



AVOD Altın Madencilik A.Ş.

Değerleme Raporu

Özel ve Gizlidir
KPMG Türkiye | Kurumsal Finansman
10 Ocak 2019

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

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

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

Avod Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri San. Tic. A.Ş. Yönetim Kurulu'na,

Avod Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri San. Tic. A.Ş. ("Müşteri" veya "Avod") tarafından, Avod Altın Madencilik A.Ş.'nin ("Şirket" veya "Avod Altın") 30 Eylül 2018 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") endikatif değer aralığının belirlenmesi amacıyla görevlendirilmiş bulunmaktayız. Değerleme çalışmamızın amacı Avod Altın'ın Çorum ili Boğazkale ilçesinde tespit edilen bakır rezervi maden projesinin değerinin belirlenmesinde Müşteri'ye danışmanlık vermektir. Bu değerlendirme raporu ("Rapor") Avod Yönetimi'nin bize temin ettiği bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır.

Çalışmanın bulguları ve varılan sonuçlar bu raporun ilerleyen sayfalarında detaylı olarak yer almaktadır. Çalışma sırasında, Avod Altın'a ait Vergi Usul Kanunu ("VUK")'na uygun 30 Eylül 2018 tarihli finansallar, Avod Altın'ın ruhsat sahibi olduğu alandaki bakır rezervi ile ilgili DMT GmbH Co. ("DMT") ve Dünya Grup Gayrimenkul Değerleme Danışmanlık A.Ş. ("Dünya Grup Gayrimenkul") firmaları (hepsi birlikte "Ekspertiz Firmalar") tarafından hazırlanan teknik ve finansal raporlar, rapor ekleri ve Müşteri Yönetimi tarafından tarafımıza iletilen diğer raporlar ile bilgiler esas alınmıştır. Avod Altın'a ait FFRS'ye uygun hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar mevcut değildir. Tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş olup, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. İletilen tahminler tarafımızca incelenmiş, halka açık veriler doğrultusunda gözden geçirilmiş ve analiz edilmiştir.

Şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi durumunda, tahmin edilen ve gerçekleşen finansal sonuçlar arasında farklılıkların doğabileceğine ve bu farklılıkların varılan sonuçlarda önemli değişikliklere neden olabileceğine dikkatinizi çekmek isteriz.

Geleceğe yönelik tahmini finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların uygulama ve gerçekleştirme sorumluluğu sadece Şirket Yönetimi'ne aittir.

Şirket Değerlemesinde Genel Kabul Görmüş Değerleme İlkeleri'ne ("GKDI") uygun hareket edilmiştir. Değerleme raporu oluşturulurken tarafsızlık ilkesine bağlı kalmıştır. Bu Rapor ve içinde yer alan veriler sadece bilgi amacıyla hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfalarla birlikte Rapor'un tamamının incelenmesi önerilmektedir.

Değerleme raporumuz 30 Eylül 2018 tarihi itibarıyla Şirket'in endikatif değerinin belirlenmesi dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp Avod'un dahili kullanımı ile sınırlıdır. Aksi halde, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez.

Bulgularımızın, Şirket için üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır. Değerleme analizleri sonucunda ortaya çıkan değeri potansiyel alıcılara teklif etme kararları tamamıyla Avod Yönetimi tarafından verilecektir. Bu raporun muhatabı Avod olacaktır.

İstanbul, 10 Ocak 2019

KPMG Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.



İletişim

Projeden sorumlu KPMG tarafındaki ilgili kişilerin iletişim bilgileri:

Hande Şenova

KPMG Türkiye, Kurumsal Finansman
Ortak, İstanbul

+90 212 316 6000

hsenova@kpmg.com

Burak Yıldırım

KPMG Türkiye, Kurumsal Finansman
Direktör, İstanbul

+90 212 316 6000

burakyildirim@kpmg.com

Terimler Sözlüğü

A.Ş.	Anonim Şirketi	İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
ABD	Amerika Birleşik Devletleri	KPMG	KPMG Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	lb	pound
AVOD / Müşteri	Avod Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri San. Tic. A.Ş.	SFY	Son Finansal Yıl
Avod Altın / Şirket	AVOD Altın Madencilik A.Ş.	S12A	Son 12 Ay
Bakır Madeni	Avod Altın Maden A.Ş. Çorum-Boğazkale Bakır Maden Ocağı	MTA	Maden Tetkik ve Arama Genel Müdürlüğü
Değerleme	Şirket Değerlemesi	NİS	Net İşletme Sermayesi
Değerleme Tarihi	30 Eylül 2018	ŞD	Şirket Değeri
Dirk H. Wagner	Dirk H. Wagner Mining Consulting	Teknik Raporlar	DMT tarafından hazırlanan teknik rapor ve aynı rapor içerisinde yer alan Dirk H. Wagner Mining Consulting Maliyet ve Üretim Planı; ve Dünya Grup Gayrimenkul tarafından hazırlanan Çorum-Boğazkale Bakır Maden Ocağı Rezerv Tespit, Analiz ve Tesis Tasarım Raporlarına İstinaden Rezerv Değerleme Raporu ve Rapor Ekleri
DMT	DMT GmbH Co.	T/t	ton
dt	Kuru ton	TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
Dünya Grup Gayrimenkul EIU	Dünya Grup Gayrimenkul Değerleme Danışmanlık A.Ş. Economist Intelligence Unit	TL	Türk Lirası
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar	wt	Islak ton
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar	YBBO	Yıllık Birleşik Büyüme Oranı

İçerik

	Sayfa
Hazırlanış Temeli ve Sözleşme Şartları	6
Yönetici Özeti	7
Şirket Profili	11
Sektör Analizi	13
Değerleme Metodolojileri	18
Değerleme Varsayımları	20
Değerleme Analizi	27
Sonuç	31
Ekler	33

Hazırlanış Temeli ve Sözleşme Şartları

Hazırlanış Temeli

KPMG Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. ("KPMG" veya "biz"), Avod tarafından, Şirket'in 30 Eylül 2018 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") endikatif değer aralığının belirlenmesinde görevlendirilmiştir.

Bu değerleme raporu Avod Yönetimi'nin KPMG'ye temin ettiği teknik/finansal raporlar, rapor ekleri ve diğer bilgiler ve halka açık veriler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır. Temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir. Çalışma sırasında, Ekspertiz Firmalar tarafından hazırlanan teknik/finansal raporlar, rapor ekleri ve diğer bilgiler esas alınmış, çalışma kapsamında tarafımıza sağlanan iş planları ve finansal bilgiler ayrıca denetime tabi tutulmamış ve hazırlanışında baz alınan varsayımların uygunluğu tarafımızca denetlenmemiştir. Ancak temin edilen tahminler halka açık veriler doğrultusunda gözden geçirilmiş, ve analiz edilmiştir.

Temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, halka açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya vergi incelemesi veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. Dolayısıyla, tarafımıza sunulan gerçekleşen ve tahmini döneme ait mali tablolar üzerinde herhangi bir fikir ya da teminat beyan etmemekteyiz. Belirlenen değer tek figürden oluşmayıp değer aralığı olarak sunulmaktadır.

Sözleşme Şartları

Bu rapor ("Rapor") KPMG ile Avod arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 29 Kasım 2018 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup KPMG'nin değerleme ile ilgili bulgularını beyan etmektedir ve bu sözleşmenin getirdiği tüm şartlara bağımlı ve uygundur. Bulgularımızın, Şirket'e üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.

Değerleme raporumuz Şirket'in endikatif değerinin belirlenmesi dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp Avod'un dahili kullanımı ile sınırlıdır.

Bu rapor, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve kamuya açıklanamaz. Bu Rapor'un muhatabı Avod olarak kalacaktır.

Bu Rapor ve içinde yer alan veriler sadece bilgi amacıyla hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfalarla birlikte Rapor'un tamamının incelenmesi önerilmektedir.

Kullanılan Kaynaklar

Bu raporun içeriğini oluşturan bilgiler için kullanılan kaynaklar:

- KPMG Veri Tabanı
- Capital IQ
- ABD Merkez Bankası ("FED")
- Economist Intelligence Unit ("EIU")
- Maden Tetkik ve Arama Genel Müdürlüğü ("MTA")
- DMT GmbH & Co. Teknik Rapor & Dirk H. Wagner Mining Consulting Maliyet ve Üretim Planı
- Dünya Grup Gayrimenkul Değerleme Danışmanlık A.Ş. - Avod Altın Maden A.Ş. Çorum - Boğazkale Bakır Maden Ocağı Rezerv Tespit, Analiz ve Tesis Tasarım Raporlarına İstinaden Rezerv Değerleme Raporu ve Rapor Ekleri



Yönetici Özeti

Yönetici Özeti (1/3)

Avod Altın Değerleme Analizi	
Değerleme Tarihi	30 Eylül 2018
Değerlemenin Amacı	Bu değerleme raporu Avod Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri San. Tic. A.Ş.'nin talebi üzerine Avod Altın Madencilik A.Ş.'nin endikatif değer aralığının belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.
Değerlemenin Kapsamı	- Şirket'in Değerleme Tarihi itibarıyla tek faaliyeti Çorum ili Boğazkale ilçesinde tespit edilen bakır madeni rezervini çıkarma ve işleme faaliyetine ilişkin olup bu faaliyetlerin 2019 – 2020 yılları arası 2 yıllık yatırım ve hazırlık periyodundan sonra başlayacağı tarafımıza belirtilmiştir. Hali hazırda herhangi bir operasyonel geliri yoktur. Değerleme tarihi itibarı ile Avod Altın firmasının lisansına sahip olduğu başka bir maden sahası veya başka bir faaliyeti bulunmamaktadır. - Bu faaliyetlerden beklenen nakit akışları madencilik konusunda teknik firmalar tarafından hazırlanan ve Avod Yönetimi'nce tarafımıza iletilen teknik ve finansal raporlar ("Teknik Raporlar") esas alınarak tahmin edilmiştir.
Değerleme Metotları	- Değerleme kapsamında temel olarak uluslararası kabul görmüş değerleme metotlarından İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") metodu kullanılmıştır. - Avod Altın Değerleme ve Raporlama tarihleri itibarı ile henüz tesis yatırımına başlamamıştır ve dolayısıyla madencilik faaliyetlerinden herhangi bir gelir elde etmemektedir. Yurtiçi ve yurtdışı borsalarda Avod Altın'ın elindeki lisans benzeri madencilik faaliyetleri, rezerv büyüklüğü, yatırım dönemi itibarıyla karşılaştırılabilir benzer firma ve/veya aynı sektörde gerçekleşmiş yakın tarihli benzer işlemlere ulaşamaması nedeni ile piyasa yaklaşımı çerçevesinde çarpan analizleri (Benzer Şirketler ve Benzer İşlemler) bu değerlendirme çalışmasında uygulanmamıştır. - İNA yönteminin temel prensibi belirli bir projeksiyon dönemi boyunca yaratılacak nakit akımlarının bugünkü net değerlerinin toplamının şirket değerine eşit olacağı varsayımına dayanmaktadır.
Finansal ve Teknik Veriler	- Şirket değerlemesinde çalışmaya baz olacak ilgili üretim miktarı, operasyonel ve yatırım gider tahminleri tarafımıza iletilen Teknik Raporlar'dan temin edilmiştir. - Maden rezervi ile ilgili tarafımıza iletilen Teknik Raporlar aşağıdaki gibidir: 5 Kasım 2018 tarihli DMT Gmbh Co. ("DMT") tarafından hazırlanan teknik rapor ve aynı rapor içerisinde yer alan Dirk H. Wagner Mining Consulting ("Dirk H.Wagner") Maliyet ve Üretim Planı 20 Kasım 2018 tarihli Dünya Grup Gayrimenkul Değerleme Danışmanlık A.Ş. ("Dünya Grup Gayrimenkul") tarafından hazırlanan Çorum-Boğazkale Bakır Maden Ocağı Rezerv Tespit, Analiz ve Tesis Tasarım Raporlarına İstinaden Rezerv Değerleme Raporu ve Rapor Ekleri - Teknik Raporlardan temin edilen gider varsayımları sayfa 25'te belirtilen enflasyon ve kur tahminleri göz önünde bulundurularak projeksiyonlara yansıtılmıştır.

Yönetici Özeti (2/3)

Avod Altın Değerleme Analizi

Varsayımlar

- Teknik Raporlarda yer alan verilerin doğruluğu ya da hazırlanışında baz alınan varsayımların uygunluğu tarafımızca denetlenmemiştir, ancak bu tahminler tarafımızca halka açık veriler doğrultusunda gözden geçirilmiş ve analiz edilmiştir.
- İNA analizlerine baz olan tahmini dönem 1 Ekim 2018 – 31 Aralık 2030 tarihleri arasını kapsamaktadır.
- Avod Yönetimi maden üretimine 2019 ve 2020 yıllarında sürececek olan 2 yıl hazırlık/yatırım periyodundan sonra 2021 yılı başında geçilebileceğini tahmin etmektedir.
- Tarafımıza iletilen Teknik Raporlara istinaden lisans sahasındaki bakır maden rezervinin 10 yıllık üretim süresi sonunda tükeneyeceği öngörülmüştür. Bu sebeple nihai dönem hesaplaması yapılmamıştır.
- Bakır Madeni iş kolu değerlemesinde, bakır fiyatları sebebiyle, fonksiyonel para birimi ABD Doları olarak belirlenmiştir.
- İNA yönteminde uygulanan ABD doları bazlı indirgeme oranları dönemsel olarak hesaplanmış ve indirgeme oranlarına ait detaylar bu raporun ekler bölümünde sunulmuştur.
- Gelirler, Bloomberg terminalinden temin edilen bakır fiyatı beklentileri göz önünde bulundurularak tahmin edilmiş, 2023 yılından itibaren ise bakır fiyatlarının sabit seyredeceği öngörülmüştür.
- Bakır Madeni operasyonuna ilişkin oluşacak tahmini giderler, tarafımıza iletilen edilen Teknik Raporları esas alınarak belirlenmiştir. Bu giderler dönemler itibarıyla EIU enflasyon tahminleri ile kur tahminleri dikkate alınarak iş planlarına yansıtılmıştır.
- Değerleme analizinde Teknik Raporlar incelenmiş ve Dünya Grup Gayrimenkul, DMT raporu ve içerisindeki Dirk Wagner tarafından hazırlanan raporlarda tahminlerin bazı noktalarda farklılık gösterdiği görülmüştür. Öngörülen yatırım harcamaları ve maliyet planları bu iki raporda önemli derecede farklılaşmaktadır.
- Değerleme çalışması kapsamında yatırım harcamalarının tahmininde uluslararası bir firma olması nedeni ile DMT raporu ve içerisindeki Dirk H. Wagner iş planları dikkate alınmıştır. Toplam üretim miktarı ve birim üretim giderleri varsayımları için de kabul edilen tesis yatırımı ile bağlantısı açısından DMT raporu ve içerisindeki Dirk H. Wagner iş planları göz önünde bulundurulmuştur. Kabul edilen tesis tipi ve teknolojinin konsantre ürünün derecesini ve üretim giderleri etkileyebileceği varsayılmıştır.
- Dünya Grup Gayrimenkul raporu, temel varsayımları karşılaştırmak açısından incelenmiş fakat değerlendirme analizlerinde doğrudan dikkate alınmamıştır.

Yönetici Özeti (3/3)

Avod Altın Değerleme Analizi

Değerleme Analizi Sonucu

- İNA analizi ve uygulanan duyarlılık analizlerine göre Avod Altın'ın mevcut bakır madeni faaliyetleri çerçevesinde hesaplanan endikatif değeri 19 – 25 milyon ABD Doları aralığındadır.
- Değerleme tarihi itibarıyla Avod Altın'ın herhangi bir faaliyet geliri bulunmamakta, bakır maden yatırımına henüz başlamamış durumdadır. Hesaplanan değer tamamen yatırımın finanse edilerek tahmin edilen zamanlamada tamamlanmasına bağlıdır. Hazırlık dönemi olarak adlandırılan 2019-2020 yıllarını kapsayan 2 yıllık dönemde yatırımın belirtilen maliyetler üzerinden tamamlanamaması durumunda faaliyet değeri tekrar hesaplanmalıdır.
- Varsayımlar bölümünde açıklandığı üzere değerlendirme çalışmasında DMT raporunda yer alan Dirk H. Wagner tarafından hazırlanan iş planlarındaki yatırım harcamaları göz önünde bulundurulmuştur. Yatırım harcamaları; üretilen konsantre ürünün derecesi, amortisman giderleri ve üretim giderleri ile de bağlantılı olacağı için, yatırım harcamaları varsayımları ile birlikte diğer varsayımlar da DMT raporundan alınmıştır.
- Değerleme analizi kapsamında ulaşılan duyarlılık tabloları aşağıdaki gibidir:

Duyarlılık Analizi - Hisse Değeri				
Ton başına Bakır Fiyatları				
('000 USD)		(3.0)%	-	3.0%
	(0.5)%	21,355	23,550	25,745
AOSM (+/-)	-	20,321	22,454	24,588
	0.5%	19,327	21,402	23,477

Kaynak: Bloomberg, Avod Yönetimi ve KPMG Analizi

Duyarlılık Analizi - Hisse Değeri				
Yatırım Tutarı				
('000 USD)		20.0%	-	(20.0)%
	(0.5)%	19,475	23,550	27,624
AOSM (+/-)	-	18,407	22,454	26,502
	0.5%	17,382	21,402	25,423

Kaynak: Bloomberg, Avod Yönetimi ve KPMG Analizi

- Temel alınan DMT raporu ve içerisindeki Dirk H. Wagner iş planlarında yer alan yatırım ve hazırlık periyodu için ön görülen tesis yatırım tutarı 110 milyon TL'dir. Dünya Grup tarafından hazırlanan değerlendirme raporunda öngörülen tesisi yatırım tutarı ise 19 milyon TL'dir. İki teknik rapor arasındaki yatırım tutar tahminlerindeki yüksek farkın nedeni tarafımıza detaylı olarak ifade edilmemiş olmakla beraber, değerlendirme çalışmasında diğer tüm varsayımlar aynı kalmak şartıyla daha düşük tutarda yatırım maliyeti öngörülmesi hesaplanan değerde artışa neden olacaktır.

Önemli Uyarı

Bu rapor, KPMG Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. ("KPMG" veya "biz") tarafından Avod Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri San. Tic. A.Ş. ("Müşteri" veya "Avod") talebi üzerine Avod Altın Madencilik A.Ş.'nin ("Şirket" veya "Avod Altın") 30 Eylül 2018 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") endikatif değerinin tespit edilmesine yönelik hazırlanmıştır. Raporumuz bu amaç dışında Avod'un kullanımı 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 gerçekleşmemesinden dolayı, öngörülen veya tahmin edilen sonuçlar ile fiili sonuçlar arasında farklılıklar çıkabilmekte ve bu farklılıklar, eğer varsa, önemli olabilmektedir.

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



kpmg.com/socialmedia



kpmg.com/app



© 2019 KPMG Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş., bir İsviçre kuruluşu olan KPMG International üyesi bir Türk şirkettir. KPMG International, KPMG firmalarının üyesi bulunduğu bir İsviçre kuruluşu olup, müşterilere herhangi bir hizmet sunmamaktadır. Her üye şirket ayrı ve bağımsız bir tüzel kişiliktir ve her biri kendini bu şekilde tanımlamaktadır.