



Hasat BNO Grup Gıda Yemek Hayvancılık Tekstil İnş. San. Tic. A.Ş.

Değerleme Raporu

Özel ve Gizlidir

KPMG Türkiye | Kurumsal Finansman

2 Kasım 2018

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

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

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

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, Hasat BNO Grup Gıda Yemek Hayvancılık Tekstil İnş. San. Tic. A.Ş.'nin ("Şirket" veya "Hasat") 30 Haziran 2018 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") endikatif değerinin belirlenmesi amacıyla görevlendirilmiş bulunmaktayız. Değerleme çalışmamızın amacı Avod'un %54.58 oranında ortağı olduğu Hasat'ın endikatif değerinin belirlenmesinde Müşteri'ye danışmanlık vermektir. Bu değerleme 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, Hasat'a ait Türkiye Muhasebe Standartları ("TFRS") ile uyumlu denetlenmiş konsolide geçmiş dönem finansalları, yönetim raporları ve diğer finansal bilgiler tarafımıza iletilmiş olup, bu bilgiler ayrıca denetime tabi tutulmamıştır.

Çalışma sırasında, Hasat'a ait geçmiş dönem finansal tablolar, Avod Yönetimi tarafından onaylanan projeksiyonlar ve tarafımıza iletilen diğer raporlar esas alınmıştır. Tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş olup, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. İletilen tahminler tarafımızca geçmiş yıllarla karşılaştırılmış, 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 gerçekleşme sorumluluğu sadece Avod Yönetimi'ne aittir.

Şirket Değerlemesinde Genel Kabul Görmüş Değerleme İlkeleri'ne ("GKDİ") uygun hareket edilmiştir. Değerleme raporu oluşturulurken tarafsızlık ilkesine bağlı kalınmıştır. 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 Haziran 2018 tarihi itibarıyla Avod Yönetimi'nin onayladığı iş planları üzerinden 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, Hasat 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, 2 Kasım 2018

KPMG Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.



Hande Şenova

Danışmanlık Bölüm Başkanı, Ortak



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	FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
ABD	Amerika Birleşik Devletleri	GTÖ	Gıda ve Tarım Örgütü
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	Hasav	Hasav Madencilik Enerji İnşaat Gayr. Gıda San. ve Tic. A.Ş.
AVOD / Müşteri	Avod Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri San. Tic. A.Ş.	Hasat / Şirket	Hasat BNO Grup Gıda Yemek Hayvancılık Tekstil İnş. San. Tic. A.Ş.
Banadora	Banadora Gıda Yaş Meyve Sebze Kozmetik Ürünleri San. ve Tic. A.Ş.	İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
Bega	Bega Dış Ticaret A.Ş.	KPMG	KPMG Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.
Değerleme	Şirket Değerlemesi	NİS	Net İşletme Sermayesi
Değerleme Tarihi	30 Haziran 2018	ŞD	Şirket Değeri
DMT	DMT GmbH Co.	TL	Türk Lirası
Dünya Grup Gayrimenkul EIU	Dünya Grup Gayrimenkul Değerleme Danışmanlık A.Ş. Economist Intelligence Unit	TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar	USD	ABD doları
		YBBO	Yıllık Birleşik Büyüme Oranı

Hazırlanış Temeli ve Sözleşme Şartları

Hazırlanış temeli

KPMG Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. ("KPMG" veya "biz") Avod tarafından, Şirket'in 30 Haziran 2018 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") endikatif değerlendirme analizinde görevlendirilmiştir.

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

Tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, halka açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal 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 21 Eylül 2018 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup KPMG'nin değerlendirme 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")
- Gıda ve Tarım Örgütü ("GTÖ")
- 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. Krom Madeni Ocağı Rezerv Tespit Raporlarına İstinaden Rezerv Değerleme Raporu ve Rapor Ekleri



Yönetici Özeti

Yönetici Özeti (1/4)

Hasat Değerleme Analizi	
Değerleme Tarihi	30 Haziran 2018
Değerlemenin amacı	Bu rapor Avod Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri San. Tic. A.Ş.'nin talebi üzerine %54.58 oranında hissesine sahip olduğu Hasat'ın endikatif değerinin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.
Değerlemenin Kapsamı	Hasat'ın iki farklı operasyonu bulunmaktadır: Gıda Faaliyetleri ve Krom Madeni. Söz konusu iki operasyon için ayrı ayrı değerlendirme analizleri yapılmıştır. Hasat için ulaşılan şirket değerine (gıda operasyonlarına), operasyonel olmayan varlıkların ekspertiz değerleri, net nakit/(borç) tutarı, ilişkili taraf alacak/(borç) tutarı ve maden operasyonu değeri eklenerek Hasat için toplam endikatif hisse değerine ulaşılmıştır.
Değerleme Metotları	- Hasat'ın değerlemesi kapsamında hem gıda hem de maden operasyonlarının değerlemesinde uluslararası kabul görmüş değerlendirme metotları kullanılmıştır. - İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") metodu sonuç değer aralığı hesaplaması için dikkate alınmıştır. - Piyasa Yaklaşımı kapsamında Benzer Şirketler Yöntemi de Hasat'ın gıda operasyonları için ayrıca analiz edilmiştir. Ancak ulaşılan halka açık benzer şirketlerin ürün portföyü ve faaliyetleri açısından Hasat'ı birebir temsil edemeyeceğinden değer sonuç aralığında dikkate alınmamıştır.
Finansal Veriler	- Şirket'e ait 31 Aralık 2015 – 30 Haziran 2018 tarihli konsolide TFRS denetim raporları ve yönetim raporları tarafımıza iletilmiştir. 1 Temmuz 2018 – 31 Aralık 2022 tarihlerini kapsayan tahmini döneme ait finansal veriler, tarafımıza Avod Yönetimi tarafından temin edilmiş olup, bu verilerin doğruluğu ya da hazırlanışında baz alınan varsayımların uygunluğu tarafımızca denetlenmemiştir, ancak bu tahminler tarafımızca geçmiş yıllar ile karşılaştırılmış, halka açık veriler doğrultusunda gözden geçirilmiş ve analiz edilmiştir. - Şirket maden faaliyetlerine henüz aktif olarak başlamamıştır. Avod Yönetimi maden üretimine 2019 yılı başında geçilebileceğini tahmin etmektedir. Maden iş kolu değerlemesinde çalışmaya baz olacak ilgili üretim miktarı, operasyonel ve yatırım gider tahminleri tarafımıza iletilen 26 Şubat 2018 tarihli DMT GmbH Co. ("DMT") & Dirk H. Wagner Mining Consulting Maliyet ve Üretim Planı ve Dünya Grup Gayrimenkul Değerleme Danışmanlık A.Ş. ("Dünya Grup Gayrimenkul") tarafından hazırlanan teknik raporlar ile değerlendirme raporlarından temin edilmiştir. Bu raporlar haricinde Avod Yönetimi maden faaliyetleri ile ilgili ayrı bir iş planı paylaşmamıştır. Maden raporlarında yer alan temel varsayımlar enflasyon ve mevcut piyasa koşulları göz önüne alınarak Değerleme Tarihi'ne göre güncellenmiştir.

Yönetici Özeti (2/4)

Hasat Değerleme Analizi		
Ana Varsayımlar	Para Birimi	Hasat'ın satışlarının büyük çoğunluğunun (gıda operasyonlarında 2015-2017 yılları arasında toplam satışların ortalama %78'i) yurtdışı satışlarından oluşmasından dolayı, Şirket'in fonksiyonel para birimi yabancı para olarak belirlenmiştir ve değerleme çalışması ABD doları cinsinden analiz edilmiştir.
	Satış Büyümesi	2018 yılında tonaj bazında görülen düşüş Hasat'ın yurtdışı kuru domates satışındaki bu yıla özgü azalmadan kaynaklanmaktadır. 2018 yılında bir yurtdışı müşterisinin siparişlerini geri çekmesi sebebi ile oluşan düşüşün, bu yıla özgü olduğu ve bu müşteri ile hala çalışmakta olduğu Avod Yönetimi tarafından ifade edilmiş olup; satışların 2019 yılından itibaren eski seviyelere ulaşacağı belirtilmiştir. - Yurtdışı kuru domates satışlarındaki düşüşün ilk tahmini yıl olan 2019 yerine daha ilerideki yıllarda eski seviyesine dönmesi sonuç değer aralığı üzerinde negatif etkiye yol açabilir. Bu farklılık ilerleyen sayfalarda senaryo analizi olarak test edilmiştir. - Gelecek dönemlerde Avod Yönetimi öngörülerine paralel olarak yıllık tonaj miktarının %2 oranında büyüyeceği varsayılmıştır. - Değerleme raporunda gıda ürünleri satış fiyatlarının Avod Yönetimi'nin 2018 yılı ortalama satış fiyatı öngörülerinden yıllık ABD doları enflasyon tahmini ile artacağı varsayılmıştır.
	Net İşletme Sermayesi	2018'in ilk 6 aylık döneminde mevsimselliğin etkisinden dolayı stokların azalması ve ticari borç ödeme sürelerinin uzamasıyla net işletme sermayesi ihtiyacı oluşmamış; 2018 yılının ikinci yarısında net işletme sermayesi sürelerinin 2017 yılı seviyesinde gerçekleşeceği varsayımı ile önemli tutarda ihtiyacı oluşacağı öngörülmüştür.
	Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	30.06.2018 tarihi itibarıyla Şirket'in TFRS ile uyumlu denetlenmiş bilançosunda görülen operasyonel olmayan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller 30.09.2016 tarihi itibarı ile gerçekleştirilmiş ekspertiz raporlarını dikkate almaktadır. Tarafımıza Dünya Grup Gayrimenkul Değerleme Danışmanlık A.Ş. tarafından 01.11.2018 tarihi itibarı ile gerçekleştirilmiş güncel ekspertiz raporları iletilmiştir ve güncel ekspertiz raporlarındaki değerler çalışmamıza dahil edilmiştir.
	Maden Varsayımları	- Maden değerleme analizinde DMT ve Dünya Grup Gayrimenkul Değerleme Danışmanlık A.Ş. raporları baz alınmıştır. - Rapor tarihi itibarıyla konsantre krom fiyatı olarak 160 USD/t göz önünde bulundurulmuş ve gelecek dönemde krom fiyatlarının sabit şekilde seyredeceği Avod Yönetimi tarafından öngörülmüştür. Maden analizi için konsantre krom fiyatları tahmininde tarafımıza iletilen teknik raporlarda belirtilen konsantre ve Cr/Fe oranları göz önüne alınmıştır (Bkz: syf. 39). Konsantre oranı ve Cr/Fe oranı değiştiğinde konsantre krom fiyatları da değişebilmektedir. - Maden iş kolu değerlemesinde fonksiyonel para birimi ABD Doları olarak belirlenmiştir. - Temin edilen teknik raporlar ile değerleme raporlarında yer alan veriler incelenmiş ve maden operasyonuna ilişkin oluşacak giderler EIU enflasyon oranı ve ilgili dönemin kuru dikkate alınarak öngörülmüştür.

Yönetici Özeti (3/4)

Hasat Değerleme Analizi	
İNA Analizi	- İNA analizlerine baz olan tahmini dönem 1 Temmuz 2018 – 31 Aralık 2022 tarihleri arasını kapsamaktadır. - İNA yönteminin temel prensibi belirli bir projeksiyon dönemi ve projeksiyon döneminden sonsuza kadar (“Nihai Dönem”) yaratacağı nakit akımlarının bugünkü net değerlerinin toplamının şirket değerine (gıda operasyonlarına) eşit olacağı varsayımına dayanmaktadır. - Gıda operasyonları için nihai dönem değeri hesaplanırken Economist Intelligence Unit’in uzun dönemli enflasyon tahminleri (ABD doları bazlı %1.9) göz önünde bulundurulmuştur. Maden operasyonlarının, lisans sahibi olunan sahadaki maden çıkarma çalışmaları bittiğinde sonlanacağı tarafımıza iletilen Teknik Raporlarda öngörülmüş olup, nihai dönem hesaplaması yapılmamıştır. Bu Teknik Raporlarda operasyonel dönem 4 yıl olarak tahmin edilmiştir. - Geçmiş yıllar denetlenmiş mali tablolarında olduğu gibi projeksiyonlarda da Hasat’ın %51 iştiraki konumundaki dış ticaret firması olan Bega’nın faaliyetleri konsolide olarak göz önüne alınmıştır. - İNA yönteminde uygulanan ABD doları bazlı indirgeme oranları dönemsel olarak hesaplanmıştır ve indirgeme oranlarına ait detaylar bu raporun ekler bölümünde sunulmuştur.
Piyasa Çarpanları Yaklaşımı	- Gıda operasyonları için, piyasa yaklaşımı çerçevesinde benzer şirketler analizini uygulayabilmek adına, Türkiye ve yurt dışı borsalarında işlem gören, domates ve kurutulmuş gıda sektöründe faaliyet gösteren şirketler dikkate alınmıştır. Benzer Şirketler analizinde Şirket Değeri/FAVÖK çarpanları incelenmiştir. Benzer şirketlerin faaliyet alanlarının Hasat ile birebir örtüşmemesi nedeniyle hisse değeri hesaplamasında göz önüne alınmamıştır. (Bkz: syf. 32) - Maden için ulaşılan benzer şirketlerin faaliyet alanlarının Hasat Krom Madeni ile birebir örtüşmemesi nedeniyle maden operasyonuna ilişkin değer hesaplamasında benzer şirketler analizi uygulanmamıştır.

Yönetici Özeti (4/4)

Hasat Değerleme Analizi

Değerleme Analizi Sonucu

- Hasat'ın operasyonları, faaliyet gösterdiği sektör dinamikleri ve tahmini dönem performans beklentileri göz önüne alındığında değerlendirme çalışmasında temel olarak gelir yaklaşımı çerçevesinde İNA metodolojisi uygulanmıştır.
- Değerleme Tarihi itibarıyla Hasat'ın Şirket Değeri (gıda faaliyetleri) 7 – 8.5 milyon ABD Doları aralığında hesaplanmıştır.
- Net finansal borç, kontrol gücü olmayan paylar; yatırım amaçlı gayrimenkuller, net ilişkili taraf alacakları ve maden iş kolunun değerinin eklenmesiyle birlikte Şirket'in Hisse Değeri 14 – 17 milyon ABD doları aralığında hesaplanmıştır.

Duyarlılık Analizi - Şirket Değeri (Gıda Faaliyetleri)

('000 USD)		Nihai Dönem Büyüme Oranı		
		1.4%	1.9%	2.4%
	(0.5%)	8,086	8,313	8,564
AOSM (+/-)	-	7,596	7,791	8,007
	0.5%	7,149	7,319	7,505

Hasat Şirket ve Hisse Değeri Duyarlılık Analizi

(Milyon USD)	Düşük	Yüksek
Şirket Değeri (Gıda Faaliyetleri)	7.1	8.6
Maden Değeri	3.1	3.9
Net Borç	(1.6)	(1.6)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	4.9	6.1
İlişkili Taraf Bakiyeleri (net)	0.1	0.1
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	(0.1)	(0.1)
Hisse Değeri Düzeltmeleri Toplamı	6.5	8.5
Hisse Değeri	13.6	17.0

Kaynak: Avod Yönetimi ve KPMG Analizi

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 Hasat BNO Grup Gıda Yemek Hayvancılık Tekstil İnş. San. Tic. A.Ş.'nin ("Şirket" veya "Hasat") 30 Haziran 2018 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") endikatif değerinin tespit edilmesine yönelik hazırlanmıştır. Raporumuz bu amaç dışında Avod'un kullanımı haricinde başka kişi ve kuruluşlara yazılı izniniz 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 ise konusunda uzman kişilerden olduğu varsayılmıştır.



kpmg.com/socialmedia



kpmg.com/app



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