

Aden Pelet ve Orman Ürünleri  
Yenilenebilir Enerji İthalat İhracat Sanayi  
Ticaret A.Ş.  
Değerleme Raporu



**Bizim Menkul Değerler A.Ş.**

**Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe Nida  
Kule İş Merkezi No:1 Kat:17  
34732 Kadıköy İstanbul  
Tel : 0216 444 1 263**

**26/08/2025**

## Rapor Bilgileri

- a) Raporun Tarihi (Aynı zamanda sayısı): 26 Ağustos 2025
- b) Raporun Türü: Şirket Değerleme Raporu.
- c) Değerleme Para Birimi: Türk Lirası
- d) Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve Adresi: Bizim Menkul Değerler A.Ş. (Bundan böyle "BMD" olarak anılacaktır) Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17 34732 Kadıköy İstanbul.
- e) Değerlemeyi Gerçekleştiren Kişi: Rapora konu varlığın değerlemesi Bizim Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürü İlker Şahin tarafından yapılmıştır. SPL Sicil numarası 31839 olan İlker Şahin 211071 numaralı Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına sahip olmakla beraber türev ürünler lisansı almaya da hak kazanmıştır.
- f) Değerlemeyi Talep Eden: Kızılırmak Mah. Dumlupınar Bulvarı No: 3 Next Level A Blok 1. Kat No: 1 06520 Söğütözü, Çankaya/Ankara adresinde mukim Pasifik Holding A.Ş. (Bundan böyle "Pasifik Holding" veya "Müşteri" olarak anılacaktır).
- g) Değerlemeyi Yapanın Değerlemeye Konu Varlık ve Müşteri ile Olan İlişkisi: Bizim Menkul Değerler A.Ş. ile Pasifik Holding A.Ş. arasında sermaye ilişkisi bulunmamaktadır. İş bu raporla eş anlı olarak Pasifik Holding'in ortağı olduğu şirketlere BMD tarafından değerlendirme hizmeti verilmiştir.
- Değerlemeye konu olan "Aden Pelet ve Orman Ürünleri Yenilenebilir Enerji İthalat İhracat Sanayi Ticaret A.Ş." ile BMD arasında herhangi bir ticari ilişki veya ortaklık ilişkisi bulunmamaktadır. Şirket'e 13.12.2024, 24.03.2025 ve 03.06.2025 tarihli raporlar ile değerlendirme hizmeti verilmiş olup sırasıyla 1.953.474.302 TL, 2.326.586.899 TL ve 2.572.731.184 TL piyasa değeri hesaplanmıştır. İş bu raporda tespit edilen 2.584.283.904 TL değer Şirket'in iş planını güncellemiş olması ve finans piyasalarında yaşanan gelişmeler nedeniyle önceki raporda tespit edilen değerden farklıdır.
- h) Değerleme Tarihi: 30 Haziran 2025
- i) Dayanak Sözleşme Tarihi: 2 Aralık 2024
- j) Kullanım, dağıtım veya yayımlanma kısıtlamaları: İşbu rapor muhatabı olan Pasifik Holding'in dahili kullanımı ve ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır.
- k) Değerlemeye ilişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar Veri Kaynakları: Değerlemede kullanılan veriler, Şirket tarafından paylaşılan TFRS/TMS'ye uygun olarak hazırlanmış 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.06.2025 tarihli finansal veriler, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin beyanları ve BMD bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.



**Pasifik Holding A.Ş.’ye, İstanbul, Türkiye**

Aden Pelet ve Orman Ürünleri Yenilenebilir Enerji İthalat İhracat Sanayi Ticaret A.Ş.’nin (Aden Pelet veya Şirket) piyasa değerine referans olacak “Değerleme Raporu” çalışmamızı tamamlamış bulunmaktayız. Bu değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu’nun III-62.1 sayılı “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ”i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak beyan ederiz.

Bu değerleme çalışması Pasifik Holding’in talebi doğrultusunda gerçekleştirilmiştir.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır. Bilerek aldatıcı, hatalı, ön yargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır. Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür. Değerleme çalışması bağımsızlık ve objektiflik ilkelerine bağlı kalınarak kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir. Değerleme ücreti, değerleme çalışmasının tamamlanmasından önce tespit edilmiş olup değerleme çalışmasının sonucuna veya raporun herhangi bir kısmına hiçbir şekilde bağlı değildir.

Bu değerleme çalışması kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya SPK’nın ilgili tebliği gereğince raporun sonuçlarına ihtiyaç duyan kurumlar haricinde başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır.

Finansal Değerlemesi yapılan şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergi ile ilgili bir durum tespiti yapılmamıştır. Burada ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir. Değerlemesi yapılan şirketin aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapılmamış olup bu konuda herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Bu çalışmada şirket için bulunan değer alım veya satım fiyatı olarak da esas teşkil etmemektedir ve etmemelidir. Buna ilave olarak; bulunan değer üzerinden alım-satım işlemi yapılması ve/veya işlemin teminatlandırılması, bu çalışmaya dâhil edilmemiş olan birçok faktörün de göz önünde bulundurulmasını gerektirmektedir. Bizim Menkul Değerler A.Ş. alım-satım ve/veya teminatlandırma işlemlerinde herhangi bir yükümlülük veya sorumluluk kabul etmemektedir ve etmeyecektir.

Bu değerleme çalışmasında Şirket yetkililerinin tarafımıza iletmış olduğu verilerden, projeksiyonlardan ve raporlardan yararlanılmıştır. Şirketimiz, bu bilgilerin makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşamamıştır. Bununla birlikte elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğruluğuna güvenmiş olup; bu bilgilerin doğruluğu konusunda şirketimiz veya çalışanları tarafından herhangi bir beyan verilmemiştir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk da kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir.

Raporun bütünlüğünü ve değerlemenin daha anlaşılır olmasını sağlamak adına Şirket yetkililerinin tarafımıza iletmış olduğu veriler dışında BMD’nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiş veriler de raporda kullanılmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler rapor tarihi itibarıyla geçerlidir. BMD Kurumsal Finansman Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka tahmin, yorum ve tavsiyelerde bulunabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporun hazırlanma zamanından farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD’nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Kurumsal Finansman Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Bu değerleme çalışması, Şirket yetkililerinin sağladığı verileri baz alarak Aden Pelet’in sahip olabileceği piyasa değeri hakkındaki görüşümüzü yansıtmakta olup, burada yer alan tahminler, beklentiler veya diğer bilgilerin makul olması veya başarısı konusunda hiçbir beyan verilmemiştir ve verilmeyecektir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir.

Bu değerleme çalışmasının kullanılması sonucunda doğabilecek olan doğrudan veya dolaylı zararlardan şirketimiz ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır. Bu rapor, değerlemesi yapılan şirket ile ilgili ihtiyaç duyulabilecek bütün verileri içeriyor kabul edilmemelidir.

Bu değerleme çalışmasında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri’nde belirtilen Gelir Yaklaşımı dikkate alınmıştır.



**Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları)**

Raporun ilgili yerlerindeki varsayımlar sonrası 1 Temmuz 2025 tarihinden itibaren şirketin üretmeyi planladığı FAVÖK rakamından, Kurumlar Vergisi, sabit kıymet yatırımı ve her yıl için gerekecek ilave işletme sermayesi düşülerek serbest nakit akımları hesaplanmıştır.

Serbest nakit akımları değişken AOSM ile 30.06.2025 tarihine indirgenmiş ve Şirket için net borç öncesi **3.318.606.782 TL** firma değeri hesaplanmıştır. Firma değerinden 734.322.878 TL net borç düşülerek şirket için 30.06.2025 itibarıyla **2.584.283.904 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır.

| Aden Pelet İNA Değeri, TL                      | 30.06.2025           |
|------------------------------------------------|----------------------|
| İndirgenmiş Projeksiyon Serbest Nakit Akışları | 1.260.283.784        |
| Uç Değer Büyüme Oranı                          | 5,00%                |
| İndirgenmiş Devam Eden Değer                   | 2.058.322.997        |
| <b>Firma Değeri</b>                            | <b>3.318.606.782</b> |
| Net Borç                                       | 734.322.878          |
| <b>Piyasa Değeri</b>                           | <b>2.584.283.904</b> |

**Nihai Değer Görüşü**

Değerleme, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi üzerinden yapılmış olup Şirket için **2.584.283.904 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır. Değerlemede sadece gelir yaklaşımı İNA metodunun kullanılmasının sebebi Şirket'in faaliyetlerine henüz tam olarak başlamamış olması nedeniyle çarpan analizine konu edilebilecek mali verilerinin henüz olmaması ve gelecek dönemdeki iş planına göre mevcut durumdaki gelir ve karlılığını artırma potansiyeli bulunmasıdır. Maliyet yaklaşımı (öz kaynak veya net aktif değer) şirketin gayriaktif olmaması veya holding/gayrimenkul yatırım ortaklığı gibi kendi faaliyetinden nakit üretmek yerine sahip olduğu iştirak veya varlıklardan gelir elde eden bir şirket olmaması nedeniyle kullanılmamıştır.

| Aden Pelet Piyasa Değeri, TL |                      |
|------------------------------|----------------------|
| Metod                        | İNA                  |
| Hesaplanan Değer             | 2.584.283.904        |
| <b>Nihai Değer</b>           | <b>2.584.283.904</b> |

**Duyarlılık Analizi**

Şirket için İNA'da değişken AOSM kullanılarak 2.584.283.904 TL piyasa değeri tespit edilmiştir.

*Yatırımcının projeksiyonun gerçekleşme ihtimali ve değerlemeye konu Şirket'e yatırım yaparken beklediği getiri oranına (AOSM) göre Şirketin piyasa değeri değişebilmektedir.*

*Öngörülen 2025-2030 projeksiyon dönemindeki Şirketin beklediği FAVÖK'ün %20 daha az ve %20 daha fazla gerçekleşecek olması durumunda, AOSM'nin %2 daha az ve %2 daha fazla olması durumunda ve uç değer büyüme oranının %1-9 bandında değişmesi durumunda Şirketin sahip olabileceği piyasa değeri duyarlılık analizi yapılarak analiz edilmiştir.*

*İkili parametrelere göre Şirketin değerinin yerleşebileceği aralık aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir.*

| Aden Pelet'in Piyasa Değerinin FAVÖK & Uç Değer Duyarlılık Analizi |                    |                          |       |              |       |       |
|--------------------------------------------------------------------|--------------------|--------------------------|-------|--------------|-------|-------|
| Mn TL                                                              | Baz Değer<br>2.584 | Öngörülen FAVÖK'te Sapma |       |              |       |       |
|                                                                    |                    | -20%                     | -10%  | 0%           | 10%   | 20%   |
| Uç Değer Büyüme Oranı                                              | 1%                 | 1.183                    | 1.588 | 1.992        | 2.397 | 2.802 |
|                                                                    | 3%                 | 1.364                    | 1.806 | 2.248        | 2.689 | 3.131 |
|                                                                    | 5%                 | 1.603                    | 2.093 | <b>2.584</b> | 3.075 | 3.566 |
|                                                                    | 7%                 | 1.932                    | 2.490 | 3.048        | 3.607 | 4.165 |
|                                                                    | 9%                 | 2.414                    | 3.072 | 3.729        | 4.386 | 5.044 |

| Aden Pelet'in Piyasa Değerinin AOSM & Uç Değer Duyarlılık Analizi |                    |                                     |        |       |       |       |
|-------------------------------------------------------------------|--------------------|-------------------------------------|--------|-------|-------|-------|
| Mn TL                                                             | Baz Değer<br>2.584 | Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti |        |       |       |       |
|                                                                   |                    | -2,00%                              | -1,00% | 0,00% | 1,00% | 2,00% |
| Uç Değer Büyüme Oranı                                             | 1%                 | 2.419                               | 2.192  | 1.992 | 1.816 | 1.660 |
|                                                                   | 3%                 | 2.778                               | 2.493  | 2.248 | 2.035 | 1.848 |
|                                                                   | 5%                 | 3.273                               | 2.898  | 2.584 | 2.318 | 2.088 |
|                                                                   | 7%                 | 3.998                               | 3.473  | 3.048 | 2.698 | 2.405 |
|                                                                   | 9%                 | 5.166                               | 4.352  | 3.729 | 3.238 | 2.841 |

| Aden Pelet'in Piyasa Değerinin AOSM & FAVÖK Duyarlılık Analizi |                    |                                     |        |       |       |       |
|----------------------------------------------------------------|--------------------|-------------------------------------|--------|-------|-------|-------|
| Mn TL                                                          | Baz Değer<br>2.584 | Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti |        |       |       |       |
|                                                                |                    | -2,00%                              | -1,00% | 0,00% | 1,00% | 2,00% |
| Öngörülen FAVÖK'te Sapma                                       | -20%               | 2.100                               | 1.829  | 1.603 | 1.410 | 1.245 |
|                                                                | -10%               | 2.686                               | 2.364  | 2.093 | 1.864 | 1.667 |
|                                                                | 0%                 | 3.273                               | 2.898  | 2.584 | 2.318 | 2.088 |
|                                                                | 10%                | 3.859                               | 3.433  | 3.075 | 2.771 | 2.510 |
|                                                                | 20%                | 4.446                               | 3.967  | 3.566 | 3.225 | 2.932 |

Şirket'in geçmiş dönem finansal ve operasyonel verileri, yatırımlarının işbu rapor tarihi itibarıyla henüz tamamlanmamış olması nedeniyle bulunmamaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('İNA') kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin gerçekleşmesini beyan ettiği beklentilerini yansıtabilecek şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımların birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Bu analiz kapsamında yer alan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir Şirket özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir. Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmış olup geleceğe dönük projeksiyonların ve bu projeksiyona baz oluşturan varsayımların Şirket yönetiminin öngördüğü şekilde gerçekleşmemesi halinde Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak herhangi bir sorumluluk almamız mümkün değildir.

Bu raporda hesaplanan değerler birçok varsayım ve parametreye bağlı olup kullanılan varsayım ve parametrelerde yaşanabilecek değişiklikler şirketin değeri üzerinde aşağı ya da yukarı yönlü etkiye bulunabilir. Nakit akımları tahmin edilirken Şirket yetkilileri ile istişare edilmiş, varsayımların üzerinden geçilmiş ve Şirket yönetiminin beyanlarına istinaden gelir/gider parametreleri nakit akım tahmininde kullanılmıştır.

Büyüme evresindeki şirketlerin gelecek dönem nakit akışlarının tahmin edilmesi olgun şirketlere göre daha zor olup tahminlerde sapma olasılığı daha fazladır.

Aden Pelet yeni yatırımlarla kapasitesini artırmayı ve faaliyet göstermeyi planladığı yeni ülkelerle gelirlerini artırmayı hedeflemektedir. Projeksiyon döneminde öngörülen nakit akımlarında bu büyümenin etkisi görülecek olsa da geçmiş operasyonel ve finansal verilerden ayrışması normal karşılanmaktadır.

Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyuşmaz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemezlikler sebep olur. Bu nedenle değerleme çalışmamız 2025 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

26 Ağustos 2025



## İçindekiler

|                                                                                   |        |
|-----------------------------------------------------------------------------------|--------|
| 1. ŞİRKET & SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ.....                                            | - 7 -  |
| 1.1. Kısaca Aden Pelet .....                                                      | - 7 -  |
| 1.2. Sektör.....                                                                  | - 8 -  |
| 2. MALİ VERİLER .....                                                             | - 9 -  |
| 2.1. Gelir Tablosu .....                                                          | - 10 - |
| 2.2. Bilanço .....                                                                | - 11 - |
| 3. DEĞERLEME.....                                                                 | - 12 - |
| 3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar; .....                                  | - 13 - |
| 3.2. Değerleme Yöntemleri .....                                                   | - 15 - |
| 3.2.1. Maliyet Yaklaşımı.....                                                     | - 15 - |
| 3.2.2. Gelir Yaklaşımı .....                                                      | - 15 - |
| 3.2.3. Pazar Yaklaşımı .....                                                      | - 17 - |
| 3.3. İşbu Değerleme Raporunda Kullanılan Yöntemler .....                          | - 18 - |
| 4. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI DEĞERLEMESİ.....                                    | - 19 - |
| 4.1. Genel Varsayımlar .....                                                      | - 19 - |
| 4.2. Gelir & Maliyet Projeksiyonu.....                                            | - 19 - |
| 4.3. Faaliyet Giderleri & FAVÖK Projeksiyonu .....                                | - 21 - |
| 4.4. Kurumlar Vergisi .....                                                       | - 21 - |
| 4.5. İşletme Sermayesi Projeksiyonu .....                                         | - 21 - |
| 4.6. Yatırım Harcamaları .....                                                    | - 21 - |
| 4.7. İndirgeme Oranı Tespiti - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM).....    | - 21 - |
| 4.8. Net Borç .....                                                               | - 22 - |
| 4.9. İNA Değeri .....                                                             | - 22 - |
| 5. NİHAİ DEĞER .....                                                              | - 24 - |
| 6. DUYARLILIK ANALİZİ .....                                                       | - 24 - |
| Ekler .....                                                                       | - 25 - |
| Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı .....                                       | - 25 - |
| Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı..... | - 25 - |
| Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri .....               | - 25 - |
| Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ'e Uyum Beyanı .....              | - 26 - |
| Ek5: Bizim Menkul Değerler Sorumluluk Uyum Beyanı.....                            | - 27 - |
| Ek6: Bizim Menkul Değerler Etik İlkeler'e Uyum Beyanı .....                       | - 27 - |

## 1. ŞİRKET & SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ

### 1.1. Kısaca AdenPellet

Aden Pelet, Ocak 2023'te İstanbul'da kurulmuş olup şirketin merkezi 10 Mart 2023 tarihli ve 10787 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edildiği üzere Ankara'ya taşınmıştır.

Şirket, her türlü orman ürünlerinin; ham, mamul, yarı mamul olarak yurt içinden ve yurt dışından temin edilmesi, bunların işlenmesi, yarı mamul veya mamul haline getirilerek veya işlenmeden yurt içine ve yurt dışına satılması, pazarlanması, ithalatı ve ihracatı amacıyla kurulmuştur.

Doğaya, insana ve dünyaya karşı sorumluluk bilinciyle yola çıkan Aden Pelet, odun peleti üreterek yenilenebilir enerji sektöründe önde gelen markalardan biri olması amacıyla kurulmuştur.

Ağaç kabuğu ve talaş gibi atık maddelerinin değerlendirilerek ekonomik değere dönüştürülmesini sağlayan; evler, fabrikalar, iş yerleri gibi, yaşamın pek çok alanında ısınma amaçlı kullanılan; hem doğaya hem insana hem de ülke ekonomisine fayda sağlan pelet ile daha iyi bir gelecek için sürdürülebilir bir çözüm sunmaktadır.

Geleneksel yakıtlara ekolojik ve ekonomik bir alternatif oluşturan peleti yan ürün olarak değil, kendi başına bir değer olarak görerek Türkiye'de sadece bu alanda üretim yapan ender şirketlerden biridir.

Aden Pelet, Türkiye'de en verimli ormanlarının bulunduğu Karadeniz'de, 25.000 m<sup>2</sup>'lik alanda kurulan 9.000 m<sup>2</sup>'lik üretim tesisinde Green Planet markasıyla global standartlarda üretim yapmayı hedeflemektedir.



40.000 ton yıllık, 6 ton saatlik üretim kapasitesine sahip olan üretim tesisinde kapasitesini, ihtiyaç halinde 6 ay içerisinde 2 katına çıkarabilecek şekilde tüm altyapı hazırlığı yapılmıştır. Pelet üretiminde, FSC (Forest Stewardship Council – Orman Yönetim Konseyi) belgeli tedarikçi ve kaynaklardan sağlamakta EN PlusA1 kalite standartlarında üretim yapmayı hedeflemektedir.



Şirket'in rapor tarihi itibarıyla ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

| Aden Pelet Ortaklık Yapısı |                   | 16.05.2024        |                |
|----------------------------|-------------------|-------------------|----------------|
| Ortak                      | Pay Adedi         | Sermaye (TL)      | Oran           |
| Tuğba Yılmaz               | 3.000.000         | 3.000.000         | 10,00%         |
| Serap Erbaş                | 3.000.000         | 3.000.000         | 10,00%         |
| Pasifik Holding A.Ş.       | 24.000.000        | 24.000.000        | 80,00%         |
| <b>Toplam</b>              | <b>30.000.000</b> | <b>30.000.000</b> | <b>100,00%</b> |

Şirket 16 Mayıs 2024 tarihli ve 11083 sayılı TTSG'de ilan edildiği üzere sermaye artırımını yapmıştır. Şirket'in sermayesi beheri 1,00 TL değerinde 30.000.000 adet paya ayrılmış 30.000.000 TL değerindedir. Bu payların tamamı nama yazılıdır. Eski sermayenin tamamı ödenmiştir. Bu defa artırılan 29.500.000 TL'nin ¼ tescilden ödenmiştir, geri kalan kısmı ise 24 ay içinde ödenecektir.

## 1.2. Sektör

Pelet; talaş, ağaç yongaları, ağaç kabukları, tarımsal ürün atıkları gibi maddelerin öğütüldükten sonra yüksek basınç altında sıkıştırılması sonucu elde edilen genellikle 6-8 mm çapında ve uzunluğu 40 milimetreye kadar çıkabilen doğal bir yakıttır. Biyokütle enerji kaynakları arasında yer alan pelet ısınma ve sanayi amaçlı yakma sistemlerinde kullanılabilir.

Pelet üretilirken, ağaç atık malzemelerin toplanarak değirmenden geçirilmesi işlemi sonucunda küçük toz haline getirilir. Daha sonra bu toz halindeki ağaç atık malzemeleri fırında kurutularak nem oranı düşürülür. Kurutulan malzeme yüksek basınç altında preslenerek pelet haline getirilir. Presten çıkan mamule soğutma işlemi uygulanır ve oradan da paketleme sonunda kullanıma hazır hale gelir. Bu işlemler uygulanması sonucunda aynı ağaç mamulün yanma ve enerji verimini %300 artırarak doğaya, çevreye ve ülke ekonomisine büyük katkı sağlamaktadır.

Pelet, diğer yakıtlara göre %40-45 daha tasarrufludur. Bu nedenle hem ekonomik ısınma yöntemi olarak hem de alternatif yakıt olarak tercih edilmektedir. Tamamen atık malzemeden üretildiği için ekonomiktir. Doğaya ve çevreye zararı yoktur. Tamamen ülkemizin kendi doğal kaynaklarından üretildiği için ülke ekonomisine büyük katkı sağlamaktadır. Pelet yakıt yanma sonucu oluşan enerjinin %98 oranında kullanımını sağlar, enerji kaybını ortadan kaldırır. Pelet yakıt tamamen yandığı için enerji kaybı yaşanmamaktadır. Pelet yakıt preslendiği için uzun süre yanma sağlamaktadır.

Diğer katı yakıtlara göre kül oranı yok denecek kadar azdır (%0,5 – %1,5 kül oranına sahiptir). Bu oran kömürde %10-%50 arasında değişirken pelet yapılmamış ağaç yakıtta bu oran %6-%10 arasında değişim göstermektedir. Yanma süresi ve sağladığı enerji olarak aynı miktarda ağaç odununa göre %300 oranında artış göstermektedir. Yanma sonucu oluşan kül doğal gübre olarak kullanılabilir imkânına sahiptir.

Doğaya hiçbir zararı olmamakla beraber yağış sağlama bulut tutma özellikleri ile doğaya yarar sağlamakta hava kirliliğine büyük ölçüde çözüm sağlamaktadır.

### Kullanım Alanları

- **Evsel Isıtma:** Pelet sobaları ve kazanları, evlerde ve küçük ticari binalarda odun peletlerini yakıt olarak kullanır. Bu sistemler otomatikleştirilebilir ve kullanım kolaylığı sağlar.

- **Endüstriyel Isıtma CHP (Combine Heat&Power):** Büyük sanayi kuruluşları ve enerji santralleri, biyokütle enerjisi olarak odun peletlerini kullanarak ısı üretir ve elektrik enerjisi sağlar.

- **Tarım ve Hayvancılık:** Peletlerin bazı türleri hayvan yatak malzemesi olarak kullanılabilir. Organik ve geri dönüştürülebilir bir yapı sunduğu için tarımda da tercih edilir.

#### ➤ Çevresel Faydalar

- **Karbon Nötr:** Odun peletleri, yakıldığında ortaya çıkan karbon, ağaçların büyümesi sırasında atmosfere salınan karbonla eşit miktardadır. Bu yüzden, odun peletlerinin karbon nötr olduğu kabul edilir.

- **Daha Az Kirlenici:** Fosil yakıtlara göre daha az kükürt dioksit (SO<sub>2</sub>), nitrojen oksit (NO<sub>x</sub>) ve partikül madde yayar. Bu, hava kalitesinin korunmasına yardımcı olur.

- **Orman Yönetimi ve Atık Azaltma:** Odun peleti üretimi, orman atıklarının değerlendirilmesine olanak tanır ve orman yangınlarının riskini azaltır.



• **Çevre Dostu:** Karbon nötr özellikte olmaları ve yenilenebilir kaynaklardan elde edilmeleri sayesinde çevreye minimum zarar verirler.

➤ **Avantajları**

- **Yüksek Verim:** Düşük nem ve yoğun enerji içeriği, daha verimli bir yanma sağlar.
- **Kolay Depolama:** Peletler, sıkıştırılmış ve kuru oldukları için depolaması ve taşınması kolaydır.
- **Düşük Kül Oranı:** Yakıldığında çok az miktarda kül bırakır, bu da temizlik ve bakım açısından avantaj sağlar.
- **Ekonomik:** Peletler, doğalgaz veya kömür gibi geleneksel yakıtlara göre daha uygun maliyetli olabilir. (Hükümet destekleri ve bölge bazlı vergi teşviklerine oranlar değişiklik göstermektedir) Özellikle yerel kaynaklardan üretildiğinde, dışa bağımlılığı da azaltır.

➤ **Dezavantajları**

- **Başlangıç Maliyetleri:** Pelet kazanı veya sobası gibi sistemler diğer fosil yakıt kullanımı olan tesislerden pelete dönüşüm yapılmak istendiğinde ilk yatırım maliyeti açısından pahalı olabilir.
- **Depolama İhtiyacı:** Peletlerin kuru bir ortamda saklanması gerekir, aksi takdirde nemlenerek enerji verimliliği azalır.
- **Dağıtım ve Lojistik:** Peletlerin üretildiği bölgeler sınırlı olabilir, bu da ulaşım maliyetlerini artırabilir.

➤ **Tehditler**

- **Yasal Regülasyonlar:** Hammadde kaynaklarına erişimde sağlanacak kısıtlayıcı yasal önlemler. Odun kaynaklı ürünlerin AB Ülkelerine ihracatına yönelik yasal düzenlemeler.

Kalkınma Ajansları Genel Müdürlüğü Odun Peleti Hedef Pazar Araştırma Raporu'na göre Birleşik Krallık, Japonya, Güney Kore, İtalya, Danimarka, Hollanda ve Belçika'nın toplam ithalatı dünya toplam ithalatının %82'sini oluşturmaktadır. Japonya, Güney Kore, İtalya, Danimarka ve Hollanda son 3 yılda ithalatını istikrarlı şekilde arttıran büyüme eğilimindeki pazarlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

**Dünya İthalat Artışı**

| Ülkeler    | İthalat Değeri 2020<br>*000\$ (CIF) | İthalat Değeri 2021<br>*000\$ (CIF) | İthalat Değeri 2022<br>*000\$ (CIF) | Son 2 Yıl<br>Dünya Yıllar<br>İthalatı Farkı<br>*000 \$ | Son 2 Yıl<br>Dünya Yıllar<br>İthalatı<br>Değişimi<br>Oranı % |
|------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| Dünya      | 4.610.486                           | 5.218.135                           | 6.620.409                           | 1.402.274                                              | 27                                                           |
| Japonya    | 342.112                             | 563.584                             | 915.924                             | 352.340                                                | 63                                                           |
| Güney Kore | 329.069                             | 439.379                             | 716.561                             | 277.182                                                | 63                                                           |
| İtalya     | 484.967                             | 472.613                             | 715.490                             | 242.877                                                | 51                                                           |
| Belçika    | 237.932                             | 159.103                             | 300.959                             | 141.856                                                | 89                                                           |
| Fransa     | 98.000                              | 151.571                             | 262.380                             | 110.809                                                | 73                                                           |
| Danimarka  | 424.795                             | 524.420                             | 603.148                             | 78.728                                                 | 15                                                           |
| Hollanda   | 441.836                             | 505.737                             | 552.614                             | 46.877                                                 | 9                                                            |

Kaynak: Trademap, 2023

İthalatı artarken Türkiye'nin ihracatının arttığı ülkeler arasında Bulgaristan, İtalya, Fransa, Kuzey Makedonya, Belçika, Slovenya, Yunanistan yer almaktadır. Bulgaristan, Yunanistan ve Kuzey Makedonya coğrafi ve kültürel yakınlık, gümrük ve lojistik imkânları bakımından rekabet gücümüzün yüksek olduğu pazarlar olarak karşımıza çıkmaktadır. 2022 yılında Amerika Birleşik Devletleri, Vietnam, Kanada, Letonya, Rusya, Estonya ve Avusturya'nın toplam ihracatı dünya toplam ihracatının %63'ünü oluşturmaktadır.

**Dünya İhracat**

| Ülkeler              | İhracat Değeri<br>2020 *000\$ (FOB) | İhracat Değeri<br>2021 *000\$ (FOB) | İhracat Değeri<br>2022 *000\$ (FOB) | Son 2 Yıl Dünya<br>Yıllar İhracat<br>Farkı<br>*000\$ | Son 2 Yıl Dünya<br>Yıllar İhracatı<br>Değişim Oranı<br>% | Dünya<br>İhracatındaki<br>Payı<br>2022 % |
|----------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|------------------------------------------|
| Dünya                | 4.438.523                           | 4.678.597                           | 6.698.005                           | 2.019.408                                            | 43                                                       | 100                                      |
| ABD                  | 981.660                             | 1.051.294                           | 1.545.409                           | 494.115                                              | 47                                                       | 23,1                                     |
| Vietnam <sup>3</sup> | 387.621                             | 529.040                             | 889.517                             | 360.477                                              | 68                                                       | 13,3                                     |
| Kanada               | 406.123                             | 429.688                             | 532.968                             | 103.280                                              | 24                                                       | 8                                        |
| Letonya              | 373.322                             | 411.476                             | 365.234                             | -46.242                                              | -11                                                      | 5,5                                      |
| Rusya                | 289.030                             | 289.351                             | 319.184                             | 29.833                                               | 10                                                       | 4,8                                      |
| Estonya              | 187.362                             | 254.285                             | 310.032                             | 55.747                                               | 22                                                       | 4,6                                      |
| Avusturya            | 192.713                             | 205.300                             | 290.100                             | 84.800                                               | 41                                                       | 4,3                                      |

Kaynak: Trademap, 2023

## 2. MALİ VERİLER

TFRS'leri uygulayan işletmeler, Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK) tarafından 23 Kasım 2023 tarihinde yapılan açıklamayla birlikte, 31 Aralık 2023 tarihinde veya sonrasında sona eren yıllık raporlama dönemine ait finansal tablolarından itibaren TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama Standardına göre enflasyon muhasebesi uygulamaya başlamıştır. TMS 29, geçerli para birimi yüksek enflasyonlu bir ekonominin para birimi olan işletmelerin, konsolide finansal tabloları da dahil olmak üzere, finansal tablolarında uygulanmaktadır.

Söz konusu standart uyarınca, yüksek enflasyonlu bir ekonomiye ait para birimi esas alınarak hazırlanan finansal tablolar, bu para biriminin bilanço tarihindeki satın alma gücünde hazırlanmıştır. Önceki dönem finansal tablolar da karşılaştırma amacıyla karşılaştırmalı bilgiler raporlama dönemi sonundaki cari ölçüm birimi cinsinden ifade edilmiştir. Şirket bu nedenle, 30 Haziran 2024, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2023 ve 31 Aralık 2022 tarihli konsolide finansal tablolarını da, 30 Haziran 2025 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre sunmuştur.

SPK'nın 28 Aralık 2023 tarih ve 81/1820 sayılı kararı uyarınca, Türkiye Muhasebe/Finansal Raporlama Standartlarını uygulayan finansal raporlama düzenlemelerine tabi ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal raporlarından başlamak üzere TMS 29 hükümlerini uygulamak suretiyle enflasyon muhasebesi uygulamasına karar verilmiştir.

TMS 29 uyarınca yapılan yeniden düzenlemeler, Türkiye İstatistik Kurumu ("TÜİK") tarafından yayımlanan Türkiye'deki Tüketici Fiyat Endeksi'nden ("TÜFE") elde edilen düzeltme katsayısı kullanılarak yapılmıştır. 30 Haziran 2025 tarihi itibarıyla; konsolide finansal tabloların düzeltilmesinde kullanılan endeksler ve düzeltme katsayıları aşağıdaki gibidir:

| Tarih      | Endeks   | Düzeltilme Katsayısı |
|------------|----------|----------------------|
| 30.06.2025 | 3.132,17 | 1,0000               |
| 31.12.2024 | 2.684,55 | 1,1667               |
| 30.06.2024 | 2.139,47 | 1,3505               |
| 31.12.2023 | 1.859,38 | 1,6845               |
| 31.12.2022 | 1.128,45 | 2,7756               |

Grup'un yüksek enflasyonlu ekonomilerde finansal raporlama amacıyla yaptığı düzeltme işleminin ana unsurları aşağıdaki gibidir:

- TL cinsinden hazırlanmış cari dönem konsolide finansal tablolar, bilanço tarihindeki satın alma gücü ile ifade edilmekte olup önceki raporlama dönemlerine ait tutarlar da yine raporlama dönemi sonundaki satın alma gücüne göre düzeltilerek ifade edilmektedir.
- Parasal varlık ve yükümlülükler, hali hazırda, bilanço tarihindeki cari satın alma gücü ile ifade edildiğinden düzeltilmemektedir. Parasal olmayan kalemlerin enflasyona göre düzeltilmiş değerlerinin, geri kazanılabilir tutarı ya da net gerçekleşebilir değeri aştığı durumda, sırasıyla TMS 36 Varlıklarda Değer Düşüklüğü ve TMS 2 Stoklar hükümleri uygulanmıştır.
- Bilanço tarihindeki cari satın alma gücüyle ifade edilmemiş olan parasal olmayan varlık ve yükümlülükler ile özkaynak kalemleri, ilgili düzeltme katsayıları kullanılarak düzeltilmiştir.
- Bilançodaki parasal olmayan kalemlerin kapsamlı gelir tablosuna etkisi olanlar dışındaki kapsamlı gelir tablosunda yer alan tüm kalemler, gelir ve gider hesaplarının mali tablolara ilk olarak yansıtıldıkları dönemler üzerinden hesaplanan katsayılar ile endekslenmişlerdir.
- Enflasyonun Grup'un cari dönemdeki net parasal varlık pozisyonu üzerindeki etkisi, konsolide gelir tablosunda net parasal pozisyon kazançları/(kayıpları) hesabına kaydedilmiştir.

### 2.1. Gelir Tablosu

Aden Pelet, 2023 yılında kurulmuş olması ve yatırımlarını işbu rapor tarihi itibarıyla henüz tamamlamış olması nedeniyle satış faaliyetlerine tam olarak başlamamış olup bu sebeple 2025 yılının ilk yarısında 5,5 milyon TL ciroosu bulunmaktadır. Şirket 4,7 milyon TL satışların maliyeti sonrası 2025 yılının ilk yarısında 726.180 TL brüt kar elde etmiştir.

Şirket, 467.130 TL pazarlama ve 7,7 milyon TL'si genel yönetim giderleri olmak üzere toplam 8,2 milyon TL faaliyet gideri ile 578.490 TL esas faaliyetlerden diğer gelirleri ve 17,1 milyon TL esas faaliyetlerden diğer giderleri sonrası 24 milyon TL esas faaliyet zararı yazmıştır.

Şirketin 41 TL finansman geliri, 156,3 milyon TL finansman gideri ile 94,4 milyon TL parasal kazancı sonrası 85,9 milyon TL vergi öncesi zararı bulunmaktadır. Şirket 27,8 milyon TL vergi gideri sonrası 2025 yılının ilk yarısında net dönem zararı 113,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

| Aden Pelet TFRS Bazlı Gelir Tablosu                            |                    |                     |
|----------------------------------------------------------------|--------------------|---------------------|
| TL                                                             | 31.12.2024         | 30.06.2025          |
| Hasılat                                                        | 561.177            | 5.470.087           |
| Satışların Maliyeti (-)                                        | -5.079.402         | -4.743.907          |
| <b>Brüt Kar (Zarar)</b>                                        | <b>-4.518.225</b>  | <b>726.180</b>      |
| Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)                      | -312.103           | -467.130            |
| Genel Yönetim Giderleri (-)                                    | -1.426.222         | -7.740.095          |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler                             | 136.708            | 578.490             |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)                         | -7.805.554         | -17.091.746         |
| <b>Esas Faaliyet Karı (Zararı)</b>                             | <b>-13.925.396</b> | <b>-23.994.301</b>  |
| <b>Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)</b> | <b>-13.925.396</b> | <b>-23.994.301</b>  |
| Finansman Gelirleri                                            | 4.079.362          | 41                  |
| Finansman Giderleri (-)                                        | -118.723           | -156.275.357        |
| Parasal Kazanç Kayıp                                           | 67.994.434         | 94.371.730          |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)</b>       | <b>58.029.677</b>  | <b>-85.897.887</b>  |
| <b>Sürdürülen faaliyetler Vergi Gelir/Gideri</b>               | <b>-11.244.467</b> | <b>-27.795.913</b>  |
| - Dönem vergi gideri                                           | -1.451.672         | 0                   |
| - Ertelenmiş vergi geliri/gideri                               | -9.792.795         | -27.795.913         |
| <b>Dönem Karı (Zararı)</b>                                     | <b>46.785.210</b>  | <b>-113.693.800</b> |

## 2.2. Bilanço

Şirket, 30.06.2025 bilançosuna göre %14,1'i dönen varlıklardan oluşan 870,7 milyon TL'lik aktif büyüklüğe sahiptir. 123,1 milyon TL olan dönen varlıklar içerisindeki en büyük pay 63,2 milyon TL ile diğer dönen varlıklar hesabına kayıtlıdır. Şirketin 747,6 milyon TL olan duran varlıklarının büyük çoğunluğu olan 746,9 milyon TL maddi duran varlıklar hesabına kayıtlıdır.

| Aden Pelet TFRS Bazlı Bilanço, TL                   |                    |                    |
|-----------------------------------------------------|--------------------|--------------------|
| VARLIKLAR                                           | 31.12.2024         | 30.06.2025         |
| <b>Dönen Varlıklar</b>                              | <b>108.659.439</b> | <b>123.100.717</b> |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                           | 79.139             | 463.557            |
| Finansal Yatırımlar                                 | 588                | 0                  |
| Ticari Alacaklar                                    | 10.151             | 78.630             |
| - İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar     | 10.151             | 78.630             |
| Diğer Alacaklar                                     | 87.505             | 130.609            |
| - İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar              | 87.505             | 128.609            |
| - İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar      | 0                  | 2.000              |
| Stoklar                                             | 38.781.719         | 48.143.924         |
| Peşin Ödenmiş Giderler                              | 5.383.505          | 11.083.227         |
| - İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler         | 0                  | 0                  |
| - İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler | 5.383.505          | 11.083.227         |
| Diğer Dönen Varlıklar                               | 64.316.832         | 63.200.770         |
| <b>Duran Varlıklar</b>                              | <b>741.524.187</b> | <b>747.596.021</b> |
| Diğer Alacaklar                                     | 558.705            | 430.258            |
| - İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar      | 558.705            | 430.258            |
| Maddi Duran Varlıklar                               | 740.715.282        | 746.918.681        |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar                       | 250.200            | 247.082            |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                            | 0                  | 0                  |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                             | <b>850.183.626</b> | <b>870.696.738</b> |

Şirket'in 326,8 milyon TL olan kısa vadeli yükümlülüklerinin 242,4 milyon TL'si diğer borçlar hesabına kayıtlı olup 240,6 milyon TL'si ilişkili taraflara ve 1,8 milyon TL'si ilişkili olmayan taraflara olan diğer borçlardır. 29,3 milyon TL olan kısa vadeli borçlanmalarının tamamı banka kredilerine aittir. Şirket'in 53,1 milyon TL olan ticari borçlarının



37,3 milyon TL'si ilişkili taraflara ve 15,8 milyon TL'si ilişkili olmayan taraflara olan ticari borçlardır. Şirket'in 562,8 milyon TL olan uzun vadeli yükümlülüklerinin 215,4 milyon TL'si banka kredilerine aittir. Tamamı ilişkili taraflara olan 309,5 milyon TL diğer borcu bulunmaktadır.

Şirketin 30 milyon TL ödenmiş sermayesi bulunmaktadır. 10,5 milyon TL sermaye düzeltmesi olumlu farkları mevcuttur. 153.327 TL kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirleri, 54,2 milyon TL geçmiş yıllar karı ve 113,7 milyon TL net dönem zararı bulunan şirket 52,99 milyon TL özkaynağa sahiptir.

| Aden Pelet TFRS Bazlı Bilanço, TL                                   |                    |                     |
|---------------------------------------------------------------------|--------------------|---------------------|
| KAYNAKLAR                                                           | 31.12.2024         | 30.06.2025          |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                                    | <b>277.895.164</b> | <b>326.777.506</b>  |
| <b>Kısa Vadeli Borçlanmalar</b>                                     | <b>22.945.873</b>  | <b>29.333.332</b>   |
| - Banka Kredileri                                                   | 22.945.873         | 29.333.332          |
| <b>Ticari Borçlar</b>                                               | <b>42.229.462</b>  | <b>53.117.904</b>   |
| - İlişkili Taraflara Ticari Borçlar                                 | 32.752.230         | 37.295.582          |
| - İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar                         | 9.477.232          | 15.822.322          |
| <b>Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kap. Borçlar</b>                   | <b>1.049.235</b>   | <b>1.433.772</b>    |
| <b>Diğer Borçlar</b>                                                | <b>210.185.784</b> | <b>242.426.847</b>  |
| - İlişkili Taraflara Diğer Borçlar                                  | 191.963.860        | 240.605.048         |
| - İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar                          | 18.221.924         | 1.821.799           |
| <b>Ertelenmiş Gelirler (Sözleşme Yük. Dışında Kalanlar)</b>         | <b>0</b>           | <b>250.200</b>      |
| - İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler                  | 0                  | 250.200             |
| <b>Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü</b>                                 | <b>1.389.124</b>   | <b>0</b>            |
| <b>Kısa Vadeli Karşılıklar</b>                                      | <b>85.922</b>      | <b>198.803</b>      |
| - Çalışanlara Sağlanan Fay. İlişkin Kısa Vadeli Kar.                | 85.922             | 198.803             |
| <b>Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                              | <b>9.764</b>       | <b>16.648</b>       |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                                    | <b>477.626.262</b> | <b>562.804.958</b>  |
| <b>Uzun Vadeli Borçlanmalar</b>                                     | <b>267.572.213</b> | <b>215.418.113</b>  |
| - Banka Kredileri                                                   | 267.572.213        | 215.418.113         |
| <b>Diğer Borçlar</b>                                                | <b>198.451.513</b> | <b>309.505.750</b>  |
| - İlişkili Taraflara Diğer Borçlar                                  | 198.451.513        | 309.505.750         |
| <b>Uzun Vadeli Karşılıklar</b>                                      | <b>242.415</b>     | <b>311.807</b>      |
| - Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Uzun Vadeli Kar.                   | 242.415            | 311.807             |
| <b>Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü</b>                                 | <b>11.360.121</b>  | <b>37.569.288</b>   |
| <b>Toplam Yükümlülükler</b>                                         | <b>755.521.426</b> | <b>889.582.464</b>  |
| <b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>                                | <b>94.662.200</b>  | <b>-18.885.726</b>  |
| <b>Ödenmiş Sermaye</b>                                              | <b>30.000.000</b>  | <b>30.000.000</b>   |
| <b>Sermaye Düzeltme Farkları</b>                                    | <b>10.461.821</b>  | <b>10.461.821</b>   |
| <b>Kar veya Zar. Yen. Sın. Bir. Diğer Kap. Gel. veya Gid. (+/-)</b> | <b>7.453</b>       | <b>153.327</b>      |
| - Çal. Sağ. Fay. İlişkin Aktüeryal Kazanç/(Kayıp) Fonu              | 0                  | 0                   |
| <b>Geçmiş Yıllar Karları/Zararları (+/-)</b>                        | <b>7.407.716</b>   | <b>54.192.926</b>   |
| <b>Dönem Net Karı/Zararı (+/-)</b>                                  | <b>46.785.210</b>  | <b>-113.693.800</b> |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>                                             | <b>850.183.626</b> | <b>870.696.738</b>  |

### 3. DEĞERLEME

#### 3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar;

##### Değerlemeyi gerçekleştirenin niteliği ve kapsamı ile konuya ilişkin kısıtlamalar:

Yapılan değerleme çalışması kapsamında BMD tarafından genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışması yapılmamıştır.

Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler Şirket yönetiminin görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

BMD tarafından değerlemeye konu Şirket ve/veya iştirak/bağlı ortaklık/finansal yatırımlar ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti de yapılmamıştır. Dolayısıyla BMD, değerleme çalışması kapsamında, Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, raporda ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir.

BMD değerleme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu, özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşmamıştır; bununla birlikte BMD elde edilmiş bilgi ve belgelerin doğru olduğunu taahhüt edememektedir.

**Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde BMD ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.**

##### Değerlemeyi gerçekleştirenin dayanak olarak kullandığı bilgilerin nitelikleri ve kaynakları:

Raporda kullanılan veriler değerleme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen Şirket yönetiminin sağladığı bilgilere, TMS/TFRS kapsamında hazırlanan finansal verilere, kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgilere ve bulgulara dayanmaktadır.

BMD olarak, iş bu değerleme raporunda yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde BMD ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.

##### Önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımlar:

Raporda şirketlerin ve varlıkların hiçbir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda değerleme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir.

##### Genel Varsayımlar

Bu çalışma Şirket tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış, Şirket'in mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel beklentiler değerlendirilmiş ve bu süreçte Türkiye ekonomisinin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır.

Raporun bütünlüğünü ve değerlemenin daha anlaşılır olmasını sağlamak adına Şirket yetkililerinin tarafımıza ilettiği veriler dışında BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiş veriler de raporda kullanılmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler rapor tarihi itibarıyla geçerlidir. BMD Kurumsal Finansman Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka tahmin, yorum ve tavsiyelerde bulunabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporun hazırlanma tarihinden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Kurumsal Finansman Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

##### Değerleme raporunun oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır:

- Şirket'in ve/veya bağlı ortaklık/iştirak/finansal yatırımlarının, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler

vb. gibi alışlagelenin dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,

- Şirket'in ve/veya bağlı ortaklık/iştirak/finansal yatırımlarının yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,
- Türkiye ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gerçekleştirmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek tüm faktörlerin dikkate alınması ile icra edilmektedir.

Bu faktörler;

- İşletmenin geçmişi,
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görünümü,
- İşletmenin mali yapısı,
- İşletmenin kar yaratma kapasitesi,
- İşletmenin sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri,
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri.

#### Sınırlayıcı Şartlar

Bu rapor, Şirket değerini belirlemede etkisi olan faktörler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ancak, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket'in TMS/TFRS bazlı finansal verileri, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere ve BMD'nin analizlerine dayanmaktadır.
- BMD, Değerleme Çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, BMD elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.
- Raporda kullanılan bilgiler, kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır. Rapor içerisinde yer alan finansal bilgiler, TMS/TFRS bazlı hazırlanan bağımsız denetimden geçmemiş finansal tablolarda yer alan bilgileri içermektedir.
- Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler şirket yönetiminin görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere BMD'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik Herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu bilgi ve belgelerin güvenilirliği ve doğruluğu denetlenmemiştir. BMD bu konuda herhangi bir taahhütte bulunamamaktadır.
- Değerlemesi yapılan Şirket aktifleri için herhangi bir hukuki çalışma icra edilmemiştir. Değerleme çalışması esnasında Şirketin faaliyetlerini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun hareket ettiği varsayılmış ve bu durum ayrıca incelemeye tabi tutulmamıştır. Bu hususta herhangi bir denetleme yapılmamıştır.
- Değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı durum olmadığı varsayılmıştır.
- Değerleme çalışması, bilinen ve genel kabul görmüş uluslararası esas ve standartlara uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Öte yandan, piyasa ve makroekonomik konularda meydana gelebilecek önemli değişikliklerin Şirket değerini etkileyebileceği ve dolayısıyla aşağı veya yukarı yönde değişime yol açabileceği ihtimali göz önünde bulundurulmalıdır.
- Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.



- Bu raporda ulaşılan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa şartları ve hazırlanmış olduğu tarih itibarı ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından BMD'ye sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir.
- İşbu Rapor, iktisadi, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve rapor tarihi itibarı ile sunulan bilgiler esas alınarak hazırlanmıştır; takip eden dönemde meydana gelebilecek gelişmeler bu raporda tahmin edilen Şirket değeri üzerinde etkili olabilecektir.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.

### 3.2. Değerleme Yöntemleri

İşbu değerlendirme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerimde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımı incelenmiştir.

#### 3.2.1. Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır.

#### 3.2.2. Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde yaygın şekilde kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

Bu yaklaşım bir varlığın varlık sahipleri için yarattığı gelir üzerine odaklanmaktadır. Bu gelir, varlığın kullanılabilir ömrü boyunca yaratması beklenen nakit akışı ile değerlendirilir. Varlığın değeri gelecekte öngörülen nakit akışının bugünkü değere çekilmesi ("İndirgenmiş Nakit Akımları" veya "İNA") ile bulunur.

Bugünkü değere çekerken kullanılan iskonto oranı varlığın beklenen nakit akışlarını yaratma riski ile birlikte paranın zaman değerini içermektedir.

#### İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntemde Şirket'in mevcut yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, yaratıcılık gücü, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akışlarının analizi yapılır.

Bu analiz sonucunda Şirket'in gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirme tarihine indirgenmesi gerçekleştirilir. İndirgeme işlemi, piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir. Bu iskonto oranı hesaplanırken Finansal Varlıkların Fiyatlandırılması Modeli (Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır.

Bu yöntemde Firma değeri (FD), indirgenmiş nakit akımlarının toplamından oluşmaktadır. Özsermaye değeri hesaplanırken aynı zamanda değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan finansal borçlarının, hazır değerlerinin ve nakit akımlarında dikkate alınmayan faaliyet dışı varlıklarının piyasa değeri de göz önüne alınmaktadır.

Bu yöntem ile Şirket'in hisse değerleri hesaplanırken, iştirakleri için ayrı değerlemeler de yapılabilir veya bilançodaki kayıtlı değeri dikkate alınabilir.

İNA yönteminin uygulanması sırasında Şirket'e ait gelecek dönemde elde edilecek nakit akımlarını belirleyen finansal model geliştirilir. Bu finansal modele baz olan varsayımlar ve projeksiyonlar Şirket'in yönetimi tarafından temin edilen bilgiler esas alınarak hazırlanır.

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi bir şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışını dikkate alır. Bu yöntem, şirketin büyüme ve karlılık varsayımlarına çok bağımlıdır. Firma değerlemelerinde en çok kullanılan ve en bilimsel metod olduğu kabul edilen İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'nin temeli, Şirket'e olan tüm operasyonel serbest nakit akışlarının "net bugünkü değer" yöntemiyle bugüne indirgenmesidir. Net bugünkü değer yöntemi, gelecekte gerçekleşmesi beklenen bir nakit akımının bugünkü değerini hesaplama metodudur.

#### Net Bugünkü Değer:

(Gelecekteki Nakit Akışı)/(1 + İndirgenme Oranı)^(Nakit Akışının Yılı-Mevcut Yıl)

"Gelecekteki Nakit Akışı" olarak "şirkete" olan toplam operasyonel serbest nakit akışı kullanılır. Şirkete olan toplam operasyonel serbest nakit akışı ise aşağıdaki gibi hesaplanır:

Şirkete Olan Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı:

Faaliyet Karı\*(1- Vergi Oranı) + Amortisman Gideri - İşletme Sermayesindeki Değişim - Yatırım Harcamaları

Nakit akışının bir kısmı sermayedarların getiri beklentilerini bir kısmı da borç verenlerin getiri beklentilerini karşılamak üzere kullanılacaktır. Bu nedenle şirket değerlemesinde, net bugünkü değer formülündeki "indirgenme oranı" olarak şirketi fonlayan hissedar ve borç verenlerin beklentilerinin ağırlıklı ortalamasını ifade eden "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)" kullanılır.

AOSM hesaplamasının ayrıntıları aşağıdaki gibidir.

AOSM borç verenlerin ve sermayedarların sermayenin finansmanına yaptıkları katkılara göre ağırlıklandırılan getiri taleplerini yansıtır. AOSM'nin hesaplanması ve değişkenlerin tanımları aşağıdaki gibidir:

$$r = E / (D+E) \times r_e + D / (D+E) \times r_d \times (1 - t)$$

r = AOSM

r<sub>e</sub> = Özsermaye Maliyeti

r<sub>d</sub> = Borçlanma Maliyeti

E = Özsermaye Değeri

D = Finansal Borç Değeri

t = Kurumlar Vergisi Oranı

E/(D+E) = Sermaye yapısındaki özkaynak oranı

D/(D+E) = Sermaye yapısındaki finansal borç oranı

Sermaye maliyeti ise aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$r_e = r_f + b \times (r_m - r_f)$$

r<sub>f</sub> = Risksiz Getiri Oranı (devletin en uzun vadeli ve likit tahvil getirisi)

r<sub>m</sub> = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

r<sub>m</sub> - r<sub>f</sub> = Piyasa Risk Primi

b = Beta = İlgili hissenin (veya sektörün) piyasa hareketleri ile olan ilişkisi - hisse senedi piyasa endeksi ile ilgili endeks / enstrüman getirisinin regresyon analizi ile bulunur.

Beta Katsayısı B: Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan orandır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi (aynı zamanda riski), bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilişkilidir.

Beta = 0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir.

Beta > 1 ise; beklenen getiri piyasa getirisinden daha yüksek ve daha risklidir.

Beta < 1 ise; beklenen getiri piyasa getirisinden daha düşük ve daha az risklidir.

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi yönteminde şirketin ömrü sonsuz olarak kabul edilmekte (şirketin ömrünün sonlu olduğu bilinmediği sürece) ve serbest nakit akışlarının bugünkü değeri iki farklı bileşenin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

**Projeksiyon Döneminden Gelen Değer:** "Projeksiyon Dönemi" olarak adlandırılan dönemde şirketin bütün operasyonları ve gelir kalemleri detaylı varsayımlarla projekte edilerek, şirkete olan toplam serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Bu nakit akışları net bugünkü değer formülü ile bugüne indirgenmektedir.

**Projeksiyon Dönemi Sonrasından Gelen Değer (“Artık veya Uç Değer”):** Projeksiyon döneminin bitişinden itibaren sonsuza kadar olan dönemde serbest nakit akışlarının sabit bir oranla (sonsuz büyüme oranı) büyüyeceği varsayılır ve projeksiyon dönemi sonundan sonsuza kadar gerçekleşecek olan serbest nakit akışlarının toplam değeri hesaplanır. Bu değer; net bugünkü değer formülü kullanılarak tekrar bugüne indirgenir ve “Artık Değer veya Uç Değer” olarak isimlendirilir.

**Toplam Firma Değeri:** Projeksiyon Dönemi Net Bugünkü Değeri + Artık Değer

Toplam Firma Değeri hem hissedarlara hem de borç verenlere aittir. Hisse değerinin hesaplanabilmesi için şirketin net borcu toplam firma değerinden çıkarılır varsa iştirak hisselerin değeri eklenir.

**Toplam Hisse Değeri:** Toplam Firma Değeri - Net Borç + İştirak Hisse Değerleri + Faaliyetle ilgili olmayan yatırım amaçlı varlıkların rayiç değerleri

### 3.2.3. Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105’in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve işletmedeki Paylar madde 50.1’de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde ana amaç belirli durumlara istinaden en uygun değerleme metodunun bulunması ve uygulanmasıdır. Bu çerçevede Şirket değerleme çalışmasında aşağıdaki hususlar göz önünde bulundurularak Pazar Yaklaşımı kullanılmaktadır;

- *Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken bilginin mevcudiyeti,*
- *Şirketin Pazar Yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmaların pratik ve güvenilir olduğunun düşünülmesi,*
- *Pazar Yaklaşımı’nın halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir değerlendirme yaklaşımı olması,*
- *Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceği olması,*

Şirket (varlık) değerlemesinde benzer büyüklüğe ve operasyonlara sahip şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının ortalama veya medyanları ve / veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan çarpanlar / rasyolar dikkate alınarak değer tespiti edildiği bu yöntem, genel olarak iki ayrı şekilde gerçekleştirilmektedir.

#### Benzer İşlem Gören Şirket Analizi

Benzer İşlem Gören Şirket Metodu’nda, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir. Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin (net kar, satışlar, defter değeri, FAVÖK vb.) katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük zorluk, bire-bir karşılaştırılabilir şirket bulunmasıdır.

Bir şirketin hisselerinin piyasa değeri (“PD”), birim hisse fiyatı ile hisse adedinin çarpımı olarak tanımlanabilir. Firma Değeri (“FD”) ise şirketin toplam operasyonlarının piyasa değerini vermektedir. Bir şirketin Firma Değeri şirketin hisselerinin piyasa değeri ile net finansal borçlarının piyasa değerinin toplamına eşittir.

#### Benzer İşlem Çarpanları Analizi

İkinci temel yöntem olan Benzer İşlem Çarpanları Analizi çalışmasında ise benzer şirketlerin dünyada gerçekleşmiş satın alma ve birleşme işlemleri araştırılmaktadır.

Bu işlemlerde oluşan finansal rasyolar analiz edilmekte ve analiz sonuçları hedef şirketin büyüklükleri ile karşılaştırılmaktadır. Benzer işlemler seçilirken işleme tabi olan şirketin coğrafyası ve büyüklüğü dikkate alınmaktadır. Bu hesaplamalarda açıklanmamış işlemlerin sonuca etkisine dikkat edilmesi gerekmektedir.

Piyasa yaklaşımı uygulaması üç ana süreçten meydana gelmektedir:

- Piyasa yaklaşımı uygulanacak uygun benzer şirket ya da işlemlerin tespiti
- Uygun çarpanların/değerlerin tespiti
- Çarpanların tespit edilmiş uygun değerlere uygulanarak şirket değeri tespiti.



Uygun değerler normal bazda değerlemesi yapılan şirketin gelecekte büyümesi beklenen gelirleri olarak tanımlanır. Uygun değerlerin tespitinde değerlemesi yapılan şirketin geçmiş mali verilerinden, tahminlerden ve piyasa şartlarından faydalanılır.

**Avantajları:** Şirket değeri piyasada işlem gören güncel şirket değerlerine göre hesaplanmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların şirketler için öngördüğü değerler ön plandadır. Şirket satın alınırken kullanılan en uygun metotlardan biridir.

**Dezavantajları:** Şirketlerin geleceğine ilişkin beklentiler bu değerlendirme içerisinde tam olarak yer almadığı için ilgili risk ve beklentiler varsayılmamaktadır.

Piyasa çarpanları metodu, değerlendirme yapılacak şirketlere benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu metot etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır. Şirket değerlemelerinde en yaygın çarpan analizi yöntemleri aşağıda yer almaktadır.

**Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan toplam ana ortaklık özkaynaklarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

**Fiyat/Kazanç (F/K):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

**Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun (Net Borç = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar]) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Karına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

**Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satışlar):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

#### Değerlemede Kullanılana Genel Kabul Görmüş Çarpanlar

| Çarpan Yönetimi                   | Sembol   | Hesaplanması                                       | Şirket Değeri                             |
|-----------------------------------|----------|----------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| Fiyat / Kazanç Oranı              | F/K      | (Pay Fiyatı * ödenmiş Sermaye) / Net Kar           | F/K Çarpanı * Net Kar                     |
| Piyasa Değeri / Defter Değeri     | PD/DD    | (Pay Fiyatı * Ödenmiş Sermaye) / Özsermaye         | PD/DD Çarpanı * özkaynaklar               |
| Firma Değeri / Esas Faaliyet Karı | FD/FVÖK  | [(Pay Fiyatı * Hisse Adedi) + Net Borç] / FVÖK     | FD/FVÖK Çarpanı * FVÖK - Net Borç         |
| Firma Değeri / FAVÖK              | FD/FAVÖK | [(Pay Fiyatı * Hisse Adedi) + Net Borç] / FAVÖK    | FD/FAVÖK Çarpanı * FAVÖK - Net Borç       |
| Firma Değeri / Net Satışlar       | FD/Ciro  | [(Pay Fiyatı * Hisse Adedi) + Net Borç] / Satışlar | FD/Ciro Çarpanı * Net Satışlar - Net Borç |

### 3.3. İşbu Değerleme Raporunda Kullanılan Yöntemler

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. İşbu değerlendirme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen Gelir Yaklaşımı dikkate alınmıştır. Şirket'in hizmetlerinin özel bilgi gerektiren süreçler sonucu ortaya çıkan nitelikte olması ve faaliyetlerindeki verimlilik ile marka bilinirliğine dayanan geniş müşteri tabanına sahip olması neticesinde satış ve pazarlama faaliyetlerindeki konumu ve bu sebeple eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerinin sürekli olduğunun düşünülmesi gibi gerekçelerden ötürü maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

Şirket'in değerinin tespitinde aşağıdaki temel yöntem kullanılmıştır.

**Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları**

## 4. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI DEĞERLEMESİ

### 4.1. Genel Varsayımlar

- a) Aden Pelet'in 30.06.2025 tarihi itibarıyla piyasa değeri, şirketin önümüzdeki dönemde üreteceği nakitlerin "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" ile değerlendirme tarihine indirgenmesi suretiyle hesaplanmıştır.
- b) Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 1 Temmuz 2025 ve 2029 yıl sonu ile sınırlı tutulmuş olup 2029 yılındaki gelir/gider/yatırım varsayımları uç değer büyüme oranı olan %5 ile artırılarak 2030 yılı nakit akımları hesaplanmıştır. 2030 yılında hesaplanan nakit akımları %5 uç değer büyüme oranı ile uç değer hesabında dikkate alınmıştır. TCMB'nin beklenti anketinde piyasa oyuncularının uzun vadeli enflasyon tahmini olan %7 oranı ve TCMB'nin orta-uzun vadeli enflasyon hedefi olan %5 oranı baz alınmış ve %5 alınarak ihtiyatlı bir yaklaşım sergilenmiştir.
- c) Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, şirket yönetimi tarafından verilen finansal ve operasyonel bilgiler, geleceğe dönük tahminler ve projeksiyonlara dayalı olarak yapılmıştır.
- d) Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir haciz, ipotek ve irtifak hakkı bulunmadığı varsayılmaktadır. Sabit kıymet ve çeşitli aktiflerin hukuki durumu ve üzerlerindeki ipotek, irtifak v.b. şerhler hakkında tarafımızdan herhangi bir inceleme yapılmamış olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir.
- e) Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- f) Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan projeksiyonlar, tarafımızdan yorumlanarak kullanılmıştır.
- g) Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyumsuz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemezlikler sebep olur. Bu nedenle değerlendirme çalışmamız 2025 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.
- h) Bu rapor sadece raporun giriş kısmında belirtilen amaç için hazırlanmış olup, herhangi başka bir amaç için kullanılması uygun değildir. Belirtilen amaç dışı kullanımdan dolayı bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır.

**Şirket'in geçmiş dönem finansal ve operasyonel verileri yatırımların işbu rapor tarihi itibarıyla henüz tamamlanmamış olması nedeniyle bulunmamaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('İNA') kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin gerçekleşmesini beyan ettiği beklentilerini yansıtabilecek şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımların birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Bu analiz kapsamında yer alan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir Şirket özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir. Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmış olup geleceğe dönük projeksiyonların ve bu projeksiyona baz oluşturan varsayımların Şirket yönetiminin öngördüğü şekilde gerçekleşmemesi halinde Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak herhangi bir sorumluluk almamız mümkün değildir.**

### 4.2. Gelir & Maliyet Projeksiyonu

Şirket'in geçmiş dönem finansal ve operasyonel verileri yatırımların işbu rapor tarihi itibarıyla henüz tamamlanmamış olması nedeniyle bulunmamaktadır. Geleceğe yönelik tahminler için Şirket Yönetimi'nin beyanı esas alınmıştır.

Şirket'in gelirleri big bag ve 15 kg paket olmak üzere 2 başlıkta tahmin edilmiştir. Ürünlerin üretim tonajı ve her bir ürün için satış fiyatı belirlenerek satış gelirleri hesaplaması yapılmıştır. Şirketin fabrika yatırımını henüz tamamlamış olması ve faaliyetlerine tam olarak başlamamış olup projeksiyon dönemi 2025 yılından başlatılmış ve 2029 yılına kadar aylık tahminlemede bulunulmuştur. Fabrikanın mevcutta saatte 6 ton üretim kapasitesi bulunmakta olup ilave bir makine yatırımıyla 2026 yılında kapasitesini saatte 12 tona çıkaracağı öngörülmektedir.

Big Bag ve 15 kilo paket satış fiyatının 2025 yılında sırasıyla 202 ve 217 euro/ton olacağı varsayılmış olup 2026-2029 döneminde her yıl %3 artacağı varsayılmıştır.

Pelet üretimi sırasında %30 üretim kaybı öngörülürken 2025 yılı Ocak-Aralık döneminde %30 sonrasında projeksiyon dönemi boyunca %90 kapasite kullanım oranıyla üretim yapacağı varsayılmıştır. Şirket'in gelirinin %60'nın Big Bag ve %40'ının 15 kilo paket satışlarından gerçekleşeceği varsayımıyla hesaplama yapılmıştır. 2030 yılında ise tüm gelir ve gider kalemleri %5 artırılarak uç değer öncesi normalizasyon sağlanmaya çalışılmıştır.

Şirket'in satış gelirleri öncelikle euro olarak hesaplanmış olup sonrasında her yıl için BMD'nin tahmini Euro/TL kuru baz alınarak Türk Lirası'na çevrilmiştir.

Yukarıdaki varsayımlar sonrası şirketin cirosunun 2025 yılında 3,3 milyon euro olacağı ve 2029 yılında 22,1 milyon euroya yükseleceği öngörülmektedir. Buna göre her yıl için BMD'nin tahmini Euro/TL kuru baz alınarak cironun 2025 yılında 149 milyon TL olacağı 2029 yılında ise 1.969 milyon TL'ye yükseleceği hesaplanmaktadır.

Şirket'in satışların maliyeti hammadde, enerji, paketleme, işçilik, bakım yedek parça, bakım, fabrika ve diğer giderler olmak üzere 8 başlıkta tahmin edilmiştir. Big bag için 2025-2029 dönemi boyunca hammadde, enerji, paketleme, işçilik ve diğer giderlerinin sırasıyla 58,9 – 18,1 – 10- 6 -1,9 Euro/ton olacağı varsayılırken geri kalan maliyet kalemlerinin 1 euro/ton olacağı varsayımıyla maliyet hesaplaması yapılmıştır. 15 kg paket için paketleme maliyeti hariç diğerlerinin aynı olacağı varsayılırken paketleme maliyetinin 16 Euro/ton olacağı varsayılarak maliyet hesaplaması yapılmıştır.

Buna göre satışların maliyetinin 2025 yılında 1,6 milyon euro olacağı 2029 yılında ise 10,5 milyon euroya yükseleceği öngörülmektedir. Her yıl için BMD'nin tahmini Euro/TL kuru baz alınarak 2025 yılında satışlarının maliyetinin 73,5 milyon TL olacağı ve 2029 yılında 931,6 milyon TL'ye yükseleceği hesaplanmaktadır.

| Aden Pelet Varsayımlar         |                |                  |                   |                   |                   |                   |
|--------------------------------|----------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                                | Birim          | 2025             | 2026              | 2027              | 2028              | 2029              |
| <b>Yıllık Ortalama Euro/TL</b> |                | <b>45,3737</b>   | <b>62,0100</b>    | <b>73,2991</b>    | <b>81,6671</b>    | <b>88,9168</b>    |
| Big Bag Üretimi                | Ton            | 9.461            | 42.690            | 56.765            | 56.920            | 56.765            |
| Yıllık Değişim                 |                |                  | 351,2%            | 33,0%             | 0,3%              | -0,3%             |
| Big Bag Fiyatı                 | EUR/ton        | 202              | 208               | 214               | 220               | 227               |
| Yıllık Değişim                 |                |                  | 3,0%              | 3,0%              | 3,0%              | 3,0%              |
| <b>Big Bag Geliri</b>          | <b>Eur/yıl</b> | <b>1.907.023</b> | <b>8.863.268</b>  | <b>12.138.964</b> | <b>12.537.388</b> | <b>12.878.227</b> |
| Yıllık Değişim                 |                |                  | 364,8%            | 37,0%             | 3,3%              | 2,7%              |
| 15 Kg Paket Üretimi            | Ton            | 6.307            | 28.460            | 37.843            | 37.947            | 37.843            |
| Yıllık Değişim                 |                |                  | 351,2%            | 33,0%             | 0,3%              | -0,3%             |
| 15 Kg Paket Fiyatı             | EUR/ton        | 217              | 224               | 231               | 238               | 245               |
| Yıllık Değişim                 |                |                  | 3,0%              | 3,0%              | 3,0%              | 3,0%              |
| <b>15 Kg Paket Geliri</b>      | <b>Eur/yıl</b> | <b>1.371.718</b> | <b>6.375.333</b>  | <b>8.731.535</b>  | <b>9.018.121</b>  | <b>9.263.286</b>  |
| Yıllık Değişim                 |                |                  | 364,8%            | 37,0%             | 3,3%              | 2,7%              |
| <b>Toplam Üretim</b>           | <b>Ton</b>     | <b>15.768</b>    | <b>71.150</b>     | <b>94.608</b>     | <b>94.867</b>     | <b>94.608</b>     |
| Yıllık Değişim                 |                |                  | 351,2%            | 33,0%             | 0,3%              | -0,3%             |
| <b>Toplam Gelir</b>            | <b>Eur/yıl</b> | <b>3.278.741</b> | <b>15.238.601</b> | <b>20.870.499</b> | <b>21.555.509</b> | <b>22.141.512</b> |
| Yıllık Değişim                 |                |                  | 364,8%            | 37,0%             | 3,3%              | 2,7%              |
| <b>Big Bag Maliyet</b>         | <b>Eur/yıl</b> | <b>944.750</b>   | <b>4.348.285</b>  | <b>5.897.510</b>  | <b>6.031.941</b>  | <b>6.135.770</b>  |
| Yıllık Değişim                 |                |                  | 360,3%            | 35,6%             | 2,3%              | 1,7%              |
| <b>15 Kg Paket Maliyeti</b>    | <b>Eur/yıl</b> | <b>668.472</b>   | <b>3.076.691</b>  | <b>4.172.867</b>  | <b>4.267.985</b>  | <b>4.341.451</b>  |
| Yıllık Değişim                 |                |                  | 360,3%            | 35,6%             | 2,3%              | 1,7%              |
| <b>Toplam Maliyet</b>          | <b>Eur/yıl</b> | <b>1.613.222</b> | <b>7.424.976</b>  | <b>10.070.377</b> | <b>10.299.927</b> | <b>10.477.221</b> |
| Yıllık Değişim                 |                |                  | 360,3%            | 35,6%             | 2,3%              | 1,7%              |
| <b>Brüt Kar</b>                | <b>Eur/yıl</b> | <b>1.665.519</b> | <b>7.813.625</b>  | <b>10.800.122</b> | <b>11.255.582</b> | <b>11.664.292</b> |
| Yıllık Değişim                 |                |                  | 369,1%            | 38,2%             | 4,2%              | 3,6%              |
| Brüt Kar Marjı                 |                | 50,8%            | 238,3%            | 329,4%            | 343,3%            | 355,8%            |

#### 4.3. Faaliyet Giderleri & FAVÖK Projeksiyonu

Faaliyet giderleri, genel yönetim ve diğer giderler olmak üzere 2 başlıkta tahmin edilmiştir. Genel yönetim ve diğer giderlerinin 2025 yılı boyunca her ay sırasıyla 1 milyon TL ve 100.000 TL olacağı varsayılarak 2025 yılının tamamında 17,1 milyon TL faaliyet gideri hesaplanmış olup 2026-2029 yıllarında her yıl BMD'nin tahmini yıl sonu enflasyonu kadar artırılarak tahmin edilmiştir.

Şirket'in 2025 yılında 58,4 milyon TL FAVÖK elde edeceği 2030 yılında ise 1.058,3 milyon TL FAVÖK üreteceği hesaplanmaktadır. FAVÖK marjının ise 2025 yılında %39,28 olacağı sonrasında kademeli olarak artarak 2029 yılında %51,2'ye yükseleceği öngörülmektedir.

Şirketin yeni yatırımlarını 10 yılda amorti edeceği varsayımıyla amortisman hesabı yapılmıştır.

Şirketin FAVÖK'ünden amortisman düşülerek faaliyet karı hesaplanmıştır. Şirketin faaliyet karının 2025 yılında 44,2 milyon TL olacağı 2030 yılında ise 1.032,7 milyon TL'ye yükseleceği hesaplanmaktadır. Faaliyet kâr marjının ise 2025 yılında %29,69 olacağı ve 2030 yılında %49,95'e kadar yükseleceği öngörülmektedir.

#### 4.4. Kurumlar Vergisi

Faaliyet karı üzerinden kurumlar vergisi hesaplanmış olup Şirket için %25 kurumlar vergi oranıyla vergi hesaplanarak nakit akımlarından düşülmüştür.

#### 4.5. İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Şirketin işletme sermayesi hesaplanırken projeksiyon dönemi boyunca alacaklarını 56 günde tahsil edeceği, stok gün süresinin 66 olacağı ve borçlarını 46 günde ödeyeceği varsayılmıştır. Tahmin edilen gün sürelerine göre işletme sermayesi hesaplanmış ve her yıl için gerekenek ilave işletme sermayesi nakit akımlarından düşülmüştür.

| Net İşletme Sermayesi (mn TL)      | 2024       | 2025/06    | 2025 T      | 2026 T       | 2027 T       | 2028 T       | 2029 T       | 2030 T       |
|------------------------------------|------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ticari Alacaklar                   | 0,01       | 0,08       | 23,0        | 146,2        | 236,7        | 272,3        | 304,6        | 319,8        |
| Stoklar                            | 39         | 48         | 13,3        | 83,7         | 134,1        | 152,8        | 169,3        | 177,7        |
| Ticari Borçlar                     | 42         | 53         | 9,2         | 58,1         | 93,1         | 106,1        | 117,5        | 123,3        |
| <b>İşletme Sermayesi</b>           | <b>(3)</b> | <b>(5)</b> | <b>27,1</b> | <b>171,8</b> | <b>277,7</b> | <b>319,1</b> | <b>356,4</b> | <b>374,2</b> |
| <b>Net İşletme Sermayesi (NİS)</b> | <b>(3)</b> | <b>(5)</b> | <b>27,1</b> | <b>171,8</b> | <b>277,7</b> | <b>319,1</b> | <b>356,4</b> | <b>374,2</b> |
| İşletme Sermayesi Değişimi         | -          | (1,5)      | 32,0        | 144,7        | 105,9        | 41,4         | 37,3         | 17,8         |
| <i>NİS/Ciro</i>                    |            |            | 18,2%       | 18,2%        | 18,2%        | 18,1%        | 18,1%        | 18,1%        |
| Alacak Gün Süresi                  |            | 56         | 56          | 56           | 56           | 56           | 56           | 56           |
| Stok Gün Süresi                    |            | 66         | 66          | 66           | 66           | 66           | 66           | 66           |
| Borç Gün Süresi                    |            | 46         | 46          | 46           | 46           | 46           | 46           | 46           |
| <b>Nakit Döngü Süresi</b>          | <b>-</b>   | <b>77</b>  | <b>77</b>   | <b>77</b>    | <b>77</b>    | <b>77</b>    | <b>77</b>    | <b>77</b>    |

#### 4.6. Yatırım Harcamaları

Şirket yatırımlarının büyük çoğunluğunu 2023 ve 2024 yıllarında tamamlamış olup şirket yetkilileri tarafından 2026 yılında 1 milyon euro makine yatırımı yapılacağı varsayımında bulunmuştur. 2026 yılı BMD'nin tahmini Euro/TL kuruyla 63,4 milyon TL yatırım yapılacağı hesaplanmaktadır. Şirket yetkilileri başka bir yatırım öngörüsünde bulunmazken BMD olarak ihtiyatlı tarafta kalmak adına 2027 yılında 12 milyon TL yatırım yapılacağı ve sonrasında her yıl BMD'nin tahmini yıllık ortalama enflasyonu kadar artırılarak yatırım öngörüsünde bulunulmuş olup projeksiyonlarda nakit akımından düşülmüştür.

#### 4.7. İndirgeme Oranı Tespiti - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Şirketin faaliyetlerinden üretmeleri beklenen nakit akımları projeksiyon dönemi boyunca tespit edilerek Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne (Capital Asset Pricing Model – CAPM) göre hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgenmiştir. Özsermaye maliyeti hesaplanırken risksiz getiri oranının değerlendirme para cinsi olan TL bazında 2025-2028 döneminde her yıl BMD tarafından tahmin edilen ortalama enflasyon rakamlarının %20 fazlası olacağı, 2029 ve 2030 yıllarında ise %15 olacağı varsayımıyla her yıl için değişen risksiz getiri oranı hesaplanmıştır.

Uzun vadeli risksiz getiri ve hisse senedi getirilerinin farkı olan Sermaye Piyasası Risk Primi Türkiye gibi finansal derinliği gelişmiş ülkelere göre nispeten daha az olan ülkelerde çok kolay hesaplanamamaktadır. ABD gibi finansal



tarihi oldukça eskiye giden ve halka açık şirket sayısı oldukça fazla olan bir ülkede bile bu risk priminin hesaplanmasına dair konsensüs bulunmamaktadır. Piyasada genel temayül %5-%6 bandında sermaye piyasası risk priminin makul olduğu şeklinde olmakla birlikte değerlemede, %5,5 olarak kabul edilmiştir.

Aden Pelet özelinde sermaye piyasası risk priminin dışında her yıl için risksiz faiz oranının %15'i kadar ilave risk primi makul kabul edilerek sermaye maliyeti hesabında dikkate alınmıştır.

Özsermaye maliyeti hesabında kullanılan beta 1 olarak kabul edilmiştir.

Özsermaye maliyeti = Risksiz Getiri Oranı + (Beta X Sermaye Piyasası Risk Primi) + İlave Risk Primi

formülüne göre özsermaye maliyeti 2025 yılı için %52,26 hesaplanırken sonraki yıllarda enflasyon oranında beklenen düşüş neticesinde azalmakta olup uç değer indirgemesinde %22,75 hesaplanmıştır.

Şirket'in borçlanma maliyetinin, risksiz getiri oranının %10 fazlası olacağı öngörüsüyle hesaplama yapılmıştır.

Şirket için hesaplanan yıllara sari Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

| Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti        | 2025 T        | 2026 T        | 2027 T        | 2028 T        | 2029 T        | 2030 T        | Uç Değer    |
|--------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| Risksiz Faiz Oranı                         | 40,66%        | 26,13%        | 20,87%        | 16,24%        | 15,00%        | 15,00%        |             |
| Beta                                       | 1,00          | 1,00          | 1,00          | 1,00          | 1,00          | 1,00          |             |
| Piyasa Risk Primi                          | 5,5%          | 5,5%          | 5,5%          | 5,5%          | 5,5%          | 5,5%          |             |
| Şirket Risk Primi                          | 6,1%          | 3,9%          | 3,1%          | 2,4%          | 2,3%          | 2,3%          |             |
| <b>Özkaynak Maliyeti</b>                   | <b>52,26%</b> | <b>35,55%</b> | <b>29,51%</b> | <b>24,17%</b> | <b>22,75%</b> | <b>22,75%</b> |             |
| Kaldıraç Oranı                             | 50,00%        | 50,00%        | 50,00%        | 50,00%        | 50,00%        | 50,00%        |             |
| <b>Borçlanma Maliyeti</b>                  | <b>44,72%</b> | <b>28,75%</b> | <b>22,96%</b> | <b>17,86%</b> | <b>16,50%</b> | <b>16,50%</b> |             |
| Finansal Vergi Oranı                       | 25,00%        | 25,00%        | 25,00%        | 25,00%        | 25,00%        | 25,00%        |             |
| Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti           | 33,54%        | 21,56%        | 17,22%        | 13,40%        | 12,38%        | 12,38%        |             |
| <b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b> | <b>42,90%</b> | <b>28,56%</b> | <b>23,36%</b> | <b>18,78%</b> | <b>17,56%</b> | <b>17,56%</b> |             |
| Dönem Ortası İndirgeme Faktörü             | 1,09          | 1,13          | 1,11          | 1,09          | 1,08          | 1,08          |             |
| Dönem Sonu İndirgeme Faktörü               | 1,20          | 1,29          | 1,23          | 1,19          | 1,18          | 1,18          |             |
| <b>Kümülatif İndirgeme Faktörü</b>         | <b>1,09</b>   | <b>1,36</b>   | <b>1,71</b>   | <b>2,07</b>   | <b>2,44</b>   | <b>2,87</b>   | <b>3,11</b> |

#### 4.8. Net Borç

Aden Pelet için 30.06.2025 itibariyle aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere 734.322.878 TL net borç hesaplanmıştır.

| Net Borç (Nakit), TL                       | 30.06.2025         |
|--------------------------------------------|--------------------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri                  | 463.557            |
| Finansal Yatırımlar                        | 0                  |
| Diğer Alacaklar                            | 130.609            |
| Diğer Dönen Varlıklar                      | 63.200.770         |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                   | 29.333.332         |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kap. Borçlar | 1.433.772          |
| Diğer Borçlar                              | 242.426.847        |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü               | 0                  |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                   | 215.418.113        |
| Diğer Borçlar                              | 309.505.750        |
| <b>Net Borç</b>                            | <b>734.322.878</b> |

#### 4.9. İNA Değeri

Önceki maddelerdeki varsayımlar sonrası 1 Temmuz 2025 tarihinden itibaren şirketin üretmeyi planladığı FAVÖK rakamından, Kurumlar Vergisi, sabit kıymet yatırımı ve her yıl için gerekecek ilave işletme sermayesi düşülerek serbest nakit akımları hesaplanmıştır.

Serbest nakit akımları değişken AOSM ile 30.06.2025 tarihine indirgenmiş ve Şirket için net borç öncesi **3.318.606.782 TL** firma değeri hesaplanmıştır. Firma değerinden 734.322.878 TL net borç düşülerek şirket için 30.06.2025 itibariyle **2.584.283.904 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır.

| Aden Pelet İNA Değeri, TL                      | 30.06.2025           |
|------------------------------------------------|----------------------|
| İndirgenmiş Projeksiyon Serbest Nakit Akışları | 1.260.283.784        |
| Uç Değer Büyüme Oranı                          | 5,00%                |
| İndirgenmiş Devam Eden Değer                   | 2.058.322.997        |
| <b>Firma Değeri</b>                            | <b>3.318.606.782</b> |
| Net Borç                                       | 734.322.878          |
| <b>Piyasa Değeri</b>                           | <b>2.584.283.904</b> |

| Aden Pelet İndirgenmiş Nakit Akımları |              |              |              |                |                |                |                |                |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| mn TL                                 | 20251Y       | 2025 T       | 2026 T       | 2027 T         | 2028 T         | 2029 T         | 2030 T         | Uç Değer       |
| <b>Yıllık Enflasyon</b>               |              | <b>29,8%</b> | <b>20,4%</b> | <b>15,0%</b>   | <b>12,3%</b>   | <b>9,8%</b>    | <b>5,0%</b>    |                |
| <b>Yıllık Ortalama Enflasyon</b>      |              | <b>33,9%</b> | <b>21,8%</b> | <b>17,4%</b>   | <b>13,5%</b>   | <b>10,9%</b>   | <b>5,0%</b>    |                |
| Brüt Satışlar                         |              | 149          | 945          | 1.530          | 1.760          | 1.969          | 2.067          |                |
| Satıştan İadeler (-)                  |              | -            | -            | -              | -              | -              | -              |                |
| Satıştan İndirimler (-)               |              | -            | -            | -              | -              | -              | -              |                |
| <b>Net Satışlar</b>                   | <b>5,5</b>   | <b>148,8</b> | <b>944,9</b> | <b>1.529,8</b> | <b>1.760,4</b> | <b>1.968,8</b> | <b>2.067,2</b> |                |
| Yıllık Değişim                        |              |              | 535,2%       | 61,9%          | 15,1%          | 11,8%          | 5,0%           |                |
| Satışların Maliyeti Amort. Hariç (-)  | 4,7          | 73,2         | 460,4        | 738,2          | 841,2          | 931,6          | 978,2          |                |
| Yıllık Değişim                        |              |              | 529,0%       | 60,3%          | 14,0%          | 10,8%          | 5,0%           |                |
| <b>Brüt Kar</b>                       | <b>0,7</b>   | <b>75,6</b>  | <b>484,5</b> | <b>791,6</b>   | <b>919,2</b>   | <b>1.037,2</b> | <b>1.089,0</b> |                |
| Yıllık Değişim                        |              |              | 541,2%       | 63,4%          | 16,1%          | 12,8%          | 5,0%           |                |
| Brüt Kar Marjı                        | 13,28%       | 50,80%       | 51,28%       | 51,75%         | 52,22%         | 52,68%         | 52,68%         |                |
| Faaliyet Gideri (-)                   | 8,2          | 17,1         | 20,6         | 23,7           | 26,6           | 29,2           | 30,7           |                |
| Yıllık Değişim                        |              |              | 20,4%        | 15,0%          | 12,3%          | 9,8%           | 5,0%           |                |
| Ciroya Oranı                          |              | 11,51%       | 2,18%        | 1,55%          | 1,51%          | 1,48%          | 1,48%          |                |
| <b>FAVÖK</b>                          | <b>(7,5)</b> | <b>58,4</b>  | <b>463,9</b> | <b>767,9</b>   | <b>892,6</b>   | <b>1.007,9</b> | <b>1.058,3</b> |                |
| Yıllık Değişim                        |              |              | 693,8%       | 65,5%          | 16,2%          | 12,9%          | 5,0%           |                |
| FAVÖK Marjı                           |              | 39,28%       | 49,09%       | 50,20%         | 50,70%         | 51,20%         | 51,20%         |                |
| Amortisman                            |              | 14,3         | 27,8         | 27,8           | 27,6           | 26,9           | 25,7           |                |
| <b>FVÖK</b>                           | <b>(7,5)</b> | <b>44,2</b>  | <b>436,1</b> | <b>740,2</b>   | <b>865,0</b>   | <b>981,0</b>   | <b>1.032,7</b> |                |
| Yıllık Değişim                        |              |              | 887,4%       | 69,7%          | 16,9%          | 13,4%          | 5,3%           |                |
| FVÖK Marjı                            | -136,76%     | 29,69%       | 46,15%       | 48,38%         | 49,14%         | 49,83%         | 49,95%         |                |
| Vergi (-)                             |              | 11,0         | 109,0        | 185,0          | 216,3          | 245,3          | 258,2          |                |
| Net İşletme Sermayesi                 | (5)          | 27           | 172          | 278            | 319            | 356            | 374            |                |
| NİS Değişimi                          | (1)          | 30,5         | 144,7        | 105,9          | 41,4           | 37,3           | 17,8           |                |
| Yatırımlar                            |              | -            | 63,4         | 12,0           | 13,6           | 15,1           | 15,9           |                |
| Yatırımlar/Ciro                       |              | 0,0%         | 6,7%         | 0,8%           | 0,8%           | 0,8%           | 0,8%           |                |
| <b>Serbest Nakit Akımları</b>         | <b>(6,0)</b> | <b>16,9</b>  | <b>146,8</b> | <b>465,0</b>   | <b>621,3</b>   | <b>710,3</b>   | <b>766,5</b>   | <b>6.406,3</b> |
| AOSM                                  |              | 42,9%        | 28,6%        | 23,4%          | 18,8%          | 17,6%          | 17,6%          | 17,6%          |
| İndirgeme Dönemi                      |              | 0,250        | 1,00         | 2,00           | 3,00           | 4,00           | 5,00           | 5,50           |
| İndirgeme Faktörü                     |              | 0,91         | 0,74         | 0,59           | 0,48           | 0,41           | 0,35           | 0,32           |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>     |              | <b>20,9</b>  | <b>108,3</b> | <b>272,4</b>   | <b>300,7</b>   | <b>290,9</b>   | <b>267,0</b>   | <b>2.058,3</b> |

## 5. NİHAİ DEĞER

Değerleme, indirgenmiş Nakit Akımı Analizi üzerinden yapılmış olup Şirket için **2.584.283.904 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır. Değerlemede sadece gelir yaklaşımı İNA metodunun kullanılmasının sebebi Şirket'in faaliyetlerine henüz tam olarak başlamamış olması nedeniyle çarpan analizine konu edilebilecek mali verilerinin henüz olmaması ve gelecek dönemdeki iş planına göre mevcut durumdaki gelir ve karlılığını artırma potansiyeli bulunmasıdır. Maliyet yaklaşımı (öz kaynak veya net aktif değer) şirketin gayri faal olmaması veya holding/gayrimenkul yatırım ortaklığı gibi kendi faaliyetinden nakit üretmek yerine sahip olduğu iştirak veya varlıklardan gelir elde eden bir şirket olmaması nedeniyle kullanılmamıştır.

| Aden Pelet Piyasa Değeri, TL |                      |
|------------------------------|----------------------|
| Metod                        | İNA                  |
| Hesaplanan Değer             | 2.584.283.904        |
| <b>Nihai Değer</b>           | <b>2.584.283.904</b> |

## 6. DUYARLILIK ANALİZİ

Şirket için İNA'da değişken AOSM kullanılarak 2.584.283.904 TL piyasa değeri tespit edilmiştir.

*Yatırımcının projeksiyonun gerçekleşme ihtimali ve değerlemeye konu Şirket'e yatırım yaparken beklediği getiri oranına (AOSM) göre Şirketin piyasa değeri değişebilmektedir.*

*Öngörülen 2025-2030 projeksiyon dönemindeki Şirketin beklediği FAVÖK'ün %20 daha az ve %20 daha fazla gerçekleşecek olması durumunda, AOSM'nin %2 daha az ve %2 daha fazla olması durumunda ve uç değer büyüme oranının %1-9 bandında değişmesi durumunda Şirketin sahip olabileceği piyasa değeri duyarlılık analizi yapılarak analiz edilmiştir.*

*İkili parametrelere göre Şirketin değerinin yerleşebileceği aralık aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir.*

| Aden Pelet'in Piyasa Değerinin FAVÖK & Uç Değer Duyarlılık Analizi |                    |                          |       |       |       |       |
|--------------------------------------------------------------------|--------------------|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Mn TL                                                              | Baz Değer<br>2.584 | Öngörülen FAVÖK'te Sapma |       |       |       |       |
|                                                                    |                    | -20%                     | -10%  | 0%    | 10%   | 20%   |
| Uç Değer Büyüme Oranı                                              | 1%                 | 1.183                    | 1.588 | 1.992 | 2.397 | 2.802 |
|                                                                    | 3%                 | 1.364                    | 1.806 | 2.248 | 2.689 | 3.131 |
|                                                                    | 5%                 | 1.603                    | 2.093 | 2.584 | 3.075 | 3.566 |
|                                                                    | 7%                 | 1.932                    | 2.490 | 3.048 | 3.607 | 4.165 |
|                                                                    | 9%                 | 2.414                    | 3.072 | 3.729 | 4.386 | 5.044 |

| Aden Pelet'in Piyasa Değerinin AOSM & Uç Değer Duyarlılık Analizi |                    |                                     |        |       |       |       |
|-------------------------------------------------------------------|--------------------|-------------------------------------|--------|-------|-------|-------|
| Mn TL                                                             | Baz Değer<br>2.584 | Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti |        |       |       |       |
|                                                                   |                    | -2,00%                              | -1,00% | 0,00% | 1,00% | 2,00% |
| Uç Değer Büyüme Oranı                                             | 1%                 | 2.419                               | 2.192  | 1.992 | 1.816 | 1.660 |
|                                                                   | 3%                 | 2.778                               | 2.493  | 2.248 | 2.035 | 1.848 |
|                                                                   | 5%                 | 3.273                               | 2.898  | 2.584 | 2.318 | 2.088 |
|                                                                   | 7%                 | 3.998                               | 3.473  | 3.048 | 2.698 | 2.405 |
|                                                                   | 9%                 | 5.166                               | 4.352  | 3.729 | 3.238 | 2.841 |

| Aden Pelet'in Piyasa Değerinin AOSM & FAVÖK Duyarlılık Analizi |                    |                                     |        |       |       |       |
|----------------------------------------------------------------|--------------------|-------------------------------------|--------|-------|-------|-------|
| Mn TL                                                          | Baz Değer<br>2.584 | Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti |        |       |       |       |
|                                                                |                    | -2,00%                              | -1,00% | 0,00% | 1,00% | 2,00% |
| Öngörülen FAVÖK'te Sapma                                       | -20%               | 2.100                               | 1.829  | 1.603 | 1.410 | 1.245 |
|                                                                | -10%               | 2.686                               | 2.364  | 2.093 | 1.864 | 1.667 |
|                                                                | 0%                 | 3.273                               | 2.898  | 2.584 | 2.318 | 2.088 |
|                                                                | 10%                | 3.859                               | 3.433  | 3.075 | 2.771 | 2.510 |
|                                                                | 20%                | 4.446                               | 3.967  | 3.566 | 3.225 | 2.932 |

**Ekler****Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı**

İlker Şahin olarak, iş bu değerlendirme çalışmasını gerçekleştirebilmek için gerekli olan akademik eğitime, mesleki bilgi ve tecrübeye, teknik niteliğe ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na sahip olduğumu; değerlemeyi gerçekleştirirken bağımsızlık ilkelerine uyduğumu beyan ederim.

**Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı****Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri**

Şirket'in TMS/TFRS'ye göre hazırlanmış mali verileri üzerinden değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiştir. Şirketin mali verileri işbu raporun 2 numaralı bölümü altında gösterilmektedir.



**Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ'e Uyum Beyanı**

Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak iş bu değerleme raporunu hazırlarken;

- Şirket değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu olarak beyan ederiz.
- Şirket değerleme çalışmasının Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 9 Ekim 2019 tarihli 42 no'lu "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemeleri İçin Hazırlanan Raporlarda Bulunması Gereken Asgari Hususlar" genelgesine uygun olduğunu olarak beyan ederiz.
- Değerleme Uzmanı'nın değerleme raporunu oluştururken tarafsızlık ilkesine bağlı kaldığını beyan ederiz.
- Raporun kapsamının hiçbir fayda şartına bağlanmamış ve önyargısız olarak hazırlanmış olduğunu beyan ederiz.
- Raporda sunulan bulgular ve kullanılan tüm bilgiler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılamamıştır. Söz konusu bilgilerin ve bulguların sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde tüm önemli yönleriyle gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü makul özenin gösterildiğini beyan ederiz.
- Pazar Değeri'nin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulunun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen
  - Kurul'ca kısmi veya geniş yetkili olarak yetkilendirilen ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden aracı kurumlar
  - Ayı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne veya değerleme hizmeti sunmak üzere oluşturulmuş benzer nitelikteki özel bir birime sahip olması,
  - Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunması,
  - Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olması,
  - Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunması,
  - Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olmasışartlarını haiz olduğumuzu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

**Ek5: Bizim Menkul Değerler Sorumluluk Uyum Beyanı**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı karar uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

**Ek6: Bizim Menkul Değerler Etik İlkeler'e Uyum Beyanı**

Şirket'in bu Değerleme Raporu'nda yer alan Değerleme Çalışmasının, SPK'nin Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan Değerleme Çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatici, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Bizim Menkul, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Bizim Menkul, müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içerisinde kişisel çıkarlar gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme Ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Bizim Menkul Değerler olarak Değerleme Çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmekteyiz.

**Bizim Menkul Değerler A.Ş.**  
**Araştırma & Kurumsal Finansman**  
**Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe**  
**Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17**  
**34732 Kadıköy**  
**Tel: +90 (216) 547 13 00**

