlanan verilerin doğru ve eksiksiz olduğu, (ii) DYO Boya Yönetimi'nin iş planını tüm yasal ve diğer kısıtlamalar hakkında tam bilgi sahibi olarak hazırladığı, (iii) DYO Boya Yönetimi ve ortaklarının dürüst ve profesyonel ilkeler çerçevesinde hareket ettiği temeliyle gerçekleştirilmiştir.
- Paylaşılan verilerin eksik ve/veya yanlış olması ve eksiklik ya da yanlışlıkların raporda yer alan değerlendirme sonuçlarını önemli ölçüde etkilemesi durumunda Deloitte sorumlu olmayacaktır.
- İleriye dönük finansal bilgilerde kullanılan öngörüler ve varsayımlar DYO Boya Yönetimi sorumluluğunda olup, varsayımlar üzerinde gerekli gördüğümüz durumlarda değişiklik yapmakla beraber, varsayımların gerçekleştirilebilirliği ve doğruluğu konusunda herhangi bir sorumluluk kabul etmemekteyiz.
- Şirket'in faaliyetleri için gerekli tüm lisansların, kullanım haklarının, onay mektubunun veya diğer yasal veya idari izinlerin mevcut olduğu veya kolayca alınabileceği veya yenilenebilir olduğu varsayılmaktadır.
- Şartlar ve olayların tahmin edildiği şekilde gerçekleşmemesinden dolayı öngörülen ve gerçekleşen sonuçlar arasında önemli farklılıklar oluşabileceğini hatırlatmak isteriz.
- Bu özet raporda sunulan veriler DYO Boya yönetimi tarafından sunulmuş olup bu verilerin doğruluğu tarafımızca denetlenmemiştir. Çalışmamız genel kabul görmüş denetim standartlarına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Çalışmada, tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş ve kamuya açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir mali inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir.



Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

Değerlemeye Konu Varlık

- DYO Boya, 1954 yılından itibaren Türkiye’de en önemli boya üreticilerindendir. Markalar inşaat, metal sanayii, oto tamir boyası, deniz ve fırça olarak 5 ana segmentte yer almaktadır.
- Çalışma kapsamında Markalar’ın pazar değer aralıkları segment bazında tahmin edilmiştir. Holding ve Şirket yönetimlerinden aldığımız bilgiye göre, ilk etapta sadece İnşaat segmentinde yer alan Markalar transfer işlemine konu olacaktır. Bu sebeple, bu özet rapor kapsamındaki değerlemeye konu varlık inşaat segmentinde yer alan Markalar’dır.
- Şirket yönetimi, İnşaat segmenti haricindeki Markaları’ı 2023’ün ilk yarısı içerisinde transfer etmeyi planlamaktadır. Değerleme tarihi sonrasında piyasalarda gerçekleşen makroekonomik gelişmeler ve bunlara bağlı olarak yatırımcıların risk algısındaki olası değişimlerden ötürü diğer segmentler için hesaplanan değerleme sonuçlarının güncel bir tarih itibarıyla tekrar hesaplanması gerekebileceğini belirtmek isteriz.

Şirket ile İlişki

- DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. tarafından Holding’e son 3 yıl içerisinde finansal danışmanlık kapsamında herhangi bir hizmet verilmediğini beyan ederiz.

Kurul Karar Organı’nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Beyanımız

- DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş., SPK Kurul Karar Organı’nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı uyarınca “Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar” listesinde yer almaktadır.

Uluslararası Değerleme Standartları’na Uyum Beyanımız

- Değerleme çalışmasını SPK’nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Tebliği uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında gerçekleştirdiğimizi beyan ederiz.

Değer Esası

- Değerleme çalışması kapsamında değer esası ‘pazar değeri’ olarak belirlenmiştir. Pazar değeri UDS 104/30.1’de aşağıdaki şekilde tanımlamaktadır:

“Pazar değeri, bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gereken tahmini tutardır.”

Değerleme Tarihi

- Çalışmanın amacı kapsamında değerlendirme tarihi 30 Haziran 2022 ("Değerleme Tarihi") olarak kabul edilmiştir.

Değerleme Para Birimi

- Değerleme çalışması Türk Lirası para birimi üzerinden yapılarak değerlendirme sonuçları 30 Haziran 2022 kuru ile ABD\$ para birimi üzerinden gösterilmiştir.

Rapor Tarihi

- İşbu rapor 9 Kasım 2022 tarihinde ("Rapor Tarihi") hazırlanmıştır.

Değerleme Yaklaşımı

- Markalar’ın tahmini pazar değeri aralığı hesaplamasında değerlemeye konu varlığın halihazırda bir nakit girişi yaratmak suretiyle marka sahibine ekonomik bir fayda sağlıyor olması ve gelecekte de böyle bir nakit girişinin öngörülebilir ve ölçülebilir olması nedeniyle çalışmamız kapsamında yöntem olarak yalnızca gelir yaklaşımından faydalanılmıştır.



Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

Değerleme Yaklaşımı (devamı)

1- Gelir Yaklaşımı

- Gelir yaklaşımında bir şirketin/varlığın değeri, o şirket/varlık için gelecekteki nakit akımlarının öngörülmesiyle hesaplanmaktadır.
 - **Telif Haklarından Arındırma Yöntemi**
- Değerleme çalışmasında gelir yaklaşımı kapsamında Telif Haklarından Arındırma Yöntemi kullanılmıştır.
- Telif Haklarından Arındırma Yöntemi, bir maddi olmayan duran varlığın pazar değerinin, kendisine atfedilebilen telif hakkı gelirin dayandığını varsaymaktadır. Bu telif hakkı, varlığın üçüncü bir tarafa lisanslanmasıyla karşılaştırıldığında, varlığa sahip olma yoluyla maliyet tasarrufunu temsil eder.
- Öncelikle varlığa uygun bir isim hakkı oranı tespit edilir. Tespit edilen isim hakkı oranının varlığa ilişkin beklenen gelirler ile çarpılması yoluyla hesaplanan varsayımsal isim hakkı ödemelerinin uygun bir iskonto oranıyla günümüze indirgenmesi ile markanın pazar değeri tahmin edilir.
- Bu yöntem uygulanırken şu bilgiler kullanılmaktadır:
 - ✓ Maddi olmayan duran varlığa atfedilen gelirler,
 - ✓ Piyasa koşullarına uygun bir işlemde ödenecek telif oranı,
 - ✓ Elde edilen telif gelirlerinin bugüne indirgenmesi için kullanılacak uygun iskonto oranı.

Değerleme Yaklaşımı (devamı)

1- Gelir Yaklaşımı (devamı)

➤ Telif Haklarından Arındırma Yöntemi (devamı)

- Telif haklarından arındırma yöntemi piyasadaki telif oranlarının gözlemlenebildiği durumlarda kullanılmaktadır. Bu telif oranları varlığın kendisi için ya da benzer markalar için ödenmiş telif oranları arasından seçilebilir.
- Yöntem olarak, telif gelirlerinin tahmin edilmesi sırasında, Projeksiyon Dönemi için Yönetim tarafından hazırlanan iş planında yer alan “Dyo Markalı Ürünler” ile ilgili olarak öngörülen telif hakkına esas ciro projeksiyonları esas alınmıştır.



Yönetici Özeti | Varsayımlar

#	Varsayımlar	Açıklama
1	Projeksiyonlar	Projeksiyon dönemi 30 Haziran 2022 ile 31 Aralık 2026 arasındaki tahmin dönemini kapsamakta olup, gelir ve gider varsayımları DYO Boya yönetimi tarafından sağlanmıştır. Projeksiyon para birimi Türk Lirası'dır.
2	Satış gelirleri	- Satış gelirleri yurtiçi satışlar ve yurtdışı satışlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Segmentler ise İnşaat Boyaları, Metal Sanayii, Oto Tamir Boyaları, Deniz Boyaları, ve Fırça satışları olarak beşe ayrılmaktadır. Tüm segmentler için ayrı projeksiyon çalışmaları bulunmaktadır. - Ortalama olarak, 2019 – 2026 yılları arasında toplam satışların %90'ı İnşaat ve Metal segmentleri oluşturmaktadır. 2019 yılında 749 m TL olan Dyo Markalı satışlar, 2021 yılında %46 Bileşik Yıllık Büyüme Oranı ("BYBO") ile 1.596 mn TL olarak gerçekleşmiştir. - Türkiye'de gerçekleşen kur ve enflasyon artışıyla, 2022 yılında 2.912 m TL planlanan Dyo Markalı satışlar, 2026'da %38,9'luk BYBO artış göstermesi beklenmektedir.
3	Brüt Kâr Marjı	Brüt kâr marjı, 2019 ve 2020 yıllarında inşaat sektörünün ve genel anlamda piyasaların olumlu seyrinden dolayı sırasıyla %33,9 ve %36,6 seviyesindedir. 2021 yılında enflasyon ve kur artışı ile marjlarda aşağı yönlü hareket gözlemlenmektedir. Gelecek projeksiyonlarında ise kademeli olarak %33 seviyelerine geri gelmesi beklenmektedir.
4	Toplam Faaliyet Giderleri	Faaliyet giderlerin satışlara oranı 2019 – 2021 yılları arasında ortalama olarak %17,8 olarak gerçekleşmiştir. 2022 – 2026 yılları arasında faaliyet giderlerinin satışlara oranının ortalama olarak, %14,1 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.
5	Telif Kazanımları	- Değerleme çalışmasında kullanılan telif oranını tespit edebilmek amacıyla, boya sektörü telif oranlarına ilişkin uluslararası piyasalarda gerçekleşen lisanslama işlemlerindeki telif oranlarını kaydeden bir veri tabanı olan Markables'da literatür taraması yapılmıştır. - Ek olarak, bağımsız bir danışmanlık kuruluşu tarafından 2012 yılında yayınlanan ve ampirik çalışmaları dikkate alan "Sektörler Arasında Karlılık ve Telif Hakkı Oranları" Raporu (Kemmerer ve Lu) dikkate alınmış ve bu doğrultuda boya sektöründe telif hakkı oranlarının FVÖK marjının %25'ine yakınsadığı anlaşılmıştır. Bu doğrultuda, "Markalar'ın" 2022 – 2026 yıllık faaliyet karlılık oranlarına dayanan bir telif oranı aralığı hesaplanmıştır. - Yukarıda bahsedilen telif hakkı aralıklarının ortalaması alınarak "Markalar" için öngörülen makul telif oranı segmentlerde değişmekle birlikte, Şirket Yönetimi tarafından bildirilen Yaşar Holding ve Dyo Boya arasında halen uygulanmakta olan %3 seviyesindeki telif hakkı oranını destekler niteliktedir. Çalışmada halen uygulanan %3 seviyesindeki telif hakkı oranı kullanılmıştır.



Yönetici Özeti | Varsayımlar

#	Varsayımlar	Açıklama
6	Vergi Oranı	Kurumlar vergisi oranı 2022 yılında %23, diğer yıllarda ise %20 olarak dikkate alınmıştır.
7	AOSM	Öngörülen telif hakları, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") kullanılarak iskonto edilmiştir. Değerleme çalışmasında, Türk Lirası cinsinden %26,4'lük AOSM uygulanmıştır.



Yönetici Özeti | Değerleme Sonucu

Değerleme Sonuçları (TL '000)

TL '000	Sonuç	Düşük	Yüksek
1 İnşaat	592,542	550,553	641,242
Metal	476,366	442,628	515,494
OTB	90,756	84,298	98,247
Deniz	20,885	19,394	22,614
Fırça	3,249	3,019	3,515
Değerleme Sonucu (TL '000)	1,183,798	1,099,893	1,281,113
30.06.2022 ABD\$ Döviz Kuru	16.669	16.669	16.669
Değerleme Sonucu (USD '000)	71,018	65,984	76,856

Değerleme Sonuçları (USD '000)

USD '000	Sonuç	Düşük	Yüksek
1 İnşaat	35,548	33,029	38,469
Metal	28,578	26,554	30,925
OTB	5,445	5,057	5,894
Deniz	1,253	1,163	1,357
Fırça	195	181	211
Değerleme Sonucu (USD '000)	71,018	65,984	76,856

“DYO Markaları” Değerleme Sonuçları

- Dyo markası altında 5 ana kategori belirlenmiş, farklı kategorilerin toplamı “Dyo” markasının toplam marka değeri olarak soldaki tablolarda sunulmuştur.
- Telif gelirlerinin tahmin edilmesi sırasında, Projeksiyon Dönemi için Yönetim tarafından hazırlanan iş planında yer alan “Dyo Markalı Ürünler” ile ilgili olarak öngörülen telif hakkına esas ciro projeksiyonları esas alınmıştır.
- İlgili projeksiyonlar çerçevesindeki markalı satışlara, “Boya” sektöründeki faaliyet gösteren benzer şirketlerin telif hakkı oranları ve Yönetim tarafından hazırlanan iş planında yer alan “Dyo Markalı Ürünlerin” 2022 – 2026 yılları arasındaki FVÖK marjlarının %25’i dikkate alınarak telif hakkı oran aralığı tespit edilmiştir. Tespit edilen oranlar, Şirket Yönetimi tarafından bildirilen Yaşar Holding ve Dyo Boya arasında halen uygulanmakta olan %3 seviyesindeki telif hakkı oranını destekler niteliktedir. Çalışmada halen uygulanan %3 seviyesindeki telif hakkı oranı kullanılmıştır.
- Çalışmamız sonucunda DYO Markalarının değerlendirme tarihi itibarıyla pazar değerinin **1,100 - 1,281 milyon TL** aralığında olduğuna inanmaktayız. 30 Haziran 2022 tarihli dolar kuru olan 16.669 kullanılarak, DYO Markalarının değerlendirme tarihi itibarıyla pazar değerinin **66 – 77 milyon USD** aralığında olduğu hesaplanmıştır.
- 1 İnşaat** segmentinin değerlendirme tarihi itibarıyla pazar değerinin **551 - 641 milyon TL (33 – 38 milyon USD)** aralığında olduğuna inanmaktayız.
- Holding ve Şirket Yönetimlerinden aldığımız bilgiye göre, işbu özet rapor ile sadece İnşaat segmenti transfer işlemine konu olacaktır. Bu bağlamda, diğer segmentlere ilişkin değerler sadece bilgi amaçlı olarak rapor okuyucusuna sunulmuştur.
- Diğer segmentlerin ileri tarihlerde transfere konu olması halinde piyasalarda gerçekleşen makroekonomik gelişmeler ve bunlara bağlı olarak yatırımcıların risk algısındaki olası değişimlerden ötürü diğer segmentlerin değerlendirme sonuçlarının güncel bir tarih itibarıyla tekrar hesaplanması gerekebileceğini belirtmek isteriz.

Deloitte; İngiltere mevzuatına göre kurulmuş olan Deloitte Touche Tohmatsu Limited (“DTTL”) şirketini, üye firma ağındaki şirketlerden ve ilişkili tüzel kişiliklerden bir veya birden fazlasını ifade etmektedir. DTTL ve üye firmalarının her biri ayrı ve bağımsız birer tüzel kişiliktir. DTTL (“Deloitte Global” olarak da anılmaktadır) müşterilere hizmet sunmamaktadır. Global üye firma ağıımızla ilgili daha fazla bilgi almak için www.deloitte.com/about adresini ziyaret ediniz.

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş., DTTL üye şirketidir.

Deloitte, denetim, danışmanlık, finansal danışmanlık, risk yönetimi, vergi ve ilgili alanlarda, birçok farklı endüstride faaliyet gösteren özel ve kamu sektörü müşterilerine hizmet sunmaktadır. Deloitte her beş Fortune Global 500® şirketinden dördüne hizmet verirken, dünya çapında farklı bölgelerde 150’den fazla ülkede yer alan global üye firma ağı ile, müşterilerinin iş dünyasında karşılaştıkları zorlukları aşmalarına destek olmak ve başarılarına katkıda bulunmak amacıyla dünya standartlarında yüksek kalitede hizmetler sunmaktadır. Deloitte’un 225.000’i aşan uzman kadrosunun iz bırakan bir etkiyi nasıl yarattığı konusunda daha fazla bilgi almak için Facebook, LinkedIn ya da Twitter sayfalarımızı takip ediniz.

Bu belgede yer alan bilgiler sadece genel bilgilendirme amaçlıdır ve Deloitte Touche Tohmatsu Limited, onun üye firmaları veya ilişkili kuruluşları (birlikte, “Deloitte Network” olarak anılacaktır) tarafından profesyonel bağlamda herhangi bir tavsiye veya hizmet sunmayı amaçlamamaktadır. Şirketinizi, işinizi, finansmanınızı ya da mali durumunuzu etkileyecek herhangi bir karar ya da aksiyon almadan, yetkin bir profesyonel uzmana danışın. Deloitte Network bünyesinde bulunan hiçbir kuruluş, bu belgede yer alan bilgilerin üçüncü kişiler tarafından kullanılması sonucunda ortaya çıkabilecek zarar veya ziyandan sorumlu değildir.