

A.V.O.D KURUTULMUŞ GIDA ve TARIM ÜRÜNLERİ SANAYİ TİCARET A.Ő. ve HASAT BNO GRUP GIDA YEMEK HAYVANCILIK TEKSTİL İNŞAAT SANAYİ TİCARET A.Ő.

BİRLEŞMEYE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU

23 Mart 2017

Özel ve Gizlidir

TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ő.

Adres : Eski Büyükdere cad. No:9 İz Plaza Giz Kat:11 34398 Maslak | İstanbul

Telefon : +90 212 365 1000 Pbx

Fax : +90 212 290 6995

A.V.O.D. Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş. ve Hasat BNO Grup Gıda Yemek Hayvancılık Tekstil İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş. Yönetim Kurullarına;

A.V.O.D. Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş. (“AVOD”) ve Hasat BNO Grup Gıda Yemek Hayvancılık Tekstil İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş. (“HASAT”) Yönetim Kurulları, HASAT’ın aktif ve pasifinin bir bütün halinde AVOD’a devir edilmesi suretiyle, AVOD bünyesinde birleşmesine karar vermişlerdir (“Birleşme”).

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“TERA YATIRIM”), Bağımsız Uzman Kuruluş olarak AVOD ve HASAT’ın (ikisi beraber “Şirketler”) birleşmesinde kullanılacak yöntemlerin belirlenmesi, değerlendirme çalışmasının yapılması, birleşme oranının hesaplanması ve Uzman Kuruluş Raporu’nun hazırlanması için Şirketlerin yönetimleri tarafından görevlendirilmiştir.

Bu Rapor ve içinde yer alan veriler, SPK Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2) kapsamında hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfalarla birlikte Raporun tamamının incelenmesi önerilmektedir. Bu rapor SPK’nın Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2) 8. maddesi kapsamında kamuya açıklanacaktır. Bu Raporun muhatabı AVOD ve HASAT olarak kalacaktır.

Bu rapor, AVOD ve HASAT’ın uluslararası kabul görmüş 3 farklı değerlendirme metodu kullanılarak hesaplanan birleşme oranlarını ve seçilen yöntemlere göre değiştirme oranını ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarını tespit etmek ve sunmak amacıyla hazırlanmıştır.

AVOD’un HASAT’ı devralma yoluyla birleşmesi işleminde birleşme oranı hesaplanırken, her iki şirketin mevcut faaliyetleri ve finansal yapısı göz önüne alındığında, Özkaynak Değeri, Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri kullanılarak hesaplanan değişim oranının adil ve makul olacağı düşünülmüştür.

Çalışmanın bulguları ve varılan sonuçlar bu raporun ilerleyen sayfalarında detaylı olarak yer almaktadır. Çalışma sırasında Şirketlere ait geçmiş dönem finansal tabloları ile Şirketler tarafından hazırlanan gelecek dönem tahmini verilerini içeren fizibilite çalışmaları esas alınmış, çalışma kapsamında tarafımıza sağlanan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler tarafımızca ayrıca denetime tabi tutulmamıştır. Dolayısıyla, tarafımıza sunulan geçmiş döneme ait mali tablolar ile gelecek döneme ait projeksiyonlar üzerinde herhangi bir fikir veya teminat beyan etmemekteyiz.

Rapor’da sunulan tahmini döneme ait finansal veriler, tarafımıza Şirket yönetimleri tarafından temin edilmiş olup bu verilerin veya hazırlanışında baz alınan varsayımların uygunluğu tarafımızca denetlenmemiştir. Tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, halka açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. Şartlar ve olaylar beklenildiği gibi gelişmeyebildiğinden, Şirket yönetimleri tarafından tahmin edilen ve gerçekleşen finansal sonuçlar arasında farklılıklar 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 Şirket yönetimlerine aittir.

Raporda birleşme oranlarının ve değiştirme oranının hesaplanması amacıyla ulaşılan şirket değerleri, Rapora konu Şirketlere üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek fiyat teklifleriyle alakalı bir öneri veya tavsiye oluşturmamaktadır ve bu şekilde bir işleme referans olarak değerlendirilmemelidir. Söz konusu üçüncü partilerin ve/veya potansiyel yatırımcıların risk kriterleri, yatırım ve stratejik hedefleri, ülke ve ekonomik beklentileri, ticari ve operasyonel sinerjileri, hesaplayacakları ve/veya teklif edecekleri şirket değerini etkileyecek ve yatırımcıya özel alım motivasyonu doğrultusunda farklılık gösterebilecektir.

Bu Rapor, Birleşme’ye yönelik olarak münhasıran hazırlanmış olup düzenleyici otoritelerin, ticaret mahkemelerinin, Sermaye Piyasası Kurulu’nun, Borsa İstanbul A.Ş.’nin dışında yalnızca Şirketlerin dahili kullanımı ile sınırlıdır.

İstanbul, 23 Mart 2017

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Gül Ayşe Çolak
Genel Müdür YardımcısıEmre Tezmen
Genel Müdür

Kısaltmalar

A.Ş.	Anonim Şirket
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AVOD	A.V.O.D. Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.
BİAŞ	Borsa İstanbul A.Ş.
Birleşme	AVOD'un HASAT'ın tüm aktif ve pasifini bir bütün halinde devralması suretiyle AVOD bünyesinde birleştirilmesi
Değerleme Tarihi	31 Aralık 2016
F/K	Fiyat/Kazanç
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FD	Firma Değeri
Hasat	Hasat BNO Grup Gıda Yemek Hayvancılık Tekstil İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KGK	Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
PD	Piyasa Değeri
PD/DD	Piyasa Değeri/Defter Değeri
Rapor Tarihi	23 Mart 2017
Rapor, Proje	Birleşmeye İlişkin Uzman Kuruluş Raporu
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Şirketler	AVOD ve HASAT
Tera Yatırım	Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	Türk Lirası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
UDES	Uluslararası Değerleme Standartları
USD	Amerikan Doları
VUK	Vergi Usul Kanunu

Projeden Sorumlu Tera Yatırım
tarafındaki ilgili kişilerin iletişim bilgileri:

Gül Ayşe Çolak, CFA
acolak@terayatirim.com

Hasan Demir, CFA
hdemir@terayatirim.com

Metin Seyhan
mseyhan@terayatirim.com

Müge Zorbozan
mzorbozan@terayatirim.com

SEKTÖR ANALİZİ	6
1- Domates Üretimi	6
2- Dünyada Domates Endüstrisi	6
3- Türkiye’de Domates Endüstrisi	7
4- Türkiye’de Bağlı Olunan İlgili Mevzuat	9
5- Kurutulmuş Domates Sektörü	9
AVOD	10
1- Şirket Profili	10
2- Faaliyet Alanı ve Ürünler	10
3- Üretim Süreci ve Üretim Teknolojisi	10
4- Yurtiçi Satışlar, Müşteri Ağı, Satış Koşulları, Alıcıların Coğrafi Dağılımı	11
5- Yurtdışı Satışlar, Müşteri Ağı, Satış Koşulları, Alıcıların Coğrafi Dağılımı	11
6- Tedarik Sistemi ve Tedarik Ağı	11
7- Organizasyon Yapısı	12
8- Kalite Kontrol Sistemleri ve Sertifikasyonlar	12
9- Ortaklık ve Yönetim Yapısı	13
10- Borsa Verileri	14
11- AVOD Bilanço ve Gelir Tablosu	15
HASAT	17
1- Şirket Profili	17
2- Faaliyet Alanı ve Ürünler	17
3- Üretim Süreci ve Üretim Teknolojisi	17
4- Yurtiçi Satışlar, Müşteri Ağı, Satış Koşulları, Alıcıların Coğrafi Dağılımı	17
5- Yurtdışı Satışlar, Müşteri Ağı, Satış Koşulları, Alıcıların Coğrafi Dağılımı	17
6- Tedarik Sistemi ve Tedarik Ağı	18
7- Organizasyon Yapısı	19
8- Ortaklık ve Yönetim Yapısı	20

9- HASAT Bilanço ve Gelir Tablosu	21
BİRLEŞME FİYATI HESAPLAMA METODOLOJİLERİ VE YAKLAŞIM	23
1- Özkaynak Metodolojisi	23
2- Piyasa Çarpanları Metodolojisi	23
3- İndirgenmiş Nakit Akımları Metodolojisi	23
BİRLEŞME ORANI VE HİSSE DEĞİŞİM ORANI HESAPLAMASI	24
1- Özkaynak Metodolojisi	24
A. AVOD Özkaynak Tablosu	24
B. HASAT Özkaynak Tablosu	25
C. Özkaynak Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı	25
2- Piyasa Çarpanları Metodolojisi	26
A. Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketler	27
B. Gelişmiş Ülke Borsalarında İşlem Gören Benzer Şirketler	27
C. Gelişmekte Olan Ülke Borsalarında İşlem Gören Benzer Şirketler	28
D. Piyasa Çarpanları	29
E. Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı	31
3- İndirgenmiş Nakit Akımları Metodolojisi	32
A. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin (AOSM) Hesaplanması	32
B. Proforma Finansal Tablolar	33
C. İNA'na göre hesaplanan şirket değerleri	35
D. İNA Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı	36
SONUÇ	37
Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı	37
UYARI	39

SEKTÖR ANALİZİ

1- Domates Üretimi

Domates tek yıllık bir bitkidir. Anavatanı Peru'dur. Türkiye'de 1900 yıllarında Adana'da yetiştirilmeye başlanmıştır. Ucuz ve bol vitamin kaynağı olan domates, besleyici ve lezzetli özelliğinden dolayı dünyanın birçok ülkesinde en çok üretilen sebzelerdendir. Turfanda olarak yetiştirilebilmesi nedeniyle de her mevsimde tüketilebilmektedir.

Domates sıcak ve ılıman iklim sebzesidir. Yetiştirme devrelerinde ısı sıfırın altına (-2 ila -3 °C'ye) düştüğünde bitki tamamen ölür. Genelde fidelerin tarlaya dikilmesinde ilkbaharın bitişi beklenir. Gece ve gündüz arasında 6 °C ile 8 °C'lik bir farkın bulunması idealdir. Gündüz sıcaklığı 19-26 °C, gece sıcaklığı 14-18 °C olduğunda gelişim iyi olur.

Domates derin, geçirgen, su tutma özelliği iyi, humus ve besin maddelerince zengin toprakları sever.

Tarlada yetiştirilen domateslerde tohum ekiminden hasada kadar 80-100 gün, fide dikiminden hasada kadar 60-80 günlük bir zaman vardır. Sofralık domatesler, gönderilecek pazarın uzaklığına göre değişik olgunluk devrelerinde ve farklı dönemlerde hasat edilmektedir.

İyi bir çeşit ve uygun koşullarda, açıkta yapılan yetiştiricilikte dönüme 4-12 ton ürün alınabilmektedir.

2- Dünyada Domates Endüstrisi

Türkiye, dünyada domates üretimi alanında 4. sırada olup dünya domates üretiminin %7'sini gerçekleştirmektedir. Türkiye'nin üzerinde Çin, Hindistan ve ABD bulunmaktadır. 2014 verilerine göre, 14,5 milyon ton üretim yapan ABD'ye kıyasla Türkiye 11,9 milyon ton üretim yapmıştır. ABD'de 163.000 hektarlık domates tarım alanına karşılık, Türkiye'de 320.000 hektar domates tarım alanı bulunması, Türkiye'de verimliliğin düşük olduğuna işaret etmektedir.

Dünyada Domates Ekim Alanları ve Üretimi (2014)			
Ülkeler	Ekim Alanı (hektar)	Üretim (bin ton)	Payı (%)
Çin	1.001.711	52.723	30,88
Hindistan	882.030	18.736	10,97
ABD	163.380	14.516	8,50
Türkiye	319.109	11.850	6,94
Mısır	214.016	8.288	4,85
İran	159.132	5.973	3,50
İtalya	103.171	5.312	3,11
İspanya	54.750	4.889	2,86
Brezilya	95.207	3.536	2,07
Meksika	64.363	4.303	2,52
Diğer	1.966.941	40.625	23,79
TOPLAM	5.023.810	170.751	

Kaynak: FAO

Dünya genelinde domates sanayisinin ana ürünleri; salça, domates püresi, ketçap, domates suyu ve kurutulmuş domatestir. Bu ürünlere ek olarak, hazır yemek, hazır sos ve çerez sektöründe de kullanımının yaygınlaşmasıyla hem dünyada hem Türkiye’de domates talebi artmaktadır.

Domates Üretimi (ton)			
Yıllar	Türkiye	Dünya	Oran (%)
2004	9.440.000	128.378.465	7,35
2005	10.050.000	129.314.280	7,77
2006	9.854.877	131.295.264	7,51
2007	9.936.552	137.492.234	7,23
2008	10.985.355	141.091.621	7,79
2009	10.745.572	154.330.454	6,96
2010	10.052.000	151.894.515	6,62
2011	11.003.433	158.231.067	6,95
2012	11.350.000	161.791.707	7,02
2013	11.820.000	163.719.357	7,22
2014	11.850.000	170.750.767	6,94
2015	12.615.000		
2016	12.600.000		

Kaynak: TÜİK ve FAO

3- Türkiye’de Domates Endüstrisi

Tarım, Ormanlık ve Balıkçılık sektörü, Türkiye GSYİH’sının %7’sini oluşturmaktadır. Özellikle tarım sektörü mevsim koşullarından etkilendiğinden, yıllara göre üretim dalgalanmaları GSYİH’nın geneline kıyasla daha yüksektir. Tablodaki verilere bakıldığında, 2015 yılında Tarım, Ormanlık ve Balıkçılık faaliyetleri GSYİH’ya göre daha hızlı büyürken, diğer yıllarda daha düşük bir büyüme gerçekleşmiştir.

GSYİH ve Tarım, Ormanlık, Balıkçılık Sektörü			
Yıllar	GSYİH Büyüme (%)	Tarım, Ormanlık, Balıkçılık Büyüme (%)	GSYİH içindeki Pay
2011	11,1	3,4	8,2
2012	4,8	2,2	7,8
2013	8,5	2,3	6,7
2014	5,2	0,6	6,6
2015	6,1	9,1	6,9

Kaynak: TÜİK

Aşağıdaki tabloda, Türkiye’de genel Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) ile tarım sektöründeki Üretici Fiyat Endeksinin değişimleri yer almaktadır. Buna göre, tarımsal ürün fiyatlarında, genel fiyat endeksinde kıyasla daha yüksek değişkenlik görülmektedir. Tarımsal üretimde gübre, akaryakıt ve diğer girdilerin fiyatının döviz kurlarına bağlı olması, mevsimsel şartlar ve üretimin değişkenlik göstermesi, tarım ürünlerinin fiyatlarındaki oynaklığın daha yüksek olmasında ana nedenlerdendir.

Üretici Fiyat Endeksleri Değişimi (Yıllık, %)		
Yıllar	Tarım ÜFE	ÜFE
2004	16,81	15,4
2005	3,03	2,66
2006	2,53	11,6
2007	15,7	5,94
2008	0,16	8,11
2009	14,22	5,3
2010	14,52	8,97
2011	10,54	13,3
2012	-4,17	2,45
2013	7,58	6,97
2014	6,67	6,36
2015	14,02	5,71
2016	1,33	9,94

Kaynak: TÜİK

Domates sıcak ve ılıman iklimde yetişmekte olduğundan ülkemizde üretimin önemli kısmı Akdeniz ve Ege Bölgesinde yapılmaktadır. Akdeniz Bölgesi'nde Türkiye'deki toplam üretimin %31'i gerçekleşmektedir. Aynı kıyı şeridinde yer alan Ege Bölgesi ile Batı Marmara'da da toplam üretimin %32'si yapılmaktadır.

Tedarik ve lojistik açısından, domates işleme tesisleri domates üretimi yapılan bölgelere yakın olarak kurulmaktadır. Nakliye maliyetleri ve teslimat kolaylığına ek olarak, domates işleyen firmalar genelde domates üreticileriyle önceden sözleşme yaptıkları için tesislerin Marmara ve Ege bölgesinde yer alması avantaj sağlamaktadır.

Türkiye'de Bölgelere Göre Domates Üretimi (2013)						
Bölgeler	Sofralık		Salçalık		Toplam	
	Ton	Payı (%)	Ton	Payı (%)	Ton	Payı (%)
Akdeniz	3.618.403	45,6	77.048	2,0	3.695.451	31,3
Ege	1.278.414	16,1	1.504.983	38,8	2.783.397	23,5
Batı Karadeniz	970.796	12,2	63.047	1,6	1.033.843	8,7
Doğu Marmara	497.622	6,3	1.126.866	29,1	1.624.488	13,7
Batı Marmara	414.328	5,2	610.049	15,7	1.024.377	8,7
Güneydoğu Anadolu	348.988	4,4	340.291	8,8	689.279	5,8
Batı Anadolu	328.305	4,1	116.012	3,0	444.317	3,8
Orta Anadolu	175.770	2,2	33.712	0,9	209.482	1,8
Ortadoğu Anadolu	145.861	1,8	5.312	0,1	151.173	1,3
Kuzeydoğu Anadolu	129.531	1,6	-	-	129.531	1,1
İstanbul	20.956	0,3	171	0,0	21.127	0,2
Doğu Karadeniz	12.806	0,2	729	0,0	13.535	0,1
TOPLAM	7.941.780	100,0	3.877.680	100,0	11.819.460	100,0

Kaynak: Ziraat Mühendisleri Odası

Domates işleme sektöründe salça en önemli üründür. Ülkemizde salça üretimi konusunda 44 firma faaliyet göstermekte olup belli başlı firmalar; Tat, Tukaş, Tamek, Penguen ve Akfa olarak gösterilebilir.

4- Türkiye’de Bağlı Olunan İlgili Mevzuat

Domates ve domates ürünleri ile ilgili düzenleme Gıda, Tarım ve Hayvancılık Bakanlığı tarafından Türk Gıda Kodeksi Salça ve Püre Tebliği ile yapılmıştır. Kurutulmuş domates ile ilgili düzenleme ise Türk Gıda Kodeksi, Renklendiriciler ve Tatlandırıcılar Dışındaki Gıda Madde Tebliği’nde belirtilmiştir. Ayrıca Türk Gıda Kodeksi Mikrobiyolojik Kriterler Tebliği’nde de kurutulmuş meyve ve sebzeler için düzenlemeler yer almaktadır.

5- Kurutulmuş Domates Sektörü

Dünyada domatesin en çok ve en ucuz üretildiği yer ABD’dir. ABD’de tarım teknolojisinin gelişimi ile domates düşük maliyetle üretilebilmektedir. Bu yüzden, üretimi emek yoğun olmayan salça sektöründe ABD rekabetçi bir konumdadır. Ancak kurutulmuş ve yarı kurutulmuş domates sektörü emek yoğun bir sektördür. Gelişmiş ülkelerde işçilik maliyetlerinin diğer ülkelere göre yüksek olması, ABD gibi ülkeleri kurutulmuş ve yarı kurutulmuş ithalatçısı konumuna getirmektedir.

Kurutulmuş domates, Türkiye’de genellikle İzmir ve civarında işlenmektedir. Türkiye’de Akdeniz Bölgesi domates üretiminde 1. sırada olmasına rağmen, Akdeniz bölgesinde yetiştirilen domates kurutma için yeterince uygun değildir. İklim şartlarının Ege Bölgesi’nde daha elverişli olması ve lojistik maliyetlerden ötürü, kurutulmuş domates işleyen tesisler genel olarak İzmir ve civarında toplanmıştır. Ege Bölgesi yılda ortalama 20.000 ton kurutulmuş domates üretme kapasitesine sahiptir.

Sektördeki büyük alıcılar genelde yurtdışında faaliyet gösteren gıda firmalarıdır. Başta AB ve ABD gıda mevzuatı bu tür ürünlerde çok hassas olduğundan, Türkiye’deki tesislerde kalite kontrol ve gıda güvenliği birimleri oluşturulmuş, üretimde makineleşme artmıştır. Yurtdışındaki alıcıların bu tür talepleri sektördeki üreticilerin maliyetini artırmakla beraber, rekabeti azaltmaktadır. Özellikle yarı kurutulmuş domates için büyük fırınlar gerekirken ve bu durum demirbaş ile enerji maliyetlerini artıran bir unsur olarak görülmektedir. Artan demirbaş ve enerji maliyeti, sektöre yeni üreticilerin girmesini zorlamaktadır.

Türkiye’den kurutulmuş domates ithal eden şirketler, ürünlerini kavanozla veya paketlenmiş olarak nihai müşterilere sunduğu gibi, McDonald’s başta olmak üzere birçok fast food firmasına da satmaktadırlar. Tedarik zincirinin bir tarafında McDonald’s gibi büyük gıda şirketlerinin bulunması, üretim esnasında kontrol sürecini artırmak gibi üreticiler için maliyeti artıran etkenler doğurmaktadır. Ayrıca bu tür büyük gıda şirketlerinin kontratları tedarikçileri ile büyük miktarlarda olduğu için verilen siparişleri karşılama açısından mevsimsel ve tarımsal riskler bulunmaktadır. Ancak bu tür gıda şirketleri yeni ürün yelpazesinin içine kurutulmuş domates ekleyerek, Türkiye’deki tedarikçilerinden talebi artırmaktadır.

AVOD

1- Şirket Profili

AVOD, sebze ve meyve kurutma işlemleri, kurutulmuş/yarı kurutulmuş veya konserve sebze ve meyvelerin alım satımı, işlenmesi, pazarlaması, komisyonculuğu, bayiliği, ihracat ve ithalatının yapılması amacıyla 17 Nisan 2003 tarihinde faaliyete başlamıştır.

Şirket, 6 Aralık 2011 tarihinde Borsa İstanbul A.Ş. İkinci Ulusal Pazarda işlem görmeye başlamıştır. BİAŞ değerlendirmesi sonucunda, 27 Aralık 2015 tarihinden itibaren ise Ana Pazar'da işlem görmektedir.

Şirket, İzmir Ticaret Odası, Menemen Ticaret Odası, Ege Bölgesi Sanayi Odası, TOBB, Ege İhracatçılar Birliği ve KOSGEB üyesidir.

AVOD'un bağlı ortaklıkları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

AVOD Bağlı Ortaklıkları		
Şirket	Doğrudan ve Dolaylı Ortaklık (%)	Etkin Ortaklık (%)
Hasat	54,58	99,96
Bega Dış Ticaret	51,00	51,00

2- Faaliyet Alanı ve Ürünler

AVOD'un ana faaliyeti; yarı kurutulmuş ve kurutulmuş domates imalatı ve ihracatının yapılmasıdır. Şirketin ürünleri arasında güneşte kurutulmuş ürünler, fırında yarı kurutulmuş ürünler, soslar, fermente sebzeler ve közlenmiş ürünler bulunmakla beraber, satış gelirlerinin büyük bir kısmını güneşte kurutulmuş domates ve fırında yarı kurutulmuş domates oluşturmaktadır.

Şirketin ürünleri; üretim şekli ve hammaddelerin gördüğü işleme göre 5 ana gruba ayrılmıştır:

- 1- Güneşte Kurutulmuş Ürünler
- 2- Fırında Yarı Kurutulmuş Ürünler
- 3- Soslar ve Bruchettalar
- 4- Fermente Sebzeler
- 5- Közlenmiş Ürünler

AVOD, yarı kurutulmuş ve kurutulmuş domates üretimini, İzmir-Menemen Türköllu Beldesinde, 15.000 metrekarelik arsa üzerinde 5.000 metrekarelik kapalı alandaki modern tesisinde sürdürmektedir. Bu tesislerde günde ortalama 10 ton yarı kurutulmuş ve kurutulmuş domates üretimi yapılabilmektedir.

3- Üretim Süreci ve Üretim Teknolojisi

AVOD, hem kendi tarlalarında hem de anlaşmalı olduğu tarlalarda ürün yetiştirmektedir. Tarlalardaki üretim koşulları, şirketin ziraat mühendisleri ve uzman kadrosu tarafından sürekli olarak kontrol altında tutulmaktadır.

Tesislerdeki üretim süreci tarlalardan toplanan seçilmiş sofralık domateslerin fabrikaya getirilmesiyle başlar. İlk aşamada domatesler kalibrelerine göre ayıklanır, boylarına göre ayrılır ve yıkama işlemlerine tabi tutulur. Yıkama işleminin ardından, domatesler parçalara bölünür ve uygun şekilde tepsilere yerleştirilir. Tepsiler fırınlara götürülür. Fırınlardaki kurutma işlemi müşterilerin belirlediği nem içeriğine uygun olarak yapılır. Kurutma işleminin ardından yarı kurutulmuş domatesler IQF tünel tipi dondurucularda soğutulur. Belli dereceye kadar soğutulan domatesler polietilen torbalara alınarak kolilerle depolanır.

Üretim kapasitesinin büyük kısmı yukarıda özetlendiği şekilde değerlendirilmektedir. Ancak bunun yanı sıra, müşterilerin talebi doğrultusunda, yağ ve baharatlarla marine edilmiş ürünler de üretilmektedir. Tüm bu aşamalarda herhangi bir bozulmanın önüne geçmek için domatesin sıcaklığı sürekli kontrol altında tutulmaktadır. Bu tip ürünler pastörize poşet, polietilen poşet ve vakum poşet ambalajlar ile paketlenilebilir.

4- Yurtiçi Satışlar, Müşteri Ağı, Satış Koşulları, Alıcıların Coğrafi Dağılımı

AVOD'un ürünleri; endüstriyel üreticilere yarı mamul olarak giden ürünler; restoran, otel, catering endüstrisine dağıtım yapan distribütör ve ithalatçılara giden nihai ürünler; uluslararası zincirlere verilen perakende ürünler olarak sınıflandırılabilir.

5- Yurtdışı Satışlar, Müşteri Ağı, Satış Koşulları, Alıcıların Coğrafi Dağılımı

İhracat ağırlıklı olarak çalışan AVOD'un toplam satış gelirleri içerisinde ihracatın payı 2013 yılında %84 civarında gerçekleşirken, 2014 yılında bu oran %93, 2015 yılında %94, 2016 yılında ise %95'e yükselmiştir.

İhracat kanalında Avrupa ve Amerika pazarlarında yer alan şirketler ile anlaşmalar yapılmaktadır. AVOD, sahip olduğu üretim ve depolama kapasitesi ile 5 kitadaki müşterilerine tüm yıl boyunca kesintisiz olarak ürün sevkiyatı yapabilmektedir. En çok ihracat yapılan ülkeler; ABD., İngiltere, Almanya, Yunanistan ve Hollanda'dır.

AVOD Ülkelere Göre İhracat Verileri (TL)				
Ülke	31.12.2016	Oran	31.12.2015	Oran
ABD	15.818.328	%52	14.756.436	%43
İngiltere	7.812.559	%26	9.954.615	%29
Almanya	5.730.660	%19	8.505.336	%25
Yunanistan	390.672	%1	589.164	%2
Hollanda	447.017	%1	439.030	%1
Diğer	2.308	%0	0	%0
Toplam İhracat	30.201.544		34.244.581	

AVOD'un en büyük alıcısı ABD menşeiili Berelson Export firmasıdır. Berelson Export'un sahip olduğu ABD'de yerleşik Sundown Foods ünvanlı firma, Mc Donald's gibi bazı gıda zincirlerinin tedarikçisi konumundadır. Dolayısıyla AVOD, dolaylı olarak Mc Donald's gibi büyük uluslararası zincirlerin tedarikçisi konumundadır. Öte yandan, gene ABD menşeiili Sunturk Investors, AVOD'un %6,24 oranında hissesine sahiptir. Sunturk Investors ile Berelson Export'un yönetim kontrolü aynı kişilere aittir. AVOD'un, üretim kalitesi ve zamanında teslim avantajlarına ek olarak mevcut ortaklık ve tedarik ilişkilerinden dolayı ABD pazarında güçlü bir konumu bulunmaktadır.

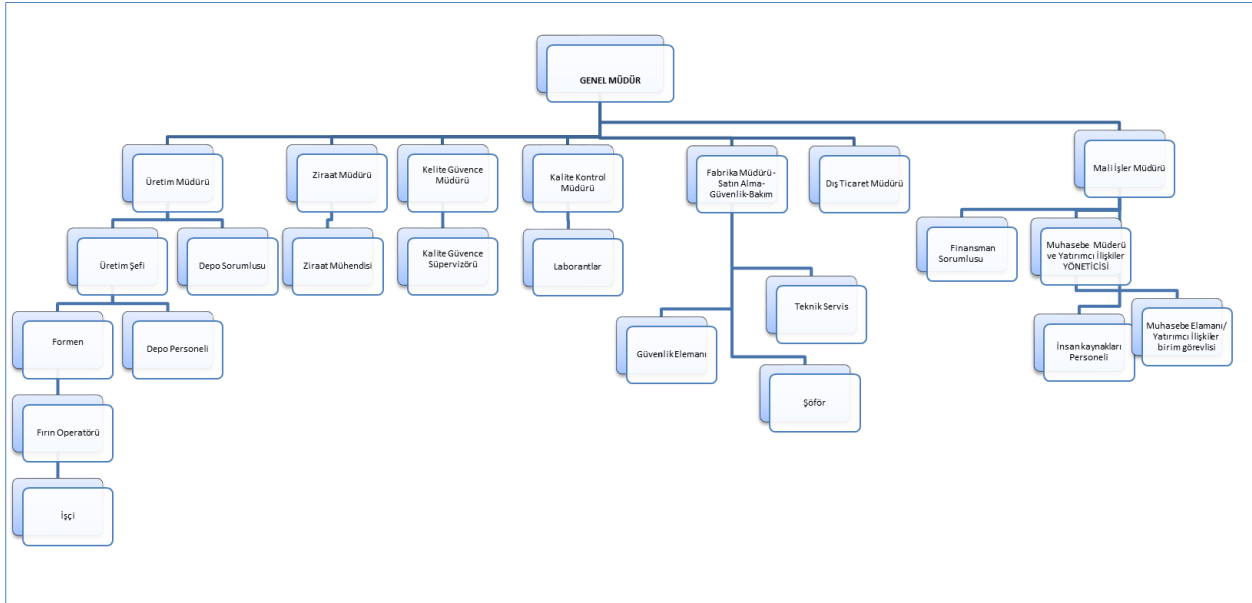
6- Tedarik Sistemi ve Tedarik Ağı

AVOD, tohum ithalinden son ürün paketlemesine kadar geçen tüm evrelerde profesyonel zirai ekim, üretim, kalite kontrol elemanları ile üretim sürecini başından sonuna kadar takip etmektedir.

Şirket, hem kendisine ait, hem de kiraladığı tarlalarda domates üretimi yapmaktadır. Ayrıca, ihtiyaç duyduğu hammaddenin bir kısmını çiftçilerle yaptığı sözleşmelerle temin etmektedir. Yapılan sözleşmelerle gerek fiyat, gerekse miktar önceden belirlenmek suretiyle üretim maliyetlerinin kontrol altında tutulması sağlanmaktadır. AVOD, sözleşmeli üreticilerle de kendi bünyesinde çalışan ziraat mühendisleri gözetiminde domates yetiştirmektedir.

Tohum, gübre ve fide temini, yine şirketin ziraat mühendislerinin kontrolünde gerçekleşir ve üreticilere sunulur. Üretilen ürünün, sağlık ve kalite kontrolleri yapılarak, yeni üretim teknikleri ile birlikte yetiştirilmesi sağlanır.

7- Organizasyon Yapısı



AVOD Personel Sayısı (Ortalama)

	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Personel Sayısı	164	173	183

8- Kalite Kontrol Sistemleri ve Sertifikasyonlar

AVOD, kuruluşundan 2007 yılına kadar ISO 9001:2000 ve HACCP (Hazard Analysis and Critical Control Points) kalite yönetim sistemlerini kullanmakla birlikte 2007 yılı itibarıyla BRC (British Retail Consortium) ve IFS (International Food Standards) Global Gıda Standartlarına geçmiştir.

BRC Küresel Gıda Standardı, ürüne veya menşei ülkesine bakmaksızın İngiliz perakendecilere gıda ürünü tedarik eden satıcılar için tasarlanmıştır. Bu şablona uygunluk yasal bir gereklilik değildir ancak İngiliz perakendeciler tarafından adeta bir zorunluluk gibi görülmektedir. Standarda uymak için gıda tedarikçileri yönetim sistemlerinde üç ana kriteri benimsemelidirler:

- HACCP'nin benimsenip uygulanması,
- Belgelendirilmiş ve etkin bir kalite yönetim sistemine sahip olunması,

- Fabrika ortamı standartları, ürünler, işlemler ve personelin sürekli denetleniyor olması.

IFS Sertifikası, gıda ürünleri ve üretim süreçlerinin güvenliğini ve kalitesini belgeleyen gıda güvenliği sertifikasıdır. Gıda işletmelerinde; gıdaların üretimi, paketlenmesi, taşınması, depolanması gibi aşamalarda belirli şartları içeren gıda güvenliği standardıdır. IFS standardı, Alman Perakendeciler Birliği ve Fransız Perakendeciler Birliği öncülüğünde geliştirilmiş olup uluslararası kabul görmüş bir standart haline gelmiştir. İspanya, Avusturya, İsviçre gibi bazı ülkeler resmi gıda güvenliği politikalarında IFS Standardını mevzuatlarına dahil etmişlerdir.

Bunların dışında AVOD'un; yerel belediyelerin onayladığı Gıda Sicil Belgesi; Gıda Tarım ve Hayvancılık Bakanlığı tarafından onaylanan Gıda Üretim İzin Belgeleri; Orman ve Su İşleri Bakanlığı'nın tasdik ettiği Deşarj İzni Belgesi ile Türk Patent Enstitüsü tarafından tescil edilmiş "Farmer's Choice" Marka Tescil Belgesi bulunmaktadır.

9- Ortaklık ve Yönetim Yapısı

AVOD Ortaklık Yapısı			
Ortaklar	Hisse Grubu	Hisse Tutarı (TL)	Oran
Nazım Torbaoğlu	A	1.366.283,26	%3,04
Nazım Torbaoğlu	B	2.364.759,14	%5,26
Burak Kızak	A	1.366.283,26	%3,04
Burak Kızak	B	1.378.520,30	%3,06
Sunturk Investors LLC	B	2.808.310,48	%6,24
Ebru Torbaoğlu	B	1,04	%0,00
Barış Kızak		0,90	%0,00
Halka Açık	B	35.715.841,62	%79,37
TOPLAM		45.000.000,00	100,00%

AVOD Yönetim Kurulu-08.02.2017	
Ad-Soyad	Görevi
Nazım Torbaoğlu	Yönetim Kurulu Başkanı
Burak Kızak	Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı
Barış Kızak	Yönetim Kurulu Üyesi
Mehmet Akif Yaşın (*)	Yönetim Kurulu Bağımsız Üyesi
Biröl Yence	Yönetim Kurulu Bağımsız Üyesi

*Sayın Mehmet Akif Yaşın 08.02.2017 tarihinde işlerin yoğunluğu nedeni ile istifa etmiştir. Boşalan Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesinin yerine, şirket ortağı olmayan ve bağımsız yönetim kurulu üyesi olma vasıflarına sahip, Rifat Kamaşak, ilk Genel Kurul'un onayına sunulmak üzere yönetim kurulu bağımsız üyesi olarak atanmıştır.

10- Borsa Verileri

Faaliyet Konusu	Kurutulmuş meyve ve sebzelerin imalat ve satışı
Sektörü	İmalat Sanayi/Gıda, İçki ve Tütün/Gıda Maddeleri Sanayi
İşlem Gördüğü Pazar	Ana Pazar
Dahil Olduğu Endeksler	BIST TUM/ BIST İZMİR/ BIST TUM-100/ BIST SINAİ / BIST ANA/ BIST GIDA, İÇEÇEK
ABCD Grubu	B
Kotasyon/İşlem Görmeye Başlama Tarihi	06.12.2011
Ödenmiş Sermaye	45.000.000 TL
Kayıtlı Sermaye Tavanı	100.000.000 TL

11- AVOD Bilanço ve Gelir Tablosu

Bilanço (TL)

VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar	42,986,453	47,998,026	65,601,913
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,691,341	6,637,837	4,280,696
Ticari Alacaklar	11,122,705	9,577,116	15,602,696
Diğer Alacaklar	4,807,507	6,353,983	1,910,174
Stoklar	18,659,693	19,964,614	34,706,741
Diğer Dönen Varlıklar	2,705,207	5,464,476	9,101,606
Duran Varlıklar	39,951,586	66,170,399	87,881,764
Diğer Alacaklar	9,739	12,212	14,781
Finansal Yatırımlar	19,330	20,000	20,000
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	13,144,333	17,475,239	35,762,643
Maddi Duran Varlıklar	14,336,716	17,316,894	20,268,446
Şerefiye	12,014,781	12,014,781	12,014,781
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	49,688	18,971,492	18,995,816
Ertelenmiş Vergi Varlığı	202,761	349,241	589,296
Diğer Duran Varlıklar	174,238	10,540	216,001
TOPLAM VARLIKLAR	82,938,039	114,168,425	153,483,677
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	35,796,339	42,499,826	47,726,450
Finansal Borçlar	20,701,209	26,243,796	29,968,139
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	28,106	9,979
Ticari Borçlar	12,453,978	15,269,152	15,953,324
Diğer Borçlar	2,141,495	431,061	366,475
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	51,838
Borç Karşılıkları	288,240	0	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	211,417	527,711	1,376,695
Uzun Vadeli Yükümlülükler	12,479,354	10,546,488	9,682,627
Finansal Borçlar	11,350,163	8,779,920	6,998,233
Uzun vadeli karşılıklar	489,969	0	0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar (veya Kıdem Tazminatları)	0	383,766	569,647
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	639,222	1,382,802	1,917,619
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0	197,128
Özkaynaklar	34,662,346	61,122,111	96,074,600
TOPLAM KAYNAKLAR	82,938,039	114,168,425	153,483,677

Gelir Tablosu

	2014/12	2015/12	2016/12
Satış Gelirleri	82,616,956	91,469,913	102,344,261
Satışların Maliyeti (-)	-72,261,521	-72,928,792	-83,982,095
BRÜT KAR (ZARAR)	10,355,435	18,541,121	18,362,166
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-3,040,247	-3,637,739	-4,112,277
Genel Yönetim Giderleri (-)	-3,720,518	-4,558,755	-7,280,419
Diğer Faaliyet Gelirleri	3,971,587	2,305,100	3,779,180
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-2,564,404	-3,184,476	-1,824,113
FAALİYET KARI (ZARARI)	5,001,853	9,465,251	8,924,537
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	4	1,305,690	865,191
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararları	0	-336,208	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	5,001,857	10,434,733	9,789,728
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	1,803,106	666,202	729,692
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	-5,773,723	-7,961,852	-9,487,941
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	1,031,240	3,139,083	1,031,479
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-427,418	-431,461	-49,678
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	603,822	2,707,622	981,801
DÖNEM KARI (ZARARI)	603,822	2,707,622	981,801
Dönem Kar/Zararının Dağılımı			
Ana Ortaklık Payları	325,185	1,725,166	-105,654
Azınlık Payları	278,637	982,456	1,087,455

HASAT

1- Şirket Profili

Hasat, sebze ve meyve kurutma işlemleri, kurutulmuş veya konserve sebze ve meyvelerin alım satımı, işlenmesi, pazarlaması, komisyonculuğu, bayiliği, ihracat ve ithalatının yapılması amacıyla 1995 yılında kurulmuştur.

2- Faaliyet Alanı ve Ürünler

Hasat'ın ana faaliyetleri, kurutulmuş domates imalatı ve ihracatının yapılmasıdır. Şirket, sadece güneşte kurutma tekniğini kullanarak, yaş domateslerdeki nem oranını azaltıp, ürünleri işlemektedir. Şirketin ürün grubu yalnızca kurutulmuş domatestir. Hasat, 15.000 m² açık ve 5.000 m² kapalı alan ile yıllık 3.000 ton kuru domates kapasitesi ile hizmet vermektedir.

3- Üretim Süreci ve Üretim Teknolojisi

Hasat, İzmir ve Manisa civarında hem kendi tarlalarında ürün yetiştirmektedir. Tarlalardaki üretim koşulları, şirketin ziraat mühendisleri ve uzman kadrosu tarafından sürekli olarak kontrol altında tutulmaktadır.

Tesislerdeki üretim süreci, tohumu ve fidesi bu iş için uygun sofralık domateslerin toplanması ile başlar. Toplanan domatesler, yaz aylarındaki güneşin açısına bağlı olarak 4-6 gün arası veya 6-8 gün arasında açık alanda kurutulmaktadır. Güneşte kurutulan ürünler sonrasında bu açık alanda çuvalarla paketlenmektedir. Çuvalarla fabrikaya getirilen kurutulmuş domatesler, toz ve kalıntı gibi unsurlardan temizlenerek, müşterilerden gelen talebe göre işlenmekte ve nihai tüketicinin kullanabileceği hale getirilip kolilerle depolanmaktadır. Avrupa Birliği mevzuatına tabi ülkeler, işlenmiş ve kurutulmuş meyve-sebze ürünlerinde kükürt istemediğinden, AB ülkelerine gidecek ürünler bozulmaması için tuzlanmaktadır. Avustralya ve ABD gibi ülkelerde ise nihai ürünün parlak kırmızı tonlarında olması bir tercih unsuru olduğundan ve kükürt ile ilgili düzenlemelerin AB mevzuatına göre daha esnek olmasından ötürü, bu ülkelere ihracatı yapılan ürünlerde kükürt kullanılmaktadır.

4- Yurtiçi Satışlar, Müşteri Ağı, Satış Koşulları, Alıcıların Coğrafi Dağılımı

Hasat'ın ürünleri; endüstriyel üreticilere yarı mamul olarak giden ürünler; restoran, otel, catering endüstrisine dağıtım yapan distribütör ve ithalatçılara giden nihai ürünler; uluslararası zincirlere verilen perakende ürünler olarak sınıflandırılabilir.

5- Yurtdışı Satışlar, Müşteri Ağı, Satış Koşulları, Alıcıların Coğrafi Dağılımı

Bağımsız denetimden geçmiş konsolide mali tablolara göre, Hasat'ın 2014 yılında toplam satış gelirleri içerisinde ihracatın payı %36 iken, 2015 ve 2016 yıllarında yurtdışı satışların oranı %78 seviyesine çıkmıştır.

İhracat kanalında Avrupa ve Amerika pazarlarında yer alan şirketler ile anlaşmalar yapılmaktadır. Hasat, sahip olduğu üretim ve depolama kapasitesi ile 5 kıtadaki müşterilerine tüm yıl boyunca kesintisiz olarak ürün sevkiyatı yapabilmektedir. En çok ihracat yapılan ülkeler; Hollanda, ABD, İngiltere, Kanada ve İsrail'dir.

HASAT Ülkelere Göre İhracat Verileri (TL)				
Ülke	31.12.2016	Oran	31.12.2015	Oran
Hollanda	6.349.992	%45	5.624.936	%62
ABD	4.870.916	%35	1.184.598	%13
İngiltere	1.164.834	%8	1.143.221	%13
Kanada	1.151.032	%8	802.746	%9
Danimarka	245.602	%2	0	%0
Japonya	122.427	%1	99.612	%1
İsrail	80.835	%1	169.272	%2
Fransa	31.289	%0	0	%0
Diğer	2.011	%0	0	%0
Toplam İhracat	14.018.938		9.024.385	

6- Tedarik Sistemi ve Tedarik Ağı

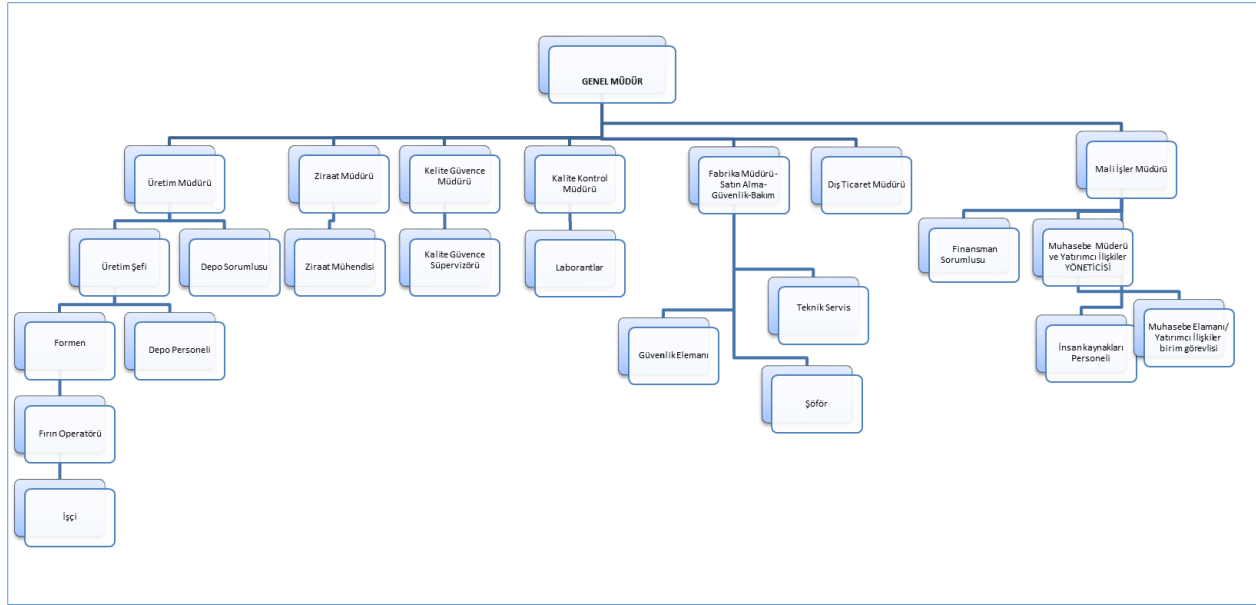
Hasat, tohum ithalinden son ürün paketlenmesine kadar geçen tüm evrelerde profesyonel zirai ekim, üretim, kalite kontrol elemanları ile üretim sürecini başından sonuna kadar takip etmektedir.

Şirket, hem kendisine ait, hem de kiraladığı tarlalarda domates üretimi yapmaktadır. Ayrıca, ihtiyaç duyduğu hammaddenin bir kısmını çiftçilerle yaptığı sözleşmelerle temin etmektedir. Yapılan sözleşmelerle gerek fiyat, gerekse miktar önceden belirlenmek suretiyle üretim maliyetlerinin kontrol altında tutulması sağlanmaktadır. Hasat, sözleşmeli üreticilerle de kendi bünyesinde çalışan ziraat mühendisleri gözetiminde domates yetiştirmektedir.

HASAT A.Ş. 2017 KİRALANAN YERLER

Kiraya Veren	Kiralanan Yerin Cinsi	Adresi	Kullanım Şekli	Süresi	Brüt Kira (TL)
Harika Tunca	Boş Tarla	Gölbey Mevkii Şehzadeler Güzelköy Manisa	Tarımsal amaçlı ürün yetiştirme	01/04/2016-01/04/2017	125.000
Halit Ege	Boş Tarla	Şehzadeler Köyü Çamköy Manisa	Tarımsal amaçlı ürün yetiştirme	01/04/2017-31/12/2017	12.500
Bekir Sıddık Palaz	Boş Tarla	Şehzadeler Köyü Tekeliler Manisa	Tarımsal amaçlı ürün yetiştirme	01/04/2017-31/12/2017	6.250
Mustafa Ali Palaz	Boş Tarla	Şehzadeler Köyü Tekeliler Manisa	Tarımsal amaçlı ürün yetiştirme	01/04/2017-31/12/2017	6.250
Sami Özen	Boş Tarla	Yukarıbey Köyü Bergama İzmir	Tarımsal amaçlı ürün yetiştirme	01/04/2017-31/12/2017	7.500

7- Organizasyon Yapısı



Hasat Personel Sayısı (Ortalama)

	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Personel Sayısı	72	102	130

8- Ortaklık ve Yönetim Yapısı

HASAT Ortaklık Yapısı		
Ortaklar	Hisse Tutarı (TL)	Oran
AVOD A.Ş.	24.229.300	%54,58
Nazım Torbaoğlu	8.943.800	%20,15
Burak Kızak	8.943.800	%20,15
Ersan Namyeter	480.800	%1,08
Tamer Ustaoglu	786.775	%1,77
Gökhan Şensan	1.005.325	%2,26
TOPLAM	44.389.800	100,00%

HASAT Yönetim Kurulu	
Ad-Soyad	Görevi
Burak Kızak	Yönetim Kurulu Başkanı
Nazım Torbaoğlu	Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı
Bariş Kızak	Yönetim Kurulu Üyesi

9- HASAT Bilanço ve Gelir Tablosu

Bilanço (TL)

VARLIKLAR	2014/12	2015/12	2016/12
Dönen Varlıklar	13,813,433	25,416,237	34,364,140
Nakit ve Nakit Benzerleri	9,797	2,979,500	3,425,682
Ticari Alacaklar	2,316,246	5,310,639	7,497,148
Diğer Alacaklar	1,633,525	3,318,669	1,442,495
Stoklar	8,450,767	10,404,621	16,173,346
Diğer Dönen Varlıklar	1,403,098	3,402,808	5,825,469
Duran Varlıklar	690,436	40,914,368	61,579,778
Diğer Alacaklar		12,212	14,781
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		10,393,596	28,745,000
Maddi Duran Varlıklar	483,087	4,512,231	6,679,206
Şerefiye		6,873,981	6,873,981
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,448	18,924,729	18,968,618
Ertelenmiş Vergi Varlığı	155,902	197,619	263,860
Diğer Duran Varlıklar	49,999		34,332
TOPLAM VARLIKLAR	14,503,869	66,330,605	95,943,918
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,770,622	14,621,083	22,783,427
Finansal Borçlar	100,666	1,500,000	5,373,604
Diğer Finansal Yükümlülükler	30,654	24,453	401,157
Ticari Borçlar	3,875,583	12,771,115	16,333,901
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	763,719	325,515	674,765
Uzun Vadeli Yükümlülükler	78,229	780,586	2,477,392
Finansal Borçlar			531,297
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	78,229	129,572	204,209
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü		651,014	1,567,905
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler			173,981
Özkaynaklar	9,655,018	50,928,936	70,683,099
TOPLAM KAYNAKLAR	14,503,869	66,330,605	95,943,918

Gelir Tablosu (TL)

	2014/12	2015/12	2016/12
Satış Gelirleri	19,399,183	68,233,494	87,764,101
Satışların Maliyeti (-)	-17,141,676	-60,627,889	-76,972,516
BRÜT KAR (ZARAR)	2,257,507	7,605,605	10,791,585
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-413,005	-2,622,036	-3,055,820
Genel Yönetim Giderleri (-)	-698,604	-1,934,401	-3,138,580
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)			
Diğer Faaliyet Gelirleri	406,804	1,313,531	1,858,685
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-508,697	-2,368,298	-3,274,275
FAALİYET KARI (ZARARI)	1,044,005	1,994,401	3,181,595
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	139,361	34,221	595,034
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0		-195,175
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	0	-336,208	
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	1,183,366	1,692,414	5,925,520
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	179,352	336,369	373,945
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	-271,849	-312,216	-904,431
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	1,090,869	1,716,567	3,050,968
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-222,554	-289,398	-584,298
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	868,315	1,427,169	2,466,670
DÖNEM KARI (ZARARI)	868,315	1,427,169	2,466,670
Dönem Kar/Zararının Dağılımı			
Ana Ortaklık Payları	868,315	1,161,513	1,936,592
Azınlık Payları	0	265,656	530,078

BİRLEŞME FİYATI HESAPLAMA METODOLOJİLERİ VE YAKLAŞIM

1- Özkaynak Metodolojisi

Özkaynak metodolojisinde toplam değer, SPK ve KGK düzenlemeleri gereğince, finansal tablolarda yer alan özkaynak tutarıdır. Özkaynak değeri yalnızca finansal tablonun ait olduğu hesap dönemi sonu itibarıyla kayıtlı özkaynak değerini gösterir ve pazar payı, dağıtım ağı, sektördeki rekabet gücü, gelecek potansiyeli gibi muhasebe kayıtlarına yansıtılmayan değerleri dikkate almamaktadır.

2- Piyasa Çarpanları Metodolojisi

Piyasa Çarpanları Metodolojisinde, değerlendirme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde faaliyet gösteren emsal halka açık şirketler tespit edilir. Ardından, değerlemeye konu olan şirket ile benzer olan şirketler gruplandırılarak, bu şirketlerin işlem gördükleri borsalarda oluşan verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanır. Bulunan piyasa çarpanları, değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına uygulanarak şirket değerine ulaşılmaktadır. Çarpanların genellikle uygulandığı parametreler Satışlar, Özsermaye, FAVÖK ve Net Kar olmaktadır.

3- İndirgenmiş Nakit Akımları Metodolojisi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminde, gelecekteki tahmini nakit akımları bugünkü değerine indirgenmektedir. Böylece işletmenin gelecekteki nakit akımlarının bugünkü net değeri elde edilir. Tahmini dönemin sonundaki nihai değer hesaplanır ve işletmenin toplam değerine ulaşabilmek için belirlenen nihai değer de değerlendirme gününe indirgenir. Kullanılan indirgeme oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) olup, bu oran mevcut finansman yapısına karşılık istenilen/hedeflenen finansman yapısını gösterir.

BİRLEŞME ORANI VE HİSSE DEĞİŞİM ORANI HESAPLAMASI

1- Özkaynak Metodolojisi

AVOD ve HASAT'ın özkaynaklarının tespitinde Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK")'nın II-14.1 Sayılı Tebliği kapsamında KGK tarafından yayınlanan TMS ve TFRS'na uygun olarak hazırlanan; sunum esasları SPK'nın 07.06.2013 tarih ve 20/670 sayılı Kararı ile belirlenip yine SPK'nın 07.06.2013 tarih ve 2013/19 sayılı Haftalık Bülteni ile ilan edilen formatlara uygun olarak hazırlanan bağımsız denetimden geçmiş, bir önceki dönem ile karşılaştırmalı 31.12.2016 tarihli konsolide finansal tablolar esas alınmıştır.

AVOD'un birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken kullanılan özkaynak değeri Değerleme Tarihi itibarıyla 96,074,600 TL iken HASAT'ın toplam özkaynak değeri 70,683,099 TL'dir. SPK ve KGK düzenlemeleri gereğince, her iki şirket için de TMS/TFRS'ye uygun olarak hazırlanmış, bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2016 tarihli finansal tablolarında yer alan özkaynak tutarları dikkate alınmıştır.

TMS/TFRS uygulamaları gereği bağımsız denetim firması tarafından tüm bilanço kalemlerinin bu standartlar doğrultusunda denetlendiği ve bu standartların kapsamında gerekli provizyonların ve düzeltmelerin denetçi tarafından bağımsız denetim kapsamında uygulandığı varsayılmıştır.

A. AVOD Özkaynak Tablosu

AVOD Özkaynaklar (TL)	
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	
Ödenmiş Sermaye	45,000,000
Sermaye Düzeltme Farkları	4,828
Geri Alınmış Paylar	-299,391
Paylara İlişkin Primler/ (İskontolar)	958,784
Kar ve Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç (Kayıpları)	13,403,840
Diğer Kazanç/ (Kayıplar)	-159,350
Kar ve Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	
Riskten Korunma Kazanç (Kayıpları)	-49,538
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	313,783
Geçmiş Yıllar Karları/ (Zararları)	356,478
Net Dönem Karı / (Zararı)	-105,654
Toplam Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	59,423,780
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	36,650,820
Toplam Özkaynaklar	96,074,600

B. HASAT Özkaynak Tablosu

HASAT- Özkaynaklar	
(TL)	
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	
Ödenmiş Sermaye	44,389,800
Sermaye Düzeltme Farkları	43.974
Kar ve Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç (Kayıpları)	20,715,942
Diğer Kazanç/ (Kayıplar)	-71,098
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	318,306
Geçmiş Yıllar Karları/ (Zararları)	2,519,824
Net Dönem Karı / (Zararı)	1,936,592
Toplam Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	69,853,340
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	829,759
Toplam Özkaynaklar	70,683,099

C. Özkaynak Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı

Özkaynak Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Verileri	Devralan Ortaklık	Devrolan Ortaklık
	AVOD	HASAT BNO
Ödenmiş Sermaye (TL)	45,000,000	44,389,800
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar (TL)	59,423,780	69,853,340
AVOD'un Hasat'taki Payı (%)		%54.58
AVOD'un Hasat'taki Ödenmiş Sermaye Payı (TL)		24,229,300
AVOD'un Hasat'taki Özkaynak Payı (TL)		38,128,073
Hasat'ta AVOD Dışı Ödenmiş Sermaye Payı (TL)		20,160,500
Hasat'ta AVOD Dışı Özkaynak Payı (TL)		31,725,267
Birleşmeye Esas Özkaynaklar	59,423,780	31,725,267
Birleşme Sonrası Özkaynaklar		91,149,047
Birleşme Öncesi Pay Başına Defter Değeri	1.3205	1.5736
Birleşme Sonrası Pay Başına Defter Değeri	1.3205	
Değişirme Oranı (1 HASAT Payı Karşılığı Verilecek AVOD Payı)	1.1917	
Özkaynak Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı		
Birleşme Oranı	%65.19	
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)	69,024,675	
Artırılacak Sermaye (TL)	24,024,675	
Değişirme Oranı (1 Hasat Payı Karşılığı Verilecek AVOD Payı)	1.1917	

Yukarıdaki hesaplamalar yapılırken, HASAT'ın birleşme öncesi paybaşına defter değeri AVOD'un birleşme öncesi paybaşına defter değerine bölünerek (1.5736/1.3205), **değiştirme oranı** olarak 1.1917 değeri elde edilmiştir.

Birleşme oranı ise AVOD'un ana ortaklığa ait özkaynaklar değerinin birleşme sonrası oluşacak özkaynaklar değerine bölünmesiyle elde edilmiştir ve %65.19 olarak bulunmuştur. Birleşme sonrası sermaye değeri ise AVOD'un ödenmiş sermayesinin birleşme oranına bölünmesiyle 69,024,675 TL olarak bulunmuştur. Dolayısıyla bu metoda göre birleşme gerçekleştiğinde sermaye 24,024,675 TL artmış olacaktır.

2- Piyasa Çarpanları Metodolojisi

Piyasa çarpanları metodolojisine göre AVOD ve HASAT'ın özkaynak değerleri belirlenirken domates işleme alanında faaliyet gösteren ve faaliyetleri açısından Şirketler ile benzerlik gösteren halka açık firmaların çarpanları analiz edilmiştir. Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin yanı sıra, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin borsalarında işlem gören şirketler de çalışmaya dahil edilmiştir.

AVOD ve HASAT faaliyet gösterdikleri sektör ve genel faaliyetleri değerlendirildiğinde benzerlik göstermektedir ve dolayısıyla da piyasa çarpanları metodolojisi uygulanırken her iki şirket için de aynı şirket grubu ve aynı çarpanlar kullanılmıştır.

Karşılaştırılabilir olarak belirlenen şirketlerin finansal ve operasyonel verilerine dayanarak şirket değerinin belirlenmesinde Satışlar, Faiz ve Vergi Öncesi Kar (FAVÖK) ve Net Kar parametreleri incelenmiştir. Değerleme çalışmasında baz alınan oranlar; Firma Değeri/Satışlar ve Firma Değeri/FAVÖK oranları olarak belirlenmiştir. Çalışmanın birinci bölümünde Özkaynak metodolojisine göre hesaplama yapıldığından, özkaynak bazlı oranlar (Ör: Piyasa Değeri/Defter Değeri) piyasa çarpanları metodolojisinde dikkate alınmamıştır. Fiyat/Kazanç oranı da borç yükünün AVOD üzerinde olması nedeniyle şirketin net karının finansman giderleri kaynaklı olarak HASAT'ın oldukça altına kalması nedeniyle Piyasa Çarpanları Yöntemiyle yapılan hesaplamada dikkate alınmamıştır.

Aşağıdaki tabloda, değerlemede baz alınan çarpanların minimum ve maksimum değerleri ile çarpanların medyan ve ortalamaları sunulmaktadır. Çarpanların minimum ve maksimum değerleri arasında önemli farklar bulunduğundan, hesaplamalarda kullanılan verilerin uç değerlerinin olumsuz etkilerini elimine etmek amacıyla karşılaştırılabilir şirket çarpanlarının medyanlarının kullanılması uygun görülmüştür.

	Firma Değeri/ Satışlar	Firma Değeri/ FAVÖK
Minimum	0,30	6,71
Maksimum	5,08	103,63
Medyan	1,56	15,30
Ortalama	1,70	24,34

Çarpanlar yoluyla hesaplanan şirket değerleri, çarpanların etkisini dengeli bir biçimde yansıtmak amacıyla eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

Karşılaştırmaya esas alınan benzer şirketler hakkında özet bilgiler aşağıda sunulmaktadır.

A. Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketler

Taze Kuru Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.

2009 yılında kurulan Taze Kuru, 2012 yılında Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır. Şirketin ana faaliyet alanı; her türlü gıda maddelerinin, özellikle sebze ve meyvelerden yaş veya kuru mamul, yarı mamul ve bu mamul ve yarı mamullerle ilgili bilimum ham ve yardımcı maddelerin üretilmesi, ambalajlanması ve paketlenmesidir. Şirket merkezi Ankara'dadır.

Tukaş Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.

Tukaş, salça ve domates ürünleri, konserve (sebze, şarküteri, bakliyat, hazır yemek), turşu, reçel, sos (ketçap, mayonez, acı biber sosu ve kahvaltılık sos) ve dondurulmuş gıda ürünleri üretmektedir. Satışlarının ağırlığını salça ve domates ürünleri oluşturmaktadır. Şirketin merkezi İzmir'de olup, üretim tesisleri İzmir ve Balıkesir'dedir.

Tat Gıda Sanayi A.Ş.

Tat, Sek, Maret ve Pastavilla şirketleri 2003 yılında Tat Gıda altında birleşmiştir. Maret, 2014 yılında Namet'e satılmıştır. Tat Gıda Sanayi A.Ş. bugün Tat markası altında salça, ketçap, mayonez, domates ürünleri ve sebze konserveleri üretmektedir. SEK markası ile süt ve süt ürünleri, Pastavilla markası ile makarna üretimini sürdüren şirketin cirosunun %40'ı domates, salça ve ketçap ürünlerinden oluşmaktadır.

Kerevitaş Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.

1969 yılında kurulan Kerevitaş, dondurulmuş ve konserve gıda ürünleri üretmekte, Türkiye'de ve dış pazarlarda bu ürünlerin satış ve pazarlamasını gerçekleştirmektedir. Ana markası Superfresh ile faaliyet göstermektedir. Dondurulmuş ürün kategorisinde; unlu mamuller, sebze ve meyve ürünleri, patates ve kroket ürünleri, et ürünleri ve su ürünleri yer almaktadır. Konserve ürün kategorileri ise; ton balığı konserveleri, sebze ve hazır yemek konserveleridir. Üretim tesisleri Bursa'dadır. 1994 yılında Borsa İstanbul'a kote olmuştur.

Penguen Gıda Sanayi A.Ş.

Penguen Gıda Sanayi A.Ş. 1988 yılında Bursa'da kurulmuştur. Şirket dondurulmuş gıda, konserve, salça ve reçel ürünlerinin üretimini yapmaktadır. Satışlarının yaklaşık %50'sini yurtdışına yapmaktadır. 1997 yılında Borsa İstanbul'da kote olmuştur.

Merko Gıda San. Tic. A.Ş.

Merko, 1982 yılında işlenmiş meyve ve sebze ihraç etmek amacıyla kurulmuş olup domates salçası ve küp domates üretimi yapmaktadır. Şirket, 1990 yılında Yalova'da IQF donmuş meyve ve sebze fabrikası satın almıştır. Ardından 1995 yılında Bursa Tepecik'te yeni bir domates salça fabrikası kurmuş, 1998 yılında da Sultaniye'deki bir salça fabrikasını satın alarak grup bünyesine katmıştır. Merko, 1994 yılında Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır.

B. Gelişmiş Ülke Borsalarında İşlem Gören Benzer Şirketler

Kraft Heinz Company

Kraft Heinz Company, dünyanın en büyük 5. gıda ve içecek firmasıdır. Şirketin önemli markaları; Kraft, Heinz, ABC, Capri Sun, Classico, Jell-O, Kool-Aid, Lunchables, Maxwell House, Ore-Ida, Oscar Mayer, Philadelphia, Planters, Plasmon, Quero, Weight Watchers Smart Ones ve Velveeta'dır. Şirket 40'ın üzerinde ülkede faaliyet göstermekte olup yıllık cirosu 27 milyar \$'dır. Ürünleri; konserve ve dondurulmuş meyve ve sebzeler, ketçap, süt ve süt ürünleri, kahve, meyve suları, şekerleme ve paketlenmiş çerezlerden oluşmaktadır. Kraft Heinz, ABD Nasdaq Borsasında işlem görmektedir.

Campbell Soup Company

Campbell Soup Company, yıllık cirosu 8 milyar \$'ın üzerinde olan global bir gıda ve içecek firmasıdır. 6 ülkede üretim tesisleri olup 100'ün üzerindeki ülkede ürünleri satılmaktadır. Ana ürünleri; hazır çorbalar, hazır yemekler, meyve ve domates suları gibi yumuşak içecekler, bisküvi, çerez ve soslardır. Şirket New York Borsası'nda işlem görmektedir.

ConAgra Foods

ConAgra Foods Inc. paketlenmiş gıda alanında faaliyet göstermektedir. Ürünleri; dondurulmuş patates ve patates ürünleri, sebze, baharat, hazır yemek, çerez, makarna ve diğer unlu mamullerdir. Ana markaları Hunt's, Orville Redenbacher's ve Healthy Choice'tur. Şirket New York Borsası'nda işlem görmektedir.

Pinnacle Foods

Pinnacle Foods Inc. ağırlıklı olarak Kuzey Amerika'da faaliyet göstermekte olup yıllık cirosu 2.7 milyar \$'dır. Şirket; dondurulmuş sebzeler, deniz ürünleri, hazır yemekler, unlu mamuller, çerezler, turşu, sos ve konserve mamulleri üretmektedir. Şirket New York Borsası'nda işlem görmektedir.

United Natural Foods

United Natural Foods Inc. ABD ve Kanada'da doğal ve organik tarım ürünlerinin üretimini ve dağıtımını yapmaktadır. Ürünleri taze meyve ve sebze, deniz ürünleri, et ve et ürünleri, hazır yemekler, süt ürünleri ve unlu mamullerdir. Yıllık cirosu 6.8 milyar \$'dır. Şirket Nasdaq Borsası'nda işlem görmektedir.

C. Gelişmekte Olan Ülke Borsalarında İşlem Gören Benzer Şirketler

Pioneer Food Group Ltd

Pioneer Food Group Ltd., Güney Afrika'da kurulu gıda ve içecek şirkettir. Şirketin ürünleri yaş meyve ve sebze, tahıllar, makarna ve unlu mamüller, sirke ve yumuşak içeceklerdir. Şirketin yıllık cirosu 1.6 milyar \$'dır. Ağırlıklı olarak Güney Afrika içinde faaliyet göstermekle birlikte 60'ın üzerinde ülkeye ihracat yapmaktadır. Şirket 2008 yılından bu yana Johannesburg Stock Exchange'de işlem görmektedir.

Nongshim

Nongshim, Güney Kore'de 1965'de kurulmuş gıda ve içecek şirkettir. Şirketin ürünleri; hazır çorbalar ve yemekler, makarna, noodle ve unlu mamüller, çerezler, şişelenmiş su ve meyve sularından oluşmaktadır. Kore dışında ABD, Çin, Japonya ve Avustralya'da üretim tesisleri olup 100'den fazla ülkeye ihracat yapmaktadır. 1976'da bu yana Kore Borsası'nda işlem görmektedir.

Ottogi Corporation

Ottogi, Güney Kore'de 1960 yılında kurulmuştur. Şirket; hazır çorbalar ve yemekler, makarna, noodle ve unlu mamüller, ketçap, mayonez ve çeşitli soslar, konserve deniz ürünleri üretmektedir. ABD, Çin, Vietnam, Yeni Zelanda'da iştirakleri bulunmaktadır.

Marfrig Global Foods S.A.

Marfrig Global Foods S.A. 1986 yılında Brezilya'da kurulmuş bir gıda şirkettir. Marfrig Beef ve Keystone Foods olarak iki ana bölümü vardır. Marfrig; et ürünleri, unlu mamüller, hazır yemekler, deniz ürünleri, dondurulmuş ve yaş sebze ve meyve üretmektedir. Şirketin, 4 kıtada 15 ülkede üretim ve işleme tesisi bulunmaktadır. Şirket 2007'de BM&FBOVESPA Borsası'ndan işlem görmeye başlamıştır.

D. Piyasa Çarpanları

	12/31/2015				12/31/2016			
	Firma Değeri/ Satışlar	Firma Değeri/ FAVÖK	Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri/ Defter Değeri	Firma Değeri/ Satışlar	Firma Değeri/ FAVÖK	Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri/ Defter Değeri
Yerli Firmalar								
Taze Kuru	3.62	-117.89	-19.12	6.89	2.55	18.61	128.29	3.69
Tukaş	4.39	32.11	15.01	4.69	2.51	18.22	23.81	2.66
Tat Gıda	0.89	11.84	10.97	1.77	1.04	13.75	15.34	2.15
Kereviş Gıda	2.18	23.15	-3.94	14.15	1.03	103.63	-4.56	-0.01
Merko	0.70	7.76	60.98	1.51	0.55	93.21	-4.82	1.04
Penguen Gıda	1.98	30.58	36.30	2.29	1.56	49.27	-10.03	2.15
Gelişmiş Ülke Firmaları								
Kraft Heinz	3.96	20.45	50.14	1.33	5.08	18.82	29.27	1.85
Campbell's Soup	2.37	14.10	22.99	11.12	2.82	17.71	34.14	12.54
ConAgra Foods	2.03	14.16	-65.28	3.58	2.10	19.48	-29.20	5.21
Pinnacle Foods	2.67	13.67	23.50	2.77	2.91	15.30	29.78	3.23
United Natural Food	0.34	9.19	16.44	1.65	0.37	10.50	20.02	1.66
La Doria	0.72	7.19	9.03	2.04	0.72	7.19	9.03	2.04
Green Yard	0.79	8.43	25.77	1.23	0.30	7.54	35.42	0.81
Gelişmekte Olan Ülke Firmaları								
Pioneer Foods	2.11	18.86	34.81	6.54	2.15	16.55	25.64	5.14
Nongshim	1.13	12.49	22.29	1.64	0.75	10.59	10.01	1.13
Ottogi Corporation	2.03	22.54	38.07	4.36	0.98	10.66	15.91	2.20
Avi	2.47	12.40	19.96	7.17	2.44	11.45	19.10	6.43
Marfrig	0.46	5.01	-4.67	3.92	0.52	6.71	-5.41	3.13
Cham Food	0.36	0.81	-4.40	0.71				
Sanlakol	1.10	6.33	46.00	1.59				
Willi Food	-0.37	-11.80	30.17	0.34				
Rhodes Food Group	1.65	13.91	25.24	4.88	1.86	13.24	22.96	4.88

Kaynak: Borsa İstanbul & Bloomberg

Aşağıdaki tabloda, değerlemede baz alınan çarpanların 2016 yılına göre minimum ve maksimum değerleri ile çarpanların medyan ve ortalamaları sunulmaktadır. Çarpanların minimum ve maksimum değerleri arasında önemli farklar bulunduğundan, hesaplamalarda kullanılan verilerin uç değerlerinin olumsuz etkilerini elimine etmek amacıyla karşılaştırılabilir şirket çarpanlarının medyanlarının kullanılması uygun görülmüştür.

	Firma Değeri/ Satışlar	Firma Değeri/ FAVÖK
Minimum	0,30	6,71
Maksimum	5,08	103,63
Medyan	1,56	15,30
Ortalama	1,70	24,34

Şirketlerin piyasa çarpanları metodunda kullanılacak 2016 yılı gelir tablosu ve bilanço parametreleri aşağıdaki gibidir.

2016 (TL)	Satışlar	FAVÖK	Net Borç
AVOD	102,344,261	11,508,154	32,695,655
HASAT	87,764,101	6,461,584	2,880,376

Çarpanlar yoluyla hesaplanan şirket değerleri, çarpanların etkisini dengeli bir biçimde yansıtmak amacıyla eşit olarak ağırlıklandırılmıştır. Benzer şirket analizinden elde edilen medyan çarpanlarla birleştirilmesi sonucunda her iki şirket için elde edilen değerler ve bunların eşit ağırlıklı ortalaması aşağıda sunulmuştur.

	Firma Değeri/ Satışlar	Firma Değeri/ FAVÖK	Ortalama
AVOD	127,355,802	100,191,190	82,100,816
HASAT	145,982,716	122,058,972	113,939,196

E. Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı

Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Verileri	Devralan Ortaklık AVOD	Devrolan Ortaklık HASAT
Ödenmiş Sermaye (TL)	45,000,000	44,389,800
Firma Değeri	113,773,496	134,419,424
AVOD'un Hasat'taki Payı (%)		%54.58
AVOD'un Hasat'taki Ödenmiş Sermaye Payı (TL)		24,229,300
AVOD'un Hasat'taki Değer Payı (TL)		73,370,201
Hasat'ta AVOD Dışı Ödenmiş Sermaye Payı (TL)		20,160,500
Hasat'ta AVOD Dışı Özkaynak Payı (TL)		61,049,223
Birleşmeye Esas Değerler	113,773,496	61,049,223
Birleşme Sonrası Değer		174,822,719
Birleşme Öncesi Pay Başına Defter Değeri	2.5283	3.0282
Birleşme Sonrası Pay Başına Defter Değeri	2.5283	
Değişirme Oranı (1 HASAT Payı Karşılığı Verilecek AVOD Payı)	1.1977	
Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı		
Birleşme Oranı	%65.08	
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)	69,146,353	
Artırılacak Sermaye (TL)	24,146,353	
Değişirme Oranı (1 Hasat Payı Karşılığı Verilecek AVOD Payı)	1.1977	

Yukarıdaki hesaplamalar yapılırken, HASAT'ın birleşme öncesi paybaşına defter değeri AVOD'un birleşme öncesi paybaşına defter değerine bölünerek (3.0282/2.5283), **değişirme oranı** olarak 1.1977 değeri elde edilmiştir.

Birleşme oranı ise AVOD'un ana ortaklığa ait özkaynaklar değerinin birleşme sonrası oluşacak özkaynaklar değerine bölünmesiyle elde edilmiştir ve %65.08 olarak bulunmuştur. Birleşme sonrası sermaye değeri ise AVOD'un ödenmiş sermayesinin birleşme oranına bölünmesiyle 69,146,353 TL olarak bulunmuştur. Dolayısıyla bu metoda göre birleşme gerçekleştiğinde sermaye 24,146,353 TL artmış olacaktır.

3- İndirgenmiş Nakit Akımları Metodolojisi

İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) yöntemi şirketin nakit yaratma potansiyelini değerlendirip, değerlendirme süresi boyunca oluşması beklenen serbest nakit akışlarının net bugünkü değerinin hesaplanması olarak özetlenebilir. Bu yöntemde şirketin gelir tablosu, bilanço ve nakit akışına ilişkin varsayımları ana unsur olarak kullanılır. Bu varsayımların şirketin geçmiş performansı ve genel ekonomik göstergelerle uyumlu olması beklenir.

A. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin (AOSM) Hesaplanması

Şirketlerin gelecekte yaratması beklenen nakit akışlarını bugüne indirmede kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin hesaplanmasında

$$AOSM = \frac{\text{Özkaynak}}{\text{Özkaynak} + \text{Borç}} \times \text{Sermaye Maliyeti} + \frac{\text{Borç}}{\text{Özkaynak} + \text{Borç}} \times \text{Borç Maliyeti} \times (1-t)$$

formülünden faydalanılmıştır. 't' Kurumlar vergisi oranını (%20) ifade etmekte, Özkaynak ve Borç figürleri de bilançodaki değerleri yansıtmaktadır.

Sermaye Maliyeti'nin hesaplanmasında ise Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) kullanılmıştır. Buna göre, AVOD ve HASAT için aşağıdaki CAPM formülünü:

$$\text{Özsermaye Maliyeti} = \text{Risksiz Faiz Oranı} + \text{Beta} \times (\text{Beklenen Piyasa Getirisi} - \text{Risksiz Faiz Oranı})$$

kullanırken Risksiz Faiz Oranlarını Türkiye'nin uzun vadeli tahvil faizlerinin seviyesine paralel olarak %11, Betalarını da muhafazakar olmak adına iksini de 1.0 (halka açık olan AVOD'un Beta'sını formülle hesapladığımızda 5 yıllık Betası BIST-100'e göre 0.54 olarak çıkmaktadır), beklenen piyasa getirisini (piyasa risk primi) de %6 alıyoruz. Şirketlerin kendi bilanço yapılarına göre borç/özkaynak değerlerini AOSM formülüne uyarladığımızda ise her iki şirket için aşağıdaki AOSM değerlerine ulaşıyoruz.

AVOD

Sermaye Maliyeti

Risksiz Faiz Oranı	%11.00
Risk Primi	%6.00
Beta	1.0

Sermaye Maliyeti

Kaldıraç Oranı	%24.09
Borçlanma Maliyeti	%15.00
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%12.50
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%15.92

HASAT
Sermaye Maliyeti

Risksiz Faiz Oranı	%11.00
Risk Primi	%6.00
Beta	1.0

Sermaye Maliyeti	%17.00
Kaldıraç Oranı	%6.57
Borçlanma Maliyeti	%15.00
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%12.50
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%16.70

B. Proforma Finansal Tablolar

Her iki şirket için de 2017-2021 döneminde satışlarda her sene %10.25 büyüme varsayılmış, brüt kar marjlarının 2016 yılı seviyelerinde devam edeceği (tarihsel ortalamalarla da uyumlu olarak) öngörülmüştür. Bu varsayımlar altında gelir tablosu projeksiyonları aşağıdaki şekilde oluşmuştur.

AVOD Gelir Tablosu (TL)	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12
Yurtiçi Satışlar	4,198,821	3,797,320	4,186,545	4,615,666	5,088,772	5,610,371	6,185,434
Yurtdışı Satışlar	87,271,092	98,546,941	108,648,002	119,784,423	132,062,326	145,598,714	160,522,583
Satış Gelirleri	91,469,913	102,344,261	112,834,548	124,400,089	137,151,098	151,209,086	166,708,017
Satışların Maliyeti (-)	-72,928,792	-83,982,095	-92,590,260	-102,080,761	-112,544,039	-124,079,803	-136,797,983
Brüt Kar	18,541,121	18,362,166	20,244,288	22,319,328	24,607,059	27,129,282	29,910,034
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>20.27%</i>	<i>17.94%</i>	<i>17.94%</i>	<i>17.94%</i>	<i>17.94%</i>	<i>17.94%</i>	<i>17.94%</i>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-3,111,715	-3,633,146	-3,949,209	-4,354,003	-4,800,288	-5,292,318	-5,834,781
Genel Yönetim Giderleri (-)	-4,152,600	-6,763,685	-7,217,882	-7,786,109	-8,584,186	-9,265,410	-10,215,114
Faaliyet Karı	11,276,806	7,965,335	9,077,197	10,179,215	11,222,585	12,571,554	13,860,139
Finansman Geliri/Gideri	-7,295,650	-8,758,249	-2,915,977	-2,163,616	-1,332,223	-389,761	651,414
Net Kar	2,707,622	981,801	4,928,976	6,412,479	7,912,290	9,745,434	11,609,242

HASAT Gelir Tablosu (TL)	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12
Yurtiçi Satışlar	15,206,983	19,418,821	21,409,250	23,603,698	26,023,077	28,690,443	31,631,213
Yurtdışı Satışlar	53,026,511	68,345,280	75,350,671	83,074,115	91,589,212	100,977,106	111,327,259
Satış Gelirleri	68,233,494	87,764,101	96,759,921	106,677,813	117,612,289	129,667,549	142,958,473
Satışların Maliyeti (-)	-60,627,889	-76,972,516	-84,862,199	-93,560,574	-103,150,533	-113,723,463	-125,380,118
Brüt Kar	7,605,605	10,791,585	11,897,722	13,117,239	14,461,756	15,944,086	17,578,355
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>11.15%</i>	<i>12.30%</i>	<i>12.30%</i>	<i>12.30%</i>	<i>12.30%</i>	<i>12.30%</i>	<i>12.30%</i>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-2,179,956	-2,661,488	-2,902,798	-3,200,334	-3,528,369	-3,890,026	-4,288,754
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1,835,093	-3,028,756	-2,852,374	-3,071,191	-3,467,078	-3,733,051	-4,214,255
Faaliyet Karı	3,590,556	5,101,341	6,142,551	6,845,714	7,466,309	8,321,008	9,075,346
Finansman Geliri/Gideri	24,153	-2,874,552	113,370	682,875	1,307,619	2,014,053	2,788,340
Net Kar	1,427,169	2,466,670	5,004,737	6,022,871	7,019,143	8,268,049	9,490,949

Bilanço projeksiyonları oluşturulurken de alacak devir hızı, stok devir hızı, borç devir hızı parametrelerinin her iki şirket için de geçmiş değerleriyle uyumlu olacağı varsayılmıştır. Bu öngörüler altında bilanço kalemleri projeksiyonları aşağıdaki şekilde oluşmuştur.

AVOD	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12
Alacak Devir Hızı (Gün)	38	56	50	50	50	50	50
Alacaklar	9,577,116	15,602,696	15,456,787	17,041,108	18,787,822	20,713,573	22,836,715
Stok Devir Hızı (Gün)	100	151	120	120	120	120	120
Stoklar	19,964,614	34,706,741	30,440,633	33,560,798	37,000,780	40,793,360	44,974,679
Borç Devir Hızı (Gün)	76	69	70	70	70	70	70
Borçlar	15,269,152	15,953,324	17,757,036	19,577,132	21,583,788	23,796,127	26,235,230
Net İşletme Sermayesi (Gün)	62	137	100	100	100	100	100
Net İşletme Sermayesi	14,272,578	34,356,113	28,140,385	31,024,774	34,204,813	37,710,807	41,576,164
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-3,055,842	20,083,535	-6,215,728	2,884,389	3,180,039	3,505,993	3,865,358

HASAT	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12
Alacak Devir Hızı (Gün)	28	31	31	31	31	31	31
Alacaklar	5,310,639	7,497,148	8,217,966	9,060,307	9,988,989	11,012,860	12,141,678
Stok Devir Hızı (Gün)	63	77	77	77	77	77	77
Stoklar	10,404,621	16,173,346	17,902,436	19,737,436	21,760,523	23,990,977	26,450,052
Borç Devir Hızı (Gün)	77	77	77	77	77	77	77
Borçlar	12,771,115	16,333,901	17,902,436	19,737,436	21,760,523	23,990,977	26,450,052
Net İşletme Sermayesi (Gün)	14	30	31	31	31	31	31
Net İşletme Sermayesi	2,944,145	7,336,593	8,217,966	9,060,307	9,988,989	11,012,860	12,141,678
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-3,947,285	4,392,448	881,373	842,342	928,682	1,023,871	1,128,818

Serbest nakit akımlarına dair projeksiyonlar ise şu şekildedir:

AVOD	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12
Faaliyet Karı	11,276,806	7,965,335	9,077,197	10,179,215	11,222,585	12,571,554	13,860,139
Amortisman ve İtfa Payları (+)	-1,331,516	-1,718,426	-1,442,962	-1,515,110	-1,590,865	-1,670,408	-1,753,929
Vergi (-)	-431,461	-49,678	-1,526,847	-1,732,821	-1,926,344	-2,180,229	-2,421,242
İşletme Sermayesi Değişimi (+/-)	-3,055,842	20,083,535	-6,215,728	2,884,389	3,180,039	3,505,993	3,865,358
Sabit Sermaye Yatırımları (-)	21,901,982	2,975,876	1,963,213	2,061,374	2,164,442	2,272,665	2,386,298
Serbest Nakit Akımları	-6,669,279	-13,425,328	13,245,827	5,015,741	5,542,624	6,283,076	6,941,170

HASAT	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12
Faaliyet Karı	3,590,556	5,101,341	6,142,551	6,845,714	7,466,309	8,321,008	9,075,346
Amortisman ve İtfa Payları (+)	-322,612	-568,816	-403,953	-424,151	-445,358	-467,626	-491,008
Vergi (-)	-289,398	-584,298	-1,147,720	-1,284,313	-1,404,190	-1,570,676	-1,716,868
İşletme Sermayesi Değişimi (+/-)	-3,947,285	4,392,448	881,373	842,342	928,682	1,023,871	1,128,818
Sabit Sermaye Yatırımları (-)	22,952,425	2,210,864	1,282,391	1,346,511	1,413,836	1,484,528	1,558,755
Serbest Nakit Akımları	-15,381,370	-1,517,453	3,235,021	3,796,700	4,164,960	4,709,559	5,161,913

C. İNA'na göre hesaplanan şirket değerleri

Şirketlerin özsermaye değerleri ise projeksiyon dönemine ait serbest nakit akımlarının indirgenmesi ile artık değer indirgenmiş değerinin toplamıyla elde edilmektedir. Buna göre AVOD için şirket değeri 26,607,191 milyon TL, HASAT içinse 33,190,894 milyon TL olarak bulunmuştur. Artık değer indirgenmiş değeri hesaplanırken ise nihai büyüme oranı olarak %5 kullanılmıştır.

AVOD	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021
İskonto Oranı	15.92%	15.92%	15.92%	15.92%	15.92%
İskonto Faktörü	1.12	1.30	1.51	1.75	2.03
İndirgenmiş Nakit Akımları	11,803,066	3,855,741	3,675,744	3,593,217	3,424,529
Projeksiyon Döneminin İndirgenmiş Değeri					26,352,297
Artık Değer İndirgenmiş Değeri					32,940,570
Net Borç (-)					32,685,676
Şirket Özsermaye Değeri					26,607,191

HASAT	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021
İskonto Oranı	16.70%	16.70%	16.70%	16.70%	16.70%
İskonto Faktörü	1.13	1.32	1.54	1.79	2.09
İndirgenmiş Nakit Akımları	2,867,440	2,883,613	2,710,534	2,625,149	2,465,459
Projeksiyon Döneminin İndirgenmiş Değeri					13,552,196
Artık Değer İndirgenmiş Değeri					22,117,917
Net Borç (-)					2,479,219
Şirket Özsermaye Değeri					33,190,894

D. İNA Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı

İNA Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Verileri	Devralan Ortaklık	Devrolan Ortaklık
	AVOD	HASAT
Ödenmiş Sermaye (TL)	45,000,000	44,389,800
Firma Değeri	26,607,191	33,190,894
AVOD'un Hasat'taki Payı (%)		%54.58
AVOD'un Hasat'taki Ödenmiş Sermaye Payı (TL)		24,229,300
AVOD'un Hasat'taki Değer Payı (TL)		18,115,590
Hasat'ta AVOD Dışı Ödenmiş Sermaye Payı (TL)		20,160,500
Hasat'ta AVOD Dışı Değer Payı (TL)		15,075,304
Birleşmeye Esas Değerler	26,607,191	15,075,304
Birleşme Sonrası Değer		41,682,495
Birleşme Öncesi Pay Başına Defter Değeri	0.5913	0.7477
Birleşme Sonrası Pay Başına Defter Değeri	0.5913	
Değişirme Oranı (1 HASAT Payı Karşılığı Verilecek AVOD Payı)	1.2646	
İNA Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı		
Birleşme Oranı	%63.83	
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)	70,496,441	
Artırılacak Sermaye (TL)	25,496,441	
Değişirme Oranı (1 Hasat Payı Karşılığı Verilecek AVOD Payı)	1.2646	

Yukarıdaki hesaplamalar yapılırken, HASAT'ın birleşme öncesi paybaşına defter değeri AVOD'un birleşme öncesi paybaşına defter değerine bölünerek (0.7477/0.5913), **değişirme oranı** olarak 1.2646 değeri elde edilmiştir.

Birleşme oranı ise AVOD'un ana ortaklığa ait özkaynaklar değerinin birleşme sonrası oluşacak özkaynaklar değerine bölünmesiyle elde edilmiştir ve %63.83 olarak bulunmuştur. Birleşme sonrası sermaye değeri ise AVOD'un ödenmiş sermayesinin birleşme oranına bölünmesiyle 70,496,441 TL olarak bulunmuştur. Dolayısıyla bu metoda göre birleşme gerçekleştiğinde sermaye 25,496,441 TL artmış olacaktır.

SONUÇ

SPK Birleşme ve Bölünme Tebliği'nde (II-23-2) düzenlendiği üzere, Birleşme İşlemi için Birleşme Oranı, Hisse Değişirme Oranı ve birleşme sonrası ulaşılabilecek sermaye tutarını uluslararası değerlendirme standartlarına göre kabul görmüş üç farklı metod kullanılarak hesaplanmıştır.

AVOD ve HASAT'ın birleşmesi işleminde, birleşme oranı, değişirme oranı ve birleşme sonucunda ulaşılabilecek sermaye tutarının belirlenmesi amacıyla, varlık yaklaşımını temsilen Özkaynak Yöntemi, pazar yaklaşımını temsilen Piyasa Çarpanları Yöntemi, gelir yaklaşımını temsilen de İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi olmak üzere uluslararası değerlendirme standartlarına göre kabul görmüş üç farklı yöntem kullanılmıştır. Değişirme oranı hesaplanırken bu üç yönteme sırasıyla %50,%25 ve %25 ağırlık verilmiştir. Özkaynak Yöntemine daha fazla ağırlık verilmesinin ana nedeni diğer metodların içerebileceği subjektif unsurlar ve şirketlerin gerek faaliyet gösterdikleri sektörün benzer olması gerekse de sadece bir tanesinin halka açık olmasıdır.

Yöntem	Özkaynak	Piyasa Çarpanları	İNA	Ağırlıklandırılmış
Birleşme Oranı	%65.19	%65.08	%63.83	%64.82
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)	69,024,675	69,146,353	70,496,441	69,422,429.70
Değişirme Oranı	1.1917	1.1977	1.2646	1.2114
Artırılacak Sermaye (TL)	24,024,675	24,146,353	25,496,441	24,422,429.70
Yöntem Ağırlığı	%50	%25	%25	%100

Tabloda görüleceği üzere, hesaplanan birleşme oranı %64.82, değişirme oranı 1.2114 olmuştur.

Buna göre birleşme sonrası AVOD'un sermayesi 24,422,429.70 TL artışla 69,422,429.70 TL'ye çıkacaktır.

Kullanılan ağırlıklandırma oranları doğrultusunda üç yöntem kullanılarak hesaplanan birleşme oranı ve değişirme oranının adil ve makul olduğu değerlendirilmektedir.

Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı

Birleşme öncesinde ortaklık yapıları aşağıdaki gibidir:

AVOD A.Ş.	Hisse Grubu	Hisse Tutarı (TL)	Oran
Ortaklar			
Nazım Torbaoğlu	A	1,366,283.26	3.04%
Nazım Torbaoğlu	B	2,364,759.14	5.26%
Burak Kızak	A	1,366,283.26	3.04%
Burak Kızak	B	1,378,520.30	3.06%
Sunturk Investors, LLC	B	2,808,310.48	6.24%
Ebru Torbaoğlu	B	1.04	0.00%
Bariş Kızak	B	0.90	0.00%
Halka Açık	B	35,715,841.62	79.37%
TOPLAM		45,000,000.00	100.00%

HASAT BNO A.Ş.	Hisse Tutarı (TL)	Oran
Ortaklar		
AVOD A.Ş.	24,229,300	54.58%
Nazım Torbaoğlu	8,943,800	20.15%
Burak Kızak	8,943,800	20.15%
Ersan Namyeter	480,800	1.08%
Tamer Ustaoglu	786,775	1.77%
Gökhan Şensan	1,005,325	2.26%
TOPLAM	44,389,800	100.00%

Değişirme oranı olarak 1.2114 değerini kullandığımızda elde ettiğimiz yeni sermaye 69,422,429.70 TL olmakta ve hissedarlık yapısı aşağıdaki şekilde oluşmaktadır:

Ortaklar	Hisse Grubu	Hisse Tutarı (TL)	Oran
Nazım Torbaoğlu	A	1,366,283.26	1.97%
Nazım Torbaoğlu	B	13,199,278.46	19.01%
Burak Kızak	A	1,366,283.26	1.97%
Burak Kızak	B	12,213,039.62	17.59%
Sunturk Investors, LLC	B	2,808,310.48	4.05%
Ersan Namyeter	B	582,441.12	0.84%
Tamer Ustaoglu	B	953,099.24	1.37%
Gökhan Şensan	B	1,217,850.70	1.75%
Ebru Torbaoğlu	B	1.04	0.00%
Barış Kızak	B	0.90	0.00%
Halka Açık	B	35,715,841.62	51.45%
Toplam		69,422,429.70	100.00%

UYARI

Uzman Kuruluş Raporumuz Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”) Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2) doğrultusunda hazırlanmış olup, bu amaç dışında Müşteri Yönetimi kullanımı haricinde başka kişi ve kuruluşlara yazılı iznimiz olmadan verilemez.

Tera Yatırım 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.

Çalışmamız, hisse değerlerine temel teşkil eden varsayımların ve değerlemelerin dayanağı hususlarında güvence vermeye yönelik değildir. Olayların ve şartların umulduğu gibi gerçekleşmemesinin olasılığından dolayı, öngörülen veya tahmin edilen sonuçlar ile fiili sonuçlar arasında farklılıklar çıkabilmektedir ve bu farklılıklar, eğer varsa, önemli olabilmektedir.

Şirket hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği ve Şirket Yönetimi’nin ise konusunda uzman kişilerden olduğu varsayılmıştır.