

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

BİRLEŞMEYE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU

30 Nisan 2018

Özel ve Gizlidir

TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

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

Telefon : +90 212 365 1000

Fax : +90 212 290 6995



TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

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 (ikiisi beraber "Şirketler") birleşmesinde kullanılacak yöntemlerin belirlenmesi, değerleme 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 sayfa(lar)la 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 ulaşılmaması 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 indirgenmiş 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 hazırlanmış 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 gerçekleştirilen 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 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, 30 Nisan 2018

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Mustafa Metin Seyhan
Genel Müdür Yardımcısı

Emre 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 2017
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	24 Nisan 2018
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


TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER ANONİM ŞİRKETİ

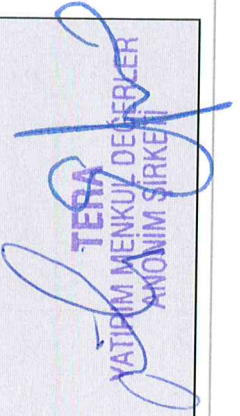
Projenin Sorumlu Tera Yatırım

tarafındaki ilgili kişilerin iletişim bilgileri:

Gül Ayşe Çolak, CFA
acolak@terayatirim.com

Gökhan Canitez
gcanitez@terayatirim.com

M.Metin Seyhan
msevhan@terayatirim.com



TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

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.....	17
7- Organizasyon Yapısı.....	18
8- Ortaklık ve Yönetim Yapısı.....	19
	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	30
E. Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı.....	33
3- İndirgenmiş Nakit Akımları Metodolojisi.....	34
A. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin (AOSM) Hesaplanması	35
B. Proforma Finansal Tablolar	36
C. İNA'na göre hesaplanan şirket değerleri	39
D. İNA Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı.....	40
Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı.....	42
UYARI.....	43



TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

SEKTÖR ANALİZİ

1- Domates Üretimi

AVOD'un ana faaliyeti; yarı kurutulmuş ve kurutulmuş domates imalatı ve ihracatının yapılmasıdır. Hasat'ın ana faaliyeti de kurutulmuş domates imalatı ve ihracatının yapılmasıdır. Dolayısıyla sektör olarak domates endüstrisinin incelenmesi uygundur.

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 sebzelere aittir. Turfanda olarak yetiştirilebilmesi nedeniyle de her mevsimde tüketilebilmektedir.

Domates sıcak ve ılıman iklim sebzesidir. Yetiştirme devrelerinde ısı sıfırına (-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 Çin, Hindistan ve ABD'nin ardından 4. sırada yer almakta olup dünya domates üretiminin yaklaşık olarak %7'sini gerçekleştirmektedir. 2016 yılı verilerine göre dünyada hektar başına domates üretimi 37,02 ton iken Türkiye'de ise bu rakam 66,93 ton olup Türkiye'nin domates üretiminde dünya ortalamasının üzerinde bir verimliliğe sahip olduğu görülmektedir.

Dünyada Domates Ekim Alanları ve Üretimi (2016)				
Ülkeler	Ekim Alanı (hektar)	Üretim (bin ton)	Payı %	Hektar Başına Üretim (ton/hektar)
Çin	1.003.992	56.424	31,87	56,20
Hindistan	760.000	18.399	10,39	24,21
ABD	144.410	13.038	7,36	90,28
Türkiye	188.270	12.600	7,12	66,93
Mısır	199.712	7.943	4,49	39,77
İran	159.123	6.373	3,60	40,05
İtalya	103.940	6.438	3,64	61,94
İspanya	54.203	4.672	2,64	86,19
Brezilya	63.980	4.168	2,35	65,15
Meksika	93.376	4.047	2,29	43,34
Diğer	2.011.747	42.940	24,25	21,34
TOPLAM	4.782.753	177.042		37,02

Kaynak: FAO



TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Dünya genelinde domates sanayisinin ana ürünleri; salça, domates püresi, ketçap, domates suyu ve kurutulmuş domatestir. Bu ürünlere ek olarak, hazır sos ve çerez sektöründe de kullanımının yaygınlaşmasıyla hem dünyada hem Türkiye’de domates talebi artmaktadır. Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere Türkiye’nin 2004-2016 yılları arasındaki dünya domates üretimindeki payı çok fazla değişmemiş olup %7’ler civarında kalmıştır. 2004-2016 yılları arasında dünya domates üretimi yıllık ortalama %2,71 oranında büyümeye gösterirken Türkiye’nin yıllık domates üretimi aynı dönemde bunun çok hafif altında %2,44 oranında bir büyümeye gerçekleşmiştir.

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	174.122.499	7,24	
2016	12.600.000	177.042.359	7,12	
CAGR-2004-2016*	2,44%	2,71%		

Kaynak: TÜİK ve FAO

*CAGR: Yıllık ortalama bileşik büyümeye

3- Türkiye’de Domates Endüstrisi

Tarım, Ormanlık ve Balıkçılık sektörü, Türkiye GSYİH’sinin %7’sini oluşturmaktadır. Özellikle tarım sektörü mevsim koşullarından etkilendiğinden, yıllara göre üretim dalgalanmaları GSYİH’nin geneline kıyasla daha yüksektir. Tablodaki verilere bakıldığında, 2015 yılında Tarım, Ormanlık ve Balıkçılık faaliyetleri GSYİH’ya göre daha hızlı büyürken, bu yılı takip eden yıllarda ise bu sektördeki büyüme ekonomik büyüme hızının oldukça altında kalmıştır.

GSYİH ve Tarım, Ormanlık, Balıkçılık Sektörü			
Yıllar	GSYİH Büyüme (%)	Tarım, Ormanlık, Balıkçılık Büyüme (%)	GSYİH İçindeki 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	9,4	6,9
2016	3,2	-2,6	6,2
2017	7,4	4,7	6,3

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	ÜFE
2004	16,81
2005	15,40
2006	3,03
2007	2,66
2008	2,53
2009	11,60
2010	5,94
2011	8,11
2012	5,30
2013	14,22
2014	8,97
2015	13,30
2016	2,45
2017	4,17
	7,58
	6,97
	6,36
	5,71
	9,94
	17,30
	15,47

Kaynak:TÜİK

Domates sıcak ve iliman iklimde yetişmekte olduğundan ülkemizde üretimin önemli kısmı Akdeniz ve Ege Bölgesinde yapılmaktadır. Akdeniz Bölgesi'nde Türkiye'deki toplam üretimin %31'i gerçekleştirilmektedir. Aynı kıyı şerhinde 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, Tuğay, 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 sektörteki üreticilerin maliyetini artırmakla beraber, rekabeti azaltmaktadır. Özellikle yarı kurutulmuş domates için büyük firmalar gerekmektedir 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 satmaktadır. Tedarik zincirinin bir tarafında McDonald’s gibi büyük gıda şirketlerinin bulunması, üretim esnasında kontrol sürecini artırmak gibi üreticiler için maliyeti artıran etkiler 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.


YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

AVOD

1- Şirket Profili

AVOD, sebze ve meyve kurutma işlemleri, kurutulmuş/yarı kurutulmuş veya konserve sebze ve meyvelerin alım satım, işlenmesi, pazarlaması, komisyonculuğu, bayıllığı, ihracat ve ithalatının yapılması amacıyla 2005 yılında İzmir'de kurulmuştur.

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	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 bulunmakta 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 Türkeli Beldesinde, kendisine ait 15.000 metrekaarelik arsa üzerindeki 5.000 metrekaarelik kapalı alana sahip modern tesisinde sürdürmektedir. Şirket tesislerinde 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 kalibrelere 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 soğutulmuş domatesler polietilen torbalara alınarak kolilerle depolanır.

TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

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 paketlenebilir.

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 mihai ürünler; uluslararası zincirlere verilen perakende ürünler olarak sınıflandırılabilir.

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

İhracat ağırlıklı olarak çalışan AVOD'un konsolide satış gelirleri içerisinde ihracatın payı 2017 yılı itibarıyla %95'dir.

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) (Konsolide olmayan verilerdir)						
Ülke	31.12.2017	Oran	31.12.2016	Oran	31.12.2015	Oran
ABD	23.340.139	59%	15.818.328	%52	14.756.436	%43
İngiltere	10.893.715	28%	7.812.559	%26	9.954.615	%29
Almanya	4.885.554	12%	5.730.660	%19	8.505.336	%25
Yunanistan	173.144	0%	390.672	%1	589.164	%2
Hollanda			447.017	%1	439.030	%1
Diğer	76.528	0%	2.308	%0	0	%0
Toplam İhracat	39.369.080		30.201.544		34.244.581	

AVOD'un en büyük alıcısı ABD menşeli 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 menşeli Sunktur Investors, AVOD'un %6,24 oranında hissesine sahiptir. Sunktur 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.

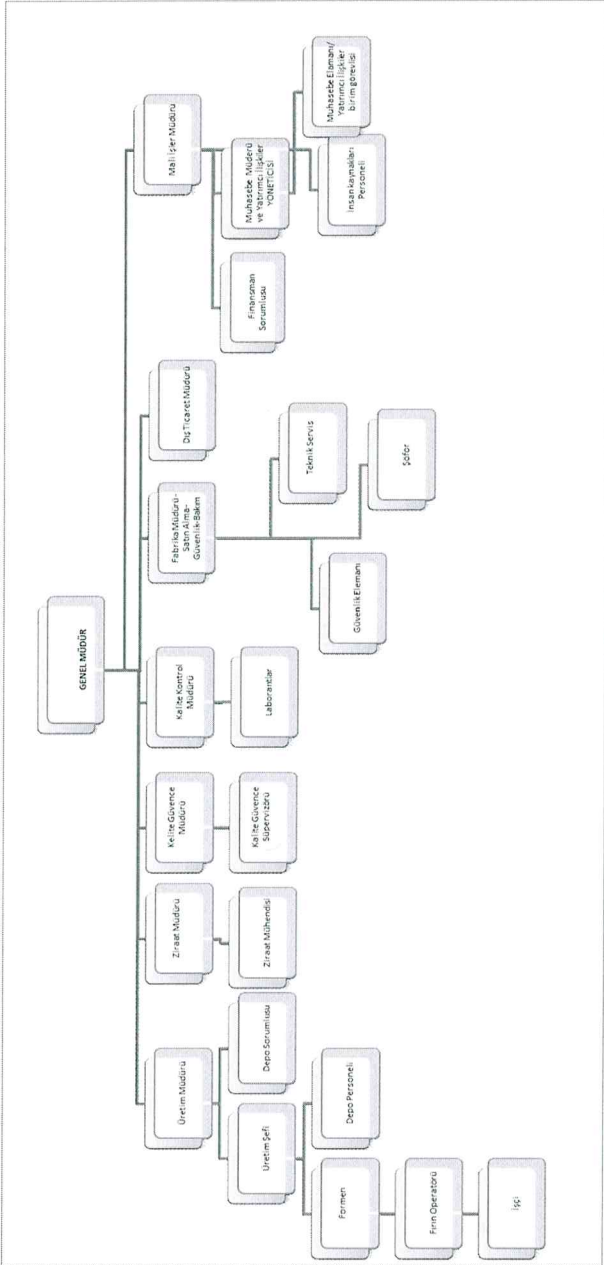
6- Tedarik Sistemi ve Tedarik Ağı

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 kiralağı 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 zirai mühendisleri gözetiminde domates yetiştirmektedir.

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

7- Organizasyon Yapısı



AVOD Personel Sayısı (Ortalama)

	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Personel Sayısı	164	173	183	196

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 bakımından 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. Standartta 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	%3,036
Nazım Torbaoğlu	B	2.364.758,54	%5,255
Burak Kızak	A	1.366.283,26	%3,036
Burak Kızak	B	1.378.519,70	%3,063
Sunturk Investors LLC	B	2.808.310,48	%6,241
Halka Açık	B	35.715.844,76	%79,369
TOPLAM		45.000.000,00	%100,000

AVOD Yönetim Kurulu	
Ad-Soyad	Görevi
Nazım Torbaoğlu	Yönetim Kurulu Başkanı
Burak Kızak	Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı
Barış Kızak	Yönetim Kurulu Üyesi
Rifat Kamaşak	Yönetim Kurulu Bağımsız Üyesi
Biröl Yence	Yönetim Kurulu Bağımsız Üyesi

*AVOD'un esas sözleşmesine göre A grubu payların sadece oyda imtiyazı mevcut olup A grubu 1 pay 15 oy adetine sahiptir, fakat temettüde imtiyaz bulunmamaktadır. B grubu paylar hiçbir imtiyaza sahip değildir. Bu nedenle Rapor'da şirketin değerinin tespitinde A ve B grubu paylar arasında herhangi bir ayrıma gidilmemiştir.

**TERA**
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

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 SINAI / BIST ANA/ BIST GIDA, İÇEÇEK
ABCD Grubu	A
Kotasyon/İşlem Görmeye Başlama Tarihi	06.12.2011
Ödenmiş Sermaye	45.000.000 TL
Kayıtlı Sermaye Tavanı	100.000.000 TL


TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

11- AVOD Bilanço ve Gelir Tablosu
Bilanço (TL)

VARLIKLAR	2015/12	2016/12	2017/12
Dönen Varlıklar	47.998.026	65.601.913	83.428.436
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.637.837	4.280.696	5.998.774
Ticari Alacaklar	9.577.116	15.602.696	14.409.786
Diğer Alacaklar	6.353.983	1.910.174	7.273.870
Stoklar	19.964.614	34.706.741	43.550.473
Diğer Dönen Varlıklar	5.464.476	9.101.606	12.195.533
Duran Varlıklar	66.170.399	87.881.764	90.409.984
Diğer Alacaklar	12.212	14.781	15.482
Finansal Yatırımlar	20.000	20.000	20.000
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	17.475.239	35.762.643	35.630.846
Maddi Duran Varlıklar	17.316.894	20.268.446	22.403.814
Şerefiye	12.014.781	12.014.781	12.014.781
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	18.971.492	18.995.816	19.660.721
Ertelenmiş Vergi Varlığı	349.241	589.296	616.520
Diğer Duran Varlıklar	10.540	216.001	47.460
TOPLAM VARLIKLAR	114.168.425	153.483.677	173.838.420
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	42.499.826	47.726.450	63.237.737
Finansal Borçlar	26.243.796	29.968.139	46.033.861
Diğer Finansal Yükümlülükler	28.106	9.979	27.673
Ticari Borçlar	15.269.152	15.953.324	15.505.285
Diğer Borçlar	431.061	366.475	562.393
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	51.838	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	527.711	1.376.695	1.108.525
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10.546.488	9.682.627	14.858.004
Finansal Borçlar	8.779.920	6.998.233	12.208.000
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar (veya Kıdt	383.766	569.647	688.192
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.382.802	1.917.619	1.874.157
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	197.128	87.655
Özkaynaklar	61.122.111	96.074.600	95.742.679
TOPLAM KAYNAKLAR	114.168.425	153.483.677	173.838.420


TERA
 YATIRIM MENKUL DEĞERLER
 ANONİM ŞİRKETİ

Gelir Tablosu

	2015/12	2016/12	2017/12
Satış Gelirleri	91.469.913	102.344.261	113.106.494
Satışların Maliyeti (-)	-72.928.792	-83.982.095	-93.420.164
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	18.541.121	18.362.166	19.686.330
BRÜT KAR (ZARAR)	18.541.121	18.362.166	19.686.330
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-3.637.739	-4.112.277	-5.112.887
Genel Yönetim Giderleri (-)	-4.558.755	-7.280.419	-7.792.213
Diğer Faaliyet Gelirleri	2.305.100	3.779.180	4.067.474
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-3.184.476	-1.824.113	-2.707.310
FAALİYET KARI (ZARARI)	9.465.251	8.924.537	8.141.394
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	969.482	865.191	-4.936
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.305.690	865.191	368.632
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	0	-373.568
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararla	-336.208	0	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	10.434.733	9.789.728	8.136.458
Finansman Gelirleri	666.202	729.692	725.756
Finansman Giderleri (-)	-7.961.852	-9.487.941	-8.504.354
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	3.139.083	1.031.479	357.860
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-431.461	-49.678	-276.886
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	-284.844	-644.779	-326.816
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	-146.617	595.101	49.930
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	2.707.622	981.801	80.974
DÖNEM KARI (ZARARI)	2.707.622	981.801	80.974
Dönem Kar/Zararının Dağılımı			
Ana Ortaklık Payları	1.725.166	-105.654	-390.304
Azınlık Payları	982.456	1.087.455	471.278


TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ŞİRKETİ

HASAT**1- Şirket Profili**

Hasat, sebze ve meyve kurutma işlemleri, kurutulmuş veya konserve sebze ve meyvelerin alım satımı, işlenmesi, pazarlaması, komisyonculuğu, bayılığı, ihracat ve ithalatın 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 ana ortağı olan AVOD'a ait 15.000 m² açık ve 5.000 m² kapalı alanda kiralandığı kısımda yıllık 3.000 ton kuru domates kapasitesi ile hizmet vermektedir.

3- Üretim Süreci ve Üretim Teknolojisi

Hasat, İzmir ve Manisa civarında hem kendisine ait hem de kiralandığı tarlalarda 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 kitadaki müşterilerine tüm yıl boyunca kesintisiz olarak ürün sevkiyatı yapılabilmektedir. En çok ihracat yapılan ülkeler; Hollanda, ABD, İngiltere, Kanada ve İsrail'dir.



TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

HASAT Ülkelere Göre İhracat Verileri (TL)

Ülke	31.12.2017	Oran	31.12.2016	Oran	31.12.2015	Oran
Hollanda	5.090.977	%57	6.349.992	%45	5.624.936	%62
ABD	360.878	%4	4.870.916	%35	1.184.598	%13
İngiltere	1.782.660	%20	1.164.834	%8	1.143.221	%13
Kanada	1.403.290	%16	1.151.032	%8	802.746	%9
Danimarka	126.014	%1	245.602	%2	0	%0
Japonya	81.172	%1	122.427	%1	99.612	%1
İsrail	88.222	%1	80.835	%1	169.272	%2
Fransa	39.941	%0	31.289	%0	0	%0
Diğer			2.011	%0	0	%0
Toplam İhracat	8.973.152		14.018.938		9.024.385	

6- Tedarik Sistemi ve Tedarik Ağı

Hasat, 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 kiralağığı 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. 2018 KİRALANAN YERLER

Kiraya Veren	Kiralanılan Yerin Cinsi	Adresi	Kullanım Şekli	Süresi	Brüt Kıra (TL)
Harika Tunca	Boş Tarla	Gölbey Mevkii Şehzadeler Güzelköy Manisa	Tarımsal amaçlı ürün yetiştirme	02/04/2018-31/12/2023	159.625
Halit Ege	Boş Tarla	Şehzadeler Köyü Çamköy Manisa	Tarımsal amaçlı ürün yetiştirme	01/01/2018-31/12/2018	13.500
Necati Başkentli	Boş Tarla	Şehzadeler Köyü Tekeliler Manisa	Tarımsal amaçlı ürün yetiştirme	01/01/2018-31/12/2018	6.800
Mustafa Ali Palaz	Boş Tarla	Şehzadeler Köyü Tekeliler Manisa	Tarımsal amaçlı ürün yetiştirme	02/01/2018-31/12/2018	6.800

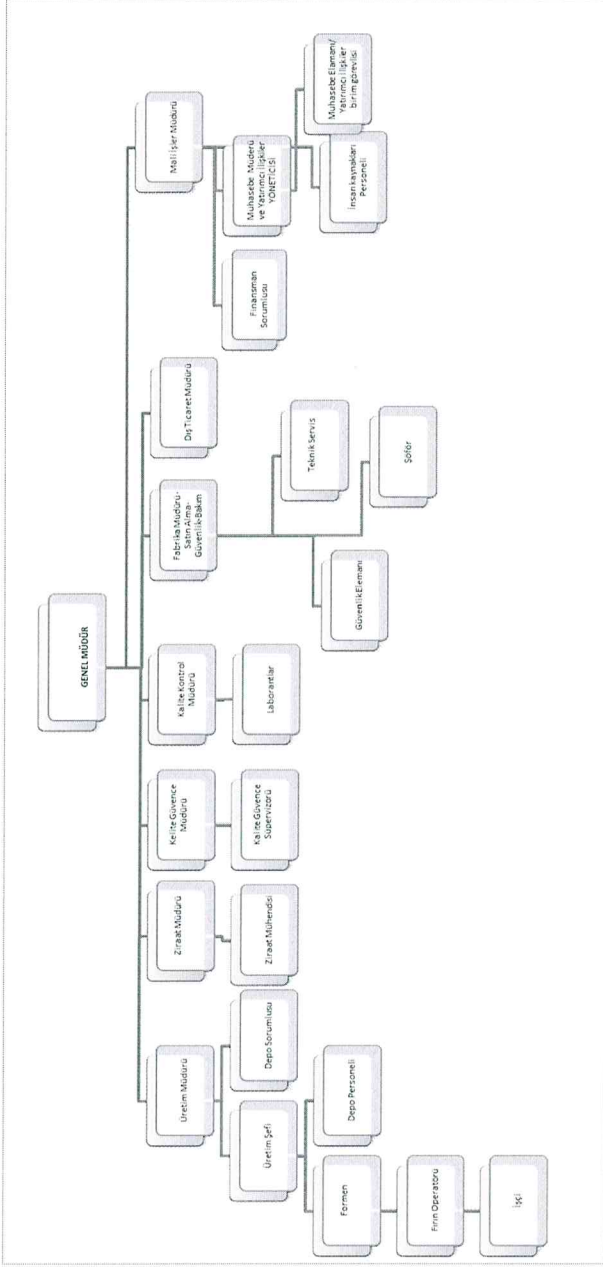


TERA

 YATIRIM MENKUL DEĞERLER

 ANONİM ŞİRKETİ

7- Organizasyon Yapısı



Hasat Personel Sayısı (Ortalama)

	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Personel Sayısı	72	102	130	120

8- Ortaklık ve Yönetim Yapısı

HASAT Ortaklık Yapısı		
Ortaklar	Hisse Tutarı (TL)	Oran
AVOD A.Ş.	24.229.300	%54,58
Nazım Torbaoglu	8.943.800	%20,15
Burak Kizak	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 Kizak	Yönetim Kurulu Başkanı
Nazım Torbaoglu	Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı
Barış Kizak	Yönetim Kurulu Üyesi


TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

9- HASAT Bilanço ve Gelir Tablosu

Bilanço (TL)

VARLIKLAR	2015/12	2016/12	2017/12
Dönen Varlıklar	25.416.237	34.364.140	42.095.541
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.979.500	3.425.682	4.483.006
Ticari Alacaklar	5.310.639	7.497.148	6.119.065
Diğer Alacaklar	3.318.669	1.442.495	2.980.921
Stoklar	10.404.621	16.173.346	21.867.183
Diğer Dönen Varlıklar	3.402.808	5.825.469	6.645.366
Duran Varlıklar	40.914.368	61.579.778	63.487.010
Diğer Alacaklar	12.212	14.781	15.842
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	10.393.596	28.745.000	28.677.203
Maddi Duran Varlıklar	4.512.231	6.679.206	7.833.540
Şerefiye	6.873.981	6.873.981	6.873.981
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	18.924.729	18.968.618	19.633.874
Ertelenmiş Vergi Varlığı	197.619	263.860	452.570
Diğer Duran Varlıklar	0	34.332	0
TOPLAM VARLIKLAR	66.330.605	95.943.918	105.582.551
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	14.621.083	22.783.427	33.076.222
Finansal Borçlar	1.500.000	5.770.143	10.023.872
Diğer Finansal Yükümlülükler	24.453	4.617	17.698
Ticari Borçlar	12.771.115	16.333.901	17.285.172
Ertelenmiş Gelirler	0	0	4.643.342
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	325.515	674.765	1.106.138
Uzun Vadeli Yükümlülükler	780.586	2.477.392	2.307.378
Finansal Borçlar	0	531.297	312.244
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	129.572	204.209	269.803
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	651.014	1.567.905	1.651.501
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler		173.981	73.830
Özkaynaklar	50.928.936	70.683.099	70.198.951
TOPLAM KAYNAKLAR	66.330.605	95.943.918	105.582.551


TERA
 YATIRIM MENKUL DEĞERLER
 ANONİM ŞİRKETİ

Gelir Tablosu (TL)

	2015/12	2016/12	2017/12
Satış Gelirleri	68.233.494	87.764.101	83.487.686
Satışların Maliyeti (-)	-60.627.889	-76.972.516	-73.725.907
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	7.605.605	10.791.585	9.761.779
BRÜT KAR (ZARAR)	7.605.605	10.791.585	9.761.779
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-2.622.036	-3.055.820	-3.909.335
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.934.401	-3.138.580	-2.915.515
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.313.531	1.858.685	1.287.305
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-2.368.298	-3.274.275	-1.878.406
FAALİYET KARI (ZARARI)	1.994.401	3.181.595	2.345.828
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	34.221	595.034	114.929
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	-195.175	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Z	-336.208	0	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	1.692.414	3.581.454	2.460.757
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	336.369	373.945	209.050
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	-312.216	-904.431	-2.199.384
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZAR)	1.716.567	3.050.968	470.423
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-289.398	-584.298	-234.175
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	-284.844	-644.779	-326.816
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	-4.554	60.481	92.641
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	1.427.169	2.466.670	236.248
DÖNEM KARI (ZARARI)	1.427.169	2.466.670	236.248
Dönem Kar/Zararının Dağılımı			
Ana Ortaklık Payları	1.161.513	1.936.592	-407.076
Azınlık Payları	265.656	530.078	643.324

 TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

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. Bu tespitin ardından değerlendirilmeye konu olan şirket ile benzer olan şirketler gruplandırılarak, bu şirketlerin işlem gördükleri borsalarda oluşan veriler üzerinden piyasa çarpanları hesaplanır. Bu şekilde bulunan piyasa çarpanları, değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına uygulanarak şirket değerine ulaşılmaktadır. Çarpanların genellikle uygulandığı değişkenler 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 Ağırıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) olup, bu oran mevcut finansman yapısına karşılık istenilen/hedeflenen finansman yapısını gösterir.



TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

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 karşılaştırılmalı 31.12.2017 tarihli konsolide finansal tablolar esas alınmıştır.

Özkaynak metodolojisiyle yapılan değerlendirilmede, AVOD'un birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken kullanılan ana ortaklık özkaynak değeri Değerleme Tarihi itibarıyla 63.652.926 TL iken HASAT'ın ana ortaklık özkaynak değeri 69.414.546 TL'dir. SPK ve KGK düzenlemeleri gereğince, her iki şirket için de TMS/TFRS'ye uygun olarak hazırlanmış, bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2017 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

Özkaynaklar	95.742.679
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	63.652.926
Ödenmiş Sermaye	45.000.000
Karşılıklı İştirak Sermayesi Düzeltmesi (-)	0
Hisse Senedi İhraç Primleri	958.784
Değer Artış Fonları	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	421.408
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	4.472.756
Dönem Net Kar/Zararı	-390.304
Yabancı Para Çevrim Farkları	0
Diğer Özsermaye Kalemleri	13.190.282
Azınlık Payları	32.089.753
TOPLAM KAYNAKLAR	173.838.420



TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
A.Ş.

B. HASAT Özkaynak Tablosu

Özkaynaklar	70.198.951
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	69.414.546
Ödenmiş Sermaye	44.389.800
Karşılıklı İştirak Sermayesi Düzeltmesi (-)	0
Hisse Senedi İhraç Primleri	
Değer Artış Fonları	43.974
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	457.525
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	4.317.193
Dönem Net Kar/Zararı	-407.076
Yeni Den Değerleme Ölçüm Kazanç / (Kayıpları)	20.715.942
Diğer Özsermaye Kalemleri	-102.812
Azımlık Payları	784.405
TOPLAM KAYNAKLAR	105.582.551

C. Özkaynak Yöntemine Göre Birleşme ve Değiştirme Oranı

Özkaynak Yöntemine Göre Birleşme ve Değiştirme Verileri	Devralan Ortaklık	Devrolan Ortaklık
AVOD A.Ş.	AVOD A.Ş.	HASAT BNO A.Ş.
Ödenmiş Sermaye	45.000.000	44.389.800
Özkaynaklar	63.652.926	69.414.546
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)		37.888.566
Hasat'ta AVOD Dışı Ödenmiş Sermaye Payı (TL)		20.160.500
Hasat'ta AVOD Dışı Özkaynak Payı (TL)		31.525.980
Birleşmeye Esas Özkaynaklar	63.652.926	31.525.980
Birleşme Sonrası Özkaynaklar		95.178.906
Birleşme Öncesi Pay Başına Defter Değeri	1,4145	1,5637
Birleşme Sonrası Pay Başına Defter Değeri	1,4145	
Değiştirme Oranı (1 Hasat Payı Karşılığı Verilecek AVOD Payı)	1,1055	
Özkaynak Yöntemine Göre Birleşme ve Değiştirme Oranı		
Birleşme Oranı	66,88%	
Birleşme Sonrası Sermaye	67.287.571	
Artırılacak Sermaye	22.287.571	
Değiştirme Oranı (1 Hasat Payı Karşılığı Verilecek AVOD Payı)	1,1055	



TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Not: Birleşme ve değiştirme oranı hesaplamaları küsüratı içermekte olup, tama iblağ edilmek suretiyle sunulmaktadır. İşbu Rapor kapsamındaki hesaplamalarda küsüratlı tutarlar kullanılmaktadır.

Yukarıdaki hesaplamalar yapılırken, HASAT'ın birleşme öncesi paybaşına defter değeri AVOD'un birleşme öncesi paybaşına defter değerine bölünerek (1.5637/1.4145), **değiştirme oranı** olarak 1.1055 değeri elde edilmiştir.

Birleşme oranı ise AVOD'un ana ortaklığa ait özkaynaklar değerinin birleşme sonrası oluşacak özkaynaklar değerine bölünmesiyle elde edilmiştir ve %66.88 olarak bulunmuştur. Birleşme sonrası sermaye değeri ise AVOD'un ödenmiş sermayesinin birleşme oranına bölünmesiyle 67,287,571 TL olarak bulunmuştur. Dolayısıyla bu metoda göre birleşme gerçekleştiğinde sermaye 22,287,571 TL tutarında artmış olacaktır.

2- Piyasa Çarpanları Metodolojisi

Piyasa çarpanları metodolojisine göre AVOD ve HASAT'ın özkaynak değerleri belirlenirken domates işleme alanında faaliyetleri gösteren ve faaliyetleri açısından Şirketler 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. Benzer şirketler seçilirken Borsa İstanbul Gıda ve İçecek Endeksi'nde yer alan ve AVOD ve HASAT gibi meyve/sebze işleme sektöründe faaliyet gösteren firmalar tercih edilmiştir. Küresel şirketlerin seçiminde de meyve/sebze işleme sektöründe faaliyet gösteren şirketler seçilmiştir. Benzer şirketlerin büyüklükleriyle çarpanları arasında güçlü pozitif korelasyon görülmemesinden dolayı da benzer şirketlerin AVOD ve HASAT'la ölçek farkları nedeniyle çarpan analizinde düzeltmeye gidilmemiştir.

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, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar (FAVÖK) ve Net Kar parametreleri incelenmiştir. Buna karşın değerlendirme çalışmasında baz alınan oranlar; sadece Firma Değeri/Satışlar, Firma Değeri/FAVÖK olup Fiyat/Kazanç oranları kullanılmamıştır. Çalışmanın birinci bölümünde Özkaynak metodolojisine göre hesaplama yapıldığından, özkaynak bazlı oranlar (Ö: Piyasa Değeri/Defter Değeri) piyasa çarpanları metodolojisinde dikkate alınmamıştır.

Aşağıdaki tabloda, değerlendirilmede 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	0,09	-8,43
Maksimum	3,99	37,02
Medyan	1,32	12,16
Ortalama	1,53	14,17

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.

1 –Gerek AVOD'un gerekse de HASAT'ın 2017 yılında düşük seviyede net kar elde etmeleri ve dolayısıyla düşük bazın değerlendirilme için oluşturacağı sakinleşme / Kazanç çarpanı değerlendirilmede kullanılmamıştır.

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 faaliyeti 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. 2016 yılı cirosu 3.7 milyon TL'dir.

Tuğuş Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.

Tuğuş, 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. 2016 yılı cirosu 202.7 milyon TL'dir.

Tat Gıda Sanayi A.Ş.

Tat, Sek, Maret ve Pastavilla şirketleri 2003 yılında Tat Gıda altında birleşmiştir. Maret, 2014 yılında Name't'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 üretimi sürdüren şirketin cirosunun %40'ı, domates, salça ve ketçap ürünlerinden oluşmaktadır. 2016 yılı cirosu 981.1 milyon TL'dir.

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. 2016 yılı cirosu 461.9 milyon TL'dir.

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. 2016 yılı cirosu 124.7 milyon TL'dir.

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 Sultanیه'deki bir salça fabrikasını satın alarak grup bünyesine katmıştır. Merko, 1994 yılında Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır. 2016 yılı cirosu 83.0 milyon TL'dir.

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-İda, Oscar Mayer, Philadelphia, Planters, Plasmon, Quero, Weight Watchers Smart Ones ve Velveeta'dır. Şirket 40'ın üzerinde ülkede faaliyet göstermekte olup yıllık cirosu 26.5 milyar \$'dır. Ürünleri; konserve ve dondurulmuş meyve ve sebzeler, ketçap, süt ve süt ürünleri, kahve, meyve suları, şekerleme ve paketlenmiş cerezlerden oluşmaktadır. Kraft Heinz, ABD Nasdaq Borsasında işlem görmektedir.

Campbell Soup Company

Campbell Soup Company, yıllık cirosu 8 milyar \$ olan global bir gıda ve içecek firmasıdır. 6 ülkede üretim tesisleri olup 100'ün üzerinde 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. 2016 yılı cirosu 11.6 milyar \$'dır.

Pinnacle Foods

Pinnacle Foods Inc. ağırlıklı olarak Kuzey Amerika'da faaliyet göstermekte olup yıllık cirosu 3.1 milyar \$'dır. Şirket; dondurulmuş sebze, 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 8.5 milyar \$'dır. Şirket Nasdaq Borsası'nda işlem görmektedir.

La Doria SpA

İşlenmiş gıda ürünleri satan şirket domates, soslar, makarna, havuç, patates vs. ürünlerin konserveciğine odaklanmıştır ve ürünlerini ana olarak Avrupa ve Ortadoğu pazarlarında satmaktadır. Şirket İtalyan Borsası'nda işlem görmektedir. 2016 yılı cirosu 653 milyon €'dur.

Geen Yard

Şirket taze ve işlenmiş meyve/sebze satışına odaklanmıştır. Şirket Brüksel Borsası'nda işlem görmektedir. 2016 yılı cirosu 3,2 milyar €'dur.

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 mamuller, 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 mamuller, çerezler, işlenmiş 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 mamuller, 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 mamuller, hazır yemekler, deniz ürünleri, dondurulmuş ve yaş sebze ve meyve üretmektedir. Şirketin, 4 kitada 15 ülkede üretim ve işleme tesisi bulunmaktadır. Şirket 2007'de BM&FBOVESPA Borsası'ndan işlem görmeye başlamıştır.

Rhodes Food Group

Şirket taze ve işlenmiş meyve/sebze satışına odaklanmıştır. Şirket Güney Afrika Borsası'nda işlem görmektedir. 2016 yılı cirosu 281 milyon \$'dır.



TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Bu şirketlere ilişkin özet finansal tablo büyüklükleri aşağıda sunulmuştur.

		31.12.2017						
Yerli Firmalar	Para Birimi	Satış	Özsermaye	FAVÖK	Net Kar	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri
Taze Kuru	TRY (Bin)	3.406	2.327	674	90	8.000	2.693	10.693
Tukaş	TRY (Bin)	235.259	141.125	31.637	6.293	482.590	130.542	613.132
Tat Gıda	TRY (Bin)	1.074.035	492.976	83.511	61.184	692.240	96.606	788.846
Kereviş Gıda	TRY (Bin)	2.420.708	593.179	146.809	66.679	2.478.430	955.180	3.433.610
Merko	TRY (Bin)	94.946	14.903	-7.828	-13.772	32.580	33.420	66.000
Penguen Gıda	TRY (Bin)	156.606	34.423	5.596	-14.841	101.748	105.436	207.184
Gelişmiş Ülke Firmaları								
Kraft Heinz	USD (milyon)	26.232	66.247	8.390	4.415	74.652	29.907	104.772
Campbell's Soup	USD (milyon)	7.890	1.645	1.810	932	12.804	3.710	16.521
ConAgra Foods	USD (milyon)	7.827	4.078	1.471	565	14.501	3.529	18.120
Pinnacle Foods	USD (milyon)	3.144	2.380	681	288	6.543	2.712	9.257
United Natural Foods	USD (milyon)	9.275	1.682	320	131	2.213	371	2.630
La Doria	USD (milyon)	669	227	60	30	364	98	462
Green Yard	USD (milyon)	4.663	756	160	7	1.012	388	1.414
Gelişmekte Olan Ülke Firmaları								
Pioneer Foods	USD (milyon)	1.465	595	117	58	2.445	80	2.527
Nongshim	USD (milyon)	1.954	1.725	159	80	1.764	-497	1.279
Ottogi Corporation	USD (milyon)	1.881	1.079	171	101	2.495	-189	2.339
Avi	USD (milyon)	971	4.852	197	121	3.186	112	3.284
Marfrig	USD (milyon)	5.821	796	498	-140	1.623	2.432	4.128
Rhodes Food Group	USD (milyon)	344	165	40	18	394	79	474

Kaynak: Borsa İstanbul & Bloomberg Erişim Tarihi 11 Nisan 2018)

TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ



D. Piyasa Çarpanları

	31.12.2016				31.12.2017			
	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	2,55	18,61	128,29	3,69	3,14	15,86	88,70	3,44
Tukaş	2,51	18,22	23,81	2,66	2,61	19,38	76,69	3,42
Tat Gıda	1,04	13,75	15,34	2,15	0,73	9,45	11,31	1,40
Kereviş Gıda	1,03	103,63	-4,56	-6,43	1,42	23,39	37,17	4,18
Merko	0,55	93,21	-4,82	1,04	0,70	-8,43	-2,37	2,19
Penguen Gıda	1,56	49,27	-10,03	2,15	1,32	37,02	-6,86	2,96
Gelişmiş Ülke Firmaları								
Kraft Heinz	5,08	18,82	29,27	1,85	3,99	12,49	16,91	1,13
Campbell's Soup	2,82	17,71	34,14	12,54	2,09	9,13	13,74	7,78
ConAgra Foods	2,10	19,48	-29,20	5,21	2,32	12,32	25,67	3,56
Pinnacle Foods	2,91	15,30	29,78	3,23	2,94	13,59	22,72	2,75
United Natural Foods	0,37	10,50	20,02	1,66	0,28	8,22	16,89	1,32
La Doria	0,72	7,19	9,03	2,04	0,69	7,70	12,13	1,60
Green Yard	0,30	7,54	35,42	0,81	0,30	8,84	153,33	1,34
Gelişmekte Olan Ülke Firmaları								
Pioneer Foods	2,15	16,55	25,64	5,14	1,72	21,59	42,16	4,11
Nongshim	0,75	10,59	10,01	1,13	0,65	8,05	22,08	1,02
Ottogi Corporation	0,98	10,66	15,91	2,20	1,24	13,68	24,70	2,31
Avi	2,44	11,45	19,10	6,43	3,38	16,67	26,29	0,66
Marfrig	0,52	6,71	-5,41	3,13	0,71	8,29	-11,56	2,04
Cham Food					0,09		7,38	
Sanlakol								
Willi Food					0,39	11,59	89,86	0,53
Rhodes Food Group	1,86	13,24	22,96	4,88	1,38	11,99	22,25	2,39

Kaynak: Borsa İstanbul & Bloomberg Erişim Tarihi 11 Nisan 2018)

Aşağıdaki tabloda, değerlendirilmede baz alınan çarpanların 2017 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	0,09	-8,43
Maksimum	3,99	37,02
Medyan	1,32	12,16
Ortalama	1,53	14,17

Şirketlerin piyasa çarpanları metodunda kullanılacak 2017 yılı gelir tablosu ve bilanço parametreleri aşağıdaki gibidir:

2017 (TL)	Satışlar(*)	FAVÖK(*)	Net Borç
AVOD	113,106,494	10,284,567	52,270,760
HASAT	83,487,686	4,489,001	5,870,808

* Piyasa Çarpanları Yöntemine göre birleşme ve değiştirme oranı hesabı yapılırken, eliminasyonlar AVOD'un satışlar ve FAVÖK kalemlerinde yapılmamış; her bir şirketin kendi başına değeri hesaplandıktan sonra Özkaynak Yönteminde yapıldığı gibi Hasat'ta AVOD'un payı kaynaklı değer elimine edilerek birleşme oranı hesaplamasının yapılması uygun görülmüştür. Metotların benzerliği nedeniyle bu yöntemle elde edilen değerler AVOD'un solo finansallarıyla yapılacak hesaplamalara benzer sonuç üreteceği değerlendirilmektedir.

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.

AVOD (TL)	
FAVÖK (2017)	10,284,567
FD/FAVÖK (x)	12.16
Şirket Değeri	125,024,789
Net Fin. Borç (-)	52,270,760
Yat. Amaçlı Gayrimenkul (+)	35,630,846
Maden Değeri* (Krom) (+)	28,233,203
Azınlık Payları** (-)	31,637,860
Hisse Değeri	104,980,218

AVOD (TL)	
Satışlar (2017)	113,106,494
FD/Satışlar (x)	1.32
Şirket Değeri	149,635,747
Net Fin. Borç (-)	52,270,760
Yat. Amaçlı Gayrimenkul (+)	35,630,846
Maden Değeri (Krom) (+)	28,233,203
Azınlık Payları (-)	31,637,860
Hisse Değeri	129,591,176

*HASAT BNO A.Ş.'nin sahip olduğu krom madenin değeri hesaplanırken DMT GMBH & Co. KG'nin 26 Şubat 2018 tarihli ve Dünya Grup Gayrimenkul Değerleme Danışmanlık A.Ş.'nin 25.12.2017 tarihli maden değerlendirme raporlarında yer alan dört yıllık üretim, maliyet giderleri ve yatırım harcamalarına ilişkin ayrıntılı bilgiler kullanılmıştır.

**Azınlık Payları: AVOD'un kontrol gücü olmayan payları hesaplanırken HASAT için hesapladığımız Özkaynak Değeri olan TL69,656,231 kullanılmıştır. Tahmin edilmiş Azınlık Payları = TL 69,656,231 x (1- %54,58) = TL 31,637,860.

TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ



HASAT (TL)	
FAVÖK (2017)	4,489,001
FD/FAVÖK (x)	12.16
Şirket Değeri	54,570,737
Net Fin. Borç (-)	5,870,808
Yat. Amaçlı Gayrimenkul (+)	28,677,203
Maden Değeri (Krom) (+)	28,233,203
Azınlık Payları (-)	784,405
Hisse Değeri	104,825,931

HASAT (TL)	
Satışlar (2017)	87,764,101
FD/Satışlar (x)	1.32
Şirket Değeri	110,451,150
Net Fin. Borç (-)	5,870,808
Yat. Amaçlı Gayrimenkul (+)	28,677,203
Maden Değeri (Krom) (+)	28,233,203
Azınlık Payları (-)	784,405
Hisse Değeri	160,706,343

Yukarıda iki farklı çarpanla hesaplanan değerlerin ortalamaları alınarak, piyasa çarpanlarına göre aşağıdaki şirket değerleri elde edilmiştir.

	Firma Değeri/ Satışlar	Firma Değeri/ FAVÖK	Ortalama Şirket Değeri
AVOD	149.635.747	125.024.789	137.330.268
HASAT	110.451.150	54.570.737	82.510.943


TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

E. Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı

Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Verileri	Devralan Ortaklık	Devrolan Ortaklık
Ödenmiş Sermaye	AVOD A.Ş.	HASAT BNO A.Ş.
Özkaynak Değeri	45.000.000	44.389.800
AVOD'un Hasat'taki Payı (%)	117.285.697	132.766.137
AVOD'un Hasat'taki Ödenmiş Sermaye Payı (TL)		54.5830%
AVOD'un Hasat'taki Değer Payı (TL)		24.229.300
Hasat'ta AVOD Dışı Ödenmiş Sermaye Payı (TL)		72.467.787
Hasat'ta AVOD Dışı Değer Payı (TL)		20.160.500
		60.298.350
Birleşmeye Esas Değerler	117.285.697	60.298.350
Birleşme Sonrası Değer		177.584.047
Birleşme Öncesi Pay Başına Defter Değeri	2,6063	2,9909
Birleşme Sonrası Pay Başına Defter Değeri	2,6063	
Değişirme Oranı (1 Hasat Payı Karşılığı Verilecek AVOD Payı)	1,1475	
Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı		
Birleşme Oranı	66,05%	
Birleşme Sonrası Sermaye	68.135.180	
Artırılacak Sermaye	23.135.180	
Değişirme Oranı (1 Hasat Payı Karşılığı Verilecek AVOD Payı)	1,1475	

Yukarıdaki hesaplamalar yapılırken, HASAT'ın birleşme öncesi paybaşına defter değeri AVOD'un birleşme öncesi paybaşına defter değerine bölünerek (2.9909/2.6063), **değişirme oranı** olarak 1.1475 değeri elde edilmiştir.

Birleşme oranı ise AVOD'un ana ortaklığa ait özkaynaklar değerinin birleşme sonrası oluşacak özkaynaklar değerine bölünmesiyle elde edilmiştir ve %66,05 olarak bulunmuştur. Birleşme sonrası sermaye değeri ise AVOD'un ödenmiş sermayesinin birleşme oranına bölünmesiyle 68.135.180 TL olarak bulunmuştur. Dolayısıyla bu metoda göre birleşme gerçekleştiğinde sermaye 23.135.180 TL tutarında artmış olacaktır.

TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

3- İndirgenmiş Nakit Akımları Metodolojisi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi şirketin nakit yaratma potansiyelini değerlendirip, değerlendirme süresi boyunca 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 performans 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 $AOSM = (\text{Özkaynak}) / (\text{Özkaynak} + \text{Borç}) \times \text{Sermaye Maliyeti} + \text{Borç} / (\text{Özkaynak} + \text{Borç}) \times \text{Borç Maliyeti}$ x (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 formülünden: "Özsermaye Maliyeti=Risksiz Faiz Oranı+ Beta x (Beklenen Piyasa Getirisi- Risksiz Faiz Oranı)" faydalanırken 2018 yılı risksiz faiz oranı Türkiye'nin uzun vadeli tahvil faizlerinin seviyesine paralel bir şekilde %13 (17 Nisan itibarıyla 10 yıl vadeli devlet tahvilinin -TRT080328T15 ISIN kodlu tahvil- faizi %13.07 seviyesinde işlem görmektedir) olarak baz alınmış, projeksiyon dönemi boyunca (2018-2022 yılları arasında) enflasyon oranında iyileşmeye paralel bir şekilde 10 yıllık devlet tahvilinin de %9'lu seviyelere gerileyeceği öngörülmüştür. Risksiz faiz oranı için 10-yıllık devlet tahvil faiz oranına %1 vade risk primi eklenmiştir. Enflasyon tahminleri için 2018, 2019 ve 2020 yılları için Bloomberg tahminleri kullanılmış olup enflasyon oranının 2022 yılında ise orta vadeli program hedefi olan %5'lere gerileyeceği varsayılmıştır.

AVOD ve HASAT'ın betaları hesaplanırken önce Türkiye'deki gıda sektörü şirketlerinin kaldıraçsız betası hesaplanmış ve AVOD ve HASAT'ın kaldıraç oranına göre bu her iki şirket için betalar ayrı ayrı hesaplanmıştır. Buna göre AVOT için beta 0.76, HASAT için de 0.65 kullanılmıştır.

Nihai değer (uç değer) hesaplanmasında Türkiye için sürdürülebilir enflasyon oranı %4 olarak kabul edilmiş ve şirketin reel olarak büyüyeceği varsayımı altında (%0 reel büyüme) uç büyüme oranı %4 olarak kullanılmıştır. AOSM hesaplanırken şirketlerin profoma tablolarından elde edilen (Borç/Özkaynak) oranları kullanılmıştır.

Türkiye hisse senedi piyasası için risk primi %6, küçük ölçekli şirketler için ilave risk primi için de %1 kullanılmıştır. Şirket kısa vadeli olarak halihazırda %17'lerden borçlanabilmekte olup Türkiye'deki ticari kredi faiz oranları ile uyumludur. Uzun vadeli borçlanma için %1.5 vade primi kullanılmış olup vade priminin önümüzdeki yıllarda değişmeyeceği varsayılmış, fakat enflasyondaki gerilemeye paralel bir şekilde şirketin uzun vadeli borçlanma maliyetlerinin de gerileyeceği öngörülmüştür.

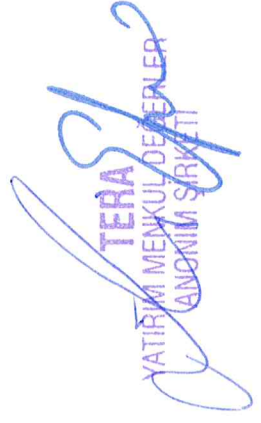
Tüm tahminlerimizde kurumlar vergisi oranı 2018, 2019 ve 2020 yılları için %22 ve sonrasında dönemlerde %20 olarak kullanılmıştır.

AVOD Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesabı:

AOSM HESAPLAMASI	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Borçlanma Maliyeti	18,50%	17,50%	15,90%	14,50%	13,50%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	14,43%	13,65%	12,40%	11,60%	10,80%
Beta	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
Risksiz Faiz Oranı	14,00%	13,00%	12,40%	11,00%	10,00%
Piyasa Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Ölçek Primi	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Özkaynak Maliyeti	20,05%	19,05%	18,45%	17,05%	16,05%
Borç/(Borç + Özkaynak)	10,44%	11,00%	11,37%	11,54%	11,56%
Özkaynak / (Borç + Özkaynak)	89,56%	89,00%	88,63%	88,46%	88,44%

HASAT Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:

AOSM HESAPLAMASI	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Borçlanma Maliyeti	18,50%	17,50%	15,90%	14,50%	13,50%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	14,43%	13,65%	12,40%	11,60%	10,80%
Beta	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
Risksiz Faiz Oranı	14,00%	13,00%	12,40%	11,00%	10,00%
Piyasa Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Ölçek ve Likidite Primi (%1.5 ölçek + %1 likidite primi)	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Özkaynak Maliyeti	20,38%	19,38%	18,78%	17,38%	16,38%
Borç/(Borç + Özkaynak)	0,65%	0,70%	0,74%	0,77%	0,80%
Özkaynak / (Borç + Özkaynak)	99,35%	99,30%	99,26%	99,23%	99,20%


TERA
 YATIRIM MENKUL DEĞERLER
 ANONİM ŞİRKETİ

B. Proforma Finansal Tablolar

Her iki şirket için de 2018-2022 döneminde reel büyümenin %1 olması ve satış fiyatlarının tahmini tarım üfesine paralel bir şekilde artacağı öngörülmüştür. Her iki şirketin maliyet yapısında bir değişiklik öngörülmesi beklenmezken her iki şirketin maliyet artışlarını satış fiyatlarına yansıtabileceği varsayılmış olup tarihsel ortalamalar ile uyumlu SMM/Satışlar oranları projeksiyonlarda kullanılmıştır. Faaliyet giderlerinin tahmininde pazarlama giderleri / satışlar oranı tarihsel ortalamaya uygun bir şekilde varsayılmış, genel yönetim giderleri için de istihdamın yıllık %2 büyüyeceği ve personel ücretlerinin yıllık TÜFE oranında artacağı öngörülmüştür. Bütün bu varsayımlar altında AVOD ve HASAT'ın proforma gelir tabloları aşağıdaki şekilde olmaktadır.

AVOD Proforma Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU	2017/12	2018/12T	2019/12T	2020/12T	2021/12T	2022/12T
SATIŞ GELİRLERİ	113.106.494	128.174.541	141.495.721	154.915.175	167.416.830	179.236.458
Satışların Maliyeti (-)	-93.420.164	-104.462.251	-115.319.013	-126.255.868	-136.444.716	-146.077.713
BRÜT KAR (ZARAR)	19.686.330	23.712.290	26.176.708	28.659.307	30.972.114	33.158.745
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-5.112.887	-5.344.878	-5.900.372	-6.459.963	-6.981.282	-7.474.160
Genel Yönetim Giderleri (-)	-7.792.213	-8.742.863	-9.720.315	-10.648.411	-11.513.062	-12.330.489
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	4.067.474	4.190.805	4.626.356	5.065.119	5.473.874	5.860.330
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-2.707.310	-3.271.600	-3.611.617	-3.954.143	-4.273.242	-4.574.933
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	8.141.394	10.543.754	11.570.760	12.661.910	13.678.402	14.639.492
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	-4.936	345.595	376.698	404.574	428.848	450.291
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	368.632	345.595	376.698	404.574	428.848	450.291
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-373.568	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararı	0	0	0	0	0	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	8.136.458	10.889.349	11.947.458	13.066.484	14.107.250	15.089.783
Finansal Gelirler	725.756	899.544	910.137	881.822	846.122	823.302
Finansal Giderler (-)	-8.504.354	-9.999.450	-9.202.137	-8.339.788	-7.657.616	-7.167.434
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	357.860	1.789.443	3.655.458	5.608.518	7.295.755	8.745.650
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-276.886	-393.677	-804.201	-1.233.874	-1.459.151	-1.749.130
DÖNEM KARI (ZARARI)	80.974	1.395.766	2.851.258	4.374.644	5.836.604	6.996.520

HASAT Proforma Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU	2017/12	2018/12T	2019/12T	2020/12T	2021/12T	2022/12T
SATIŞ GELİRLERİ	83.487.686	94.609.916	104.442.724	114.348.072	123.575.961	132.300.424
Satışların Maliyeti (-)	-73.725.907	-83.540.555	-92.014.040	-100.740.651	-108.870.422	-116.556.674
BRÜT KAR (ZARAR)	9.761.779	11.069.360	12.428.684	13.607.421	14.705.539	15.743.750
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-3.909.335	-4.257.446	-4.438.816	-4.859.793	-5.251.978	-5.622.768
Genel Yönetim Giderleri (-)	-2.915.515	-3.271.208	-3.636.929	-3.984.183	-4.307.698	-4.613.545
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.287.305	1.892.198	2.088.854	2.286.961	2.471.519	2.646.008
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-1.878.406	-2.838.297	-3.133.282	-3.430.442	-3.707.279	-3.969.013
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	2.345.828	2.594.607	3.308.512	3.619.964	3.910.103	4.184.433
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	0	126.422	137.800	147.997	156.877	164.721
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	114.929	126.422	137.800	147.997	156.877	164.721
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-2.460.757	-2.721.029	-3.446.312	-3.767.961	-4.066.980	-4.349.154
Finansal Gelirler	209.050	667.979	671.803	650.903	624.551	607.706
Finansal Giderler (-)	-2.199.384	-1.452.026	-1.238.322	-1.391.263	-1.440.769	-1.428.381
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	470.423	1.936.982	2.879.793	3.027.601	3.250.761	3.528.480
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-234.175	-426.136	-633.554	-666.072	-650.152	-705.696
DÖNEM KARI (ZARARI)	236.248	1.510.846	2.246.238	2.361.529	2.600.609	2.822.784

TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

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

AVOD Bilanço Kalemleri:

	2017/12	2018/12T	2019/12T	2020/12T	2021/12T	2022/12T
Ticari Alacaklar	14.409.786	16.538.650	17.686.965	19.364.397	20.927.104	22.404.557
Diğer Alacaklar	7.273.870	5.572.806	6.431.624	7.041.599	7.609.856	8.147.112
Stoklar	43.550.473	41.784.900	41.934.186	42.085.289	45.481.572	48.692.571
Diğer Dönen Varlıklar	12.195.533	12.817.454	14.149.572	15.491.518	16.741.683	17.923.646
Ticari Borçlar	15.505.285	18.167.348	20.967.093	22.955.612	24.808.130	26.559.584
Diğer Borçlar	562.393	696.415	1.153.190	1.262.559	1.364.447	1.460.777
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.108.525	1.392.830	1.537.587	1.683.412	1.819.263	1.947.703
İşletme Sermayesinde Değişimi	16.628.736	-3.796.241	87.259	1.536.743	4.687.154	4.431.447
Ticari Alacaklar Devir Hızı	7,54	7,75	8,00	8,00	8,00	8,00
Diğer Alacaklar Devir Hızı	24,63	23,00	22,00	22,00	22,00	22,00
Stok Devir Hızı	2,39	2,50	2,75	3,00	3,00	3,00
Diğer Dönen Varlıklar Devir Hızı	10,62	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Ticari Borçlar Devir Hızı	5,94	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50
Diğer Borçlar Devir Hızı	201,15	150,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Diğer Kısa Vadeli Yük. / Devir Hızı	75,18	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000

HASAT Bilanço Kalemleri:

	2017/12	2018/12T	2019/12T	2020/12T	2021/12T	2022/12T
Ticari Alacaklar	6.119.065	7.277.686	8.034.056	8.796.006	9.505.843	10.176.956
Diğer Alacaklar	2.980.921	2.557.025	2.822.776	3.090.488	3.339.891	3.575.687
Stoklar	21.867.183	17.404.282	19.169.592	20.987.636	22.681.338	24.282.640
Diğer Dönen Varlıklar	6.645.366	5.913.120	6.527.670	7.146.754	7.723.498	8.268.777
Ticari Borçlar	17.285.172	17.224.857	18.971.967	20.771.268	22.447.510	24.032.304
Diğer Borçlar ve K.V. Yükümlülükler	4.643.342	5.107.676	5.567.367	5.979.352	6.338.113	6.655.019
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.106.138	835.406	920.140	1.007.407	1.088.704	1.165.567
İşletme Sermayesinde Değişimi	648.091	-4.593.709	1.110.445	1.168.238	1.113.385	1.074.928
Ticari Alacaklar Devir Hızı	12,26	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00
Diğer Alacaklar Devir Hızı	37,75	37,00	37,00	37,00	37,00	37,00
Stok Devir Hızı	3,88	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80
Diğer Dönen Varlıklar Devir Hızı	13,39	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00
Ticari Borçlar Devir Hızı	4,39	4,85	4,85	4,85	4,85	4,85
Diğer Borçlar Devir Hızı						
Diğer Kısa Vadeli Yük. / Devir Hızı	82,80	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000

Amortisman hesaplamalarında her iki şirket için de 2017 yılı amortisman /amortismansa tabi maddi duran varlıklar oranı kullanılmıştır. Buna göre gelecek yıllardaki amortisman giderlerinin hesaplanmasında kullanılan amortisman oranı kullanılmıştır. Buna göre gelecek yıllardaki amortisman giderlerinin hesaplanmasında kullanılan amortisman oranı kullanılmıştır. Her iki şirketin yatırımları için de enflasyonla düzeltilmiş amortismansa tabi maddi duran varlıklar üzerinden hesaplanan yıllık aşınma payları kadar yatırım yapacağı öngörülmüştür.

TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Serbest nakit akımlarına dair projeksiyonlar ise şu şekildedir:

AVOD	2017/12	2018/12T	2019/12T	2020/12T	2021/12T	2022/12T
Satış Gelirleri	113.106.494	128.174.541	141.495.721	154.915.175	167.416.830	179.236.458
Satışların Maliyeti	93.420.164	104.462.251	115.319.013	126.255.868	136.444.716	146.077.713
Brüt Kar	19.686.330	23.712.290	26.176.708	28.659.307	30.972.114	33.158.745
Faaliyet Giderleri	12.905.100	14.087.741	15.620.687	17.108.374	18.494.344	19.804.649
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	4.067.474	4.190.805	4.626.356	5.065.119	5.473.874	5.860.330
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	2.707.310	3.271.600	3.611.617	3.954.143	4.273.242	4.574.933
Esas Faaliyet Karı (EBIT)	8.141.394	10.543.754	11.570.760	12.661.910	13.678.402	14.639.492
Amortisman ve İtfâ Payları	2.143.173	2.512.003	2.764.906	3.036.675	3.328.962	3.644.783
FAVÖK (EBITDA)	10.284.567	13.055.757	14.335.666	15.698.585	17.007.364	18.284.275
Esas Faaliyet Karı (EBIT) Üzerinden Vergi	1.628.279	2.319.626	2.545.567	2.785.620	2.735.680	2.927.898
İşletme Sermayesindeki Değişim	16.628.736	-3.796.241	87.259	1.536.743	4.687.154	4.431.447
Yatırım Harcamaları	5.755.133	2.583.864	2.821.816	3.059.716	3.318.861	3.609.719
SERBEST NAKİT AKIMLARI	-13.727.581	11.948.508	8.881.023	8.316.506	6.265.668	7.315.211
Oranlar						
Brüt Kar Marjı	17,41%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%
Esas Faaliyet Kar Marjı	7,20%	8,23%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%
FAVÖK Marjı	9,09%	10,19%	10,13%	10,13%	10,16%	10,20%
Yatırım Harcamaları / Satış Gelirleri	5,09%	2,02%	1,99%	1,98%	1,98%	2,01%
İşletme Sermayesi Değişimi / Satış Gelirleri	14,70%	-2,96%	0,06%	0,99%	2,80%	2,47%

HASAT	2017/12	2018/12T	2019/12T	2020/12T	2021/12T	2022/12T
Satış Gelirleri	83.487.686	94.609.916	104.442.724	114.348.072	123.575.961	132.300.424
Satışların Maliyeti	73.725.907	83.540.555	92.014.040	100.740.651	108.870.422	116.556.674
Brüt Kar	9.761.779	11.069.360	12.428.684	13.607.421	14.705.539	15.743.750
Faaliyet Giderleri	6.824.850	7.528.654	8.075.745	8.843.976	9.559.677	10.236.313
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.287.305	1.892.198	2.088.854	2.286.961	2.471.519	2.646.008
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	1.878.406	2.838.297	3.133.282	3.430.442	3.707.279	3.969.013
Esas Faaliyet Karı (EBIT)	2.345.828	2.594.607	3.308.512	3.619.964	3.910.103	4.184.433
Amortisman ve İtfâ Payları	2.143.173	2.583.864	2.821.816	3.059.716	3.318.861	3.609.719
FAVÖK (EBITDA)	4.489.001	5.178.471	6.130.328	6.679.680	7.228.964	7.794.152
Esas Faaliyet Karı (EBIT) Üzerinden Vergi	469.166	570.814	727.873	796.392	882.021	936.887
İşletme Sermayesindeki Değişim	648.091	-4.593.709	1.110.445	1.168.238	1.113.385	1.074.928
Yatırım Harcamaları	2.571.178	971.373	1.073.727	1.178.175	1.293.024	1.422.745
SERBEST NAKİT AKIMLARI	800.566	6.615.979	1.475.034	1.673.667	2.046.256	2.314.245
Oranlar						
Brüt Kar Marjı	11,69%	11,70%	11,90%	11,90%	11,90%	11,90%
Esas Faaliyet Kar Marjı	2,81%	2,74%	3,17%	3,17%	3,16%	3,16%
FAVÖK Marjı	5,38%	3,77%	4,20%	4,21%	4,24%	4,27%
Yatırım Harcamaları / Satış Gelirleri	3,08%	1,03%	1,03%	1,03%	1,05%	1,08%
İşletme Sermayesi Değişimi / Satış Gelirleri	0,78%	-4,86%	1,06%	1,02%	0,90%	0,81%

C. İNA'na göre hesaplanan şirket değerleri

Şirketlerin özkaynak değerleri hesaplanırken projeksiyon dönemine ait serbest nakit akımlarının indirgenmesi ile artık değer indirgenmiş değerinin toplamına nakit ve nakit benzeri varlıkların, finansal yatırımların, yatırım amaçlı gayrimenkullerin ve maden değerinin (krom madeni) eklenmesi ve finansal borçların ve kontrol gücü olmayan payların düşülmesiyle elde edilmiştir. Buna göre AVOD için özkaynak değeri 54.520.277 TL, HASAT içinse 69.656.231 TL olarak hesaplanmıştır. Uç değer indirgenmiş değeri hesaplanırken ise nihai büyüme oranı olarak %4 kullanılmıştır. Raporun daha önceki bölümlerinde belirtildiği üzere Türkiye'nin uzun vadeli sürdürülebilir enflasyon oranı %4 olarak varsayılmış ve ayrıca her iki şirketin projeksiyon sonrası dönemde reel olarak büyümeyeceği öngörülmüştür. Bu durumda uç büyüme değeri %4 olmaktadır.

AVOD Özkaynak Değeri Hesaplaması:

Uç Büyüme Oranları	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%
İndirgenmiş Tahmini Nakit Akımları Toplamı	29.908.801	29.908.801	29.908.801	29.908.801	29.908.801
Uç Değerin Bugünkü Değeri	27.075.669	29.538.724	32.432.334	35.880.207	40.058.459
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.998.774	5.998.774	5.998.774	5.998.774	5.998.774
Finansal Yatırımlar	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar (%50 iskonto)	7.921	7.921	7.921	7.921	7.921
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	35.630.846	35.630.846	35.630.846	35.630.846	35.630.846
Maden Değeri (Krom Madeni)	28.233.203	28.233.203	28.233.203	28.233.203	28.233.203
İşletme Değeri	126.875.214	129.338.270	132.231.880	135.679.752	139.858.004
Eksi Finansal Borçlar	46.073.742	46.073.742	46.073.742	46.073.742	46.073.742
Eksi Kontrol Gücü Olmayan Paylar*	31.637.860	31.637.860	31.637.860	31.637.860	31.637.860
Özkaynak Değeri	49.163.612	51.626.667	54.520.277	57.968.149	62.146.402

*AVOD'un kontrol gücü olmayan payları hesaplanırken HASAT için hesapladığımız Özkaynak Değeri olan TL69.656.231 kullanılmıştır. Tahmin edilmiş Azımlık Payları = TL 69.656.231 x (1- %54,58) = TL 31.637.860.

HASAT Özkaynak Değeri Hesaplaması:

Uç Büyüme Oranları	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%
İndirgenmiş Tahmini Nakit Akımları Toplamı	10.246.212	10.246.212	10.246.212	10.246.212	10.246.212
Uç Değerin Bugünkü Değeri	7.726.230	8.386.970	9.154.826	10.058.144	11.136.237
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.483.006	4.483.006	4.483.006	4.483.006	4.483.006
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	28.677.203	28.677.203	28.677.203	28.677.203	28.677.203
Maden Değeri (Krom Madeni)	28.233.203	28.233.203	28.233.203	28.233.203	28.233.203
İşletme Değeri	79.365.855	80.026.594	80.794.450	81.697.768	82.775.861
Eksi Finansal Borçlar	10.353.814	10.353.814	10.353.814	10.353.814	10.353.814
Eksi Kontrol Gücü Olmayan Paylar	784.405	784.405	784.405	784.405	784.405
Özkaynak Değeri	68.227.636	68.888.375	69.656.231	70.559.549	71.637.642

TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

D. İNA Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı

İNA Yöntemine göre birleşme ve değişirme hesabı yapılırken, eliminyasyonlar AVOD'un satışlar kaleminde yapılmamış; her bir şirketin kendi başına değeri hesaplandıktan sonra Özkaynak Yönteminde yapıldığı gibi Hasat'ta AVOD'un payı kaynaklı değer elimine edilerek birleşme oranı hesaplamasının yapılması uygun görülmüştür. Metotların benzerliği nedeniyle bu yöntemle elde edilen değerin AVOD'un solo finansallarıyla yapılacak hesaplamalara benzer sonuç üreteceği değerlendirilmektedir.

İNA Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Verileri	Devralan Ortaklık	Devrolan Ortaklık
	AVODA A.Ş.	HASAT BNO A.Ş.
Ödenmiş Sermaye	45.000.000	44.389.800
Özkaynak Değeri	54.520.277	69.656.231
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)		38.020.485
Hasat'ta AVOD Dışı Ödenmiş Sermaye Payı (TL)		20.160.500
Hasat'ta AVOD Dışı Özkaynak Payı (TL)		31.635.746
Birleşmeye Esas Özkaynaklar	54.520.277	31.635.746
Birleşme Sonrası Özkaynaklar		86.156.024
Birleşme Öncesi Pay Başına Defter Değeri	1,2116	1,5692
Birleşme Sonrası Pay Başına Defter Değeri	1,2116	
Değişirme Oranı (1 Hasat Payı Karşılığı Verilecek AVOD Payı)	1,2952	
Özkaynak Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı		
Birleşme Oranı	63,28%	
Birleşme Sonrası Sermaye	71.111.543	
Artırılacak Sermaye	26.111.543	
Değişirme Oranı (1 Hasat Payı Karşılığı Verilecek AVOD Payı)	1,2952	

Yukarıdaki hesaplamalar yapılırken, HASAT'ın birleşme öncesi paybaşına defter değeri AVOD'un birleşme öncesi paybaşına defter değerine bölünerek (1.5692/1.2116), **değişirme oranı** olarak 1.2952 değeri elde edilmiştir.

Birleşme oranı ise AVOD'un ana ortaklığa ait özkaynaklar değerinin birleşme sonrası oluşacak özkaynaklar değerine bölünmesiyle elde edilmiştir ve %63.28 olarak bulunmuştur. Birleşme sonrası sermaye değeri ise AVOD'un ödenmiş sermayesinin birleşme oranına bölünmesiyle 71,111,543 TL olarak bulunmuştur. Dolayısıyla bu metoda göre birleşme gerçekleştiğinde sermaye 26,111,543 TL tutarında artmış olacaktır.

TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

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 tutarı 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 Yöntemi 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. Özkaynak Yöntemi bağımsız denetimden geçmiş şirket finansal tabloları doğrultusunda şirketlerin mevcut değerini ifade etmektedir. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'nde kullanılan geleceğe dair varsayımlar subjektif unsurlar içerir ve şirket değerlerinde yüksek belirsizlikler ifade edebilir. Piyasa Çarpanları Yöntemi'nde ise çarpanlar piyasaların döngüsüne göre oldukça farklı değerlemeler ima edebilir ve dolayısıyla subjektif unsurlar içerir. Bütün bunlar gözönünde bulundurulduğunda, bu Rapor kapsamında muhafazakar bir yaklaşımla Özkaynak Yöntemi'ne diğer iki yönteme göre daha fazla ağırlık verilmesi uygun görülmüştür. Diğer yandan daha önceki birçok birleşme işlemine ilişkin Uzman Kuruluş raporlarında şirketlerin yapısından bağımsız olarak Özkaynak Metodu'na daha fazla ağırlık verildiği görülmektedir.

Yöntem	Özkaynak	Piyasa Çarpanları	İNA	Ağırlıklandırılmış
Birleşme Oranı	66,88%	66,05%	63,28%	65,77%
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)	67.287.571,00	68.135.180,30	71.111.543,38	68.455.466,42
Değişirme Oranı	1,1055	1,1475	1,2952	1,1634
Artırılacak Sermaye (TL)	22.287.571,00	23.135.180,30	26.111.543,38	23.455.466,42
Yöntem Ağırlığı	50%	25%	25%	100%

Tablodan görüleceği üzere, hesaplanan birleşme oranı %65,77, değişirme oranı 1.1634 olmuştur.

Buna göre birleşme sonrası AVOD'un sermayesi 23,455,466.42 TL artışla 68,455,466.42 TL'ye çıkacaktır.

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


TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

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	3,036%
Nazım Torbaoğlu	B	2.364.758,54	5,255%
Burak Kızak	A	1.366.283,26	3,036%
Burak Kızak	B	1.378.519,70	3,063%
Sunturk Investors, LLC	B	2.808.310,48	6,241%
Halka Açık	B	35.715.844,76	79,369%
TOPLAM		45.000.000,00	100,000%

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 1.1634 değerini kullandığımızda elde ettiğimiz yeni sermaye 68,455,466 TL olmakta ve hissedarlık yapısı aşağıdaki şekilde oluşmaktadır:

Ortaklar	Hisse Grubu	Hisse Tutarı (TL)	Oran
Nazım Torbaoğlu	A	1.366.283,26	2,00%
Nazım Torbaoğlu	B	12.770.304,07	18,65%
Burak Kızak	A	1.366.283,26	2,00%
Burak Kızak	B	11.784.065,23	17,21%
Sunturk Investors, LLC	B	2.808.310,48	4,10%
Ersan Namyeter	B	559.380,39	0,82%
Tamer Ustaoglu	B	915.362,94	1,34%
Gökhan Şensan	B	1.169.632,04	1,71%
Halka Açık	B	35.715.844,76	52,17%
Toplam		68.455.466,42	100,00%

Not: AVOD'un esas sözleşmesine göre A grubu payların sadece oyda imtiyazı mevcut olup, temettüde imtiyazı bulunmamaktadır. Bu nedenle Rapor'da şirketin değerinin tespitinde A ve B grubu paylar arasında farklılaşmaya gidilmemiştir.

TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

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 yapmadığı 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.

TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ