

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: Raporla konu varlığın değerlemesi Bizim Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürü İker Şahin tarafından yapılmıştır. SPL Sicil numarası 31839 olan İker 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 İş 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 Tebliği" 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 gereken 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
Firma Değeri	3.318.606.782
Net Borç	734.322.878
Piyasa Değeri	2.584.283.904

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
Nihai Değer	2.584.283.904

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.

İlgili parametrelere göre Şirketin değerinin yerleşebileceği aralık aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir.

Aden Pelet'in Piyasa Değerinin FAVÖK & Uç Değer Duyarlılık Analizi						
Mn TL	Baz Değer	Öngörülen FAVÖK'te Sapma				
	2.584	-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	4.396	5.044

Aden Pelet'in Piyasa Değerinin AOSM & Uç Değer Duyarlılık Analizi						
Mn TL	Baz Değer 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 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%	2.685	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 ("INA") 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 uyusmaz, tahmin edilebilecek gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemeyen değişiklikler 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

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 m²'lik alanda kurulan 9.000 m²'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%
Toplam	30.000.000	30.000.000	100,00%

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 (SO₂), nitrojen oksit (NO_x) 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 '000 (CİF)	İthalat Değeri 2021 '000 (CİF)	İthalat Değeri 2022 '000 (CİF)	Son 2 Yıl Dünya Yıllık İthalat Farkı '000 \$	Son 2 Yıl Dünya Yıllık İthalat Değişim Oranı %
Dünya	4.610.486	5.218.135	6.620.405	1.402.214	27
Japonya	543.112	563.684	915.004	352.340	63
Güney Kore	325.069	439.379	716.561	277.182	83
İtalya	494.967	472.613	710.490	242.877	51
Belçika	237.932	159.103	300.959	141.856	59
Fransa	98.000	151.871	262.360	110.600	73
Danimarka	424.795	524.420	603.146	78.728	15
Hollanda	441.836	506.737	552.814	48.877	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 2020 '000 (FOB)	İhracat Değeri 2021 '000 (FOB)	İhracat Değeri 2022 '000 (FOB)	Son 2 Yıl Dünya Yıllık İhracat Farkı '000 \$	Son 2 Yıl Dünya Yıllık İhracat Değişim Oranı %	Dünya İhracatı Payı 2022 %
Dünya	4.426.523	4.578.597	6.098.805	2.071.408	43	100
ABD	961.863	1.051.294	1.548.406	464.115	47	23.1
Vietnam	381.621	329.343	888.517	480.477	66	18.8
Kanada	408.423	429.688	532.966	109.260	24	8
Letonya	575.322	411.476	368.234	-48.242	-11	6.5
Rusya	268.030	299.351	319.184	29.833	10	4.8
Estonya	181.302	254.285	310.032	55.747	25	4.6
Avusturya	192.713	235.300	290.100	64.600	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 ciroyu 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
Brüt Kar (Zarar)	-4.518.225	726.180
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
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	-13.925.396	-23.994.301
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	-13.925.396	-23.994.301
Finansman Gelirleri	4.079.362	41
Finansman Giderleri (-)	-118.723	-156.275.357
Parasal Kazanç Kayıp	67.994.434	94.371.730
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	58.029.677	-85.897.887
Sürdürülen faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-11.244.467	-27.795.913
- Dönem vergi gideri	-1.451.672	0
- Ertelenmiş vergi geliri/gideri	-9.792.795	-27.795.913
Dönem Karı (Zararı)	46.785.210	-113.693.800

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
Dönen Varlıklar	108.659.439	123.100.717
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
Duran Varlıklar	741.524.187	747.596.021
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
TOPLAM VARLIKLAR	850.183.626	870.696.738

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

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_e = Özsermaye Maliyeti

r_d = 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_f = Risksiz Getiri Oranı (devletin en uzun vadeli ve likit tahvil getirisi)

r_m = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

r_m - r_f = Piyasa Risk Primi

b = Beta = ilgili 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 Sonrasında 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 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 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
Yıllık Ortalama Euro/TL		45,3737	62,0100	73,2991	81,6671	88,9168
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%
Big Bag Geliri	Eur/yıl	1.907.023	8.863.268	12.138.964	12.537.388	12.878.227
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%
15 Kg Paket Geliri	Eur/yıl	1.371.718	6.375.333	8.731.535	9.018.121	9.263.286
Yıllık Değişim			364,8%	37,0%	3,3%	2,7%
Toplam Üretim	Ton	15.768	71.150	94.608	94.867	94.608
Yıllık Değişim			351,2%	33,0%	0,3%	-0,3%
Toplam Gelir	Eur/yıl	3.278.741	15.238.601	20.870.499	21.555.509	22.141.512
Yıllık Değişim			364,8%	37,0%	3,3%	2,7%
Big Bag Maliyet	Eur/yıl	944.750	4.348.285	5.897.510	6.031.941	6.135.770
Yıllık Değişim			360,3%	35,6%	2,3%	1,7%
15 Kg Paket Maliyeti	Eur/yıl	668.472	3.076.691	4.172.867	4.267.985	4.341.451
Yıllık Değişim			360,3%	35,6%	2,3%	1,7%
Toplam Maliyet	Eur/yıl	1.613.222	7.424.976	10.070.377	10.299.927	10.477.221
Yıllık Değişim			360,3%	35,6%	2,3%	1,7%
Brüt Kar	Eur/yıl	1.665.519	7.813.625	10.800.122	11.255.582	11.664.292
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
İşletme Sermayesi	(3)	(5)	27,1	171,8	277,7	319,1	356,4	374,2
Net İşletme Sermayesi (NİS)	(3)	(5)	27,1	171,8	277,7	319,1	356,4	374,2
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
Nakit Döngü Süresi	-	77	77	77	77	77	77	77

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 değerlendirilme 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%	
Özkaynak Maliyeti	52,26%	35,55%	29,51%	24,17%	22,75%	22,75%	
Kaldıraç Oranı	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	
Borçlanma Maliyeti	44,72%	28,75%	22,96%	17,86%	16,50%	16,50%	
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%	
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	42,90%	28,56%	23,36%	18,78%	17,56%	17,56%	
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	
Kümülatif İndirgeme Faktörü	1,09	1,36	1,71	2,07	2,44	2,87	3,11

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
Net Borç	734.322.878

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
Firma Değeri	3.318.606.782
Net Borç	734.322.878
Piyasa Değeri	2.584.283.904

Aden Pelet İndirgenmiş Nakit Akımları								
mn TL	20251Y	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	Uç Değer
Yıllık Enflasyon		29,8%	20,4%	15,0%	12,3%	9,8%	5,0%	
Yıllık Ortalama Enflasyon		33,9%	21,8%	17,4%	13,5%	10,9%	5,0%	
Brüt Satışlar		149	945	1.530	1.760	1.969	2.067	
Satıştan İadeler (-)		-	-	-	-	-	-	
Satıştan İndirimler (-)		-	-	-	-	-	-	
Net Satışlar	5,5	148,8	944,9	1.529,8	1.760,4	1.968,8	2.067,2	
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%	
Brüt Kar	0,7	75,6	484,5	791,6	919,2	1.037,2	1.089,0	
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%	
FAVÖK	(7,5)	58,4	463,9	767,9	892,6	1.007,9	1.058,3	
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	
FVÖK	(7,5)	44,2	436,1	740,2	865,0	981,0	1.032,7	
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%	
Serbest Nakit Akımları	(6,0)	16,9	146,8	465,0	621,3	710,3	766,5	6.406,3
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
İndirgenmiş Nakit Akımları		20,9	108,3	272,4	300,7	290,9	267,0	2.058,3

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
Nihai Değer	2.584.283.904

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 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 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 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 değerleme 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 değerleme 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 Birliğinin 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





Pasifik Eurasia Lojistik Dış 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: 26 Ağustos 2025
- b) Raporun Türü: Şirket Değerleme Raporu
- c) Değerleme Para Birimi: ABD Doları (USD)
- 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: 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 veya Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret 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 "Pasifik Eurasia Lojistik Dış 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 tarihlerinde değerlendirme hizmeti verilmiş olup değerlendirme raporlarında sırasıyla 28.929.030.272 TL, 29.773.539.910 ve 35.699.036.281 TL piyasa değeri hesaplanmıştır. İş bu raporda tespit edilen 50.150.134.445 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 adına 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.06.2025 dönemi için hazırlanan bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin beyanları ve BMD bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.



BMD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Pasifik Holding A.Ş.'ye

Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş. ("Pasifik Eurasia" veya "Şirket") değerini içeren "Değerleme Raporu" çalışmamızı tamamlamış bulunmaktayız. Bu değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" 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, yanlışlı 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 ilettiği 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 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 raporu hazırlayan kişilerden 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 Şirket'in sahip olabileceği piyasa değeri hakkındaki görüşümüzü yansıtmakta olup, burada yer alan tahminler, beklentiler veya diğer bilgilerin makul olması veya başarsız 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.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. İşbu değerleme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen **Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Yaklaşımı: Borsa Değeri 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.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Değerlemesi

İşbu Raporun 4 numaralı başlığı altında yer verilen varsayımlar dahilinde 1 Temmuz 2025 tarihinden itibaren şirketin üretmeyi planladığı FAVÖK rakamından, Kurumlar Vergisi, sabit kıymet yatırımı ve her yıl için gereken 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 **1.241.104.273 USD** firma değeri hesaplanmıştır. Firma değerine 4.029.138 USD net nakit ve 31.912.496 USD yatırım amaçlı gayrimenkul (YAG) eklenerek **1.277.045.907 USD** piyasa değerine ulaşılmıştır. 30 Haziran 2025 tarihli TCMB Dolar/TL alış kuru olan 39,7408 ile 50.750.825.986 TL'ye denk gelmektedir.

Pasifik Eurasia İNA Değeri, mUSD	30.06.2025
Uç Değer Büyüme Oranı	2%
Firma Değeri	1.241.104.273
Net Borç (Nakit)	-4.029.138
YAG	31.912.496
Piyasa Değeri, mUSD	1.277.045.907
TCMB Dolar/TL Alış Kuru	39,7408
Piyasa Değeri, mTL	50.750.825.986

Piyasa Yaklaşımı: Borsa Değeri

Yatırımcıların Şirket özelinde biçmiş olduğu fiyatlamasının orta-uzun vadede daha az volatil olduğu göz önünde bulundurularak Pasifik Eurasia'nın Borsa değeri olarak halka arzdan itibaren Borsa'da oluşan 30.06.2025 kapanış, son 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 12 aylık ağırlıklı ortalama fiyatlar raporun ilgili başlığı altında yer alan oranlar ile ağırlıklandırılarak 49.249.097.134 TL takdir edilmiştir.

Nihai Değer Görüşü

İşbu değerlendirme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen **Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Yaklaşımı: Borsa Değeri** 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 Yönetimi'nin beklentilerini ve Şirket'in iç dinamiklerini yansıta İNA metodundan hesaplanan 50.750.825.986 TL değere %60 ağırlık verilirken Borsa Değeri'nden hesaplanan 49.249.097.134 TL değere %40 ağırlık verilerek yatırımcı bakış açısıyla oluşan fiyatlamaya da nihai değer bir parçası yapılmıştır. **Büyükte Pasifik Eurasia için kullanılan metodolojiler ve varsayımlar dahilinde 50.150.134.445 TL nihai piyasa değerine ulaşılmıştır.** Farklı varsayımlar ve ağırlıklandırmalar kullanılması halinde nihai değer değişebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Pasifik Eurasia Nihai Piyasa Değeri, TL		
Metodoloji	İNA	Borsa Değeri
Hesaplanan Değer	50.750.825.986	49.249.097.134
Ağırlık	60%	40%
Nihai Piyasa Değeri	50.150.134.445	


Birim Menkul Değerler A.Ş.

Şirket'in geçmiş dönem finansal ve operasyonel verileri, Bakü-Tiflis-Kars hattının bakım nedeniyle kapalı olması sebebiyle gelecek dönem beklentilerinden farklılaşmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('INA') kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin gerçekleşmesini beyan ettiği beklentilerini yansıtacak 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.

Şirket 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 öngörülemeyen değişiklikler 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


Bizim Menkul Değerler A.Ş.

İçindekiler

1. ŞİRKET & SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ.....	- 7 -
1.1. Kısaca Pasifik Eurasia Hakkında Bilgi.....	- 7 -
1.2. Bağlı Ortaklıkları	- 16 -
1.2.1 PSF Pasifik Corporation	- 16 -
1.2.2 Pasifik Eurasia Demiryolu Tren İşletmeciliği A.Ş.	- 17 -
1.2.3 Pasifik Global Lojistik A.Ş.....	- 17 -
1.2.4 Pasifik ISR Demiryolu Lojistik ve Ticaret A.Ş.	- 17 -
1.3. Sektör Hakkında	- 18 -
1.3.1. Dünyada Lojistik Sektörü.....	- 18 -
1.3.2. Türkiye’de Lojistik Sektörü	- 21 -
2. MALİ VERİLER	- 29 -
2.1. Gelir Tablosu	- 30 -
2.2. Bilanço	- 31 -
3. DEĞERLEME.....	- 34 -
3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar;	- 34 -
3.2. Değerleme Yöntemleri	- 36 -
3.2.1. Maliyet Yaklaşımı.....	- 36 -
3.2.2. Gelir Yaklaşımı	- 36 -
3.2.3. Pazar Yaklaşımı	- 38 -
3.3. İşbu Değerleme Raporunda Kullanılan Yöntemler	- 39 -
4. GELİR YAKLAŞIMI: İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI DEĞERLEMESİ	- 40 -
4.1. Genel Varsayımlar	- 40 -
4.2. Gelir & Maliyet	- 40 -
4.3. Kurumlar Vergisi	- 42 -
4.4. İşletme Sermayesi Projeksiyonu	- 42 -
4.5. Yatırım Harcamaları	- 43 -
4.6. İndirgeme Oranı Tespiti - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM).....	- 43 -
4.7. Net Borç	- 44 -
4.8. İNA Değeri	- 44 -
5. PİYASA YAKLAŞIMI: BORSA DEĞERİ	- 45 -
5.1. Genel Varsayımlar	- 45 -
5.2. Borsa Değeri	- 45 -
6. NİHAİ DEĞER GÖRÜŞÜ	- 47 -
Ekler	- 48 -
Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı	- 48 -
Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı.....	- 48 -
Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri.....	- 48 -
Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ’e Uyum Beyanı	- 49 -
Ek5: Bizim Menkul Değerler Sorumluluk Uyum Beyanı.....	- 50 -
Ek6: Bizim Menkul Değerler Etik İlkeler’e Uyum Beyanı	- 50 -

1. ŞİRKET & SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ



1.1. Kısaca Pasifik Eurasia Hakkında Bilgi

Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş. ("Şirket") Ankara Ticaret Sicilinde 359742 sicil numarasıyla kayıtlı olup Ankara'da kurulmuştur. Şirket'in kuruluşu 1 Ağustos 2013 tarih ve 8376 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde Oto Sentez Otomotiv ve Ticaret Anonim Şirketi olarak tescil edilmiştir. Şirket 20 Mart 2019 tarih ve 9791 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde tür değişikliği yaparak "Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş." olarak tescil edilmiştir.

Şirketin payları 14 Haziran 2023 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başlamıştır.

Şirket'in merkezi Kızılırmak Mah. Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu) No: 3 Next Level A Blok 1. Kat No: 1 06520 Söğütözü Çankaya/Ankara'da bulunmaktadır.

Şirket bünyesinde 31.12.2024 tarihinde bulunan personel sayısı 64 kişi iken 30.06.2025 tarihi itibarıyla 89 çalışanı bulunmaktadır.

Şirket, uluslararası demir yolu, hava yolu, kara yolu, deniz yolu ile yük taşımacılığı, uluslararası sularda çoklu taşıma türüne uygun konteynerlerin konteyner gemileriyle taşınması, demir yolu taşımacılığıyla ilgili kargo yükleme boşaltma hizmetleri, demir yolu yük nakliyatı acenteliği, kara yolu ile şehirler arası yük taşımacılığı, hava yolu yük nakliyatı acenteliği ve hava yolu ile yük taşımacılığı alanlarında faaliyet göstermektedir.

Asya ve Avrupa arasındaki taşımacılıkta, yurt içi ve yurt dışı müşterilerine yönelik demir, hava, deniz, kara olmak üzere farklı taşıma yöntemlerini aynı çatıda birleştiren Pasifik Eurasia, günün gereklerine uygun, hızlı ve güvenli taşımacılık çözümleri sunmaktadır.

Pasifik Eurasia, Asya ve Avrupa arasındaki Doğu-Batı ve daha sonrasında Kuzey-Güney yönlü taşımacılıkta, Türkiye'yi lojistik merkezi haline getirmek, Türkiye varışlı bütün uluslararası yüklerde nakliye maliyetini düşürmeye yönelik operasyonlar yaparak ülke ekonomisine katkıda bulunmak, Türkiye çıkışlı uluslararası yüklerde uygun maliyetle, çevre dostu, güvenli ve hızlı taşıma alternatifi oluşturup ülkemizin ihracat hedeflerine katkı sağlamak misyonlarıyla hareket etmektedir.

Şirket ile TCDD Taşımacılık A.Ş. arasında uluslararası ithalat/ihracat taşımaları ile Türkiye'den transit geçmek üzere anlaşmalı ülkelere çıkışlı veya varışlı olarak yapılacak konvansiyonel eşya ve konteyner taşımalarına uygulanacak ücretler ile TCDD Taşımacılık A.Ş. alacaklarının ödemesine ilişkin sözleşme imzalanmıştır. Sözleşme 01 Ocak 2021- 31 Aralık 2028 tarihlerini kapsamaktadır.

TCDD Taşımacılık A.Ş. ile birlikte imzalanan sözleşmenin yanı sıra, Gürcistan, Azerbaycan, Kazakistan, Özbekistan, Çin ve Avusturya demiryolları ile çeşitli anlaşmalar imzalayarak Avrupa'dan Çin'e kadar çift yönlü olarak tüm güzergâh boyunca intermodel ve multimodel taşıma modlarını da kullanarak demir yolu taşımalarını başarıyla gerçekleştirmektedir. 2020 yılında, Türkiye'den hareket ederek Çin'in Xi'an kentine ulaşan ilk ihracat treninin taşımalarını gerçekleştiren Pasifik Eurasia, sektörde öncü olmaya devam etmektedir.

Şirket Misyonu

Şirketin misyonu, Asya ve Avrupa arasındaki Doğu-Batı ve daha sonrasında Kuzey Güney yönlü taşımacılıkta Türkiye'yi transit merkezi haline getirmek, Türkiye varışlı bütün uluslararası yüklerde, ürün fiyatı içerisindeki nakliye maliyetini düşürerek ülke ekonomisine katkıda bulunmak ve Türkiye çıkışlı uluslararası yüklerde uygun maliyetle, güvenli, hızlı ve sorunsuz taşıma alternatifi oluşturup ülkemizin ihracat hedeflerine katkı sağlamak ve ekonomiyi dönüştürme stratejisine hizmet etmek olarak tanımlanmıştır.

Şirket Vizyonu

Şirket vizyonu, uluslararası platformda, başta demiryolu olmak üzere, tüm taşımacılık ve lojistik hedeflerini etkinleştirerek üst seviyeye çıkarmak ve geleceğe taşımak, ekonomik ve jeopolitik anlamda ülkemizin değerini yükseltmek ve artı değer oluşturmak ve ilerleyen dönemde, liman yönetimi ve lojistik hizmetleri sunarak hizmet ağını genişletmek olarak tanımlanmıştır.

Ortaklık Yapısı

Şirketin 07.07.2025 tarihinde tescil edilen ve 07.07.2025 tarihli ve 11366 sayılı Türk Ticaret Sicil Gazetesi'ne göre Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 9.000.000.000 TL tutarında olup 2025-2029 yılları için geçerlidir. Şirketin 09.10.2024 tarihinde tescil edilen ve 09.10.2024 tarihli ve 11182 sayılı TTSG'ye göre çıkarılmış sermayesi bedelsiz olarak %300 artırılarak 672.000.000 TL'ye yükseltilmiş olup her biri 1 TL itibarı değerinde 672.000.000

adet paya ayrılmıştır. Payların 120.000.000 adedi A Grubu ve 552.000.000 adedi hamiline yazılı B grubu paylarıdır. A grubu payların yönetim kuruluna aday gösterme ve gene kurulda oy imtiyazı bulunmaktadır. B grubu payların hiçbir imtiyazı yoktur.

Şirket'in ortakları ve paylarına ilişkin bilgiler 30.06.2025 itibarıyla aşağıdaki gibidir:

Pasifik Eurasia Ortaklık Yapısı			
Ortaklar	Adedi	Sermaye (TL)	Oran (%)
Fatih Erdoğan	52.187.997	52.187.997	7,77%
Abdulkerim Fırat	52.188.001	52.188.001	7,77%
Mehmet Erdoğan	52.328.002	52.328.002	7,79%
Pasifik Gayrimenkul Yatırım İnşaat A.Ş.	60.000.000	60.000.000	8,93%
Pasifik Holding A.Ş.	120.000.000	120.000.000	17,86%
Pardus Portföy Yönetimi A.Ş. Dördüncü GSYF	120.000.000	120.000.000	17,86%
Diğer	215.296.000	215.296.000	32,04%
Toplam	672.000.000	672.000.000	100%

Şirketin Çözüm Ortakları

- ✓ Ms Agency (Gr Logistic Resmi Opr.) Tr Resmi Partneri
- ✓ Ady Expres Tr Resmi Temsilci ve Acentesi
- ✓ Ady Konteyner Tr Resmi Temsilci ve Acentesi
- ✓ Ktz Expres Tr Resmi Acentesi
- ✓ Tulm Resmi Acentesi
- ✓ Özbekistan Demir Yolları Tr Resmi Partneri
- ✓ Rzhed Logistic Tr Resmi Partneri
- ✓ Xian Dry Port Tr Resmi Partneri
- ✓ Btk Ekpres
- ✓ Rail Cargo Logistic (Avusturya Demir Yolları Şirketi) Avrupa Resmi Partneri
- ✓ Turkraail (Hupac) Avrupa Resmi Partneri
- ✓ Dhl Uluslararası İş birliği

Şirketin Tarihsel Gelişimi



Şirket'in demiryolu ve diğer taşıma modlarına girişinin gerekçeleri ve yaşanan gelişmeler aşağıda özetlenmiştir. Ülkemizin transit ülke ve ticaret merkezi olma yolunda dünyadaki konjonktürü yakından takip edilmiş, Asya, Orta Doğu, Türk Cumhuriyetleri ve Avrupa arasında köprü olan Türkiye'nin pek çok ülke için karayolu, demiryolu, denizyolu, havayolu taşımaları için transit yolu olmasından dolayı lojistik önemi gittikçe artmıştır. Zira üç kıtanın birbirine yaklaştığı bir noktada önemli bir lojistik üs vazifesi üstlenilebilecek olan

ülkemizde tüm taşıma modları kullanılabilir.

2015 yılında imzalanan, "Türkiye Cumhuriyeti Hükümeti ile Çin Halk Cumhuriyeti Hükümeti Arasında İpek Yolu Ekonomik Kuşağı ve 21. Yüzyıl Demir İpek Yolu ile Orta Koridor Girişiminin Uyumlaştırılmasına İlişkin Mutabakat Muhtırası" kapsamında Çin'de üretilen ürünlerin demiryolu ile Avrupa ve Ülkemize erişimini kolaylaştıracak adımlar atılması karara bağlanmıştır. Bu yaklaşım demiryolu yatırımlarının hız kazanacağı ve lojistik sektöründe demiryolunun bu süreçte gelişeceğinin önemli bir göstergesi olmuştur.

Avrupa Birliği'nin 11 Aralık 2019 tarihinde açıkladığı Avrupa Yeşil Mutabakatı ile 2050 yılında iklim nötr ilk kıta olma hedefi ortaya konmuştur. Türkiye olarak da düşük karbonlu yeşil ekonomiye ivme kazandırmak için Türkiye ekonomisi ve sanayisinin yeşil dönüşümü ve başta Avrupa Birliği olmak üzere üçüncü ülkelere ihracatta rekabetçiliğin korunması, güçlendirilmesi, demiryolu sektörünün desteklenmesi amacıyla resmi kurumlarca bir eylem planı oluşturulmuştur. (Kaynak: Türkiye 2053 Ulaştırma ve Lojistik Ana Planı) Bu plan kapsamında sektörde demiryolu taşımacılığının payının artırılarak karayolu payının düşürülmesi hedeflenmiştir.

Türkiye'nin özellikle Doğu coğrafyası ile olan ticaret hacminin lojistik ayağında büyük bir kısmı denizyolu ve karayolu aracılığıyla yapılmaktadır. Kış aylarında hava şartlarından kaynaklı olarak hem denizyolu hem de karayolunda lojistik faaliyetler sekteye uğrayabilmektedir. Ancak demiryolu hava şartlarından en az etkilenen taşıma modudur.

TCDD uluslararası demiryolu taşımacılığında sadece ülkemiz sınır kapılarına kadar hizmet verebilmekte olup; sınır geçişleri sonrasında geçiş yapılan ülkelerin demiryolu otoriteleri ile ayrıca anlaşma yapılması, daha da ötesinde yükün ulaşacağı noktaya kadar kaç ayrı ülke geçişi varsa, hepsiyle ayrı anlaşmalar yapılması gerekmektedir. Bu da operasyonel anlamda zorluk yaratmaktadır. Buna ilişkin ortaya konulacak çözümlerin müşteri nezdinde kabul göreceği öngörülmüştür. Yani tek bir şirket ile muhatap olarak tüm ülkelerdeki taşımanın gerçekleşmesi halinde müşterinin yükünü rahatça taşıyabilmesine olanak sağladığından, bu da demiryolunun tercih edilmesinde etken bir rol olarak karşımıza çıkmıştır.

Yukarıda sayılı nedenler dikkate alınarak buradaki potansiyel değerlendirilmiş, 2017 yılında açılmış olan BTK demiryolu hattının daha verimli kullanılarak bölge ticaretinde kullanılan denizyolu ve karayolunun yanında demiryolunun da etkin bir taşıma modu olarak bölge ticaret hacminde pay alabileceği, 2019 yılında yük taşımacılığına açılan Marmaray Tüneli'nin Asya ile Avrupa'yı demiryolu ile birbirine bağlayarak Çin'den Avrupa'ya kesintisiz demiryolu taşımacılığına imkan tanıyor olması ve Ülkemizde demiryolu taşımacılığının yurt dışı atıl taşıma kapasitesi bulunması ve bu taşıma kapasitesinin Şirketin demiryolu taşıma moduna getireceği dinamizm açısından ticari fırsat olarak görülmesi de göz önüne alınmış ve 2019 yılında şirket olarak öncelikli demiryolu taşımacılığı olmak üzere lojistik sektörüne giriş yapılmasına karar verilmiştir.

Uluslararası Demiryolu taşımacılığının anlaşılabilmesi için bazı bilgilerin aktarılması gerekmektedir. Özet olarak demir yolu taşıması yükün bir noktadan diğer noktaya vagon / konteyner içerisinde sevkini ifade etmektedir. Yükün taşınabilmesi için içerisine konulacağı kap konteyner ya da vagonun kendisi olabilir. Ülkemizde vagon ve lokomotif temini TCDD tarafından yapılmaktadır. Ancak özel sektör de kendi lokomotif ve vagonlarıyla taşıma yapabilmektedir. Bu şirketlere Demir Yolu Tren İşletmecisi ("DTİ") denmektedir. Bu şirketler TCDD'nin uygun gördüğü güzergahlarda ve TCDD trafik planlaması kapsamında uygun görülen zamanlarda, kendi personeliyle taşıma yapmaktadır. Yurtdışı taşımalarda ülkeler kendi sınır kapılarına kadar kendi lokomotifleri ile tren dizisini çekerek, sınır geçişi sonrasında tren dizisini diğer ülkenin lokomotiflerine bırakmaktadır.

Şirketler müşterilerine taşıma ücreti teklifi sunabilmek için öncelikle her ülkenin operatörlerinden ki bu kurum Türkiye'de TCDD'dir; taşıma ücreti almak zorundadır. Şirket TCDD ve diğer ülkelerin ilgili kurumlarıyla taşıma ücretine yönelik anlaşmalar yapmıştır. Bu anlaşmalarla belirlenen maliyetler, diğer maliyetler de göz önüne alınarak fiyat teklifine dönüştürülmekte ve müşterilere sunulmaktadır. Satış süreci onaylandığında operasyon süreci başlamaktadır.

Taşımanın yapılabilmesi için gereken en önemli unsur konteyner teminidir. Bu konteynerler Şirket tarafından temin edilmekte olup, müşteri kendi sahip olduğu konteyner ile de taşıma talebinde bulunabilir. Her iki durumda da yükün çıkış noktasından en yakın istasyona sevk için karayolu taşımasına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu işleme ise ara taşıma denmektedir. Ara taşıma yoluyla istasyona sevk edilen konteynerler elleçleme (yükün indirilip bindirilmesi) yapılarak daha önce TCDD'den talep edilerek istasyona çekilmiş olan vagonların / platformların üzerine alınır. İlgili istasyondan yükün gideceği güzergaha TCDD tarafından planlanmış olan tren dizisine eklenerek sınır kapılarına doğru yola çıkar. Bu noktada gümrük işlemleri de tamamlanmış olmalıdır. Sınır kapısına varan tren dizisi geçiş kontrolleri yapılarak Şirket koordinasyonunda diğer ülkenin taşıma sorumluluğuna bırakılır.

Yük varış noktasına ulaştığında alıcı bilgilendirilir. Satışı gerçekleştirilen hizmet içeriğine uygun olarak, alıcı dilerse istasyonda, dilerse ara taşıma yapılarak farklı bir adreste teslim alması sağlanır. Tüm bu süreçlerde Şirket'in üye olduğu dijital sistem / yazılımlardan temin edilen trenin konum bilgisi, tahmini varış süresi anlık takip edilerek müşteriye aktarılır ve gerekli bilgi akışı sağlanır.

Yükü teslim alan müşteri boş konteyneri iade eder ve yurtiçi / yurtdışında belirlenen noktalarda depolanarak bir sonraki taşımada kullanılmak üzere saklanır. Eğer varış noktasında yeni bir talep yok ise konteyner boş çekilmek suretiyle ihtiyaç bulunan diğer noktalara aktarılır.

Yukarıda anlatılan süreçlerde tarafları özetlemek gerekirse; yükün sahibi üretim yapanın kendisi ya da üretim yapandan taşıma işini almış başka bir firma olabilir. Yükün taşıyıcısı ise Şirket gibi bu işleri koordine eden taşıma hizmeti sunan firmalardır, alıcı ise yükün teslim edileceği noktada gönderici tarafından yükü teslim almakla yetkilendirilmiş şirket ya da doğrudan yükü satın alanı ifade eder.

Demiryolu taşıma süreçleri kısaca özetlenmiştir. Bu aşamada taşıma yapılan ülkeler ve güzergahlardaki bazı önemli noktaların vurgulanması elzemdir. Şöyle ki; Çin'den Avrupa'ya olan demiryolu yük trafiğinin neredeyse

tamamı Kuzey Koridor olarak adlandırılan Çin Kazakistan – Rusya – Belarus - Ukrayna / Polonya hattı üzerinden taşınmaktadır. Ancak Rusya - Ukrayna savaşı ile birlikte Kuzey koridor üzerinden yapılan demiryolu taşımaları sekteye uğramış, kuzey koridorunda taşıma yapılması zorlaşmış, bu durum orta koridorun yani BTK hattının daha etkin kullanılmasını zorunlu hale getirmiştir. Orta koridor güzergahı Çin – Kazakistan – Azerbaycan - Gürcistan - Türkiye üzerinden geçmektedir. Orta koridor üzerindeki bir başka güzergah ise Çin – Kırgızistan - Özbekistan-Türkmenistan – Azerbaycan – Gürcistan - Türkiye hattıdır. Ancak Çin - Kırgızistan arasında demiryolu hattı bulunmadığından Kasgar - Osh arası karayolu ile taşıma zorunludur. Bu nedenle, Çin çıkışlı yüklerin tercih edildiği güzergah ağırlıklı olarak Çin - Kazakistan üzerinden gelen Orta Koridor hattıdır.



Güzergâh üzerinde yer alan ülkelerin oluşturduğu, TCDD'nin ve Şirket'in de üye olduğu Trans Hazar Uluslararası Taşıma Güzergahı Birliği (TITR) bu hat üzerindeki taşımacılığın artırılmasına yönelik çalışmalar yapmaktadır. Ana amacı orta koridor üzerinden akan yük trafiğinin artırılması, tarife birliği ve rota üzerindeki tüm tarafların uyumlu ve makul sürelerde taşıma yapmasını sağlamaktır. Her yıl birkaç kez çalışma grupları toplanarak yaşanan sorunlar ve fırsatların değerlendirilmesi amacıyla bir araya gelmektedir. Bu hattın en kritik noktaları ise aşağıdadır.

1. Ülkemiz ray genişliğinin 1435 mm ve Gürcistan'dan itibaren hattın devamındaki eski Sovyetler Birliği ülkelerinde ray genişliğinin 1520 mm olması nedeniyle trenler kesintisiz olarak devam edememekte ve Türkiye Gürcistan sınırında yer alan Ahalkalaki yük aktarma istasyonunun efektif çalışması önem arz etmektedir.
2. Azerbaycan - Kazakistan geçişinin Hazar Denizi üzerinde gemilerle yapılması nedeniyle limanların ve gemilerin etkin işletilmesi,
3. Çin - Kazakistan sınırında yine ray genişlikleri farklılığı nedeniyle aktarma zorunluluğu bulunması ve bu aktarma merkezlerinin de efektif çalışması gerekmektedir.

Farklı hat genişliğine sahip vagonlardaki konteyner / yükler karşılıklı olarak portal vinç veya steckarlar konteyner yükleme makinası ile aktarılmaktadır. Bir diğer yöntem olarak boji (vagonların tekerlek takımları) değişimi ile yük aktarılmadan vagonların diğer ülkeye geçişi sağlanabilmektedir. Demiryolu taşıma süreci ve güzergahlar ile ilgili verilen bilgilerden sonra Şirket'in sektöre giriş yaptığı günden bugüne gerçekleştirdiği faaliyetler aşağıda sıralanmıştır.

2019 yılı

Öncelikle,

Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı'ndan 04.07.2019 tarihinde TİO Belgesi (Taşıma İşleri Organizatörü Belgesi) alınmış,

- 03.07.2019 tarihinde MS Agency Gürcistan şirketi ile forwarder sözleşmesi,
- 18.07.2019 tarihinde TCDD ile BTK hattı Taşıma Sözleşmesi,

- 17.10.2019 tarihinde RZD Rus Demiryolları ile forwarder sözleşmesi,
- 01.11.2019 tarihinde KTZ Ekspres Kazakistan ile forwarder sözleşmesi,
- 06.11.2019 tarihinde Xian Continental Bridge, TCDD ile üçlü Çerçeve anlaşması,
- 06.11.2019 tarihinde Xian Continental Bridge, ADY Container, GR Logistics, KTZ Ekspres, TCDD ile 6'lı Protokol,
- 11.12.2019 tarihinde FTLC Gürcistan ile Taşıma Sözleşmesi,
- 30.12.2019 TCDD ile Forwarder Sözleşmesi

imzalanmıştır. Böylece Türkiye varışlı ve çıkışlı yükler için çıkış noktasından varış noktasına kadar ortaya çıkan taşıma ücretleri belirlenmiştir. Bunun yanı sıra ülkemizden yükün en fazla çıkış yapacağı ve varacağı istasyonlarda (Köseköy, Mersin, İskenderun) konteyner yükleme için vinç, stecker, depolama alanı kiralaması vb. gerekli ekipman ve istihdam sağlanmış terminal hizmetleri için de altyapı oluşturulmuştur.

2019 yılında yukarıda anlatılan demiryolu taşıma sürecinde ara taşıma, elleçleme, gümrükleme, yurtiçi navlun, yurtdışı navlun ve varış noktasındaki lojistik desteğin tümünün Şirket'çe sağlanabilmesi için ön çalışmalar başlatılmıştır.

Şirket'in ilk taşıması Temmuz 2019'da Erzurum'dan Gürcistan'a konvansiyonel, yani konteyner yerine yükün direkt olarak vagonun içine konulduğu bir dökme yük treni, organizasyonu olmuştur. Yıl sonuna kadar bu taşımalar devam etmiş ağırlıklı olarak cevher ihracat yükü taşınmıştır.

Kasım ayında Demir İpek Yolu'nun canlandırılması kapsamında, Orta Koridor üzerinden Çin'den yola çıkıp Marmaray'ı da kullanarak Avrupa'ya giden ilk blok yük treni 20 gün içerisinde Prag'a varmıştır. Bu taşıma TCDD Pasifik Eurasia – KTZ Ekspres – ADY Konteyner, GR Logistics ve China Ekspres iş birliği ile gerçekleştirilmiştir. İlk olması nedeniyle paydaş ülkelerin resmi makamları (Çin – Kazakistan – Azerbaycan – Gürcistan) ile ülkemiz kurum ve yöneticilerinin katılımı ile Ankara Gar'da resmi bir tören de düzenlenmiştir. Yaşanan gelişmeler sektörde bu hatta olan ilgiyi artırmış ve BTK hattının çalışır hale geldiğinin önemli bir göstergesi olmuştur.

2019 yıl sonu itibarıyla Şirket 300 vagonluk cevher yükü taşıması yapmış buna ilave olarak Çin'den gelen trenle 43 konteyner (86 TEU) taşıması gerçekleşmiştir. Yıl sonu itibarıyla BTK hattından toplam taşınan yük miktarı ise 195 bin tona ulaşmıştır.



2020 yılı Orta Koridor operasyonlarının yoğun olarak başladığı bir dönem olmuştur. Covid-19 ile birlikte ülke sınırlarının tır taşımalarına kapatıldığı süreçte demiryolu taşımaları sayesinde ülkenin ithalat ve ihracat taşımaları kesintisiz bir şekilde devam etmiştir. Bu dönemde Şirket tarafından ülkemizin uluslararası ticaretinin devamı ve demiryolu taşımacılığına artan talebin karşılanması amacıyla, hat üzerinde terminal yatırımları yapılması zorunlu hale gelmiştir. Daha önce bahsedildiği üzere, Gürcistan topraklarında yer alan Ahılkelek Aktarma İstasyonu Gürcistan'ın kontrolünde hizmet vermekte olup; artan iş hacmi nedeniyle taleplerin tamamını karşılamakta yetersiz kalmıştır. Ahılkelek aktarma merkezinin iş yükünün bir bölümünün ülkemiz topraklarına kaydırılması ve kapasitenin artırılması amacıyla, hat üzerinde transit sürelerin uzamamasını teminen, ülke topraklarındaki Kars – Canbaz istasyonunda terminal hizmetleri yatırımı Şirket'çe yapılmıştır. Bu kapsamda portal vinç ve pnömatik hububat / tahıl aktarma makinası kurulmuş; vagonlardan vagona yük aktarmak üzere ekipman ve gerekli personel istihdamı sağlanmıştır.

Ocak ayında TCDD ile Şirket arasındaki sözleşme yenilenmiş, ayrıca Azerbaycan ADY Container ve Kazakistan KTZ Ekspres ile forwarder sözleşmesi imzalanmış, Mayıs ayında TCDD ile Avrupa Blok Tren sözleşmesi ve Ağustos ayında ise Kazakistan KTZ Ekspres ile Konteyner Kullanım sözleşmesi imzalanmıştır. Yukarıda sayılı yurtdışı paydaşlarıyla yapılan anlaşmaların içeriğinde ülkemize varış yapan KTZ olan konteynerlerin kullanım hakkı şirkete verilmiş, müşterilere bu konteynerlerin bedelsiz kullandırılması hakkı elde edilmiştir.

Bu süreç sonrasında BTK hattı üzerinde günlük taşıma



kapasitesi 1.500 tondan 3.500 tona çıkarılarak yük akışı kesintisiz olarak devam ettirilmiştir. Örnek vermek gerekirse yıl içerisinde; Uluslararası taşımacılıkta ihracatçıların / ithalatçıların faaliyetlerinin aksamaması için TCDD ile iş birliği yapılarak; Mayıs 2020’de ülkemiz ihracat yüklerini içeren 100 konteynerden oluşan 1.050 m uzunluğundaki en uzun blok treni, Temmuz 2020’de ise Çin’den Türkiye’ye 12 gün gibi 25 gün ortalamasından çok kısa sürede ulaşan ithalat blok treni, Aralık 2020’de Türkiye’den Çin’e beyaz eşya yüklü ilk Çin ihracat Blok Treni, taşımaları Şirket tarafından gerçekleştirilmiştir. BTK hattı üzerinden 2020 yılında taşınan yük miktarı yaklaşık 400 bin tona ulaşmış yükün yarısı Şirket tarafından taşınmıştır. 2020 yılı içerisinde Şirket’in organizasyonel yapılanma ve istihdama yönelik adımları hız kazanmış, toplam çalışan sayısı 36 kişiye ulaşmıştır. 2021 yılı Ocak ayında, Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü tarafından üretilen bor madeni ilk kez demiryoluyla Çin’e taşınmıştır.

Ayrıca, Rusya ile olan ülkemiz ticaretinde demiryolu ağının daha aktif kullanılmasına yönelik olarak RZD Rusya Demiryolları ile Şirket’in imzaladığı iş birliği ve taşıma sözleşmeleri sayesinde aynı gün beyaz eşya yüklü ilk Rusya Blok ihracat treni 29 Ocak 2021 yılında yola çıkmıştır.

Şirket, Nisan 2021 yılında Avrupa’nın önde gelen demiryolu taşıma operatörlerinden biri olan Avusturya Demiryolları Rail Cargo Avusturya ile blok tren taşıma sözleşmesi imzalamıştır. Böylece Çin’den ya da Orta Asya ülkelerinden gelen yüklerin kesintisiz olarak Avrupa’ya ve tersi yönde taşınması mümkün hale gelmiş, düzenli Halkalı – Avrupa, Köseköy – Avrupa seferleri ve ters yönde akış sağlanmaya başlanmıştır.

Şirket, ülkemizin önde gelen sanayi firmaları ile imzalanan sözleşmeler kapsamında Kırgızistan ve Rusya güzergahında proje yükleri taşımaları gerçekleştirilmiştir.

Ekim ayında Şirket’in merkezi Kazakistan’da bulunan TITR (Trans Hazar Uluslararası Taşıma Güzergahı Birliği) üyeliği kabul edilmiş, böylece Şirket TCDD’nin de üye olduğu bu uluslararası yapılanmanın bir parçası haline gelmiştir. Bu sayede Şirket hat üzerinde belirlenen stratejiler, fiyat seviyelerinin belirlenmesi ile iş birlikleri oluşturma ve orta koridorun gelişimine doğrudan katkı verebilme imkanına kavuşulmuştur. Yine 2021 yılında Azerbaycan ADY Konteyner ve Gürcistan GR Lojistik ile Şirket arasında yapılan bir anlaşma çerçevesinde Türkiye Azerbaycan arasında düzenli tren seferleri de (TURQUAZ EXPRESS) başlatılmıştır. Böylece Azerbaycan ve Türkiye arasında her hafta düzenli tren seferleri yapılma imkânı ortaya çıkmış ve bu kapsamda 2021 yılında 1.509, 2022 yılında 2.349, 2023 yılında ise 275 olmak üzere toplam 4.133 konteyner taşınması gerçekleştirilmiştir.



T.C. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı tarafından 2021 yılında açılışı gerçekleştirilen Kars Lojistik Merkezi de Şirket’in faaliyetlerinin gelişimi açısından kritik noktalardan biri olmuştur. Orta Koridor ve BTK üzerinden demiryolu aracılığı ile Türkiye’ye giriş çıkış yapan tüm yüklerin toplanma merkezi ve birleştirildiği terminal olan KLM (Kars Lojistik Merkezi)’nde Şirket 2.000 m2 alan kiralaması yapmıştır. Böylece BTK hattının ülkemizde en önemli giriş – çıkış kapısı olan Kars’ta Şirket hizmet verebilir hale gelmiştir.

2021 yıl sonuna gelindiğinde Asya ile Avrupa’nın entegre edildiği, kapıdan kapıya teslim modelinin uygulandığı, profesyonel entegre hizmetleri sunabilen, pazarlama, operasyon ve terminal hizmetleri kapsamında yapılanması tamamlanmış bir yapıya kavuşulmuştur. Tüm bunların sonucunda Şirket BTK hattı üzerinden taşınan yükün % 92’sini (1,2 milyon ton) taşıyarak sektördeki yerini sağlamlaştırmıştır.

Salgının etkilerinin kısmen azaldığı 2022 yılında, Rusya- Ukrayna savaşı nedeniyle kuzey koridorunda taşınmakta olan yükün büyük bir kısmı orta koridora kaymak durumunda kalmıştır. Bu nedenle orta koridor üzerinde kapasite fazlası yük taşıma gerekliliği doğmuş; fazla kapasitenin yönetilebilmesi için yükün bir kısmının Karadeniz limanları üzerinden Avrupa’ya taşınması zorunlu olmuştur. Yine de BTK üzerinden yük akışı devam etmiş, Avrupa taşımaları ile birlikte Şirket bu yıl içinde yaklaşık 1,7 milyon ton yük taşıma hacmine ulaşmıştır. BTK üzerinden taşınan yükün % 96’sı Şirket tarafından gerçekleştirilmiştir.

Ayrıca orta koridorun Türkiye – Gürcistan – Azerbaycan – Türkmenistan - Özbekistan-Kırgızistan güzergahındaki ülkelerin oluşturduğu CASCA+ (Central Asia, South Caucasus and Anatolia) birliği ile yapılan görüşmeler neticesinde resmi olarak Mart 2022 tarihinde birliğin bir üyesi haline gelinmiştir. Bu sayede Orta Koridor’da daha önce sadece TITR güzergahında gerçekleştirilebilen taşımaların kısmen alternatifli olarak CASCA

güzergahında da gerçekleştirilme imkânı ortaya çıkmıştır. Mayıs ayında Kırgız Demiryolları şirketi ile Konteyner taşımacılığını geliştirme iş birliği anlaşması, Temmuz ayında DHL Global Forwarding ile işbirliği anlaşması, Ağustos ayında Kazrail Kazakistan Konteyner şirketi ile konteyner kullanım ve depolama anlaşması, Kasım ayında ise Özbek Demiryolları şirketi ile işbirliği anlaşması imzalanmıştır.

Hava kargo taşımacılığı ile ilgili olarak Temmuz 2022’de IATA belgesi, Ekim 2022’de ise Yetkili Acenta Sertifikası alınmıştır. Pazarlama ve operasyon kadroları oluşturulmuş, bölge yapılanma çalışmalarına devam edilmektedir. Diğer yandan denizyolu taşımacılığı alanında Şirket AFAD tarafından organize edilen insani yardım malzemelerinin Filistin ve Pakistan’a ulaştırılması için Kasım 2022’de açılan ihalelerde, en uygun teklif vererek ihaleyi almış ve ilk denizyolu taşımalarını gerçekleştirmiştir. Toplamda 53.175.000 TL tutarındaki ihale konusu işin toplamı 26.000 ton Filistin ve 1.600 ton Pakistan olmak üzere toplam 27.600 ton yük taşıması olup, 2023 yılı şubat ayı itibarıyla tamamlanmıştır. Bu taşımalarda karayolu, demiryolu ve denizyolu taşıma modlarının tümü kullanılmış olup (intermodal), Şirket açısından da bir ilk olmuştur. Devamında denizyolu taşımacılığındaki yüksek potansiyel ve ihtiyaçlar göz önüne alınarak gemi yatırımı yapılması 03.09.2022 tarih ve 23022/06 nolu YK kararı ile kararlaştırılmış ve bu amaçla hem konteyner hem de dökme yük taşıma kapasitesine sahip toplam 4.300 DWT özelliğinde bir adet konteyner gemisinin satın alma süreçlerine başlanılmıştır.

Bakü-Tiflis-Kars(BTK) Demiryolu Hattı, Gürcistan Demiryolları tarafından Marabba-Ahillek kesimindeki modernizasyon ve genişletme çalışmaları sebebiyle 24 Mayıs 2023 tarihinde yük trenleri trafiğine kapatılmış olup 20 Mayıs 2024 tarihinde demiryolu yük taşımacılığına tamamı ile açıldığı duyurulmuştur. Şirket’in 07.05.2024 tarihinde KAP’ta yaptığı özel durum açıklamasında da “BTK Bakü-Tiflis-Kars demiryolu hattının Gürcistan sınırları içerisinde yer alan 61 kilometrelik demiryolu hattı üzerinde geçtiğimiz yıl ortalarından bu yana devam eden bakım onarım ve genişletme çalışmalarının tamamlanmış olduğu ve BTK hattının 20 Mayıs 2024 tarihinde demiryolu yük taşımacılığına tamamı ile açılmış olacağı hususu yer almaktadır. Bölgesel ve küresel ticaret için yüksek öneme sahip Orta Koridor üzerinde yer alan BTK Hattında tamamlanan bu modernizasyon çalışmaları neticesinde, yıllık yük elleçleme ve taşıma kapasitesinin 1 milyon ton dan 5 milyon tona çıkacağı da bildirilmiştir. Bu sayede Ülkemiz üzerinden Asya’dan Avrupa’ya ve tersi yönlü taşımalarda BTK hattının taşıma kapasitesi ve verimliliği artırılmış ve Orta Koridor üzerinde Çin-Avrupa ve tersi yönlü taşımalara da hazır hale getirilmiştir. Şirket, BTK güzergahı taşımalarında geçtiğimiz yıl bu modernizasyon çalışmaları nedeniyle yaşadığı hacimsel daralmanın, bu gelişmeler neticesinde ortadan kalmış olacağı ve BTK hattı taşımalarımızda hacimsel artışlar yaşanacağı öngörülmektedir. Paylaşılan bu olumlu durumun hem şirketimiz taşıma ve terminal gelirlerine ve karlılığına önemli katkı sağlayacağı hem de ülkemizin lojistik merkez olarak konumunun güçlenmesini sağlayacağı düşünülmektedir.” açıklamalarına yer verilmiştir.

Hizmetler

1. Demiryolu Taşımacılığı

Demiryolu taşımacılığı, ağır tonajlı ve hacimli yükler için çok yüksek maliyetler gerektirmeden yapılabilen taşımacılık türüdür. Aynı zamanda demiryolu taşımacılığı son yıllarda popülaritesi artan ve dünyanın her yerinde yaygınlaşan bir taşımacılık türüdür. Demiryollarını kullanarak yapılan taşıma işlemlerinde mevsim şartlarından etkilenme gibi bir durum söz konusu olmadığı için aksaklık yaşanması neredeyse imkansızdır. Bunun yanı sıra insan müdahalesi oldukça az olan bir taşımacılık türüdür. Bu nedenle yapılabilecek hatalar asgari seviyelerdedir.



Şirketin demiryolu taşımacılığı yaptığımız ülkeler oldukça fazladır. Avrupa ülkeleri, Ortadoğu ülkeleri ve Bağımsız Devletler Topluluğu içerisinde yer alan her bir ülkeye demiryolu ile yük taşımacılığı hizmeti vermektedir. Başta Çin ve Rusya olmak üzere pek çok ülke ile yoğun bir demiryolu taşımacılığı hizmeti sürdürülmektedir.

Şirket özellikle ağır tonajlı yükler için uygun olan vagon taşımacılığı yapmaktadır. Pasifik Eurasia kapsamında yer alan trenler, Avrupa’nın çeşitli bölgelerine taşımacılık hizmeti vermektedir. Batı Avrupa, Güney Avrupa ve Güneydoğu Avrupa başta olmak üzere pek çok ülkeye demiryolu hatlarını kullanarak yükler gönderebilmektedir.

Asya ile Avrupa arasında bulunan demiryollarını birbirine bağlayan Şirket sayesinde diğer ülkeler ile ticari ilişkilerin daha rahat ve sağlıklı bir şekilde yönetilmesine imkan sağlamaktadır. Avusturya, Macaristan, Romanya ve Türkiye üzerinde doğrudan bağlantı sağlanarak yapılan demiryolu taşımacılığı hizmetleri ile her türlü yüklerin taşınmasını müşterilerine sağlamaktadır. Demiryolu taşımacılığının en çok tercih edildiği ülkelerin başında

Ortadoğu ülkeleri gelmektedir. Başta İran olmak üzere pek çok Ortadoğu ülkesine yük göndermek için de demiryolu hatlarını hem blok tren taşımacılığı hem de demiryolu taşımacılığı alanında tercih edilebilmektedir.

Aynı zamanda Avrupa ve Ortadoğu ülkelerinin yanı sıra Azerbaycan, Belarus, Ermenistan, Rusya, Tacikistan gibi BDT ülkelerine demiryolu ile yük taşımak için tercih edilmektedir.

2. Deniz Yolu Taşımacılığı

Şirket kapıdan kapıya tedarik anlayışıyla yola çıkan ve lider konumda sürdürdüğü demiryolu lojistik hizmetlerine denizyolu taşımacılığını ekleyerek servislerini çeşitlendirmektedir. Yeni hizmete giren konteyner, dökme yük ve proje kargo taşımacılığı hizmetleriyle global taşımacılıktaki güvenli partner olarak, müşterileri için dünyadaki tüm sınırları ortadan kaldırmakta ve müşterilerine tedarik zinciri yönetimini profesyonel olarak sağlamaktadır.

Hizmetler

Dökme Yük Taşımacılığı

- Maden Cevheri, Kömür, Hububat,
- Çimento, Gübre, Hurda Demir, Mineraller

Genel Kargo ve Parçalı Yük Taşımacılığı

- Her türlü Paletli, Torbalı, Bağlı, Kasalı
- Yükler ve Demir Çelik Ürünleri

Konteyner Taşımacılığı

- Konteyner ile Taşınması Mümkün Olan
- Tüm Yük Çeşitleri; Tehlikeli Yük
- Taşımacılığı (Gemi Hattı Onayına Vabeste)

Proje Kargo Taşımacılığı

- Yolcu Vagonu, Tekne, Rüzgâr Türbini,
- Depolama Tankları



3. Hava Kargo Taşımacılığı

Şirket, Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) kargo acentesi olarak gelişmiş lojistik çözümleri ile hava kargo ihtiyaçları için kapsamlı çözümler sunmaktadır. Kargoları dünyanın her yerine uzman kadrosu, yaygın acente ağı ve geniş havayolu iş birliktelikleri sayesinde zamanında ulaştırmak ve işlerini sorunsuz bir şekilde yürütülmesini sağlamaktadır.

Hizmetler

- Havalimanından Havalimanına Teslimat
- Havalimanından Kapıya Teslimat
- Kapıdan Havalimanına Teslimat
- Kapıdan Kapıya Teslimat
- Charter Hizmetleri
- Tehlikeli Madde Taşımacılığı
- Bozulabilir Kargo Taşımacılığı
- Farklı Modlarla Taşıma
- Transit Taşıma

4. Terminal Hizmetleri

Depolama: Sevk zamanlarının kısaltılması ve müşteri sipariş sürelerinin azaltılmasında yüksek katkı sağlamaktadır.

Elleçleme: Makinaları ile İstasyonlarda; buğday ithalatının demiryoluyla daha uygun maliyetler ve transit süreyle gerçekleştirilmesi sağlanmaktadır. İlaveten kurulacak konveyör ile gübre vb. ürünlerin aktarma işlemleri de gerçekleştirilebilecektir.

Aktarma: Taşınan yükü kısa bir süre içinde sevk edilmek üzere başka bir araca aktarmaktadır.

Destek Hizmetler: Konteyner/vagon elleçleme, yükleme/boşaltma, tartım, depolama, gümrükleme gibi hizmetler sağlamaktadır.

Yurt İçi Lojistik Terminalleri



Köseköy Terminali

İzmit'te kurulu lojistik merkezde Terminalde 15 yol, 3 adet (293 m) yük rampası, 5 adet (5x600 m) konteyner/uzun/ağır kargo yüke uygun hat bulunmaktadır. Merkezinde konteyner elleçleme operasyonları, vagon işlemlerinin yanı sıra gümrükleme işlemleri de gerçekleştirilmektedir.



Gaziantep Lojistik Merkezi

Sanayi alanlarına entegre depolama tesisleriyle transit yüklerin bölgede yarattığı yoğunluğu sisteme oturtmak, ihracat ve ithalatçıya lojistik avantaj sağlamak için lojistik merkezi geliştirmektedir. Depolama, aktarma, yükleme/boşaltma gibi terminal hizmetleri sağlamaktadır.



Mersin/Tırmıl Terminali

Karayolu, demiryolu, denizyolu erişimi ile kombine taşımacılık imkanlarının olduğu; depolama ve ulaştırma hizmetlerin birlikte sunulabilmektedir. Mersin'de lojistiğin kalbi Tırmıl'da yer alan lojistik merkezde konteyner elleçleme, vagon işlemleri, gümrükleme işlemleri ile terminal hizmetleri sağlamaktadır.

5. Blok Tren Taşımacılığı



Blok Tren Taşımacılığı, Belirlenmiş olan yüklerin, yüklendiği istasyondan varacağı istasyona kadar herhangi bir şekilde lokomotif ya da vagon değiştirmeden yapılan taşımacılık yöntemine adı verilir. Şirket, dünyanın her noktasına blok tren taşımacılığı sayesinde yük götürme kapasitesine sahip olan bir firmadır. En çok hizmet verdiği bölgelerinden bir tanesi olan Avrupa için de çeşitli ülkelere demiryolu taşımacılığı yapmaktadır. Batı Avrupa, Güney Avrupa ve Güneydoğu Avrupa'yı bağlayan noktalara ulaşım sağlayan blok trenleri ile sistemli ve sorunsuz bir taşımacılık hizmeti sağlarken aynı zamanda Ortadoğu'da hizmet vermektedir.

Çin Blok Tren



Çin Halk Cumhuriyeti "Bir Yol Bir Kuşak" olarak adlandırdıkları Modern Demir İpekyolu hattına büyük önem vermektedir. Bu bağlamda yönünü bu hatta çeviren Çin Halk Cumhuriyeti bu hattın en önemli paydaşlarından biri olan ülkemizin desteği ile gerçekleştirmeye başlamıştır. Türkiye parkuru ve Marmara geçişi Pasifik Eurasia tarafından organize edilmektedir. Bu organizasyon ile beraber Çin'e transit süre blok tren ile beraber 14 güne indirilmiştir ve bu organizasyonla beraber ihracatçılarına Çin'in iç kesimlerine açılma

imkânı doğmuştur.

Çin'den gelen konteynerler lojistik üslerde depolanıp Avrupa dağıtımı yapılmaktadır. Avrupa varışlı çıkışlarda ülkemiz bir lojistik üs olarak faaliyet gösterecek olup, lojistik firmalarına yeni imkanlar sunmaktadır.

Avrupa Blok Tren

Avrupa Blok Trenleri, Batı Avrupa, Güney Avrupa ve Güneydoğu Avrupa'yı birbirine bağlayan Macaristan ve Almanya arasında yüksek frekanslı bir ulaşım sistemidir. Bu sistem ayrıca Avusturya, Macaristan, Romanya ve Türkiye terminallerine doğrudan bağlantı sağlamaktadır. Asya ile Avrupa'yı demiryolları ile birbirine bağlayan Şirket, 3. Ülke ticaret imkanlarını ülkemiz girişimcilerine açmaktadır.

Rusya Blok Tren

Rusya demiryolları (RZD) BTK hattına 2019 yılında dahil olmuştur. Rusya'dan gelen vagonlar Azerbaycan Samur/Yalama sınır kapısından girerek Bakü üzerinden BTK hattına bağlanmaktadır. Rusya Federasyonu ile Türkiye arasında olan yoğun dış ticaret hacmi, demiryolu bağlantısı ile yeni bir ivme kazanmaktadır. İhracatta, iç bölgelere alıcı firmaların depolarına satış imkânı sunan BTK hattı, Demir-Çelik, Hububat-Bakliyat-Yem, hammaddelerinin ithalatında doğrudan ara taşımaya gerek olmaksızın ulaşım imkanı da sunmaktadır.

Konvansiyonel vagon taşımaları sayesinde tek beyanname ile hem ithalat hem ihracat modellerine doğrudan ve yüksek ticaret hacimleri mümkün hale gelmektedir. Ahılkelek'te vagondan vagona aktarma modelinin yanı sıra boji değişimi ile Türkiye'ye alınan CIS vagonları tekrar ihracat yükleri yüklenerek varış istasyonlarına doğru yola çıkmaktadır. CIS açık vagonlarla gelen yükler Ahılkelek istasyonunda platformlara aktarılacak varış istasyonuna ulaştırılmaktadır.

6. İntermodal Taşımacılık

İntermodal Taşımacılık, taşıma şekillerinin değiştirildiği fakat bu esnada yük üzerinde herhangi bir işlem yapılmayan yöntemdir. Bu yöntem esnasından en az iki farklı taşımacılık yöntemi kullanılır. Şirket intermodal taşımacılık esnasında demir yolu hatlarını kullanarak yüklerin teslimatını gerçekleştirmektedir. Şirketin taşımacılık yöntemleri arasında yer alan intermodal taşımacılık, farklı yöntemlerin bir araya gelmesi ile yapılan bir sevkiyat yöntemidir. Şirket, yükleri yükleme noktasından treylere yükleyerek demiryolu ise ilk istasyona denizyolu ise limana götürmekte ardından yükleri herhangi bir şekilde yer değişikliği yapmadan gemiye ya da vagonlara yükleyerek varış istasyonu ya da limana göndermektedir. Varış istasyonu ya da limandan ürünlerin alınıp yeniden treylere yüklenmekte ve teslimat adresine götürülmektedir.

7. Multimodal Taşımacılık

Multimodal Taşımacılık, Farklı taşıma araçları ve farklı taşıma ünitelerinin kullanılarak sevkiyat işlemlerinin yapıldığı yük taşıma işlemidir. Şirket tarafından yapılan taşımacılık yöntemlerinden bir tanesi olarak ön plana çıkan bu yöntemi diğer taşımacılık şekillerinden ayıran pek çok önemli nokta bulunuyor. İntermodal taşımacılık yöntemi ile sıklıkla karıştırılan multimodal taşımacılık, bütün taşımacılık yöntemlerini harmanlamasının yanı sıra çevreye olan duyarlılığı ile de dikkatleri üzerine çekmektedir.

1.2. Bağlı Ortaklıkları

1.2.1 PSF Pasifik Corporation

Şirket, 8 Mayıs 2023 tarihli yönetim kurulu kararı ile PSF Pasifik Corp. hisselerinin tamamını almaya karar vermiştir. PSF Pasifik Corp. 6 Şubat 2023 tarihinde kurulmuş olup, ana faaliyet konusu; gemi satın alımı, satışı ve kiralama hizmeti, gemi operatörlüğü ve işletmeciliği, deniz yolu ticaretine dair idare hizmeti, gemi adamlarına ve yöneticilerine eğitim verme ve sertifikalandırma hizmeti, deniz seyrüsefer hatlarının işletilmesi, denizcilik acentelerinin işletilmesi, denizcilik ile ilgili her türlü denetimin gerçekleştirilmesi, ticari ve turistik deniz aracı imalatı yapmaktır.

PSF Pasifik Corporation Ortaklık Yapısı	
Ortaklar	Oran (%)
Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş.	100,00%
Toplam	100%

1.2.2 Pasifik Eurasia Demiryolu Tren İşletmeciliği A.Ş.

Pasifik Eurasia Demiryolu Tren İşletmeciliği A.Ş. 14 Temmuz 2023 tarihinde Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş. tarafından kurulmuştur. Şirketin ana faaliyet konuları arasında demiryolu işletmeciliği ve demiryolu işletmeciliğinin tamamlayıcı nitelikteki her türlü faaliyeti bulunmaktadır. Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş. hisselerinin tamamına sahiptir.

Şirket'in 12.09.2024 tarihinde tescil edilen ve 12.09.2024 tarih ve 11163 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'ndeki ilanına göre 11.09.2027 tarihine kadar yönetim kurulu başkanı Erol Erkan ve yönetim kurulu üyeleri ise Erol Arıkan ve Mehmet Altınsoy seçilmiştir.

Pasifik Eurasia Demiryolu Tren İşletmeciliği A.Ş. Ortaklık Yapısı	
Ortaklar	Oran (%)
Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş.	100,00%
Toplam	100%

1.2.3 Pasifik Global Lojistik A.Ş.

Pasifik Global Lojistik A.Ş. şirketi 27.05.2024 tarihinde kurularak, 27.05.2024 tarih ve 11090 sayılı Türk Ticaret Sicil Gazetesi'nde tescili ilan edilmiştir. Şirketin kuruluş amacı Türkiye-Çin ve tersi yönlü parkurda taşımacılık ve lojistik faaliyetlerinin artırılmasıdır.

Şirketin %51 hissesi Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş., %49 hissesi ise Yeni Global Taşımacılık San. ve Tic. A.Ş.'dir. Kurulan bu ortaklık sayesinde Çin-Türkiye ve tersi yönlü taşımalarda Çin içerisindeki operasyonların daha efektif yapılması, yeni müşteriler kazanmanın yanında taşıma hacminin artırılması ve daha rekabetçi fiyatlandırma imkanına ulaşılması hedeflenmektedir.

Şirket'in 27.05.2024 tarihinde tescil edilen ve 27.05.2024 tarih ve 11090 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'ndeki ilanına göre 3 yıl süreliğine yönetim kurulu başkanı Erol Erkan ve yönetim kurulu üyesi ise Askar Sadık seçilmiştir.

Pasifik Global Lojistik A.Ş. Ortaklık Yapısı	
Ortaklar	Oran (%)
Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş.	51,00%
Yeni Global Taşımacılık San. ve Tic. A.Ş.	49,00%
Toplam	100%

1.2.4 Pasifik ISR Demiryolu Lojistik ve Ticaret A.Ş.

Pasifik ISR Demiryolu Lojistik ve Ticaret A.Ş. şirketi 30.07.2024 tarihinde İstanbul'da kurularak, 30.07.2024 tarih ve 11132 sayılı Türk Ticaret Sicil Gazetesi'nde tescili ilan edilmiştir. Şirketin ana faaliyet konuları arasında demiryolu işletmeciliği ve demiryolu işletmeciliğinin tamamlayıcı nitelikteki her türlü faaliyeti bulunmaktadır. Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş. Pasifik ISR Demiryolu Lojistik ve Ticaret A.Ş.'nin hisselerinin %51'ine sahiptir.

Pasifik ISR Demiryolu Lojistik ve Ticaret A.Ş. Ortaklık Yapısı	
Ortaklar	Oran (%)
Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş.	51,00%
Diğer	49,00%
Toplam	100%

1.3. Sektör Hakkında

1.3.1. Dünya Lojistik Sektörü

Lojistik sektörü; mal ve hizmetlerin tedarik, üretim, depolama ve dağıtım süreçlerini yönetir. Sektör; ürünlerin ve hizmetlerin sorunsuz bir şekilde taşınması ve yönetilmesi için gerekli olan altyapıyı, hizmetleri, teknolojileri ve stratejik çözümleri içermektedir. Lojistik, işletmelerin maliyet azaltımına, verimliliği artırmalarına ve müşteri memnuniyetini üst düzeye çıkarmalarına yardımcı olur. Sektör; hammadde, malzeme, ara mamulleri ve tüketici malları dahil olmak üzere çok geniş bir yelpazede emtianın hareketini kapsamaktadır. Sanayi malları yanı sıra zirai mamuller, orman ürünleri, diğer yer altı ve yer üstü kaynakları (madenler, petrol, kil vb.) da bu kapsamda yer almaktadır.

Salgının dünya geneline yayılması sonucunda 2020 yılının birinci ve ikinci çeyreğinde karayolu sınırlarının kapanması nedeniyle Orta Doğu, Orta Asya ve Avrupa başta olmak üzere, ithalat ve ihracat yükü taşıyan araçlar kısıtlamalarla karşı karşıya kaldı, şoförlerin maruz kaldığı karantinalar karayolu taşımacılığı faaliyetlerini sekteye uğrattı. Lojistik sektöründe ülkelerin almış olduğu kısıtlamalar kapsamında yaşanan bu aksaklıklar daha uygun maliyetli ulaştırma türlerine yönelimi sağladı ve karayolu, demiryolu, denizyolu ve havayolu gibi ulaştırma türleri arasında entegrasyonun sağlanması daha çok önem kazandı. Son olarak demiryolu pandemi sürecinde kurtarıcı taşıma modu olarak öne çıktı. Demiryolu taşımacılığı temassız ticareti olanaklı kılması sebebiyle salgından dolayı kapatılmak zorunda kalan sınır kapıları arasındaki ticaretin devam etmesini sağladı.

Lojistik ve taşımacılık sektörü aslen edilgen karakterde olup hizmet verdiği müşterilerinin performansına, dünya ticaretine ve çalıştığı coğrafyalardaki ticari/siyasi gelişmelere doğrudan bağlıdır. Özellikle 2020-2021 döneminde yaşanan Covid-19, sonrasında devam eden tedarik zinciri sorunları ve savaşlar global lojistik sektörü üzerinde muhtelif etkiler doğurmuştur.

- Covid-19, tüketim alışkanlıklarında, mal tedarikinde ve hareketinde kısıtlayıcı olmuştur.
- Dünya genelinde internet satışları ve e-ticaret lojistik hacmi artmıştır.
- Dünya genelinde lojistik hizmetlerin fiyat seviyeleri yükselmiştir.
- 2022'de gelişen Rusya-Ukrayna savaşı ve Çin-ABD eksenindeki gerilimler tedarik zincirlerini ve emtia hareketini olumsuz etkilemiştir.

Salgının dünya geneline yayılması sonucunda 2020 yılının birinci ve ikinci çeyreğinde karayolu sınırlarının kapanması nedeniyle Orta Doğu, Orta Asya ve Avrupa başta olmak üzere, ithalat ve ihracat yükü taşıyan araçlar kısıtlamalarla karşı karşıya kaldı, şoförlerin maruz kaldığı karantinalar karayolu taşımacılığı faaliyetlerini sekteye uğrattı. Lojistik sektöründe ülkelerin almış olduğu kısıtlamalar kapsamında yaşanan bu aksaklıklar daha uygun maliyetli ulaştırma türlerine yönelimi sağladı ve karayolu, demiryolu, denizyolu ve havayolu gibi ulaştırma türleri arasında entegrasyonun sağlanması daha çok önem kazandı. Son olarak demiryolu pandemi sürecinde kurtarıcı taşıma modu olarak öne çıktı. Demiryolu taşımacılığı temassız ticareti olanaklı kılması sebebiyle salgından dolayı kapatılmak zorunda kalan sınır kapıları arasındaki ticaretin devam etmesini sağladı.

Pandemi süreci ile başlayan yeni dünya düzeninde lojistik sektörü farklı krizlerle baş etmeye çalıştı. 2021 yılında sektörü bu krizlerden en çok yüksek maliyet artışlarına sebebiyet veren konteyner ve küresel tedarik zinciri krizleri zor durumda bıraktı.

2021 yılında lojistik sektörü farklı krizler ile baş etmeye çalıştı. Konteyner ve küresel tedarik zinciri krizleri, yüksek maliyet artışlarına sebep oldu. Konteyner krizi, konteynerlerin hem daha pahalı hem de erişilemez hale gelmesine sebebiyet verdi, bu durum da doğrudan küresel tedarik zinciri sorununu ortaya çıkardı. Aynı zamanda 2021 yılı küresel ticaret üzerinde Covid-19'un etkilerinin hissedilmeye devam ettiği bir yıl olsa da küresel ticaret 2021 yılında toparlanma eğilimi göstermiş, yılın ilk yarısı daha hızlı başlayan bu toparlanma süreci yılın ikinci yarısı yavaşlamıştır. 2022 yılına gelindiğinde ise, küresel ticaretteki toparlanma yeniden düşüşe geçmiştir.

Denizyolu tüm dünyada en çok kullanılan taşıma modu olduğu için dünya ticaretindeki sapmalardan da pandemi sürecinde oldukça etkilendi. Kuru yük ve tanker taşımacılığından sonra üçüncü sırada gelen konteyner taşımacılığı küresel mal ticaretinin en çok ihtiyaç duyduğu ve en hızlı büyüyen alanlarının başında geliyor. Dünyada yaklaşık 200 milyon konteyner olduğu tahmin ediliyor. Konteyner bazında en büyük üretici ve kullanıcı ülke olarak ise Çin öne çıkıyor. Drewry verilerine göre, Çin 2021 yılında konteyner üretiminde rekor kırarak 7,18 milyon adet 20 feetlik konteyner üretti. Bu rakam 2020 yılı üretim adedine kıyasla %130, 2018 yılına göre ise %62 daha fazlaydı. Çin ayrıca dünyanın en yüksek kapasiteli 3 konteyner limanının da sahibidir.

2021 yılında konteyner krizi, konteynerlerin hem pahalı hem de erişilemez hale gelmesine sebebiyet vererek global tedarik zinciri krizinin orta yerine oturdu. COVID-19 salgını beraberinde Çin'in ihracatındaki düşüş armatörlerin sefer sayılarını azaltmasına sebep oldu ve daha karlı olduğu düşünüldüğünden konteynerler belirli noktalarda pozisyonlandırıldı.

Pandemi kısıtlamalarının hafiflemesi ile beraber taşımacılık hizmetlerine olan talep arttı, pandemi sürecinde iptal edilen gemi seferleri sebebiyle limanlara yığılan siparişlerin yüklenmeye başlaması ile navlunlarda artış yaşandı. Dünya çapında etki yaratan şoför krizi ise ülkemizi de yakından etkiledi. Şoför sayısında yaşanan eksiklik, istihdam edilecek personel bulunamaması sebebiyle lojistik maliyetleri yükseltti. 23 Mart 2021 tarihinde Japon "Ever Given" adlı konteyner gemisinin karaya oturması ile beraber Süveyş Kanalı'nın kapanması, küresel ticaretin aksamasına sebebiyet verdi. Yılda 19 bin geminin geçtiği Süveyş Kanalı, LPG, petrol gibi ürünler başta olmak üzere önemli ürünlerin stratejik geçiş güzergahı olarak sayılıyor ve deniz yoluyla taşınan tüm malların yaklaşık 8'de biri kanaldan geçiyor.

Pandemi tedbirlerinin gevşetilmesi ile beraber enerji taleplerinde yaşanan artış ile doğal gaz ve kömür fiyatlarında rekor kırıldı. Yaşanan krizlere rağmen küresel ticaret 2021 yılında toparlanma eğilimi gösterdi ve COVID19 öncesi rakamlara yaklaştı.

Salgın ile beraber yeni iş yapış şekilleri de hayatımıza girdi ve sektörde dijital bir evrim yaşandı. Bu süreçte e-ticaret, otomasyonlar ve azalan fiziksel temas ön plana çıktı. Limanlar otonom hale geldi, gümrük süreçleri iyileştirildi, altyapı modernizasyonu sağlandı ve gümrük beyanları dijital ortamda yapılabilir hale geldi.

2022 yılında küresel lojistik sektöründe; en fazla büyümenin gerçekleştiği alan ise denizyolu olmuştur. Covid-19 pandemisinin ardından Rusya ile Ukrayna arasındaki çatışma küresel tedarik zincirinde tüm dengeleri değiştirirken, küresel ticaretin 9680'den fazlasının yapıldığı denizyolunda ortaya çıkan darboğazlar armatörleri harekete geçirmiş, yeni ve alternatif ticaret rotaları oluşmuştur. 2022'de tepe noktasına ulaşan konteyner navlun fiyatları 2023'te düşüşe geçerek Covid-19 pandemisi öncesi seviyelere gerilemiştir. Talebin azalması ve konteyner darboğazının aşılması bu noktada etkili olmuştur.

Havayolu taşımacılığına bakıldığında ise Covid-19 pandemisi sonrası toparlanma eğilimi devam etmiştir. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği'nin (IATA) 2022 yılı değerlendirme raporuna göre, hava kargo taşımacılığı 2021 yılında güçlü bir şekilde büyümüş, ancak hava kargo taşımacılığı bakımından 2022 yılı zorlu geçmiştir. 2021 yılında tedarik zincirlerindeki aksamalar, işletmeleri daha hızlı tedarike yöneltmiş ve havayoluna yönelik talep artmıştır. Bu dönemde havayolu taşımacılık fiyatları yükselmiş, sonrasında ise talep belirgin şekilde yavaşlamıştır.

Karayolu taşımacılığı altında, uluslararası taşımacılık çoklu mod (intermodal – deniz ve kara), yurtiçi kara taşımacılığı ise perakende sektöründeki depolar arası taşımacılık ve satış noktalarına (mağazalara) sevkiyatlar önemli büyüme fırsatlarıdır. Uluslararası kara taşımacılığının büyümesi ile 2022 yılında gümrüklerden giriş çıkış yapan lojistik araç sayısı %14 büyüyerek, 2021'de 9.6 milyondan 2022'de yaklaşık 11 milyona çıkmıştır. Ayrıca, e-perakende sektörü için yapılan depo içi hizmetlerin artışı da kontrat lojistiğini büyötmektedir. Bu nedenle, bugün önemli bir kısmı dolu olan Türkiye'deki 10 mn metrekare (9 mn'u Marmara Bölgesi'nde) depolama alanının artırılması gelecek için önemli bir gereksinimdir.

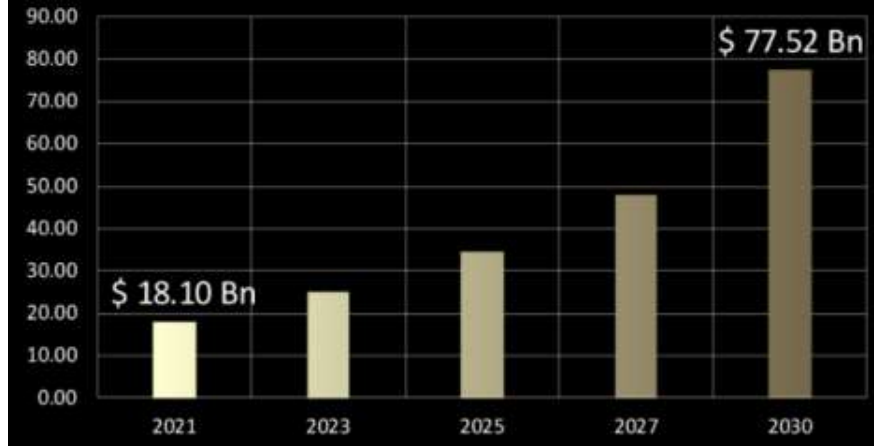
Diğer yandan karayolu taşımacılığı ve demiryolu taşımacılığı için de 2022 yılı, Rusya-Ukrayna Savaşı'nın etkisinde geçmiştir. Covid-19 pandemisi döneminde bilhassa Çin ile Avrupa arasındaki ticarete büyük pay alan demiryolu taşımacılığı savaşın sebebiyet verdiği yüksek tansiyondan nasibini almıştır. Küresel karayolu taşımacılığında da operasyonlar sık kullanılan güzergahların kapanması, sınır geçişlerinde aksaklıklar, uygulanan ambargolar, halihazırda karayolu taşımacılığının en büyük sorunu olan şoför eksikliğinin daha da artması ve yükselen maliyetler başta olmak üzere pek çok unsur sebebi ile sektöre uğramıştır. Yaşanan olumsuzluklar ve etkilerinin bir süre daha devam etmesi beklenmektedir.

Küresel lojistik sektörü COVID-19 pandemisi sonrasında hızlı bir toparlanmaya girdi. Ancak bu toparlanma evresi pek de uzun sürmedi. 2022 yılının Mart ayında başlayan Rusya – Ukrayna Savaşı ile birlikte küresel lojistik sektöründe yeniden aksamalar yaşandı. Rusya'nın Ukrayna'yı işgali, küresel piyasalarda gıda fiyatlarında önemli bir artışa neden oldu. Tahıl fiyatları özellikle keskin bir şekilde arttı. Tahıl Koridoru Anlaşması, fiyatların düşürülmesine önemli ölçüde katkıda bulundu. Ancak Rusya, 2023 yılının Temmuz ayında girişimden çekildiğini açıkladığında fiyatlar yeniden yükseldi. Orta Koridor, Rusya'nın Ukrayna'yı işgalinin ardından yoğun ilgi gören Çin'i Avrupa'ya bağlayan çok modlu bir ulaşım koridorudur. Türkiye'deki verimsizlikler ve altyapı boşlukları nedeniyle şu anda Türkiye yerine Karadeniz rotası operatörler tarafından tercih edilmektedir. Rotanın verimliliğini artırmak için 2023 yılının Haziran ayında Azerbaycan, Kazakistan ve Gürcistan arasında üçlü anlaşma imzalandı.

İsrail 7 Ekim 2023 tarihinde Filistin'e saldırı başlattı. İsrail ve Filistin arasında devam eden savaş, lojistik sektörünün operasyonlarını aksattı ve hava, deniz ve karayolu gibi farklı ulaşım modlarını etkiledi. Öte yandan insani bir krize yol açan İsrail-Hamas çatışması, elektronik, savunma, sağlık, tarım gibi çeşitli sektörlerin tedarik zincirlerini de etkiledi.

Küresel dijital lojistik pazarı büyüklüğünün 2023 yılında 28,13 milyar ABD doları olarak değerlendirildiği tahmin edilmektedir. Pazarın, 2024 yılında 32,44 milyar ABD dolarından 2032 yılına kadar 120,33 milyar ABD dolarına çıkması ve tahmin döneminde %17,8'lik bir bileşik yıllık büyüme oranına sahip olması öngörülmektedir. Lojistik şirketleri maliyetleri düşürmek ve taşımacılık ve depolamada üretkenliği artırmak için teknolojiye yönelmektedir. Filo yönetimi için gerçek zamanlı taşımacılık, görünürlük planlaması ve telematiği destekleyen araçlar ortalamanın üzerinde benimsenme ve yatırım oranları görmektedir.

Küresel Dijital Lojistik Pazarı (2021-2030) ABD Doları



Kaynak: UTİKAD

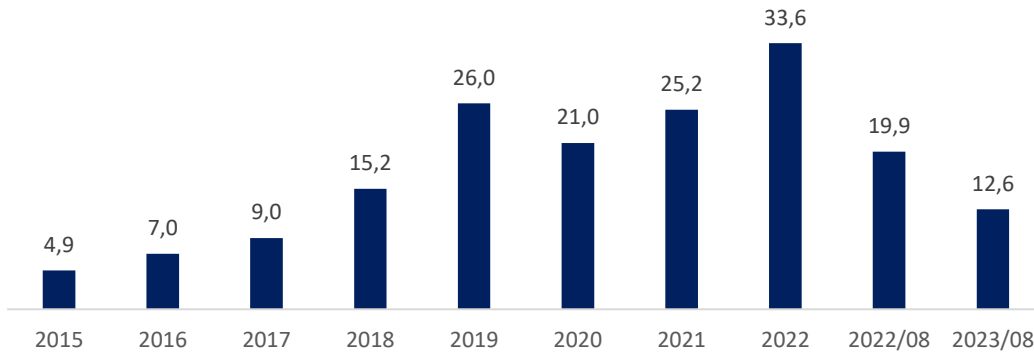
Orta Koridor'da Yaşanan Gelişmeler:

Orta Koridor, Rusya'nın Ukrayna'yı işgalinin ardından yoğun ilgi gören Çin'i Avrupa'ya bağlayan çok modlu bir ulaşım koridorudur. Orta Koridor, Çin ve Kazakistan'ı Dostyk veya Khorgos/Altynkol üzerinden demiryolu ile birbirine bağlar, Kazakistan'ı demiryolu ile Aktau Limanı'na bağlar, Hazar Denizi'ni Bakü/Alyat Limanı'na ve Azerbaycan ve Gürcistan'ı demiryolu ile geçerek ya Türkiye üzerinden Avrupa'ya demiryolu ile devam eder ya da Karadeniz'i geçer. Türkiye'deki verimsizlikler ve altyapı boşlukları nedeniyle şu anda Türkiye yerine Karadeniz rotası operatörler tarafından tercih edilmektedir.

Rusya'nın Ukrayna'yı işgali, ticaret yollarını çeşitlendirmek ve ekonomik dayanıklılık oluşturmak için alternatif bir koridor olarak Orta Koridor için yeni bir perspektif getirdi ve Rusya üzerinden geçen koridorlara olan bağımlılığı azalttı. Orta Koridor'daki konteyner trafiği 2022 yılında 2021 yılına göre %33 arttı. Rusya'nın Ukrayna'yı işgali ile birlikte taşımacılar yük hacimlerini Orta Koridor'a kaydirdi. Rusya'nın Ukrayna'yı işgalinin başlamasından bu yana, yaptırımlar ve bölgesel istikrarsızlık nedeniyle Kuzey rotası üzerinden transit geçiş yaklaşık %40 oranında azaldı. Ancak, Orta Koridor'un operasyonel kapasitesine ulaşamaması, sınır geçişleri, aktarma ve koordinasyon sorunları, gecikmeli teslimatlar gibi unsurlar dolayısıyla alternatif koridorlara geri dönüş yaşandı. 2023'ün 8 aylık döneminde 2022'nin aynı dönemine göre konteyner trafiğinde bu kez %37'lik bir düşüş yaşandı.

Orta Asya, Hazar ve Güney Kafkasya üzerinden transit geçiş, her zaman uygun bir ticari seçenek oldu, ancak Kuzey Rotası ve Kızıldeniz ile Süveyş Kanalı'ndan geçen taşımacılık rotaları gibi diğer köklü rotalarla rekabet etmek için uzun süredir mücadele etmektedir. Orta Koridor'un bu rotalara rakip olma şansı olacaksa, kapasitesinin artırılması şarttır. Ancak bu, gerekli yatırımlar ve bölgesel/uluslararası iş birliği olmadan mümkün olmayacaktır. Tüm olumsuz duruma rağmen Kuzey Koridoru 2022'de 410.500 TEU taşımayı başardı; bu hacim, Orta Koridor'unkinden belirgin şekilde daha yüksektir. Rotanın verimliliğini artırmak için 2023 yılının Haziran ayında Azerbaycan, Kazakistan ve Gürcistan arasında üçlü anlaşma imzalandı. Bu anlaşma ortak bir lojistik şirket kurarak tarifeleri standartlaştırmayı, kargo düzenlemelerini kolaylaştırmayı ve gümrük prosedürlerini basitleştirmeyi; böylece bu rota boyunca mal akışını tarihsel olarak engelleyen çok sayıda operasyonel darboğazı ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır.

Orta Koridor Boyunca Konteyner Trafiğinin Dinamikleri, Bin TEU



Kaynak: UTIKAD

1.3.2. Türkiye’de Lojistik Sektörü

Türkiye lojistik sektörü, ülkenin Dünya ticaretindeki konumuna paralel olarak gelişmektedir. Türkiye'nin jeopolitik konumu, lojistik sektörünün gelişmesinde önemli bir yere sahiptir. Türkiye, Asya ile Avrupa arasında stratejik bir konumda olduğu için, lojistik sektöründe önemli bir geçiş ülkesi olarak kabul edilmektedir. Türkiye’de lojistik sektöründe, karayolu, demiryolu, denizyolu ve havayolu gibi farklı taşımacılık modları kullanılmaktadır. Son yıllarda lojistik sektörünün gelişmesinin en önemli unsurları, ihracat ve ithalat hacminin artması olarak değerlendirilmektedir.

2020-2022 döneminde yaşanan Covid-19 pandemisi, ekonomik gelişmeler ve Rusya-Ukrayna Savaşı gibi unsurlar Türkiye lojistik sektörü üzerinde de etkili olmuştur.

- Covid-19’a bağlı olarak yaşanan küresel tedarik zinciri problemleri lojistik hizmet maliyetlerini ve ürün fiyatlarını yükseltmiştir.
- Bununla birlikte bozulma gösteren tedarik zincirleri özellikle Avrupa’ya yakın konumdaki Türkiye için fırsatlar doğurmuştur. Özellikle Asya Pasifik ve Avrupa arasındaki tedarik zinciri bozulmaları, Türkiye’nin bir nearshoring (üretimin yakın coğrafyalara kayması) merkezi olarak konumunu güçlendirmiştir.
- Rusya-Ukrayna Savaşı, Türkiye’nin ticaretini olduğu kadar çevresindeki coğrafyalar ile ilişkilerini de etkilemiştir. Bu noktada Türkiye’nin bu bölgelerle gerçekleştirdiği lojistik faaliyetleri olumsuz etkilenmiştir. Bununla birlikte Türkiye’nin AB’ye yapılan transit taşımacılıkta rolü güçlenmiştir.
- Covid-19, ülke içindeki E-ticaret ve mal hareketliliğinde de etkili olmuştur. Örneğin internet üzerinden satışlar E-ticaret lojistik hacmini yükseltmiştir.
- Döviz kurunda ve yakıt fiyatlarında yaşanan artışlar da hizmetlerin fiyat seviyelerinde etkili olmuştur.
- Tedarik zincirlerindeki aksamalar ve genel emtia fiyatlarındaki yükseklik hammadde, ara mamul ve bitmiş mamul talebini arttırmıştır. Bunun sonucunda lojistik faaliyetlerde (nakliye ve depolama) kapasite ihtiyacı doğurmuştur.

Ülke içindeki GSMH oranı ile ifade edilen lojistik faaliyetlerinin sadece bir kısmı dış kaynak kullanılarak sektörde faaliyet gösteren firmalarca sağlanmaktadır. Birçok üretici ve tüccar firma, depolama ve nakliye işlerini kısmen veya tamamen kendi iç kaynakları ile yürütmektedir. Bu noktada nakliye daha çok dış kaynak kullanılan (outsourced) bir alan olarak dikkat çekerken depolama ve küçük çaplı şehir içi dağıtım faaliyetleri daha yüksek oranda iç kaynaklarla yürütülebilmektedir. Lojistik sektöründeki şirketlerin ve paydaşların, ciro ve iş hacmini belirleyen reel sektör firmalarının dış kaynaklarla yürüttüğü kısımdır.

Lojistik sektöründeki çeşitlilik ve coğrafi yayılım, lojistik faaliyetlerde alt alanlarda/sektörlerde uzmanlaşmaya ve çok fazla sayıda organizasyonun sektörde faaliyet göstermesine sebep olmaktadır. Lojistik sektöründe; farklı ürün grupları için farklı coğrafyalarda çalışan ve özgün çözümler üreten çok sayıda operatör mevcuttur.

- Lojistik firmaları,
- Taşıma işleri organizatörleri (Forwarder’lar),
- Nakliyeciler,
- Ambarlar,

- Kargo şirketleri,
- Armatörler, hava yolları operatörleri, demir yolu operatörleri,
- Liman işletmeleri,
- Mülk sahipleri / gayrimenkul yatırım ortaklıkları (depo ve tesisler)

gibi farklı firmalar lojistik ile ilgili hizmetler sunmaktadır. Sektörün büyük bölümü, firmalar açısından çok parçalı bir yapıya sahiptir. Operatör büyüklükleri, sektör büyüklüğü ile kıyaslandığında pazar payı anlamında küçük kalabilmektedir.

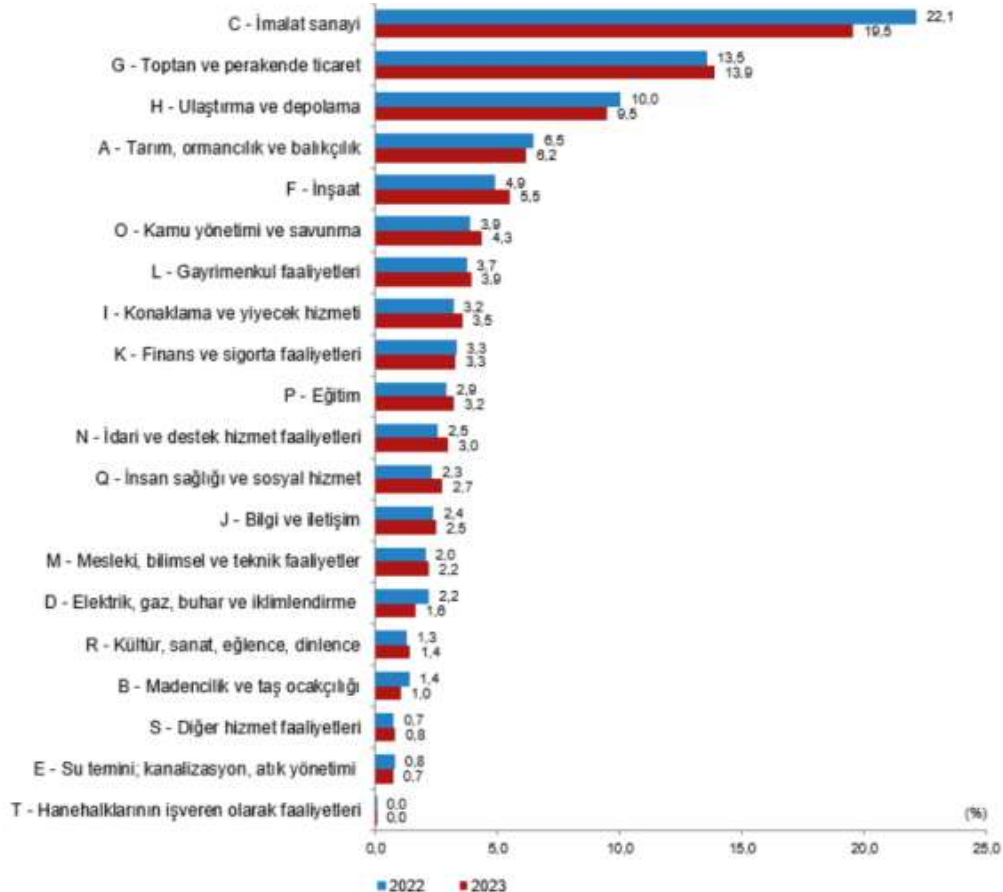
Türkiye, küresel ticaret için önemli bir kesişme noktasında yer almanın yanı sıra stratejik konumu bakımından da geniş çapta dış ticaret hacmine sahip birçok pazara erişim sunmaktadır. Türkiye'nin avantajlı coğrafi konumu, bölgedeki lojistik ve taşımacılık faaliyetleri için bir üs işlevi görmesini sağlamakta ve böylece hem mal ihracatımıza hem de hizmet ihracatımıza önemli katkılarda bulunmaktadır. Ülkemizden 4 saatlik uçuş süresiyle yaklaşık 1,4 milyar insanın yaşadığı ve 8 trilyon 600 milyar dolarlık ticaret hacmi bulunan 67 ülkeye ulaşabilmektedir. On Birinci Kalkınma Planı, 2023-2025 Orta Vadeli Program ve 2023 Yılı Cumhurbaşkanlığı Yıllık Programında öngörülen hedefler doğrultusunda hazırlanan 2023 Yılı Yatırım Programında 2023 yılında kamu yatırımlarının sektörlere göre dağılımına bakıldığında en fazla yatırımın Ulaştırma-Haberleşme sektörüne ayrıldığı görülmektedir.

Taşımacılık sektörünün hizmet ticaretinde de ülkemize katkısı oldukça büyüktür. 2023 yılı sonunda Türkiye, 100 milyar dolar hizmet ihracatına ve 35 milyar dolar seviyesinde lojistik ve taşımacılık gelirine ulaştı. Ülkemiz 35 milyar dolarlık ihracat ile lojistik hizmet ihracatında dünyada %2,5 paya sahip olup 11. sırada yer almaktadır.

Yıllık verilere dayalı olarak hesaplanan bağımsız yıllık gayrisafi yurt içi hasıla (GSYH), zincirlenmiş hacim endeksiyle 2023 yılında bir önceki yıla göre %5,1 arttı.

Üretim yöntemine göre cari fiyatlarla GSYH, 2023 yılında bir önceki yıla göre %76,8 artarak 26 trilyon 545 milyar 722 milyon TL oldu. Gayrisafi yurt içi hasılda en yüksek payı 2023 yılında %19,5 ile imalat sanayi aldı. İmalatı, %13,9 ile toptan ve perakende ticaret; motorlu kara taşıtlarının ve motosikletlerin onarımı ve %9,5 ile ulaştırma ve depolama sektörü izledi. Yıllık gayrisafi yurt içi hasılda en düşük pay hane halklarının işverenler olarak faaliyetleri için gerçekleşti.

Üretim Yöntemine Göre GSYH Hesabında Sektörlerin Payları, Cari Fiyatlarla, 2022-2023



Türkiye ekonomisi 2023 yılının tamamında %4,5 oranında büyüme kaydetti. GSYH 2023 yılının dördüncü çeyreğinde %4,0 oranında büyüme kaydetti. Dördüncü çeyrekte hizmetler sektörü (inşaat dahil) %3,6 oranında, sanayi sektörü %1,9 oranında ve tarım sektörü %0,5 oranında büyüme kaydetti. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH ise yılın dördüncü çeyreğinde %1 oranında büyüdü. Ticaret Bakanlığının açıkladığı geçici verilere göre 2023 yılının Aralık ayında ihracat bir önceki yılın aynı ayına göre %0,44 oranında artarak 23 milyar dolar, ithalat ise %10,7 oranında azalarak 29,1 milyar dolar seviyesinde kaydedildi. 2023 yılı Ocak-Aralık dönemi ihracat değeri ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %0,6 artarak 255,8 milyar dolar, ithalat değeri ise %0,5 azalarak 361,8 milyar dolar seviyesinde gözlemlendi. 2023 yılının Aralık ayında dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı ayına göre %37 oranında azalarak 6,1 milyar dolar seviyesinde kaydedildi. Ocak-Aralık dönemi dış ticaret açığı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %3,2 oranında azalarak 106 milyar dolar seviyesinde gözlemlendi.

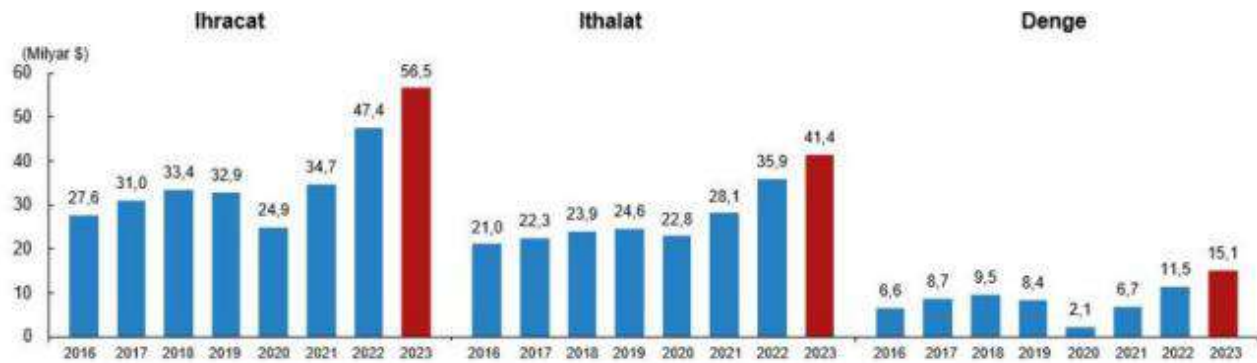
Temel Dış Ticaret Göstergeleri (Milyon Dolar) – 2023

	İhracat	İthalat
Ocak	19.324	33.601
Şubat	18.570	30.689
Mart	23.562	31.927
Nisan	19.257	27.985
Mayıs	21.634	34.115
Haziran	20.837	26.062
Temmuz	19.796	32.294
Ağustos	21.579	30.257
Eylül	22.442	27.499
Ekim	22.812	29.391
Kasım	22.999	28.916
Aralık	22.999	29.111

Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, 2023 yılı Aralık ayı geçici Dış Ticaret Verileri

2023 yılı Aralık ayında geçen yılın aynı ayına göre; ihracat, %0,44 oranında artarak 22 milyar 999 milyon dolar, ithalat, %10,73 oranında azalarak 29 milyar 111 milyon dolar, dış ticaret hacmi, %6,13 oranında azalarak 52 milyar 110 milyon dolar olarak gerçekleşti. 2023 yılı Ocak-Aralık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre; ihracat, %0,64 oranında artarak 255 milyar 809 milyon dolar, ithalat, %0,51 oranında azalarak 361 milyar 847 milyon dolar, dış ticaret hacmi, %0,04 oranında azalarak 617 milyar 656 milyon dolar olarak gerçekleşti. TÜİK tarafından yayınlanan Uluslararası Hizmet Ticareti İstatistiklerine göre uluslararası hizmet ticareti istatistiklerine (seyahat hariç) göre, hizmet ihracatı 2022 yılında 47,4 milyar dolar iken 2023 yılında %19,2 artarak 56,5 milyar dolar oldu. Hizmet ithalatı ise 2022 yılında 35,9 milyar dolar iken 2023 yılında %15,3 artarak 41,4 milyar dolar oldu.

Hizmet İhracatı, İthalatı ve Denge (2023)



Genişletilmiş ödemeler dengesi hizmetler sınıflamasına göre taşımacılığın toplam ihracat içindeki payı 2022 yılında %74,2 iken 2023 yılında %68,9 oldu. İkinci sırada yer alan diğer iş hizmetlerinin 2022 yılında %8,4 olan payı 2023'te %9,8 oldu. Hizmet ihracatında 2023 yılında üçüncü sırada %7,5 pay ile "telekomünikasyon, bilgisayar ve bilgi hizmetleri" sektörü yer aldı. Hizmet ihracatının önemli bir bölümünü oluşturan taşımacılık hizmetlerinde 2022 yılında yapılan ihracat 35 milyar 172 milyon dolar iken 2023'te %10,7 artışla 38 milyar 930 milyon dolar oldu. Telekomünikasyon, bilgisayar ve bilgi hizmetleri ihracatı 2023 yılında bir önceki yıla göre %43,0 artarak 4 milyar 252 milyon dolar oldu. Taşımacılığın toplam ithalat içindeki payı 2022 yılında %47,3 iken

2023 yılında %44,7 oldu. İkinci sırada yer alan diğer iş hizmetlerinin payı ise 2022 yılında %18,9 iken 2023'te %19,0 oldu. Hizmet ithalatındaki payı %10,3 olan "telekomünikasyon, bilgisayar ve bilgi hizmetleri" sektörü, 2023 yılında da üçüncü sırada yer aldı.

Türkiye'nin dış ticaret faaliyetlerinde karayolu, havayolu, denizyolu ve demiryolu taşıma modlarından yararlanılmaktadır. Değer bazında son 10 yıla ait verilerin incelenmesi taşıma türleri arasında yıllar içerisinde izlenebilecek değişim eğilimlerini ortaya koymaktadır. Taşınan malların değeri bazında son 10 yıllık dönemde denizyolu taşımacılığı hem ithalatta hem de ihracatta en büyük paya sahiptir. 2013-2023 yılları arasında ithalatta denizyolu taşımacılığı en yüksek paya 2015 yılında %69,14 ile ulaştı, bu pay 2023 yılında %61,38 olarak gerçekleşti. İhracat taşımalarında 2013 yılından 2023 yılına kadar denizyolu payı en yüksek 2018 yılında %63,31 ile gerçekleşti, bu pay 2023 yılında %56,44 oldu. Bu verilere göre denizyolu taşımacılığının payının geçen yıla göre azaldığı görülmektedir.

**İthalat ve İhracatta Taşıma Türlerinin Yıllara Göre Yüzdesel Payları
(Değer Bazında)**

Yıl	Denizyolu		Karayolu		Havayolu		Demiryolu	
	İthalat	İhracat	İthalat	İhracat	İthalat	İhracat	İthalat	İhracat
2013	65,28	55,1	18,69	35,66	15,2	8,6	0,83	0,64
2014	69,11	55,11	18,23	35,29	12,07	9,01	0,59	0,59
2015	69,14	54,64	19,1	32,7	11,11	12,1	0,65	0,56
2016	67,22	55,39	19,15	31,62	12,83	12,54	0,8	0,45
2017	65,1	58,99	18,01	29,59	16,33	10,98	0,56	0,44
2018	67,1	63,31	17,88	28	14,4	8,25	0,62	0,44
2019	62,47	60,82	20,56	30,36	16,17	8,28	0,8	0,54
2020	57,96	60,04	21,14	31,61	19,82	7,58	1,08	0,77
2021	66,9	60,01	20,79	30,85	11,08	8,40	1,23	0,74
2022	65,74	59,55	20,17	31,27	13,09	8,2	1	0,98
2023	61,38	56,44	21,06	32,74	16,93	10,05	0,63	0,77

Kaynak: TÜİK

Karayolu taşımacılığı Türkiye'nin dış ticaret taşımalarında değer bazında ikinci sıradadır. Karayolu taşımacılığının ithalattaki payı 2013-2018 yılları arasında %20'nin altındayken 2018 yılı sonrasında %20'nin üzerine çıktı. 2013 yılında %18,69 olan ithalattaki payı, 2023 yılında %21,06 oldu. Geçen yıla göre karayolu ithalat taşımalarında artış olduğu söylenebilir. Karayolu taşımacılığının incelenen dönem içerisinde ihracattaki payının en yüksek olduğu yıl ise %35,66 ile 2013 yılıdır; 2013 yılından 2018 yılına kadar olan dönemde karayolunun ihracattaki payı azalmakta olup 2018 yılında %28'e kadar geriledi. 2019 yılında %30,36'ya, yükselirken 2023 yılında bu pay %32,74 oldu.

Taşıma türleri arasında Türkiye'nin dış ticaret faaliyetlerinde değer bazında üçüncü sırada havayolu taşımacılığı gelmektedir. İthalatta havayolu taşımacılığı 2013 ve 2019 yılları arasında yaklaşık %11-16 arasında pay alırken 2020 yılında %19,82 yükseldi, 2021 yılında %11,08'e düştü. 2022 yılında bu oran %13,09 oldu. 2023 yılında ise ithalat havayolu taşımalarının değer bazındaki payında bir artış oldu, %32,74'e yükseldi. İhracatta son 10 yıllık süre içerisinde havayolu taşımacılığının payı yaklaşık %8-12 arasında seyretmektedir. 2016 yılında havayolu taşımacılığının ihracatta değer bazındaki oranı %12,54'tü ve bu yıldan itibaren sürekli payı azalma eğilimi gösterse de 2021 yılında bir miktar artarak %8,40 oldu. 2023 yılında ise pay %10,05 oldu.

Demiryolu taşımacılığı Türkiye'nin dış ticaretinde en düşük paya sahip taşıma türüdür. İncelenen son 10 yıllık dönem içerisinde demiryolu taşımacılığının 2013 yılında ithalattaki payı %0,83 iken ihracattaki payı ise %0,64 oldu. 2013- 2019 yılları arasında demiryolu taşımacılığının ithalat ve ihracattaki payı %1'in üzerine çıkamadı; hatta 2017 yılında en düşük performans göstererek ithalattaki payı %0,56, ihracattaki payı ise sadece %0,44 oldu. Koronavirüs pandemisi ve Ukrayna'da devam eden savaş ve doğa dostu bir taşıma modu olması sebepleri ile önemi anlaşılan ve dış ticarete tercih edilmesi ile gündeme gelen demiryolu taşımacılığının 2021 yılında ithalattaki payı %1,23, ihracattaki payı ise %0,74 olarak gerçekleşti. Bu etkiyle demiryolu taşımacılığının ithalattaki değer payı 2020, 2021 ve 2022 yıllarında %1'in üzerinde seyretti. Demiryolu taşımacılığı ithalatta bu yükselişi sürdürmeye devam edemedi ve 2023 yılında ithalatta payı %0,63 oldu. 2023 yılında demiryolu taşımacılığının ihracattaki değer bazında payı ise %0,77 olarak gerçekleşti.

Demiryolu Yük Taşımacılığı

Uluslararası demiryolu yük taşımacılığı dünyada oldukça ilgi gören bir taşıma türü olmasına karşılık Türkiye'de diğer taşıma türlerine göre daha az kullanılmaktadır. Ülkemizde demiryolunun yük taşımacılığındaki payını

artırmak adına birçok proje planlanmaktadır. Gelişen teknolojinin etkisi ve dünyada son dönemlerde yaşanan pandemi, krizler, savaşlar, ambargolar gibi olumsuz sebepler dolayısıyla yeni ve alternatif güzergahların gerekliliği demiryoluna olan ilgiyi artırmaktadır.

6 Şubat 2023 tarihinde Türkiye’de meydana gelen deprem felaketi sebebiyle demiryolu yük taşımacılığının yoğun olarak yapıldığı Sivas, Malatya, Adıyaman, Kahramanmaraş ve Hatay illerinde bulunan demiryolu altyapısı deprem dolayısıyla büyük hasar gördü. Sivas iline gelen ulusal ve uluslararası yükler Malatya-Narlı hattı üzerinden limanlara ulaşamadığı için Kayseri güzergâhı kullanılmaya başlandı. Deprem hasarlarının giderilmesi için yapılacak onarım çalışmalarının 2027 yılına kadar devam etmesi beklendiğinden demiryolunun toplam yük taşımacılığından aldığı pay olumsuz yönde etkilendi.

TCDD Taşımacılık A.Ş., 2023 yılı sonu itibarıyla 11.668 km’si konvansiyonel hat, 219’si km hızlı ve 2.032 km’si yüksek hızlı hat olmak üzere toplam 13.919 km ulusal demiryolu altyapı ağı üzerinde tren işletmeciliği yapmaktadır. Konvansiyonel hatların %42’si elektrikli ve %50’si sinyallidir. Yüksek hızlı ve hızlı demiryolu hatlarının ise tamamı elektrikli ve sinyallidir.

Ulusal Demiryolu Altyapı Ağı

HAT SINIFI	HAT UZUNLUĞU (km)
Konvansiyonel	11.668
Elektrikli	4.891
Sinyalli	5.795
Hızlı	219
Elektrikli	219
Sinyalli	219
Yüksek Hızlı	2.032
Elektrikli	2.032
Sinyalli	2.032
TOPLAM	13.919
Elektrikli	7.142
Sinyalli	8.046

Kaynak: TCDD Taşımacılık A.Ş., 2023 Yılı Faaliyet Raporu, S. 43.

Asya ile Avrupa kıtasını İstanbul Boğazı’nın altından birleştiren Marmaray 2013 yılında hizmete girdi. Çin’in Xi’an şehriden yola çıkan ve 42 konteyner yüklü vagonlardan oluşan 820 metre uzunluğundaki China Railway Express, 7 Kasım 2019 Marmaray’ı kullanarak Avrupa’ya geçen ilk yük treni oldu. 119 Şebeke genelinde 8.402 km ana hat, 756 km ikinci, üçüncü, dördüncü, beşinci ve altıncı ana hatlar olmak üzere toplam 9.235 km konvansiyonel ana hat vardır. Bu uzunluğa 1.994 km istasyon yolu ve 439 km iltisak hattı olmak üzere toplam 2.433 km tali hatların da eklenmesiyle toplam konvansiyonel hat uzunluğu 11.668 km’ye ulaşmaktadır. Yüksek Hızlı Tren hattının uzunluğu 1.241 km’dir. Konvansiyonel, Hızlı Tren hattı ve Yüksek Hızlı Tren hatları ile birlikte toplam demiryolu uzunluğu 13.128 km’dir.

Türkiye Demiryolu Hat Uzunluğu (km) Gelişimi

Yıl	Konvansiyonel (Ana Hatlar)	Konvansiyonel (İltisak Hatları+ İstasyon Yolları)	Konvansiyonel Hat Toplamı	Hızlı Tren Hatları	Toplam Hat Uzunluğu
2013	8.846	2.363	11.209	888	12.097
2014	8.903	2.369	11.272	1.213	12.485
2015	8.947	2.372	11.319	1.213	12.532
2016	8.947	2.372	11.319	1.213	12.532
2017	9.023	2.372	11.395	1.213	12.608
2018	9.131	2.396	11.527	1.213	12.740
2019	9.194	2.396	11.590	1.213	12.803
2020	9.194	2.396	11.590	1.213	12.803
2021	9.158	2.432	11.590	1.432	13.022
2022	9.235	2.433	11.668	1.460	13.128
2023	9.235	2.433	11.668	2.251	13.919

Kaynak: T.C. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı, Ulaşan ve Erişen Türkiye 2002-2023, S. 34.

Mevcut sistemin modernizasyonu kapsamında sinyalizasyon ve elektrifikasyon yatırımlarına önem verildi ve tüm hatların elektrikli ve sinyalli hale getirilmesi çalışmalarına hız verildi. 2013 yılında 4.412 olan sinyalli hat uzunluğu 2023 yılı Kasım ayı itibarıyla 8.046 km'ye; 3.748 km olan elektrikli hat uzunluğu 7.142 km'ye yükseltildi.

Yük Vagonlarının Tonajlarına Göre Dağılımı

Vagon Kategorisi	Vagon Adedi	Toplamdaki %'si	Toplam Taşıma Tonajı (bin ton)	Toplamdaki %'si
16-30 Ton	4.553	27,6	125.037	14,4
31-50 Ton	10	0	453	0
50 Ton Üzeri	11.948	72,4	745.511	85,6
TOPLAM	16.511	100	871.001	100

Kaynak: TCDD Taşımacılık A.Ş., 2023 Yılı Faaliyet Raporu, S. 43.

Yük vagonu mevcudunun %28'i 16-30 ton aralığında, %72'si ise 50 ton ve üzeri taşıma kapasitesine sahiptir.

2023 yıl sonu itibarıyla TCDD Taşımacılık A.Ş.'nin 16.511 adet mevcut ticari yük vagonu bulunmaktadır. Yük vagonlarının yaşlarına göre dağılımı incelendiğinde; %6'sı 40 yaşın üzerinde, %11'i 30-39 yaş arasında, %17'si 20-29 yaş arasında, %38'i 10-19 yaş arasında ve %28'i ise 10 yaşın altındadır.

Türkiye'nin Demiryolu Bağlantıları

Türkiye'de doğu-batı ve kuzey-güney yönlerinde kesintisiz bir demiryolu ulaşımı sağlanması ve Avrupa-Asya-Ortadoğu arasında transit ulaşımın artırılması ve kombine taşımacılığın geliştirilmesi amacıyla demiryolu yük taşımacılığı projelerine öncelik verildi.

Türkiye'den batıda; başta Bulgaristan, Macaristan, Almanya, Avusturya, Polonya, Romanya, Çekya, Bosna-Hersek, Slovakya ve Sırbistan olmak üzere Avrupa'da birçok noktaya, doğuda; İran, Afganistan ve Pakistan'a, kuzeyde; Rusya'ya, Orta Asya'da Gürcistan, Azerbaycan, Özbekistan, Tacikistan, Kırgızistan, Türkmenistan, Kazakistan ve Çin'e karşılıklı olarak blok yük trenleri işletilmektedir.

Demiryolu Ulaştırma Koridorları ve Türkiye

Türkiye, uluslararası demiryolu ulaştırma koridorları ile bağlantılı konumdadır. Avrupa, Orta Doğu ve Asya üzerinden Türkiye ile bağlantısı olan 7 adet uluslararası ulaştırma koridoru vardır.

1. Bir Kuşak Bir Yol Projesi-Orta Koridor
2. EİT Koridorları (ATI, ITI Konteyner Trenleri)
3. TER (Trans European Railway) Projesi
4. TAR (Trans Asian Railway-Unescap) Projesi
5. TEN-T (Trans Europe Network-Transportation)
6. TRACECA (Avrupa Kafkasya Asya Ulaşım Koridoru)
7. Lapis Lazuli Transit Taşıma Koridoru

Türkiye, "İpek Yolu Ekonomik Kuşağı" ve "21. Yüzyıl Deniz İpek Yolu'ndan" oluşan Çin'in "Bir Kuşak ve Bir Yol" Projesi'ni hayata geçirme çabalarını desteklemektedir. Proje 3 ayaklı olarak düşünülmüş olup bunlar; Rusya'nın içinde yer aldığı Kuzey Koridoru, İran'ın içinde yer aldığı Güney Koridoru ve ülkemizin de içinde bulunduğu Orta Koridor'dur. Orta Koridor Türkiye ve Avrupa'yı Orta Asya ülkelerine: Afganistan, Pakistan ve Çin'e, bağlayacaktır.

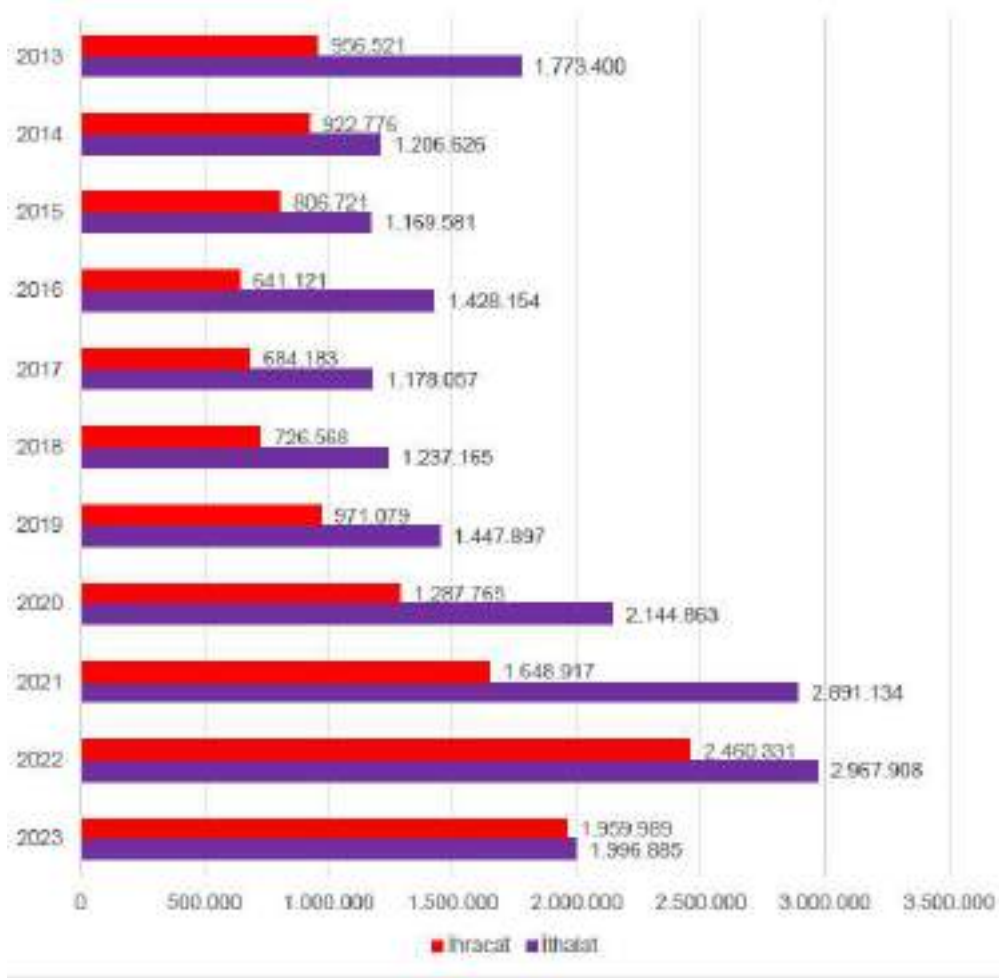
Türkiye'nin Dış Ticareti ve Demiryolu Taşımacılığı

Demiryolu yük taşımacılığı Türkiye'de gelişmekte olan bir taşıma modudur ancak halen diğer taşıma modlarının seviyesine ulaşması zor olarak görülmektedir. Demiryolu taşımacılığı yıllar içerisinde dış ticaret taşımalarındaki payında yükselişe geçmeye başladı. 2023 yılına bakıldığında ise demiryolu yük taşımacılığında hem ithalat hem de ihracat tarafında düşüş görülmektedir. Son on yıllık dönemde demiryolu taşımacılığının değer bazında en yüksek payı ithalat taşımalarında 2021 yılı, ihracat taşımalarında ise 2022 yılıdır.

Türkiye'nin toplam ithalat taşımalarında demiryolu yük taşımacılığının değer bazındaki payı son on yıllık dönemde en yüksek %1,23 ile 2021 yılında oldu. En düşük payı ise %0,56'lık pay 2017 yılına aittir. 2020, 2021 ve 2022 yıllarında ithalat taşımalarında demiryolu yük taşımacılığının payı %1'in üzerine çıkabildi. Ancak 2023 yılı verilerine göre demiryolu yük taşımacılığının değer bazındaki payı yine %1 seviyelerinin altına inerek %0,63 oldu. On yıl öncesinde bu oran %0,83'tü.

Toplam ihracat taşımalarında demiryolu yük taşımacılığının son on yıllık dönemde değer bazındaki payı en yüksek %0,98 ile 2022 yılında gerçekleşti. En düşük payın ise 2017 ve 2018 yıllarında %0,44'lük orana ait olduğu görülmektedir. 2022 yılındaki yükseliş 2023 yılında devam edemedi ve 2023 yılında bu pay %0,77 oldu.

Değer Bazında Uluslararası Demiryolu Taşımacılığı



İthalatta taşınan yüklerin değeri olarak demiryolu yük taşımacılığında son on yıllık dönemde en yüksek 2.967.908 bin Dolar ile 2022 yılında gerçekleşti. En düşük değer ise 2015 yılında 1.169.581 bin Dolar oldu. 2017 yılından sonra yıllar içinde yükselişe geçen demiryolu ithalat taşımalarının değeri 2023 yılında yeniden düştü. 2023 yılında ithalat taşımalarının değeri 1.996.885 bin Dolar oldu.

Demiryolu yük taşımacılığında ihracatta taşınan yükleri değeri 2013 yılında 956.521 bin Dolar'dı. 2017 yılına kadar bu değer düşmeye devam etti. 2017 yılında 684.183 bin Dolar oldu. 2017 yılı itibarıyla yükselmeye devam eden taşınan yüklerin değeri 2022 yılında 2.460.331 bin Dolar ile en yüksek değerine ulaştı. 2016 yılında bu değer 641.121 bin Dolar ile son on yılın en düşük seviyesindeydi. 2023 yılında ise 2022 yılında yakalanan artışın düşüşe geçtiği ve taşınan yüklerin değerinin 1.959.989 bin Dolar olduğu görülmektedir.

Türkiye'nin dış ticaretinde demiryolu yük taşımacılığının ağırlık bazındaki payı ithalatta en yüksek 2021, ihracatta ise 2022 yılında oldu.

İhracat taşımalarında demiryolu yük taşımacılığında ağırlık bazında payı en düşük %0,35'lik oran ile 2013 yılında, en yüksek %0,94'lik oran ile 2022 yılında oldu. 2019 yılından itibaren ihracat taşımalarındaki düzenli artış 2023 yılında düşüş gösterdi. 2023 yılında demiryolu ile taşınan ihracat yüklerinin ağırlık bazında payı %0,85 olarak gerçekleşti.

İthalat taşımalarında demiryolu ile taşınan yüklerin değeri 2023 yılında %0,32 ile en düşük seviyesine geldi. Bu oran 2022 yılında %0,62, 2021 yılında ise son on yıllık dönemde en yüksek seviyesine ulaştığı %0,64 oranındaydı. 2023 yılı ile birlikte 2017 yılında %0,37 ile gerçekleşen ve düzenli bir yükselişe geçtiği görülen oranın son on yılın en düşük seviyesine geldiğini söylemek mümkündür.

İhracatta demiryolu taşımacılığında en yüksek ağırlıkta taşıma 2022 yılında 1.651.890 ton ile yapıldı. En düşük ağırlıkta taşıma ise son on yıllık dönem içinde 349.071 ton ile 2013 yılında gerçekleşti. Demiryolu yük taşımacılığında taşınan yüklerin ağırlığı 2013-2021 yılları arasındaki dönemde ihracatta hep ithalattan daha az iken 2022 yılında ve 2023 yılında ihracat taşımalarının değeri ithalat taşımalarının değerini geçti. 2023 yılında 1.382.249 ton ağırlığındaki ihracat yükü demiryolu ile taşındı.

Demiryolu yük taşımacılığında ithalatta en yüksek ağırlıklı taşıma son on yıllık dönemde 2021 yılında 1.455.052 ton ile gerçekleşti. En düşük taşıma ise 2014 yılında 803.894 ton ile yapıldı. İthalatta demiryolu ile taşınan yüklerin ağırlığı 2018 yılından 2022 yılına kadar artış gösterdi. 2022 yılında gerilemeye başladı ve 2023 yılında neredeyse 2017 yılındaki seviyesine yaklaştı ve 811.456 ton yük taşındı.

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

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş TMS/TFR bazlı finansal tablolarına göre 2025 yılının ilk yarısında 1,2 milyar TL brüt satışları ve 4 milyon TL satış indirimleri sonrası cirosu geçen yılın aynı dönemine göre %105 artışla 1,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 941,2 milyon TL olan satışların maliyeti sonrası brüt karı 277,8 milyon TL olurken, brüt kâr marjı %22,8 olarak kaydedilmiştir.

Şirket'in 102,8 milyon TL genel yönetim gideri ve 6,3 milyon TL pazarlama gideri olmak üzere 109,1 milyon TL faaliyet gideri sonrası net esas faaliyet karı 168,7 milyon TL olurken net esas faaliyet kâr marjı %118 olarak gerçekleşmiştir. 8,8 milyon TL amortismanı bulunan şirketin net esas faaliyet karından oluşan FAVÖK'ü 117,5 milyon TL, FAVÖK Marjı ise %14,6 olarak gerçekleşmiş olup esas faaliyet karından oluşan FAVÖK'ü 194 milyon TL, FAVÖK Marjı ise %15,9 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 82,5 milyon TL esas faaliyetlerden diğer geliri, 66 milyon TL esas faaliyetlerden diğer gideri bulunmaktadır. Esas faaliyet karı 185,2 milyon TL olan şirketin esas faaliyet kâr marjı ise %15,2 olmuştur. Şirketin 17.623 TL yatırım faaliyetlerinden geliri ve 621.307 TL yatırım faaliyetlerinden gideri bulunmaktadır. 33,5 milyon TL finansman geliri, 54,5 milyon TL finansman gideri ve 87,3 milyon TL parasal kaybı bulunmaktadır.

Şirketin 4,3 milyon TL ertelenmiş vergi geliri bulunmaktadır. Şirketin 2,2 milyon TL kontrol gücü olmayan payları ve 74,3 milyon TL değerinde ana ortaklık payları bulunmaktadır. Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı 76,32 milyon TL olan şirketin sürdürülen faaliyetler dönem karı 72,06 milyon TL olmuştur.

Pasifik Eurasia Lojistik Gelir Tablosu, TMS/TFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2024/06	2025/06
Brüt Satışlar	1.741,49	1.210,53	1.743,96	593,97	1.223,02
Yurtiçi Satışlar	65,17	85,09	73,58	58,90	27,74
Yurtdışı Satışlar	1.676,32	1.125,44	1.670,38	535,07	1.195,28
Satışlardan İndirimler (-)	-19,40	-14,48	-5,28	-0,16	-4,02
Satıştan İadeler (-)	-19,40	-14,48	-5,28	-0,16	-4,02
Hasılat	1.722,09	1.196,05	1.738,68	593,81	1.219,01
Yıllık Değişim		-30,5%	45,4%		105,3%
Yıllık Değişim					
Satışların Maliyeti	-1.338,74	-1.003,26	-1.367,54	-458,58	-941,17
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	383,35	192,78	371,14	135,23	277,84
Yıllık Değişim		-49,7%	92,5%		105,5%
Brüt Kar Marjı	22,3%	16,1%	21,3%	22,8%	22,8%
Brüt Kar (Zarar)	383,35	192,78	371,14	135,23	277,84
Yıllık Değişim		-49,7%	92,5%		105,5%
Brüt Kar Marjı	22,3%	16,1%	21,3%	22,8%	22,8%
Faaliyet Giderleri (-)	-87,09	-110,17	-123,77	-57,91	-109,11
Yıllık Değişim		26,5%	12,3%		88,4%
Gelire Oranı	5,1%	9,2%	7,1%	9,8%	9,0%
Genel Yönetim Giderleri	-81,61	-93,83	-104,85	-52,70	-102,84
Yıllık Değişim		15,0%	11,7%		95,1%
Gelire Oranı	4,7%	7,8%	6,0%	8,9%	8,4%
Pazarlama Giderleri	-5,48	-16,35	-18,93	-5,21	-6,27
Yıllık Değişim		198,2%	15,8%		20,3%
Gelire Oranı	0,3%	1,4%	1,1%	0,9%	0,5%
Yıllık Değişim					
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	296,26	82,61	247,36	77,31	168,73
Yıllık Değişim		-72,1%	199,4%		118,2%
Gelire Oranı	17,2%	6,9%	14,2%	13,0%	13,8%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	101,27	134,83	129,97	66,65	82,48
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-97,98	-82,86	-84,63	-29,61	-66,04
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	299,55	134,58	292,70	114,36	185,17
Yıllık Değişim		-55,1%	117,5%		61,9%
Gelire Oranı	17,4%	11,3%	16,8%	19,3%	15,2%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0,91	579,79	186,06	184,57	0,02
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,62

Pasifik Eurasia Lojistik Gelir Tablosu, TMS/TFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2024/06	2025/06
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	300,46	714,37	478,76	298,93	184,57
Finansman Gelirleri	12,35	70,73	78,91	46,66	33,50
Finansman Giderleri	-8,61	-29,56	-51,14	-17,86	-54,49
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	-61,78	-209,42	-218,90	-131,63	-87,26
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	242,42	546,12	287,63	196,09	76,32
Yıllık Değişim		125,3%	-47,3%		-61,1%
Gelire Oranı	14,1%	45,7%	16,5%	33,0%	6,3%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-65,88	-149,00	-48,16	-36,75	-4,26
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-63,70	-31,05	-9,36	-7,77	-8,95
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-2,18	-117,96	-38,81	-28,98	4,70
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)	176,54	397,12	239,46	159,34	72,06
Yıllık Değişim		124,9%	-39,7%		-54,8%
Gelire Oranı	10,3%	33,2%	13,8%	26,8%	5,9%
Dönem Karı (Zararı)	176,54	397,12	239,46	159,34	72,06
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0,00	0,00	-1,21	-0,02	-2,20
Ana Ortaklık Payları	176,54	397,12	240,68	159,36	74,26
Amortisman Giderleri, İtfa ve Tükenme Payları	5,58	9,10	14,30	10,61	8,80
FAVÖK1	301,84	91,71	261,66	87,92	177,53
Yıllık Değişim		-69,6%	185,3%		101,9%
Gelire Oranı	17,5%	7,7%	15,0%	14,8%	14,6%
FAVÖK2	305,14	143,68	307,00	124,96	193,98
Yıllık Değişim		-52,9%	113,7%		55,2%
Gelire Oranı	17,7%	12,0%	17,7%	21,0%	15,9%

2.2. Bilanço

Şirket, 30 Haziran 2025 bilançosuna göre %55,47'si dönen varlıklardan %43,75'i duran varlıklardan oluşan 3,1 milyar TL aktif büyüklüğe sahiptir. 1,87 milyar TL olan dönen varlıkları içindeki en büyük pay 1,39 milyar TL ile ticari alacaklara aittir. Ticari alacakların 206,7 milyon TL'si ilişkili taraflardan ticari alacaklar, 1,18 milyar TL'si ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklardır. 305,54 milyon TL olan diğer alacaklar hesabındaki tutarın 304,24 milyon TL'si ilişkili taraflardan diğer alacaklar, 1,3 milyon TL'si ilişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar bakiyesine aittir.

Stoklar hesabı 56,4 milyon TL'den oluşmaktadır. Şirket'in 17,5 milyon TL nakit ve nakit benzerleridir. Peşin ödenmiş giderler hesabında 49,4 milyon TL ve diğer dönen varlıklar hesabında ise 54 milyon TL mevcuttur.

Şirket'in 1,5 milyar TL olan duran varlıklarının büyük bir kısmı olan 1,3 milyar TL ile yatırım amaçlı gayrimenkullere aittir. 1,07 milyon TL'si ilişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar hesabında, 625.000 TL özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar, 228,7 milyon TL'si maddi duran varlıklar hesabında, 2,3 milyon TL'si kullanım hakları ve 3,6 milyon TL'si maddi olmayan duran varlıklar hesabında görülmektedir.

Şirket kaynaklarının 1 milyar TL'si kısa vadeli yükümlülükler, 159,95 milyon TL'si uzun vadeli kaynaklarla ve 2,2 milyar TL'si özkaynaklarla fonlanmaktadır.

Kısa vadeli kaynaklar hesabının 154,5 milyon TL'si ilişkili taraflarla kısa vadeli borçlanmalardan, 82,03 milyon TL'si ilişkili taraflara ticari borçlardan, 729,76 milyon TL'si ilişkili olmayan taraflara ticari borçlardan, 8,38 milyon TL'si çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlardan, 1,67 milyon TL'si ilişkili olmayan taraflara diğer borçlardan, 22,69 milyon TL'si ertelenmiş gelirlerden, 8,95 milyon TL'si dönem karı vergi yükümlülüğü ve 1,63 milyon TL'si kısa vadeli karşılıklardan oluşmaktadır.

Uzun vadeli yükümlülüklerin 52,84 milyon TL'si uzun vadeli borçlanmalar, 6,78 milyon TL'si diğer uzun vadeli karşılıklar ve 100,34 milyon TL'si ertelenmiş vergi yükümlülükleridir.

Şirket'in 672 milyon TL ödenmiş sermayesi, 491,5 milyon TL sermaye düzeltmesi farkları bulunmaktadır. 308,6 milyon TL paylara ilişkin primler, 2,5 milyon TL kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı giderler, 106,7 milyon TL kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı giderler, 20 milyon TL kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler, 525,2 milyon TL geçmiş yıllar karları ve 74,3 milyon TL net dönem karı sonrasında ana ortaklığa ait özkaynakları 2,2 milyar TL olarak kaydedilmiştir.

Pasifik Eurasia Lojistik Bilanço, TMS/TFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06
DÖNEN VARLIKLAR	766,55	1.260,68	1.948,71	1.874,11
Nakit ve Nakit Benzerleri	24,35	238,88	171,32	17,47
Finansal Yatırımlar	0,00	25,70	0,00	0,00
Ticari Alacaklar	406,34	667,61	1.504,68	1.391,26
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	34,61	158,94	172,13	206,71
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	371,73	508,66	1.332,55	1.184,55
Diğer Alacaklar	84,53	186,54	152,05	305,54
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0,35	186,20	150,92	304,24
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	84,18	0,34	1,13	1,30
Stoklar	0,00	0,00	56,39	56,39
Peşin Ödenmiş Giderler	114,79	61,29	16,35	49,41
İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	36,65	50,70	0,00	30,65
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	78,14	10,59	16,35	18,77
Diğer Dönen Varlıklar	136,54	80,67	47,91	54,04
DURAN VARLIKLAR	572,71	1.381,03	1.515,36	1.504,60
Diğer Alacaklar	1,20	12,63	2,19	1,07
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1,20	12,63	2,19	1,07
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0,00	0,00	0,00	0,63
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	115,92	1.095,69	1.268,23	1.268,23
Maddi Duran Varlıklar	451,28	264,84	237,01	228,73
Kullanım Hakkı Varlıkları	3,84	6,58	3,31	2,31
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0,48	1,29	4,57	3,65
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0,00	0,00	0,05	0,00
TOPLAM VARLIKLAR	1.339,26	2.641,71	3.464,07	3.378,72
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	742,62	589,63	1.179,24	1.009,65
Kısa Vadeli Borçlanmalar	100,39	55,80	139,11	154,53
İlişkili Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	0,00	0,00	139,11	154,53
İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	100,39	55,80	0,00	0,00
Ticari Borçlar	528,79	518,74	1.017,50	811,79
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	365,21	161,15	187,24	82,03
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	163,58	357,59	830,26	729,76
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	0,38	1,05	5,60	8,38
Diğer Borçlar	0,42	0,99	2,44	1,67
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	0,42	0,99	2,44	1,67
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	76,51	12,06	11,83	22,69
İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	8,19	8,12	11,20	12,03
İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	68,32	3,94	0,63	10,66
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	35,91	0,00	1,82	8,95
Kısa Vadeli Karşılıklar	0,21	0,99	0,95	1,63
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	0,21	0,99	0,95	1,63
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	323,41	200,30	164,92	159,95
Uzun Vadeli Borçlanmalar	3,17	5,75	30,34	52,84
İlişkili Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	0,00	0,00	30,34	52,84
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	3,17	5,75	0,00	0,00
Ticari Borçlar	314,76	68,99	6,41	0,00
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	314,76	68,99	6,41	0,00
Uzun Vadeli Karşılıklar	3,35	6,30	6,47	6,78
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	3,35	4,81	4,15	3,57
Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	0,00	1,49	2,31	3,21
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2,14	119,25	121,70	100,34
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	1.066,03	789,93	1.344,16	1.169,60
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	273,23	1.851,78	2.119,91	2.209,12
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	273,23	1.851,78	2.109,69	2.200,72
Ödenmiş Sermaye	35,38	196,01	672,00	672,00
Sermaye Düzeltme Farkları	45,32	255,04	491,46	491,46

Pasifik Eurasia Lojistik Bilanço, TMS/TFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	0,00	915,98	308,57	308,57
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	0,05	0,03	0,86	2,49
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	0,05	0,03	0,86	2,49
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	0,00	75,13	91,53	106,67
Yabancı Para Çevrim Farkları	0,00	75,13	91,53	106,67
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2,79	13,05	20,03	20,03
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	13,16	-0,59	284,56	525,24
Net Dönem Karı veya Zararı	176,54	397,12	240,68	74,26
KONTROL GÜCÜ OLMAYAN PAYLAR	0,00	0,00	10,22	8,40
TOPLAM KAYNAKLAR	1.339,26	2.641,71	3.464,07	3.378,72

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 iletmiş 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 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 gelişmelerin 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_e = Özsermaye Maliyeti

r_d = 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_f = Risksiz Getiri Oranı (devletin en uzun vadeli ve likit tahvil getirisi)

r_m = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

r_m - r_f = 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 Sonrasında 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 değer 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 değerleme içerisinde tam olarak yer almadığı için ilgili risk ve beklentiler varsayılmamaktadır.

Piyasa çarpanları metodu, değerlemesi yapılacak şirketlere benzer şirketlerin uygun rayıç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu metot etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayıç 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 değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. İşbu değerleme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen **Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Yaklaşımı: Borsa Değeri 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 değerleme kapsamında kullanılmamıştır.

4. GELİR YAKLAŞIMI: İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI DEĞERLEMESİ

4.1. Genel Varsayımlar

- Pasifik Eurasia'nın 30.06.2025 tarihi itibarıyla piyasa değeri, şirketin önümüzdeki dönemde üreteceği nakitlerin "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" ile değerlendirme tarihine indirgenmesi suretiyle hesaplanmıştır.
- Şirket'in gelirleri USD bazlı olduğu için projeksiyon para birimi USD olarak tercih edilmiştir.
- Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 1 Temmuz 2025 ve 2030 yıl sonu ile sınırlı tutulmuş olup 2030 sonrasında %2 USD bazlı büyüme oranı kullanılarak uç değer hesabı yapılmıştır.
- Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, şirket yönetimi tarafından verilen finansal ve operasyonel bilgiler, geleceğe dönük tahminler ve projeksiyonlara dayalı olarak yapılmıştır.
- 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.
- Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan projeksiyonlar, tarafımızdan yorumlanarak kullanılmıştır.
- 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 öngörülemeyen değişiklikler 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.
- 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 İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('İNA') kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin gerçekleşmesini beyan ettiği beklentilerini yansıtacak 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

Bakü-Tiflis-Kars(BTK) Demiryolu Hattı, Gürcistan Demiryolları tarafından Marabda-Ahillek kesimindeki modernizasyon ve genişletme çalışmaları sebebiyle 24 Mayıs 2023 tarihinde yük trenleri trafiğine kapatılmış olup 20 Mayıs 2024 tarihinde demiryolu yük taşımacılığına tamamı ile açıldığı duyurulmuştur. Şirket'in lojistik operasyonlarının önemli bir kısmını oluşturan bu hattın 2023 Mayıs ayından itibaren 1 yıl boyunca bakım nedeniyle kapalı kalması Şirket'in gelir performansının 2023 ve 2024 yıllarında beklentilerin altında kalmasını temel nedeni olurken bu hattın açılmasıyla beraber hem BTK hattı üzerinden elde edilen gelirlerin hem de Çin üzerinden elde edilen gelirlerin yüksek büyüme oranlarıyla gerçekleşmesi beklenmektedir. Şirket yönetimi Dünya bankası raporuna göre Hazar Denizi'nin yük miktarının 2030 yılına kadar 3 kat artacağını ifade etmiştir. BTK hattının kapalı kalmış olması nedeniyle Çin'in mallarının Rusya ve Ukrayna üzerinden Avrupa'ya nakledildiği ifade edilmiştir. Demiryolu bazında Çin'den Avrupa'ya olan demiryolu yük trafiğinin neredeyse tamamı Kuzey Koridor olarak adlandırılan Çin Kazakistan – Rusya – Belarus - Ukrayna / Polonya hattı üzerinden taşınmakta olup Rusya-Ukrayna savaşı nedeniyle bu güzergahın da sektöre uğramış olması lojistiğin yaklaşık %85'inin denizyolu ile karşılanmasına neden olmuştur.

Yemen'de başkent Sana dahil ülkenin önemli bir kısmının kontrolünü elinde bulunduran Husiler, İsrail-Hamas savaşının patlak vermesi sonrası Kızıldeniz'de seyreden İsrail bağlantılı gemileri hedef almış olup BBD, Husi saldırılarına karşılık olarak Kızıldeniz'deki ticareti korumak için çok uluslu bir operasyon oluşturmuştur. Kızıldeniz'de ticari gemileri hedef alan Husiler, birçok taşıma şirketinin rota değiştirmesine neden olurken, küresel ticarete de darbe vurmuştur. Bu sebeple orta koridorun yani BTK hattının daha etkin kullanılması zorunlu hale gelmiştir. Orta koridor güzergahı Çin – Kazakistan – Azerbaycan - Gürcistan - Türkiye üzerinden geçmektedir. Orta koridor üzerindeki bir başka güzergah ise Çin – Kırgızistan - Özbekistan-Türkmenistan – Azerbaycan – Gürcistan - Türkiye hattıdır ancak Çin - Kırgızistan arasında demiryolu hattı bulunmadığından Kasgar - Osh arası karayolu ile taşıma zorunludur. Bu nedenle, Çin çıkışlı yüklerin tercih edildiği güzergah ağırlıklı olarak Çin - Kazakistan üzerinden gelen Orta Koridor hattıdır. Orta Koridor'un gelişimini Çin ticaretin güvenliğini sağlayabilmek için istemekte olup bu bağlamda Kuşak-Yol Girişimi Çin tarafından başlatılmıştır. Çin kendi ürettiği malların güvenli bir güzergahla Avrupa'ya Türkiye üzerinden aktarımı için Orta Koridor'un kullanılabilirliğini artırmayı devlet başkanlığı nezdinde önemsemekte olduğu belirtilmiştir. Bu sebeple Çin'den kalkan blok trenlerin Çin devleti tarafından sübvansede edildiği ifade edilmiştir.

BTK hattının tekrar aktif olması ve elleçleme kapasitesinin 1 milyon tondan 5 milyon tona çıkması Şirket Yönetimi'nin 2025'ten itibaren beklediği yüksek gelir büyümelerinin temelini oluşturmaktadır.

Bu gerekçelerle Çin Satışlarının 2025 yılında 74,1 milyon USD olacağını ve 2026 yılında 351,3 milyon USD'ye yükseleceğini Şirket Yönetimi yapmış olduğu anlaşmalar ve BTK hattının etkin kullanımının etkisiyle beyan etmiştir. Benzer gerekçelerle BTK satışlarının 2025 yılında hızlı bir toparlanma yaşayarak 19,2 milyon USD'ye yükseleceği ve 2026 yılında da bu artışı sürdürerek 74,3 milyon USD'ye yükseleceğini ifade etmiştir.

Avrupa satışlarının nispeten daha düşük hızlarla büyüme kat edeceği ve gelirdeki payının düşeceği beklenmektedir. 2025 yılında 7,5 milyon USD olması beklenen Avrupa satış gelirinin 2026 yılında 10 milyon USD olacağı ve sonraki yıllarda yıllık 1 milyon USD artacağı öngörülmektedir.

Yurtiçi & Diğer segment gelirlerinin 2025 yılında büyük bir artış yaşayarak 4,68 milyon USD olacağı ve 2026 yılında 18 milyon USD'ye yükseleceği beyan edilirken sonraki yıllarda yıllık %50 ve %44'lük büyüme öngörülmüştür.

Böylelikle 2024 yılında 42,2 milyon USD, 2025/06 döneminde ise 30,7 milyon USD olan toplam gelirin Şirket Yönetimi'nin beyanlarına istinaden 2025 yıl sonunda 105,5 milyon USD'ye, 2026 yılında 453,5 milyon USD'ye, 2027 yılında 696 milyon USD'ye, 2028 yılında 864 milyon USD'ye, 2029 yılında 950,4 milyon USD'ye ve 2030 yılında 969,4 milyon USD'ye ulaşacağı öngörülerek projeksiyonlarda ve İNA değerlemesinde dikkate alınmıştır.

Şirket'in artan operasyonel hacmiyle beraber maliyetlerinde takip edilen sabit giderlerin etkisiyle amortisman hariç brüt kar marjında son 3 yıla göre toparlanma beklenmekte olup 2025 yılında %23,2 olması beklenirken sonraki yıllarda %22,6-%23 bandında seyredeceği beklenmektedir.

Faaliyet giderlerinin 2025 yılında 11 milyon USD olacağı öngörülürken 2026 yılında %5 azalışla 10,4 milyon USD'ye gerileyeceği, 2027 yılında %53,5 artışla 16 milyon USD olacağı ve sonraki yıllarda artış oranının %24-%10 bandında olacağı öngörülmektedir.

Böylelikle Şirket Yönetimi'nin beyanlarına istinaden Şirket'in 2025 yılında 13,5 milyon USD FAVÖK üreteceği öngörülürken 2026 yılında 93,6 milyon USD'ye ve 2027'de 141,4 milyon USD'ye ulaşacağı beyan edilmiştir. FAVÖK marjının %10,4-%21,9 bandında seyredeceği öngörülmektedir.

Pasifik Eurasia Gelir Projeksiyonu, USD		2022	2023	2024	2024/06	2025/06	2025T	2026T	2027T	2028T
1. ÇİN SATIŞLARI	Segment Ciro (USD)	3.235.738	2.209.895	23.111.884	743.440	18.539.726	74.121.406	351.262.136	488.000.000	579.000.000
	Yıllık Artış Oranı		-31,7%	945,8%			220,7%	373,9%	38,9%	18,6%
	Satış Adedi/Miktarı	1.266	400	10.600	98	2.525	26.326	120.233	164.800	192.209
	Satış Adedi/Miktarı Değişimi		-68,4%	2550,0%		2476,5%	148,4%	356,7%	37,1%	16,6%
	Ürün Fiyatı USD/Miktar	2.556	5.525	2.180	7.586	7.342	2.816	2.922	2.961	3.012
	Fiyat Değişimi		116,2%	-60,5%		-3,2%	29,1%	3,8%	1,4%	1,7%
	Satılan Hizmet Maliyeti	2.426.823	2.198.846	18.059.870	588.061	14.328.085	57.467.732	273.978.719	383.141.657	450.182.000
	Yıllık Artış Oranı		-9,4%	721,3%		2336,5%	218,2%	376,8%	39,8%	17,5%
2. BTK SATIŞLARI	Amortisman Hariç Brüt Kar	808.915	11.049	5.052.015	155.379	4.211.641	16.653.674	77.283.417	104.858.343	128.818.000
	Brüt Kar Marjı	25,0%	0,5%	21,9%	20,9%	22,7%	22,5%	22,0%	21,5%	22,2%
	Segment Ciro (USD)	19.892.651	16.529.059	10.360.500	8.648.905	7.612.397	19.169.329	74.271.845	170.000.000	234.000.000
	Yıllık Artış Oranı		-16,9%	-37,3%			85,0%	287,5%	128,9%	37,6%
	Satış Adedi/Miktarı	20.092	6.905	8.702	3.024	6.250	11.270	41.823	96.815	132.124
	Satış Adedi/Miktarı Değişimi		-65,6%	26,0%			29,5%	271,1%	131,5%	36,5%
	Ürün Fiyatı USD/Miktar	990	2.394	1.191	2.860	1.218	1.701	1.776	1.756	1.771
	Fiyat Değişimi		141,8%	-50,3%		-57,4%	42,9%	4,4%	-1,1%	0,9%
3. AVRUPA SATIŞLARI	Satılan Hizmet Maliyeti	14.919.488	13.505.496	8.439.384	6.566.239	5.796.554	15.242.607	57.985.903	132.650.000	185.000.000
	Yıllık Artış Oranı		-9,5%	-37,5%			80,6%	280,4%	128,8%	39,5%
	Amortisman Hariç Brüt Kar	4.973.163	3.023.563	1.921.116	2.082.666	1.815.844	3.926.722	16.285.941	37.350.000	49.000.000
	Brüt Kar Marjı	25,0%	18,3%	18,5%	24,1%	23,9%	20,5%	21,9%	22,0%	20,9%
	Segment Ciro (USD)	5.750.072	6.133.145	5.578.731	4.210.095	3.759.754	7.519.508	10.000.000	11.000.000	12.000.000
	Yıllık Artış Oranı		6,7%	-9,0%			34,8%	33,0%	10,0%	9,1%
	Satış Adedi/Miktarı	62.908	43.857	111.772	28.100	28.055	56.110	151.588	161.895	163.715
	Satış Adedi/Miktarı Değişimi		-30,3%	154,9%			-49,8%	170,2%	6,8%	1,1%
3. YURTİÇİ & DİĞER	Ürün Fiyatı USD/Miktar	91	140	50	150	134	134	66	68	73
	Fiyat Değişimi		53,0%	-64,3%		-10,6%	168,5%	-50,8%	3,0%	7,9%
	Satılan Hizmet Maliyeti	5.175.065	5.519.830	5.063.630	3.323.331	2.985.332	5.970.663	8.500.000	9.350.000	10.200.000
	Yıllık Artış Oranı		6,7%	-8,3%			17,9%	42,4%	10,0%	9,1%
	Amortisman Hariç Brüt Kar	575.007	613.315	515.100	886.764	774.422	1.548.845	1.500.000	1.650.000	1.800.000
	Brüt Kar Marjı	10,0%	10,0%	9,2%	21,1%	20,6%	20,6%	15,0%	15,0%	15,0%
	Segment Ciro (USD)	3.349.373	5.025.582	3.187.846	1.339.636	762.026	4.677.316	18.000.000	27.000.000	39.000.000
	Yıllık Artış Oranı		50,0%	-36,6%		-43,1%	46,7%	284,8%	50,0%	44,4%
TOPLAM	Satış Adedi/Miktarı	9.799	45.872	18.305	35.120	18.250	91.250	45.354	63.208	116.450
	Satış Adedi/Miktarı Değişimi		368,1%	-60,1%			398,5%	-50,3%	39,4%	84,2%
	Ürün Fiyatı USD/Miktar	342	110	174	38	42	51	397	427	335
	Fiyat Değişimi		-67,9%	59,0%			-70,6%	674,3%	7,6%	-21,6%
	Satılan Hizmet Maliyeti	1.392.766	2.927.697	1.312.364	1.061.759	572.644	2.338.658	9.000.000	13.500.000	19.500.000
	Yıllık Artış Oranı		110,2%	-55,2%			78,2%	284,8%	50,0%	44,4%
	Amortisman Hariç Brüt Kar	1.956.607	2.097.885	1.875.482	277.877	189.382	2.338.658	9.000.000	13.500.000	19.500.000
	Brüt Kar Marjı	58,4%	41,7%	58,8%	20,7%	24,9%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
TOPLAM	Toplam Gelirler, USD	32.227.834	29.897.681	42.238.961	14.942.076	30.673.903	105.487.559	453.533.981	696.000.000	864.000.000
	Yıllık Artış Oranı		-7,2%	41,3%		105,3%	149,7%	329,9%	53,5%	24,1%
	SMM (Amort. Hariç)	23.914.142	24.151.869	32.875.247	11.539.390	23.682.615	81.019.660	349.464.623	538.641.657	664.882.000
	SMM'ye atılan amortisman	143.191	198.033	426.985			533.731	667.164	833.955	1.042.444
	Toplam SMM	24.057.333	24.349.902	33.302.232	11.539.390	23.682.615	81.553.391	350.131.786	539.475.612	665.924.444
	Toplam Brüt Kar	8.170.501	5.547.779	8.936.729	3.402.686	6.991.289	23.934.168	103.402.194	156.524.388	198.075.556
	Brüt Kar Marjı	25,4%	18,6%	21,2%	22,8%	22,8%	22,7%	22,8%	22,5%	22,9%

4.3. Kurumlar Vergisi

Faaliyet karı üzerinden kurumlar vergisi hesaplanmış olup Şirket için 2023 yılında halka arz olmuş nedeniyle 2 puanlık vergi avantajı bulunmakta olup 2027 yılına kadar %23, sonrasında %25 kurumlar vergi oranıyla vergi hesaplanarak nakit akımlarından düşülmüştür.

4.4. İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Şirketin işletme sermayesi hesaplanırken geçmiş yıl gerçekleşen gün süreleri dikkate alınmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca alacaklarını 150 günde tahsil edeceği, peşin ödenmiş gün süresinin 21 olacağı, borçlarını 150

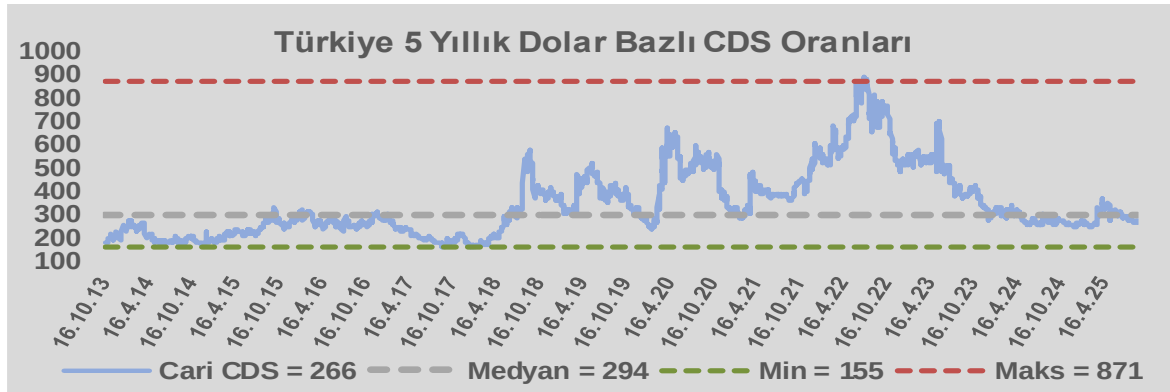
günde ödeyeceği ve alınan avans gün süresinin 3 gün olacağı varsayılmıştır. Tahmin edilen gün sürelerine göre işletme sermayesi hesaplanmış ve gelirinin yaklaşık %13'ü kadar işletme sermayesine ihtiyaç duyacağı öngörülmüştür. Her yıl için gereken ilave işletme sermayesi nakit akımlarından düşülmüştür.

4.5. Yatırım Harcamaları

Şirket'in yatırımlarına operasyonlarının devamı için yüksek montanlı yatırım ihtiyacı olmadığı, geçmiş dönemde yapılmış olan yatırım harcamalarının gelecek dönem faaliyetleri için yeterli olduğu ifade edilmiş olmasına rağmen BMD olarak ihtiyaten her yıl gelirinin %0,5'i kadar sabit kıymet yatırımı yapacağı öngörülmüştür.

4.6. 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 oranı varsayımında değerlendirme para cinsi olan USD bazında uzun vadeli devlet tahvillerinin (eurobond) getirileri kullanılmaktadır. Değerleme tarihi itibarıyla bu oran %7,0 seviyesinde olup AOSM hesabında %7,0 olarak dikkate alınmıştır. Uzun vadeli dolar bazlı risksiz getiri oranı için alternatif olarak ABD'nin uzun vadeli devlet tahvili getirisi değerlendirilmiştir. Türkiye'nin dolar bazlı 5 yıl vadeli CDS oranı 260 seviyelerinde iken 2013'ten beri medyanı 296 seviyesindedir. ABD 30 yıllık devlet tahvili ile Türkiye'nin CDS primini topladığımızda risksiz getiri oranı olarak %6,60 - %6,80 hesaplanmakta olup işbu raporda %7,0 olarak dikkate alınmıştır.



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 ülkelere 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 değerlendirilerek, %5,5 olarak kabul edilmiştir.

Özsermaye maliyeti için kaldıraçlı beta hesabı yapılmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca fonlamanın %65 özkaynak ve %35 borçlanmayla yapılacağı öngörülmüştür.

Şirket'in halka açık olması nedeniyle Kaldıraçlı Betası 0,73 hesaplanmış olup AOSM hesabında 0,73 dikkate alınmıştır.

Şirket Yönetimi projeksiyon dönemi boyunca öngörülen gelir/kar/nakit akımı parametrelerinin gerçekleşeceğini beyan etmiştir. Şirket'in 2025 yılı ve sonrası için elde etmeyi planladığı gelirler ile kar projeksiyonlarının öngörüldüğü şekilde gerçekleşememe ihtimali göz önünde bulundurularak Şirket özelinde sermaye piyasası risk priminin üzerine risksiz getiri oranının %30'u kadar ilave risk primi makul kabul edilerek sermaye maliyeti hesabında dikkate alınmıştır.

Şirketin Dolar bazlı borçlanma maliyeti, risksiz getiri oranının %40 fazlası olan %9,80 kabul edilmiştir.

Özsermaye ve borçlanma maliyetleri hesaplandıktan sonra Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

$AOSM = (\text{Özsermaye maliyeti} \times \text{Özsermaye oranı}) + ((1 - \text{Kurumlar Vergisi}) \times \text{Borçlanma Maliyeti} \times \text{Borç Oranı})$

formülüne göre 2025 yılı için $(\%13,14 \times \%65,00) + ((1 - \%23,00) \times \%9,80 \times \%35,00) = \%11,18$ hesaplanmaktadır.

Diğer yıllar için hesaplamalar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T
Risksiz Faiz Oranı	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Kaldıraçsız Beta	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Kaldıraçlı Beta	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73
Piyasa Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Şirket Risk Primi	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%
Özkaynak Maliyeti	13,14%	13,14%	13,14%	13,14%	13,14%	13,14%
Kaldıraç Oranı (Borç/(Borç+Özkaynak))	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%
Borçlanma Maliyeti	9,80%	9,80%	9,80%	9,80%	9,80%	9,80%
Finansal Vergi Oranı	23,00%	23,00%	23,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	7,55%	7,55%	7,55%	7,35%	7,35%	7,35%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	11,18%	11,18%	11,18%	11,11%	11,11%	11,11%
Dönem Ortası İndirgeme Faktörü	1,03	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Dönem Sonu İndirgeme Faktörü	1,05	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11
Kümülatif İndirgeme Faktörü	1,03	1,11	1,24	1,37	1,53	1,70

4.7. Net Borç

Şirket'in 30.06.2025 itibarıyla kısa ve uzun vadeli borçlanmaları, diğer borçları ile dönem karı vergi yükümlülüğü toplamında nakit ve benzerleri, finansal yatırımları, kısa ve uzun vadeli diğer alacakları ile diğer dönen varlıkları toplamı düşülerek 160.121.172 TL net nakit hesaplanmıştır. 30 Haziran 2025 tarihli TCMB Dolar/TL alış kuru olan 39,7408 ile 4.029.138,1 USD'ye denk gelmektedir.

Pasifik Eurasia Net Borç (Nakit), TL	2025/06
Nakit ve Nakit Benzerleri	17.467.319
Diğer Alacaklar	305.542.154
Diğer Dönen Varlıklar	54.036.725
Diğer Alacaklar	1.070.713
Kısa Vadeli Borçlanmalar	154.530.430
Diğer Borçlar	1.674.300
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	8.954.943
Uzun Vadeli Borçlanmalar	52.836.066
Net borç (Nakit), TL	-160.121.172
TCMB Dolar/TL Alış Kuru @30.06.2025	39,7408
Net borç (Nakit), USD	-4.029.138,1
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller, TL	1.268
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller, USD	31,91

4.8. 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 **1.241.104.273 USD** firma değeri hesaplanmıştır. Firma değerine 4.029.138 USD net nakit ve 31.912.496 USD yatırım amaçlı gayrimenkul (YAG) eklenerek **1.277.045.907 USD** piyasa değerine ulaşılmıştır. 30 Haziran 2025 tarihli TCMB Dolar/TL alış kuru olan 39,7408 ile 50.750.825.986 TL'ye denk gelmektedir.

Pasifik Eurasia İNA Değeri, mUSD	30.06.2025
Uç Değer Büyüme Oranı	2%
Firma Değeri	1.241.104.273
Net Borç (Nakit)	-4.029.138
YAG	31.912.496
Piyasa Değeri, mUSD	1.277.045.907
TCMB Dolar/TL Alış Kuru	39,7408
Piyasa Değeri, mTL	50.750.825.986

Pasifik Eurasia İNA, mUSD	2022	2023	2024	6A24	6A25	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	Uç Değer
Net Satışlar	43,3	30,1	43,8	14,9	30,7	105,5	453,5	696,0	864,0	950,4	969,4	
Değişim		-30,5%	45,4%		105,3%	141,1%	329,9%	53,5%	24,1%	10,0%	2,0%	
Satışların Maliyeti (Amort Hariç)	33,5	25,0	34,1	11,3	23,5	81,0	349,5	538,6	664,9	731,4		
Brüt Kar	9,8	5,1	9,7	3,7	7,2	24,5	104,1	157,4	199,1	219,0		
Brüt Kar Marjı	22,6%	16,9%	22,2%	24,6%	23,5%	23,2%	22,9%	22,6%	23,0%	23,0%		
Faaliyet Gideri (-)	2,2	2,8	3,1	1,5	2,7	11,0	10,4	16,0	19,9	21,9		
FAVÖK	7,6	2,3	6,6	2,2	4,5	13,5	93,6	141,4	179,2	197,2	201,1	
FAVÖK Marjı	17,5%	7,7%	15,0%	14,8%	14,6%	12,8%	20,6%	20,3%	20,7%	20,7%	20,7%	
Amortisman	0,1	0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	
FVÖK	7,5	2,1	6,2	1,9	4,2	13,2	93,0	140,6	178,5	196,4	200,4	
Vergi (-)			-	-	1,0	3,0	21,4	32,3	44,6	49,1	50,1	
Ticari Alacak	10,2	16,8	37,9		35,0	43,4	186,4	286,0	355,1	390,6	398,4	
Peşin Ödenmiş Giderler	2,9	1,5	1,8		2,7	4,6	20,1	30,9	38,2	42,0	42,8	
Ticari Borç	21,2	14,8	25,8		20,4	33,3	143,6	221,4	273,2	300,6	306,6	
Alınan Avanslar	1,9	0,3	0,3		0,6	0,9	4,0	6,1	7,5	8,3	8,5	
İşletme Sermayesi	-10,0	3,2	13,6		16,7	13,8	58,9	89,5	112,4	123,7	126,2	
İşletme Sermayesi/Gelir	-23,2%	10,8%	31,2%		27,2%	13,1%	13,0%	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%	
Net İşletme Sermayesi Değişimi		13,3	10,4		3,0	0,2	45,1	30,6	22,9	11,2	2,5	
Ticari Alacak Gün Süresi	86,1	203,7	315,9		208,3	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	
Peşin Ödenmiş Giderler Gün Süresi	31,4	22,5	19,6		20,7	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	
Ticari Borç Gün Süresi	231,0	215,8	276,2		158,9	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	
Alınan Avanslar Gün Süresi	16,2	3,7	2,5		3,4	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	
Yatırım		5,7	0,7	0,1	0,2	0,5	2,3	3,5	4,3	4,8	4,8	
Serbest Nakit Akımı			(4,5)	2,1	0,3	9,8	24,9	74,9	107,4	132,1	143,7	1.608,3
AOSM						11,18%	11,18%	11,18%	11,11%	11,11%	11,11%	11,11%
İndirgeme Dönemi (Yıl)						0,250	1,000	2,000	3,000	4,000	5,000	5,500
İndirgeme Faktörü						0,974	0,899	0,809	0,728	0,655	0,590	0,559
İndirgenmiş Nakit Akımları						9,3	22,4	60,6	78,1	86,5	84,7	899,5

5. PİYASA YAKLAŞIMI: BORSA DEĞERİ

5.1. Genel Varsayımlar

- Değerlemeye konu şirketin piyasa değeri, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görüyor olması göz önünde bulundurularak Borsa Değeri üzerinden hesaplanmıştır.
- 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.
- Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- 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.
- Ekonomik şartlarda kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
- Bu değerlendirme çalışması, bir özel durum tespit (due-dilligence) çalışması değildir.
- Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve raporda belirtilenlerin dışında bu bilgilerin doğruluğu denetlenmemiştir.

5.2. Borsa Değeri

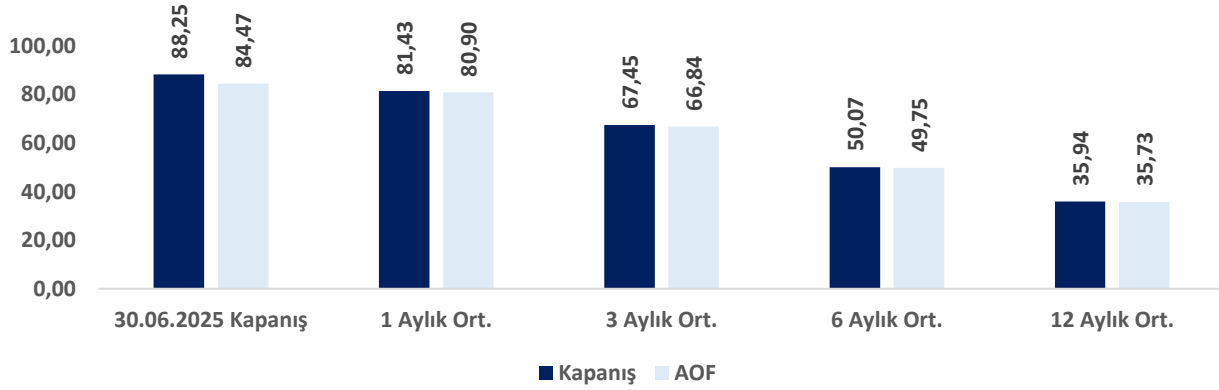
Şirket'in halka açık olması ve paylarının "PASEU" koduyla Borsa İstanbul'da işlem görmesi göz önünde bulundurularak değerlendirme tarihi olan 30.06.2025 itibarıyla kapanış, 1 aylık ortalama, 3 aylık ortalama, 6 aylık ortalama ve 12 aylık ortalama günlük ağırlıklı ortalama fiyatları incelenerek Şirket'in değeri tespit edilmeye çalışılmıştır. Şirket pay senedinin 30.06.2025 itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarih olan 14.06.2023 tarihinden itibaren günlük ağırlıklı ortalama fiyatları (AOF) ile 6 aylık hareketli ortalaması aşağıdaki grafiklerde gösterilmektedir. 30.06.2025 tarihinde PASEU AOF'si 84,47 TL olup son 1 aylık ortalaması 80,90 TL, 3 aylık ortalaması 66,84 TL, 6 aylık ortalaması 49,75 TL ve 12 aylık ortalaması 35,73 TL'dir. **Pasifik Eurasia'nın borsa değeri güncel finansal gelişmeler, tüketici güven endeksi, kredi faizleri, alternatif getirili enstrümanlar**

olan mevduat faizi ve tahvil faizlerinden bütün borsa şirketleri gibi etkilenmektedir. Bu sebeple yatırımcı bakış açısı Şirketlerin potansiyelini ve gelecek dönem beklentilerinden oluşacak değerini kısa vadeli fiyatlamalarda her zaman dikkate alamamaktadır.

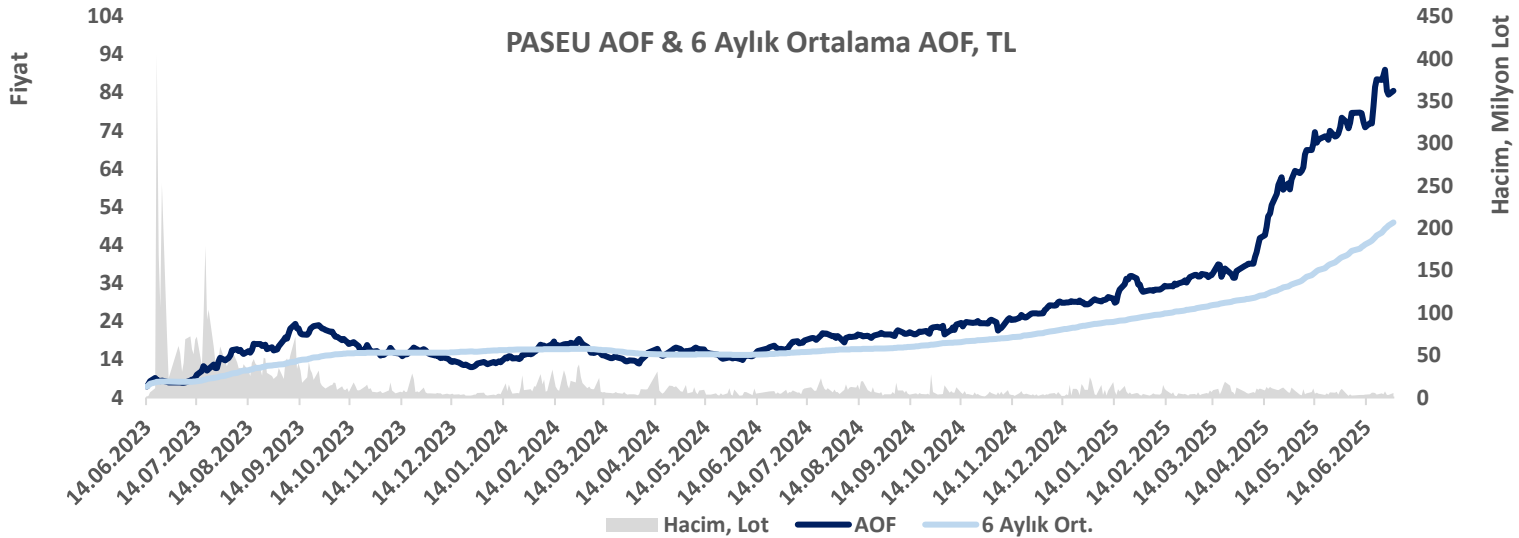
Yatırımcıların Şirket özelinde biçmiş olduğu fiyatlamasının değerleme tarihi ve 1 aylık ortalama güncel beklentileri yansıttığı düşünülerek 30.06.2025 tarihli piyasa değerine %40, 1 aylık ortalama piyasa değerine %30 ağırlık verilirken orta-uzun vadede oluşan ortalama piyasa değerlerinin de uzun vadeli yatırımcı bakış açısını yansıttığı göz önünde bulundurularak 3 aylık, 6 aylık ve 12 aylık ortalama piyasa değerlerine %10'ar ağırlık verilerek Pasifik Eurasia'nın Borsa değeri olarak 49.249.097.134 TL takdir edilmiştir. Borsa'da oluşan 30.06.2025 kapanış, son 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 12 aylık ağırlıklı ortalama fiyatlar ile oluşan piyasa değerleri ve ilgili ağırlıklandırmalar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

PASEU Kapanış ve Ortalama Fiyatlara Göre Hesaplanan Piyasa Değeri				
Tarih	Kapanış	AOF	Piyasa Değeri	Ağırlık
30.06.2025 Kapanış	88,25	84,47	56.760.480.000	40%
1 Aylık Ort.	81,43	80,90	54.362.041.263	30%
3 Aylık Ort.	67,45	66,84	44.918.006.237	10%
6 Aylık Ort.	50,07	49,75	33.432.842.754	10%
12 Aylık Ort.	35,94	35,73	24.012.078.563	10%
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		73,29	49.249.097.134	100%

PASEU 30.06.2025 İtibariyle 1-3-6-12 Aylık Kapanış ve AOF Ortalamaları, TL



PASEU AOF & 6 Aylık Ortalama AOF, TL



6. NİHAİ DEĞER GÖRÜŞÜ

İşbu değerleme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen **Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Yaklaşımı: Borsa Değeri dikkate alınmıştır.** Şirket'in hizmetlerinin özel bilgi gerektiren süreçler sonucu ortaya çıkan nitelikte olması ve faaliyetlerindeki verimlilik ile marka bilinirliliğine 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 değerleme kapsamında kullanılmamıştır.

Şirket Yönetimi'nin beklentilerini ve Şirket'in iç dinamiklerini yansıta İNA metodundan hesaplanan **50.750.825.986 TL değere %60** ağırlık verilirken Borsa Değeri'nden hesaplanan **49.249.097.134 TL değere %40** ağırlık verilerek yatırımcı bakış açısıyla oluşan fiyatlama da nihai değer bir parçası yapılmıştır. **Böylelikle Pasifik Eurasia için kullanılan metodolojiler ve varsayımlar dahilinde 50.150.134.445 TL nihai piyasa değerine ulaşılmıştır.** Farklı varsayımlar ve ağırlıklandırmalar kullanılması halinde nihai değer değişebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Pasifik Eurasia Nihai Piyasa Değeri, TL		
Metodoloji	İNA	Borsa Değeri
Hesaplanan Değer	50.750.825.986	49.249.097.134
Ağırlık	60%	40%
Nihai Piyasa Değeri		50.150.134.445

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 Birliğinin 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, değerleme 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 Fiyat Tespit 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



Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı 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:** 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:** Raporu 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:** 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 veya Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı 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 "Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı 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 tarihlerinde değerlendirme raporu hazırlanmış olup raporlarda sırasıyla 32.628.044.203 TL, 28.779.906.881 TL ve 30.271.146.504 TL piyasa değerleri hesaplanmıştır. İş bu raporda tespit edilen 27.982.132.085 TL değer Şirket'in değerlemeye baz oluşturan finansal tabloların tarihinin değişmiş 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 İlişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar Veri Kaynakları:** Değerlemede kullanılan veriler, Şirket adına 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.06.2025 dönemi için hazırlanan bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin beyanları, Net Kurumsal ve Başkent Taşınmaz tarafından hazırlanmış olan gayrimenkul ekspertiz raporları ve BMD bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.


BMD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Pasifik Holding A.Ş.'ye

Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Pasifik GYO" veya "Şirket") değerini içeren "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 değerler, 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 ilettiği 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 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 raporu hazırlayan kişilerden 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 Şirket'in sahip olabileceği piyasa değeri hakkındaki görüşümüzü yansıtmakta olup, burada yer alan tahminler, beklentiler veya diğer bilgilerin makul olması veya başansı 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, değerlendirilmesi yapılan şirket ile ilgili ihtiyaç duyulabilecek bütün verileri içeriyor kabul edilmemelidir.

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 ve GYO'ların değerlemesinde sıklıkla kullanılan Maliyet Yaklaşımı; Net Aktif Değer metodu ile Piyasa Yaklaşımı; Borsa Değeri dikkate alınmıştır. Gelir yaklaşımının kullanılmamasının sebebi Net Aktif Değer metodunda dikkate alınan varlıkların değer tespitinde ilgili gayrimenkul değerlendirme firması Şirket'in gayrimenkulleri için nihai değer görüşünü verirken indirgenmiş nakit akımlarını dikkate almıştır.

Maliyet Yaklaşımı: Net Aktif Değer

Pasifik GYO'nun mülkiyetinde olan gayrimenkuller ve projeler için SPK tarafından taşınmaz değerlemesine yetkili kurumlar tarafından 30.09.2024 tarihi itibarıyla ekspertiz raporu hazırlanmıştır.

Net Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 13.11.2024 tarih ve 2024-650 sayılı raporda İstanbul İli, Eyüpsultan İlçesi, Mithatpaşa Mahallesi 244 ada 1 parsel ve 246 ada 5 parsel'de yer alan Next Level Kemer Country ve Next Level Göktürk Projesi'nin arsa değerleri Kasım 2024 itibarıyla 4.304.061.000 ve 4.077.961.000 TL olarak tespit edilmiştir. 2025 yılı Haziran sonu rayiç değer hesaplaması yapılırken konut fiyat endeksindeki 2025/06 ve 2024/11 arasındaki artış oranı olan %19,7 baz alınmış olup Kemer ve Göktürk arsaları için sırasıyla 5.151.133.888 ve 4.880.535.639 TL değer hesaplanmıştır.

Kemberburgaz ve Göktürk Adı Ortaklık'larının %57'si Halk GYO'ya 24 Haziran 2024 tarihinde Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve Pasifik GYO arasında imzalanan ve KAP'ta açıklanan hisse devir sözleşme koşullarına göre sırasıyla 280.000.000 TL ve 575.000.000 TL'ye devredilmiş ve Pasifik GYO'nun uhdesinde %41,5'i kalmıştır. Bu satın alma değerine göre Kemberburgaz ve Göktürk Adı Ortaklık'larının %100 paylarının değeri toplam 1.486.956.522 TL hesaplanmakta olup Pasifik GYO'nun %41,5'lik payına düşen değeri 617.086.957 TL hesaplanmaktadır. NAD hesabında Kemberburgaz ve Göktürk Adı Ortaklıkları haricindeki Pasifik GYO özkaynakları hesaplanmış, Kemberburgaz ve Göktürk arsalarının rayiç değerleri ve adı ortaklıklarda Pasifik GYO'nun %41,5'lik pay değerleri eklenmiştir.

Başkent Taşınmaz Değerleme A.Ş. tarafından 30.09.2024 tarih ve 2024-172 sayılı raporda İstanbul İli, Beşiktaş İlçesi, Ortaköy Mahallesi, 1799 Ada / 1 Parsel'de yer alan Levent Projesi'nin Pasifik GYO'ya düşen kısmı için 30.09.2024 tarihinde 12.899.525.959 TL değer takdir edilmiştir. 2025 yılı Haziran sonu rayiç değer hesaplaması yapılırken konut fiyat endeksindeki 2025/06 ve 2024/09 artış oranı olan %25,6 baz alınarak artırılmış olup 16.206.984.983 TL olarak hesaplanmıştır.

Başkent Taşınmaz Değerleme A.Ş. tarafından 30.09.2024 tarih ve 2024-170 sayılı raporda Muğla İli, Bodrum İlçesi, Türkbükü Mahallesi, 328 Ada 5 Parsel ile Göl Mahallesi 261 Ada 1 Parsel. Bodrum/MUĞLA'da yer alan Bodrum Projesi'nin Pasifik GYO'ya düşen kısmı için 6.122.885.373 TL değer takdir edilmiştir. 2025 yılı Mart sonu rayiç değer hesaplaması yapılırken konut fiyat endeksindeki 2025/06 ve 2024/09 artış oranı olan %25,6 baz alınıp artırılarak 7.692.802.946 TL olarak hesaplanmıştır.

Başkent Taşınmaz Değerleme A.Ş. tarafından 15.11.2024 tarih ve 2024-171 sayılı raporda Ankara İli, Yenimahalle İlçesi, İstasyon Mahallesi, 63865 Ada / 2 Parsel'de yer alan Merkez Ankara Projesi'nin Pasifik GYO'ya düşen kısmı için 8.684.025.067 TL değer takdir edilmiştir. 2025 yılı Haziran sonu rayiç değer hesaplaması yapılırken konut fiyat endeksindeki 2025/06 ve 2024/09 artış oranı olan %25,6 baz alınıp artırılarak 10.910.622.941 TL olarak hesaplanmıştır.

Kemberburgaz ve Göktürk dışındaki projelere ilişkin kayıtlı değer ve rayiç değerler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Pasifik GYO Net Aktif Değer	30.06.2025	30.09.2024	30.06.2025	30.06.2025
TL	Kayıtlı Değer	Ekspertiz Değeri	Rayiç Değer	Değer Artışı
Kısa vadeli stoklar	18.397.370.421	8.684.025.067	10.910.622.941	-7.486.747.480
Merkez Ankara Projesi	18.397.370.421	8.684.025.067	10.910.622.941	-7.486.747.480
Uzun vadeli stoklar	21.260.824.298	40.024.366.181	50.294.425.553	29.033.601.255
Bodrum Projesi	2.584.322.985	6.122.885.373	7.692.802.946	5.108.479.961
Levent	3.490.167.973	12.899.525.959	16.206.984.983	12.716.817.010
Etler	7.748.065		7.748.065	0

Böylelikle 30.06.2025 tarihli bilançoda 26.976.068.734 TL olan ana ortaklık özkaynaklarının Kemberburgaz ve Göktürk Adı Ortaklıkları ve arsaları hariç değeri 13.656.200.991 TL hesaplanmaktadır. Bu değere 617.086.957 TL olan Kemberburgaz ve Göktürk Adı Ortaklıklarının satış değerinden hesaplanan %41,5'lik PSGYO payı eklenmiş, Kemberburgaz ve Göktürk projelerinin 10.031.669.527 TL olan arsa rayiç değerleri eklenmiş, Bodrum ve Levent Projelerindeki sırasıyla 5.108.479.961 TL ve 12.716.817.010 TL olan değer artışları eklenmiş ve Merkez Ankara Projesi'ndeki 7.486.747.480 TL değer düşüklüğü çıkarılarak vergi etkisi öncesi NAD 34.643.506.965 TL hesaplanmıştır. 7.667.438.231 TL net değer artışının %10 vergi oranı varsayımıyla ertelenmiş vergi etkisi 766.743.823 TL hesaplanmış ve vergi sonrası Pasifik GYO'nun Net Aktif Değeri **33.876.763.142 TL** hesaplanmıştır.

Pasifik GYO Net Aktif Değer Hesabı, TL	30.06.2025
PSGYO Özkaynak 30.06.2025	26.976.068.734
%41,5 Özkaynak - Kemerburgaz	-32.225.646
%41,5 Özkaynak - Göktürk	72.614.950
PSGYO Arsa Kemerburgaz	-6.232.415.706
PSGYO Arsa Göktürk	-7.127.841.341
Kemerburgaz&Göktürk Hariç Özkaynak	13.656.200.991
%41,5 Adi Ortaklık Payı	617.086.957
%100 Arsa Payı	10.031.669.527
Merkez Ankara Projesi Değer Artışı	-7.486.747.480
Bodrum Projesi Değer Artışı	5.108.479.961
Levent Değer Artışı	12.716.817.010
Vergi Etkisi Öncesi NAD	34.643.506.965
Net Değer Artışı	7.667.438.231
Değer Artışı Vergi Etkisi %10	-766.743.823
PSGYO Özkaynak 30.06.2025	26.976.068.734
Net Aktif Değer @ 30.06.2025	33.876.763.142

Piyasa Yaklaşımı: Borsa Değeri

Pasifik GYO'nun borsa değeri güncel finansal gelişmeler, tüketici güven endeksi, kredi faizleri, alternatif getirili enstrümanlar olan mevduat faizi ve tahvil faizlerinden bütün borsa şirketleri gibi etkilenmektedir. Bu sebeple yatırımcı bakış açısı Şirketlerin potansiyelini ve gelecek dönem beklentilerinden oluşacak değerini kısa vadeli fiyatlamalarda her zaman dikkate alamamaktadır.

Yatırımcıların Şirket özelinde biçmiş olduğu fiyatlamasının değerleme tarihi ve 1 aylık ortalama güncel beklentileri yansıttığı düşünülerek 30.06.2025 tarihli piyasa değerine %40, 1 aylık ortalama piyasa değerine %30 ağırlık verilirken orta-uzun vadede oluşan ortalama piyasa değerlerinin de uzun vadeli yatırımcı bakış açısını yansıttığı göz önünde bulundurularak 3 aylık, 6 aylık ve 12 aylık ortalama piyasa değerlerine %10'ar ağırlık verilerek **Pasifik GYO'nun Borsa değeri olarak 10.298.238.911 TL** takdir edilmiştir. Borsa'da oluşan 30.06.2025 kapanış, son 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 12 aylık ağırlıklı ortalama fiyatlar ile oluşan piyasa değerleri ve ilgili ağırlıklandırmalar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

PSGYO Kapanış ve Ortalama Fiyatlara Göre Hesaplanan Piyasa Değeri				
Tarih	Kapanış	AOP	Piyasa Değeri	Ağırlık
30.06.2025 Kapanış	2,10	2,08	11.083.652.357	40%
1 Aylık Ort.	1,94	1,94	10.345.638.800	30%
3 Aylık Ort.	1,85	1,86	9.903.536.357	10%
6 Aylık Ort.	1,69	1,70	9.038.052.529	10%
12 Aylık Ort.	1,62	1,63	8.669.274.399	10%
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		1,93	10.298.238.911	100%

Nihai Değer Görüşü

İşbu değerleme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen ve GYO'ların değerlemesinde sıklıkla kullanılan Maliyet Yaklaşımı: Net Aktif Değer metodu ile Piyasa Yaklaşımı: Borsa Değeri dikkate alınmıştır. Gelir yaklaşımının kullanılmamasının sebebi Net Aktif Değer metodunda dikkate alınan varlıkların değer tespitinde ilgili gayrimenkul değerleme firması Şirket'in gayrimenkulleri için nihai değer görüşünü verirken indirgenmiş nakit akımlarını dikkate almıştır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının adil ve makul değerini hesaplamada en yaygın kullanılan NAD metodundan hesaplanan **33.876.763.142 TL** değere %75 ağırlık verilirken Borsa Değeri'nden hesaplanan **10.298.238.911 TL** değere %25 ağırlık verilerek yatırımcı bakış açısıyla oluşan fiyatlamada nihai değer bir parçası yapılmıştır. **Böylelikle Pasifik GYO için kullanılan metodolojiler ve varsayımlar dahilinde 27.982.132.085 TL nihai piyasa değerine ulaşılmıştır.** Farklı varsayımlar ve ağırlıklandırmalar kullanılması halinde nihai değer değişebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Pasifik GYO Nihai Piyasa Değeri, TL		
Metodoloji	NAD	Borsa Değeri
Hesaplanan Değer	33.876.763.142	10.298.238.911
Ağırlık	75%	25%
Nihai Piyasa Değeri	27.982.132.085	

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.

Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyumaz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülenle değişimler 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	- 8 -
1.1. Kısaca Pasifik GYO Hakkında Bilgi	- 8 -
1.2. Sektör Hakkında	- 13 -
1.2.1 İnşaat Sektörü	- 13 -
1.2.2. Türkiye’de Konut Sektörü.....	- 23 -
2. MALİ VERİLER	- 30 -
2.1. Gelir Tablosu	- 31 -
2.2. Bilanço	- 32 -
3. DEĞERLEME	- 35 -
3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar;	- 35 -
3.2. Değerleme Yöntemleri	- 37 -
3.2.1. Maliyet Yaklaşımı.....	- 37 -
3.2.2. Gelir Yaklaşımı	- 37 -
3.2.3. Pazar Yaklaşımı	- 39 -
3.3. İşbu Değerleme Raporunda Kullanılan Yöntemler	- 40 -
4. MALİYET YAKLAŞIMI: NET AKTİF DEĞER	- 41 -
4.1. Genel Varsayımlar	- 41 -
4.2. Net Aktif Değer	- 41 -
5. PİYASA YAKLAŞIMI: BORSA DEĞERİ	- 43 -
5.1. Genel Varsayımlar	- 43 -
5.2. Borsa Değeri	- 43 -
6. NİHAİ DEĞER GÖRÜŞÜ	- 45 -
Ekler	- 46 -
Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı	- 46 -
Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı	- 46 -
Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri	- 46 -
Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ’e Uyum Beyanı	- 47 -
Ek5: Bizim Menkul Değerler Sorumluluk Uyum Beyanı.....	- 48 -
Ek6: Bizim Menkul Değerler Etik İlkeler’e Uyum Beyanı	- 48 -
Ek7: Net Kurumsal & Başkent Taşınmaz Gayrimenkul Ekspertiz Raporları.....	- 48 -

1. ŞİRKET & SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ

PASİFİKGYO

1.1. Kısaca Pasifik GYO Hakkında Bilgi

Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, "Pasifik Grup Gayrimenkul Yatırım Anonim Şirketi" unvanı ile Ankara'da kurulmuştur. Kuruluşa ilişkin esas sözleşme 14 Aralık 2020 tarih ve 10223 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilmiştir. Şirket Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü'ne 453963 sicil numarası ile kayıtlıdır.

Şirket gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşüm talebiyle Sermaye Piyasası Kurulu'na ("SPK") başvurmuş ve ilgili talebinin onaylanmasını takiben 10 Eylül 2021 tarihinde ticaret siciline tescil edilerek GYO'ya dönüşmüş ve unvanı Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Pasifik GYO" veya "Şirket") olarak değiştirilmiştir.

Şirketin merkez adresi, Kızılırmak Mahallesi Dumlupınar Bulvarı Next Level Blok No:3A İç Kapı: No:1 Çankaya/Ankara'dır.

Şirketin ana faaliyet konusu; gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilmektir.

Şirket payları 16 Aralık 2021 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul A.Ş.'de ("BİST") işlem görmeye başlamış, halka arz "Sabit Fiyat ile Talep Toplama" yöntemi ile gerçekleştirilmiştir. Şirket'in 30 Haziran 2025 tarihi itibarıyla sermayesi 5.323.560.210 TL'dir. Şirket payları A ve B grubu olmak üzere iki tür paydan oluşmaktadır. A grubu nama yazılı olan imtiyazlı payları temsil etmektedir. İmtiyazlar esas sözleşme 14. Maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre A grubu payların yönetim kurulu üyelerin seçiminde aday gösterme imtiyazı vardır. Yönetim kurulunun 5 üyeden oluşması durumunda 3 yönetim kurulu üyesi, 6 veya 7 üyeden oluşması durumunda 4 yönetim kurulu üyesi, 8 veya 9 üyeden oluşması durumunda 5 yönetim kurulu üyesi A grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından, bağımsız yönetim kurulu üyesi adayları da dahil olmak üzere diğer adaylar ise A ve B grubu pay sahiplerinin gösterdikleri adaylar arasından genel kurul tarafından seçilirler. A grubu imtiyazlı pay sahibi Pasifik Holding A.Ş.'dir.

Şirket'in ortakları ve paylarına ilişkin bilgiler aşağıdaki gibidir:

Pasifik GYO Ortaklık Yapısı		
Ortaklar	Sermaye, TL	Oran (%)
Fatih Erdoğan	830.947.029	15,61%
Abdulkerim Fırat	830.947.041	15,61%
Mehmet Erdoğan	830.947.024	15,61%
Pasifik Holding A.Ş.	674.670.774	12,67%
Halka açık kısım	2.156.048.342	40,50%
Toplam	5.323.560.210	100,00%

Orçay ile başlayan Pasifik Grubu'nun geçmişi, sektöründe Next Level Ankara, Next Level Loft, Next Level Çayyolu gibi alanında ilk olan projeler, uluslararası lojistik sektörünün güçlü markası Pasifik Eurasia, teknoloji ve bilişim sektörünün yenilikçi ismi Destel, uluslararası ticaret sektöründe Avrasya Trading gibi şirketlerle büyüyerek sürdürmektedir.

Şirket, tüm grup şirketleri gibi, Pasifik'in yaşamı tasarlama vizyonunu paylaşmakta olup gayrimenkul ve inşaat sektörlerindeki öncülüğü, deneyimi ve güçlü sermaye yapısı ile Türkiye'nin önde gelen GYO şirketlerinden biri olmayı hedeflemektedir.

Portföyünde, Türkiye'nin en büyük karma projesi Merkez Ankara; İstanbul'un kalbi Levent'in en güzel yerlerinden birinde hayata geçirilen Next Level İstanbul; son yılların en cazip lokasyonlarından biri olan Göktürk'te Next Level Country ve Next Level Kemer projeleri; ödüllü Next Level markasına eklenmesi planlanan Bodrum projesi bulunan Pasifik GYO, sağlıklı ve güvenilir büyümesini sürdürerek gayrimenkul portföyünü genişletmeyi, değer üretmeyi, böylece hissedarlarına, paydaşlarına, müşterilerine yeni yatırım fırsatları sunmayı amaçlamaktadır.

İstanbul'a yepyeni bir mimari anlayış getirme gayesiyle Next Level İstanbul, Next Level Kemer ve Next Level Country projeleriyle kısa zamanda başarısını ortaya koyan ve 2021 yılında halka arz edilen Pasifik GYO, yükselmeye devam etmektedir.

Şirket Vizyonu

Şirketin amacı sadece güzel ve sağlam binalar yapmak değil aynı zamanda estetik ve konforlu alanlar geliştirerek, beklentilerin ötesinde bir yaşam standardı için detaylı düşünülmüş, sınırsız hayal gücüyle işlenmiş, akıldan ve teknolojiye beslenen ama doğaya, yeşile ve insana saygılı bir felsefeyle şehre ve geleceğe şekil vermek olarak tanımlanmıştır.

Şirket Misyonu

Şirket misyonunu, gayrimenkul alanında ilkleri gerçekleştirmeye, ayrıntıları planlamaya, tasarım, kalite ve yatırım değeri üretmeye odaklanarak simge yapıları imza atarak Yatırımlarını cesaretle sürdürerek başarıyla sonuçlandırmak ve üretmenin tutkusu ile durmadan, yola devam etmek olarak tanımlamıştır.

Şirket Hedefleri

- Gayrimenkul sektöründeki konumumuzu sürekli ileri taşıyarak sektörün en büyük geliştiricilerinden biri olmak
- Önemli lokasyonlarda alternatif yaşam alanları sunan farklı projelerle katma değer yaratmak
- Yenilikçi, prestijli ve bulunduğu çevreye çok boyutlu değer katan projelere imza atmak
- Proje geliştirme odaklı, yenilikçi GYO yapımızla oluşan kazancı paydaşlar ile paylaşmak

Şirketin Güçlü Yönleri



Portföyde Bulunan Gayrimenkuller ve Projeler

1. Merkez Ankara Projesi



Şirket, Emniyet Mahallesi Hipodrom Caddesi No:9 Merkez Ankara Projesi Yenimahalle/Ankara adresinde bulunmaktadır.

Dünyanın en önemli mimarlık ofislerinden biri olan ve tüm dünyada şehirlerin marka değerini yükselten projeleriyle tanınan New York merkezli Kohn Pedersen Fox (KPF)'nin tasarladığı projenin, mimarisiyle de başkentin değerine katkıda bulunması hedeflenmektedir.

Hemen yanı başındaki 1,7 milyon m²'lik Millet Bahçesi'ne doğrudan bağlantısı ise Merkez Ankara'yı seçenlere şehir merkezindeki en büyük parka direkt erişim imkânı sağlıyor.

Ankara'nın tarihi ve gerçek merkezinde yer alan benzersiz konumuyla şehir merkezinin olanaklarını kendi sosyal alanlarıyla birleştiren Merkez Ankara'da, aile konutu, home ofis, rezidans şeklinde üç ayrı fonksiyonda ve 1+1'den 6+1'e kadar değişen büyüklükte; hepsi balkonlu ya da teraslı 1.578 konut bulunuyor.

Konumu ve Yakın Çevre Özellikleri: Taşınmazlar, Ankara İli, Yenimahalle İlçesi, Emniyet Mahallesi, Hipodrom Caddesi No:9 adresinde yer alan Merkez Ankara Projesi'nde konumlanmaktadır. Taşınmaz tapu sicilinde İstasyon Mahallesi 63865 ada 2 parsel olarak kayıtlıdır. Taşınmazlar Ankara kent merkezinde, Hipodromun güneyine, Ankara Üniversitesi Tandoğan Kampüsü'nün kuzeyinde yer almaktadır. Taşınmaz kuzeyinden Hipodrom Caddesi, güneyden Ankara Bulvarı ve Celal Bayar Bulvarı, batısından Mevlâna Bulvarı ile çevrili olup doğusunda Ankara Büyükşehir Belediyesi Merkezi Binası yer almaktadır.



Taşınmazların konumlu olduğu bölgede en bilindik yerler; Anıtkabir, Büyükşehir Belediyesi, Ankara Etiler Orduevi, Ankara Emniyet Müdürlüğü, Ankamall AVM, TCDD Tren Garı ve Ankara Arena Kapalı Spor Salonu gibi belirgin yerler bulunmaktadır. Bölge Ankara şehrinin en merkezi bölgelerinden olup birçok kamu kurumu, üniversite, alışveriş merkezi yakın konumda yer almaktadır. Bölge taşınmazın hemen kuzeyinde yer alan Hipodrom ile bilinmektedir. Taşınmaz çevresinde ve özellikle parselin üç yönünde kentin önemli ulaşım arterleri yer almaktadır. Yine Taşınmaz çevresinde ve özellikle parselin üç yönünde kentin önemli ulaşım arterleri yer almaktadır. Yine tren garı, metro istasyonu ve bölgede alternatif ulaşım imkanlarını sunmaktadır. Proje kapsamında 3 blok kamu ofisi, 1 blok cami, 6 blok şehir süiti, 5 blok konvansiyonel konut, 2 blok teras ofisi, 1 blok ofis ve işyeri, 4 blok rezidans, AVM ve kapalı otopark inşa edilmektedir. Projenin fazlar halinde 2025 yıl sonuna kadar tamamlanması beklenmektedir.

Gayrimenkullerin Değerine Etki Eden Olumlu -Olumsuz Faktörler Olumlu Özellikler

Olumlu Özellikler

- Bölgede toplu ulaşım ve ana ulaşım arterlerinin bulunması, parsel çevresinin önemli ulaşım arterleri ile çevrili olması,
- Bölgede Millet Bahçesi gibi büyük kamu yatırımlarının mevcut olması,
- Kentin eski ve merkezi bölgesinde konumlanması,
- Kentin, stadyum, spor salonu, tren garı, büyük AVM kompleksleri, hipodrom, gençlik parkı gibi önemli ve belirgin yerlerine yakın konumda olması,
- Enflasyonist ortamdaki reel getiri arayışının, arz yetersizliğinin ve deprem kaynaklı taşınma tercihlerinin etkisi ile talebin üst seviyede olması

Olumsuz Özellikler

- o Gayrimenkul piyasaları üzerinde küresel ve yerel kaynak maliyetlerinde gerçekleşen artış ile ortaya çıkabilecek dalgalanmalar.
- o Bankalar kanalı ile ipotekli satışlarda gerçekleşecek kredi erişiminde yaşanabilecek zorluklar.

2. Next Level İstanbul Projesi



Şirket adresi, Ortaköy Mahallesi Barbaros Bulvarı 1799 ada 1 parsel, Beşiktaş/İstanbul'da bulunmaktadır.

Next Level İstanbul, şehrin en hareketli ve prestijli semtlerinden Levent'in Etiler girişinde, yeşilin her tonunu barındıran geniş bahçe ve terasları, sıradışı mimarisiyle doğa ile bütünleşen büyüleyici bir deneyim sunmaktadır.

Doğa ile insan arasında ilişki kuran yaşam alanları sunan Next Level İstanbul, yeşili içine alan mimarisiyle sürdürülebilir bir geleceğin inşa edilmesine öncülük etmektedir. Hem yatayda hem de dikeyde teraslanmalar ile en üst katlarda dahi "bahçeli villa" konseptini yakalayan proje, 161 konutu, 5.000 m² eşit yeşil

alanları, kompakt ve fonksiyonel spor alanları, sosyal mekânları ile insan odaklı bir site yaşantısı ve modern bir ekolojik-cennet sunmaktadır.

İç ve dış mekânlar arasındaki doğal uyum ve geçişle yaşam alanınızı genişleten mekân anlayışı, 4,5 metreye varan tavan yüksekliğine, iç mekânların uzantısı olarak size yeni alanlar açan ve içeriyle dışarıyı birleştiren balkon, teras ve bahçelere sahip Villa Evler (275 - 545 m2), Teras Evler (232 - 382 m2), Manzara Evler (270 - 347 m2) ve Loft Evler (85 - 218 m2) doğayla iç içe bir yaşam vadetmektedir.

Next Level İstanbul, Emlak Konut güvencesi ve Pasifik GYO'nun "yaşamı tasarlama" vizyonu ile İstanbul'un en güzel ve en merkezi yerlerinden birinde yükselmektedir.

Konumu ve Yakın Çevre Özellikleri: Değerlemeye konu olan taşınmaz, İstanbul ili, Beşiktaş ilçesi, Ortaköy Mahallesi, 1799 ada 1 parselde yer almakta olup toplam 14.445,83 m² yüzölçümüne sahiptir. Amorf biçimdeki parseller Barbaros Bulvarı ile Aydın Sokak'a cephelidir. Beşiktaş Barbaros Bulvarı üzerinde yer alan 6 adet askeri lojman binasının bulunduğu önce Jandarma Genel Komutanlığı tarafından protokol ile TOKİ'ye devredildi. Ardından Çevre ve Şehircilik Bakanlığı tarafından 13 Ocak 2021'de "Rezerv Yapı Alanı" yani yeni konut alanı ilan edildi. 6 adet lojman binasının bulunduğu arazi için Emlak Konut GYO tarafından hazırlanan yeni imar planı 1 Şubat 2021'de onaylanmıştır. İnşaat ruhsatı 25 Ocak 2023 tarihinde alınmış olup, inşai faaliyetleri başlamıştır. Satışları devam etmekte olan proje, rezidans, ofis ve ticari birimlerden oluşmaktadır.



Ulaşım Özellikleri: Değerleme konusu taşınmazlar merkezi konumda yer almakta olup, toplu taşıma araçları ve özel araçlar ile ulaşım sağlanabilmektedir. Taşınmazlara ulaşım Barbaros Bulvarı üzerinden geçen otobüsler ile ya da Zincirlikuyu Metro aracılığıyla sağlanmaktadır. Özel araçlar ile taşınmazlara ulaşım O-1 Otoyolu üzerinden sırasıyla Yıldız Kavşağı ve Barbaros Bulvarı üzerinden sağlanmaktadır.

Gayrimenkullerin Değerine Etki Eden Olumlu Özellikler

- Oldukça merkezi ve prestijli bir konumda yer almaktadırlar.
- Ulaşılabilirlikleri yüksektir.
- Tek mülkiyete sahiptirler.

3. Next Level Country Projesi



İstanbul ili, Eyüpsultan ilçesi, Mithatpaşa Mahallesi, 246 Ada, 5 Parsel'de kayıtlı 42.596,97 m²'lik arsada geliştirilen Next Level Country projesi konut ve ticari birimlerden oluşmaktadır. Söz konusu projeye ilişkin inşaat ruhsatı 09 Ocak 2023 tarihinde alınmış olup, hafriyat ve zemin iyileştirmelerine yönelik inşaat faaliyetleri başlamıştır.

Göktürk Kemer bölgesinde, Next Level kalitesi ve özellikleriyle doğayla iç içe, prestijli ve konforlu bir yaşam vadeden proje, yeni nesil şehir villaları, özel mimari unsurlarla ormanı, doğayı ve tüm yeşili, hatta tarihi su kemerleriyle bir çevrede yaşam sunmayı

hedeflemektedir. Doğaya olduğu kadar, özel yaşama ve kişisel alanlara da saygı duyan projede, bahçeler, havuzlar, teraslar ve kişiye özel sağlanan imkanları bulunmaktadır.

4. Next Level Kemer Projesi

İstanbul ili, Eyüpsultan ilçesi, Mithatpaşa Mahallesi, 244 Ada, 1 Parsel' de kayıtlı 35.966,98 m²'lik arsada geliştirilen ve satışları devam eden Next Level Kemer konut projesinin inşaat ruhsatı 09 Ocak 2023 tarihinde alınmış ve bu tarihten itibaren inşaat çalışmaları başlamıştır.

Projenin tam ortasında her bloğu buluşturan; komşular ve arkadaşlarla buluşulan, çocukların oyuna doyduğu, sohbetlerin koyulaştığı; toplanma, oturma ve dinlenme alanları, doğal



malzemelerle oluşturulan oyun parkları, göletler ve özel peyzajlar ile zenginleşen bir “yaşam meydanı” sunulmaktadır.

5. Next Level Bodrum Projesi

Gayrimenkulün Yeri, Konumu ve Çevre Özellikleri:



Gayrimenkuller; Muğla İli, Bodrum İlçesi, Türkbükü Mahallesi, 202 ADA 10-11-12-13-14-15-16 ve 54 Nolu Parseller ile Göl Mahallesi 261 Ada 1 Parsel Bodrum/ Muğla açık posta adresinde konumlanmaktadır. Taşınmazlar, Muğla İli, Bodrum İlçesi, Türkbükü Mahallelerinde ve Göl Mahallelerinde yer alan toplam 9 adet parseldir. Taşınmazlar Bodrum ilçesi merkezinin kuzeyinde, bodrum yarımadasının kuzeydoğusunda yer alan Türkbükü ve Göl mahallelerinin arasında konumlanmaktadır. Parseller geniş bir alan üzerinde yer almakta olup Türkbükü yerleşim alanlarını birbirine bağlayan Atatürk Caddesi'nin (Gölköy Caddesi) doğusunda yer almaktadır. Taşınmazların yer aldığı parseller üzerinde bazı tescilli yapılar dışında herhangi bir yapılaşma bulunmamaktadır. Eğimli arazi üzerinde yer alan parseller üzerinde doğal bitki örtüsü yer almakta olup genel itibarı ile deniz manzarasına sahiptir. Taşınmazların yer aldığı bölge ikincil konut ve turizm bölgesi olup yakın çevresinde muhtelif yeni ve eski yapılaşmalar ile turizm yatırımları yer almaktadır. Taşınmazların yer aldığı bölgede imar ve kadastral yolları mevcut olmayıp ulaşım doğu kısmından Atatürk Caddesi üzerinden sağlanmakta olup, projenin ruhsat çalışmaları devam etmektedir.

Gayrimenkulün Değerini Olumlu Yönde Etkileyen Faktörler:

- ✓ Parsellerin yüzölçümleri dolayısıyla birlikte ve ayrı ayrı projelendirilmek istenmeleri durumunda nitelikli bir proje yapılmasına elverişli büyüklükte olmaları
- ✓ Gelişmekte olan bölgede konumlu olmaları
- ✓ Bölgede inşa edilen nitelikli projelerin bölgeye kattığı prestij
- ✓ Parsellerin bir kısmının topoğrafik yapıları dolayısıyla manzaralarının olması

Ulaşımın kolay olması. Gayrimenkulün Değerini Olumsuz Yönde Etkileyen Faktörler:

- ✓ Parsellerin çevresinin sit alanı olması dolayısıyla bölgenin gelişmemesi

1.2. Sektör Hakkında

1.2.1 İnşaat Sektörü

1.2.1.1 Dünyada İnşaat Sektörü

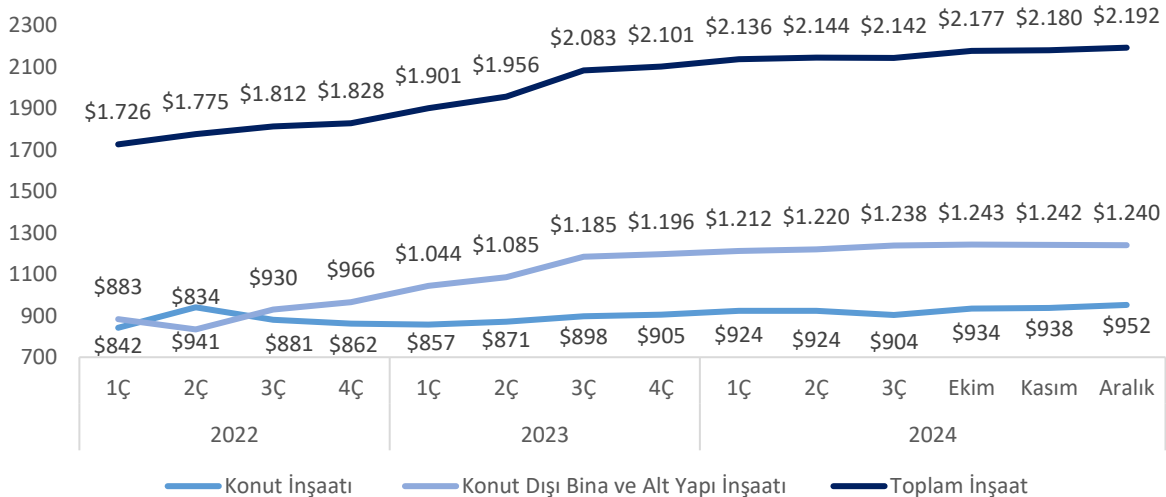
Bilindiği gibi inşaat sektörü 2023 yılına küresel salgının etkisinden henüz kurtulamadan ve 2022 yılında başlayan Rusya-Ukrayna savaşının gölgesinde, yüksek girdi maliyetleri ve emtia sorunları ile girmiştir. Yılın hemen başında yaşanan elim deprem felaketinin sonrasında bölgenin yeniden inşası için seferber olan inşaat sektörü, 2023 yılının ilk üç çeyrek döneminde, depremin de etkisiyle yıllık bazda sırasıyla %4,5, %6,6 ve %8,1 oranlarında, ekonominin üzerinde büyümüştür. Deprem bölgesindeki yeniden imar faaliyetlerinin yanı sıra seçim sürecinin tamamlanmasıyla azalan belirsizlikler de inşaat sektörü rakamlarına olumlu yansımış; ancak yine de sektördeki büyüme önceki yılların gerisinde kalmıştır.

2024 yılının son çeyreği, küresel ekonomi açısından önemli kırılmaların yaşandığı bir dönem olmuştur. Dünya genelinde büyüme oranlarının dengeli bir seyir izlediği bu süreçte, gelişmiş ülkelerde enflasyonla mücadele ve sıkı para politikalarının etkileri belirginleşmiştir. Avrupa ekonomisi, politik istikrarsızlık, enerji maliyetlerindeki artış ve düşük talep nedeniyle resesyon riskiyle karşı karşıya kalmıştır. Çin ekonomisi ise ihracat daralması ve iç talepteki yetersizlikle mücadele etmiş, küresel tedarik zincirlerindeki gerilimlerin artmasına neden olmuştur. Jeopolitik açıdan, Ukrayna-Rusya savaşı ve Orta Doğu'daki krizler, enerji ve gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı yaratmıştır. Bu durum, özellikle gelişmekte olan ülkelerde ekonomik istikrarı tehdit etmiş, borçlanma maliyetlerini artırmıştır. Buna karşın, yenilenebilir enerji ve dijital dönüşüm alanlarındaki yatırımlar hız kazanmış; yapay zeka teknolojilerindeki ilerlemeler büyük şirketlerin bu alanda daha fazla yatırım yapmasına yol açmıştır. Tüm bu gelişmeler, ticaret savaşlarının yeniden alevlendiği, enerji güvenliğinin öncelik kazandığı ve stratejik kaynaklara erişimin ekonomiler üzerindeki etkisinin arttığı bir ekonomik tabloyu ortaya koymuştur. 2024 yılının son çeyreği, bu zorlu koşullar altında dengeleri değiştiren gelişmelerin yaşandığı ve küresel ekonomik düzenin geleceği için belirleyici bir dönem olmuştur.

Küresel açıdan inşaat sektörüne bakıldığında ise Türkiye İMSAD aylık sektör raporunda; ABD'de inşaat harcamaları 2024 yılının ilk üç çeyreğinde döneminde durağanlaşmıştır. ABD Ticaret Bakanlığı İstatistik Bürosu verilerine göre; 2024 yılı Aralık ayı toplam inşaat harcamaları, 2024 yılı Kasım ayına kıyasla %0,2 azalarak 2 trilyon 192 milyar dolar oldu. 2024 yılı Aralık ayı verilerine göre; özel sektör inşaat harcamaları bir önceki aya göre %0,2 azalmış, kamu inşaat harcamaları %0,1 artmıştır. 2024 yılı genelinde ise ABD'deki inşaat harcamaları, 2023 yılına kıyasla %6,5 oranında bir artış kaydetti.

İnşaat harcamaları yılın üçüncü çeyreğinde 2,142 trilyon dolar olmuştur. 2024 yılı son çeyreğinde ise inşaat harcamaları yükselmiştir. Aralık ayında toplam inşaat harcamaları 2,192 trilyon dolar olmuştur. Konut inşaat harcamaları 952 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Konut dışı binalar ve alt yapı inşaat harcamaları ise 1,240 trilyon dolar ile tarihin en yüksek seviyelerine yakın gerçekleşmiştir. ABD'de faiz indirimleri inşaat sektörünü son çeyrekte desteklemiştir. Ancak faiz indirimlerine ara verilmesi yeni yılda inşaat harcamalarında büyümeyi sınırlayabilecektir.

ABD İnşaat Harcamaları (Yıllık Milyon Dolar, USD)



Kaynak: US Bureau Of Census

ABD’de mevcut konut satışları ocak ayında önemli ölçüde düşmüştür. Mevcut ev satışları ocak ayında geçen yılın aynı ayına göre %5,6 azalarak 4,08 milyon adede inmiştir. Aralık ayındaki rekor yıllık satış sonrası geri çekilme yaşanmıştır. Yeni ev satışları da ocak ayında bir önceki aya göre %10,5 azalarak 657 bin adet olmuştur. Konut fiyatları ise kademeli artışını sürdürmektedir.

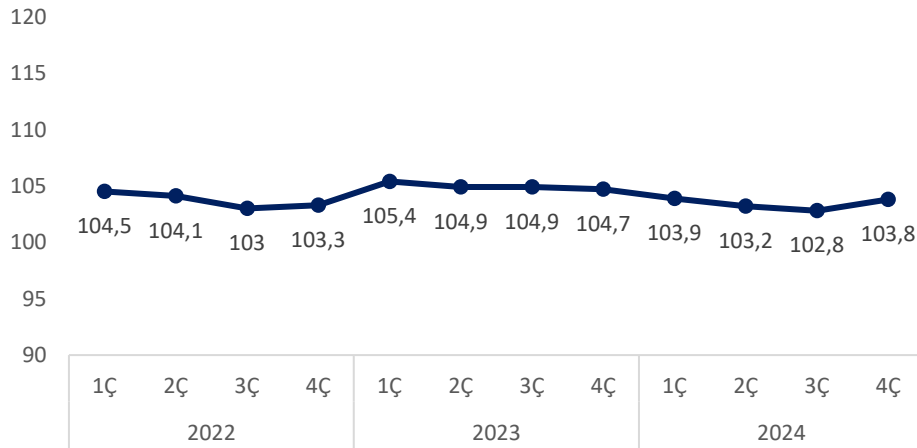
ABD Konut Sektörü			
Dönem	Yeni Ev Satışları Aylık (Bin)	Mevcut Ev Satışları Yıllık (Bin)	Konut Fiyat Endeksi CS 20
2021 Q4	839	6.092	287,1
2022 Q4	625	4.020	301,7
2023 Q2	684	4.160	310,9
2023 Q4	651	3.780	321,7
2024 Q1	665	4.220	325,5
2024 Q2	668	3.890	330,2
2024 Eylül	726	3.830	333
2024 Ekim	615	3.960	334,3
2024 Kasım	674	4.150	335,8
2024 Aralık	698	4.290r	337,7

Kaynak: US National Association of Realtors, US Bureau of Census, S&P Case Shiller Index, r; revize edilmiştir.

Eurostat verilerine göre; Avrupa Birliği Bölgesinde 2024 yılı Aralık ayında, bir önceki yılın aynı dönemine göre konut harcamaları %0,1 artarken, konut dışı bina ve alt yapı harcamaları ise %2 oranında artmıştır. 2024 yılı Aralık ayında 2024 yılı Kasım ayı verilerine göre mevsimsel etkilerden arındırılmış inşaat harcamaları %0,6 konut dışı bina ve altyapı harcamaları ise %0,7 artmıştır.

Avrupa Birliği Üye Devletler arasında, bir önceki yıla göre inşaat sektörü harcamalarında en fazla düşüş; %12,9 oranında Romanya’da, %9,9 oranında Polonya’da ve %9,3 ile Avusturya’da oldu. En yüksek artış ise; %11,2 oranında İspanya’da, %9,7 oranında Çekya’da ve %5,8 oranında Slovakya’da kaydedildi.

Avrupa Birliği Bölgesi İnşaat Üretim Endeksi (27 ülke, 2021=100)



Kaynak: EUROSTAT

Euro bölgesi toplam inşaat harcamaları aralık ayında sınırlı ölçüde daralmıştır. Euro alanında ekonomik durgunluk inşaat sektörünü olumsuz etkilemeye devam etmektedir. Aralık ayında inşaat harcamaları geçen yılın aynı ayına göre %0,1 azalmıştır. Aralık ayında yapı inşaat harcamaları %0,2 küçülmüştür. Alt yapı inşaatları ve mühendislik işleri ise %2,0 büyümeye göstermiştir. Yapı inşaat harcamalarındaki zayıf eğilim genel inşaat sektörünü yıl boyunca olumsuz etkilemiştir.

Euro Bölgesi İnşaat Harcamaları Büyüme Değişim; Yüzde			
Dönem	Toplam İnşaat Sektörü	Yapı İnşaatı	Alt Yapı İnşaatı ve Mühendislik
2021 Q4	0,7	0,9	0,4
2022 Q4	0,3	0,2	1
2023 Q1	0,3	0,3	0,9
2023 Q2	0,1	-0,4	4,2
2023 Q3	0,5	0,1	3,3
2023 Q4	0,9	-1,2	3,9
2024 Q1	-0,3	-2,4	5,6
2024 Q2	-1,9	-3,8	1,2
2024 Q3	-2,2	-2,3	-1,2
2024 Ekim	-0,5r	-0,7	2,2r
2024 Kasım	1,2r	0,9r	3,6r
2024 Aralık	-0,1	-0,2	2

Kaynak: Platts-Mc Graw Hill Financial, National Association of Home Builders, COMEX

Şubat ayında ABD'nin uygulamaya başladığı ithalat vergileri emtia fiyatlarını şekillendirmiştir. ABD dolarının değer kazanması da emtia fiyatlarını genel olarak baskılamıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak inşaat malzemesi fiyatları çoğunlukla sınırlı ölçüde yükselmiştir. Zayıf talep de fiyatlar üzerinde etki yaratmaya devam etmektedir. Bakır fiyatları vergiye konu olabileceği beklentisi ile yükselmiştir. İnşaat demiri fiyatları ise aynı kalmıştır.

İnşaat Malzemesi Fiyatları			
Dönem	İnşaat Demiri Ton/ Dolar (1 Ay Vadeli)	Bakır 100 Libre/ Dolar	Düz Kereste 1000 Board Feet/Dolar
2021 Aralık	700	444,25	1.072
2022 Aralık	667	380,54	484
2023 Aralık	601	387,77	543
2024 Mart	590	401,42	586
2024 Haziran	578	433,82	454
2024 Ağustos	569	402,82	469
2024 Eylül	590	449,55	520
2024 Ekim	597	432,6	533
2024 Kasım	564	408,4	588
2024 Aralık	570	398,36	550
2025 Ocak	577	427,6	591
2025 Şubat	575	452,95	635

Kaynak: Platts-Mc Graw Hill Financial, National Association of Home Builders, COMEX

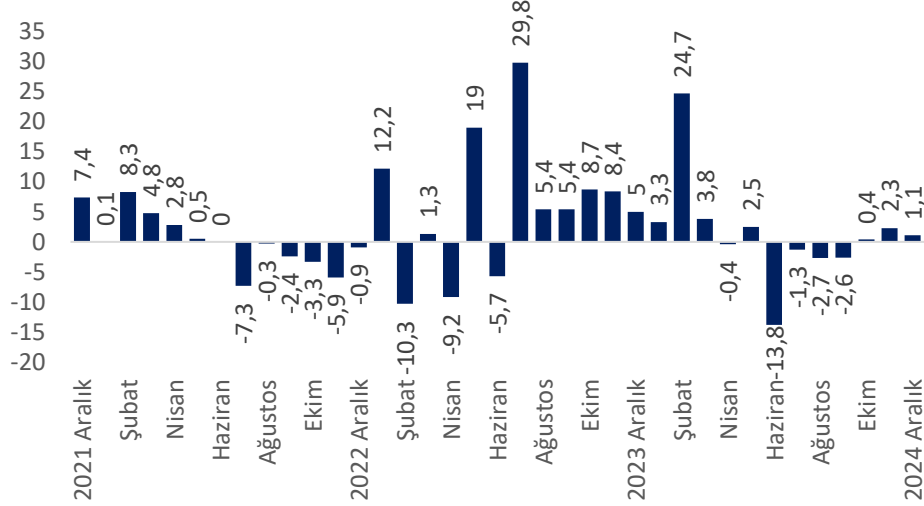
İnşaat malzemesi sanayi üretimi yılın ikinci yarısında zayıflamıştır. İnşaat malzemesi üretimi hem iç talep hem de dış talepteki gelişmelerden etkilenmektedir. 2024 yılının genelinde dış talep durağan kalmaya devam etmiştir. Bu nedenle sanayi üretimi olumsuz etkilenmiştir. İç talep ise yılın ilk çeyreğine kadar hareketli kalmış ikinci çeyreктen itibaren ise dezenflasyon politikalarının ve sıkı para politikasının etkileri ile iç talep yavaşlamaya başlamıştır. Yılın üçüncü çeyreğinde iç talep küçülmüştür. Dördüncü çeyrekte de iç talep zayıf kalmıştır.

2024 yılının üçüncü çeyreğinde çalışma gün sayıları normalleşmiştir. Siyasetin etkileri en aza inmiştir. Sıkı para ve maliye politikaları uygulaması genişletilmiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak üçüncü çeyrekte iç talep ve malzeme sanayi üretimi üzerinde sıkılaşma politikalarının açık etkileri görülmüştür. Dış talep de zayıf kalmaya devam etmiştir. Bu nedenle dış talep de üretimi destekleyememiştir. 2024 yılının üçüncü çeyreğinde inşaat malzemesi üretimi %2,2 azalmıştır.

Yılın son çeyreğinde ise inşaat malzemesi sanayisinde üretim yeniden büyümeye geçmiş, ancak büyüme %0,95 ile sınırlı kalmıştır. Yılın son çeyreğinde ihracatta sınırlı bir toparlanma görülmüştür. Yılın son üç ayında ihracat artışı üretimi desteklemiştir. İç talepte de sınırlı bir toparlanma olmuştur. Sanayi üretimi yılın son çeyreğindeki tüm aylarda pozitif olmuştur.

2024 yılında inşaat sektörü %9,3 büyümüştür. Buna karşın inşaat malzemesi sanayinde üretim artışı yıllık %1,4 olarak gerçekleşmiştir. İnşaat sektöründeki büyüme malzeme sanayisinin üretimine yansımamıştır. İnşaat sektöründeki yüksek büyümenin yarattığı iç talep büyük ölçüde stoklardan karşılanmıştır. Satış kanalları, bayiler ve üretici firmalar stoklarını kullanmıştır.

İnşaat Malzemesi Sanayi Üretim Değişim Aylık Bazda, Yüzde



Kaynak: Ekonomi ve Strateji Danışmanlık Hizmetleri Tarafından Hesaplanmıştır.

1.2.1.2 Türkiye’de İnşaat Sektörü

İnşaat sektörü, deprem bölgesinin yeniden inşası, yerel seçimler öncesi artan faaliyetler ve kentsel dönüşümün etkisi ile birlikte 2024 yılının ilk çeyreğini %11,1’lik genel ekonominin de üzerinde bir büyüme rakamı ile tamamlamıştır. Böylelikle sektör, üst üste 6 çeyrektir yakaladığı ivmeyi artırarak 2017 yılı üçüncü çeyrekte sonrakı en hızlı çeyrek dönemlik büyümesini gerçekleştirmiştir. Öte yandan gayrimenkul sektöründe büyüme %2,5 ile yavaş gerçekleşmiştir.

2024 yılı ilk çeyrek döneminde inşaat harcamaları geçen yılın aynı dönemine göre %100,9 artarak 1,32 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu yüksek büyümede enflasyon/inşaat maliyetleri artışı önemli rol oynamıştır. İnşaat harcamaları reel olarak ilk çeyrekte %9,6 oranında artmıştır.

İnşaat sektörü, deprem bölgesi dışındaki kamu yatırımlarının yavaşlayacağı sinyallerini 2023 yılı sonunda almış, yeni yıla da rotasını yurt dışına çevirerek başlamıştır. Yılın ilk yarısında depremin de etkisiyle inşaat sektöründe yaşanan büyümenin yılın geri kalanında, özellikle Mayıs ayında açıklanan Kamuda Tasarruf ve Tedbir Paketi kapsamında kamu yatırımlarının durdurulmasıyla birlikte yavaşlayacağı tahmin edilmiştir.

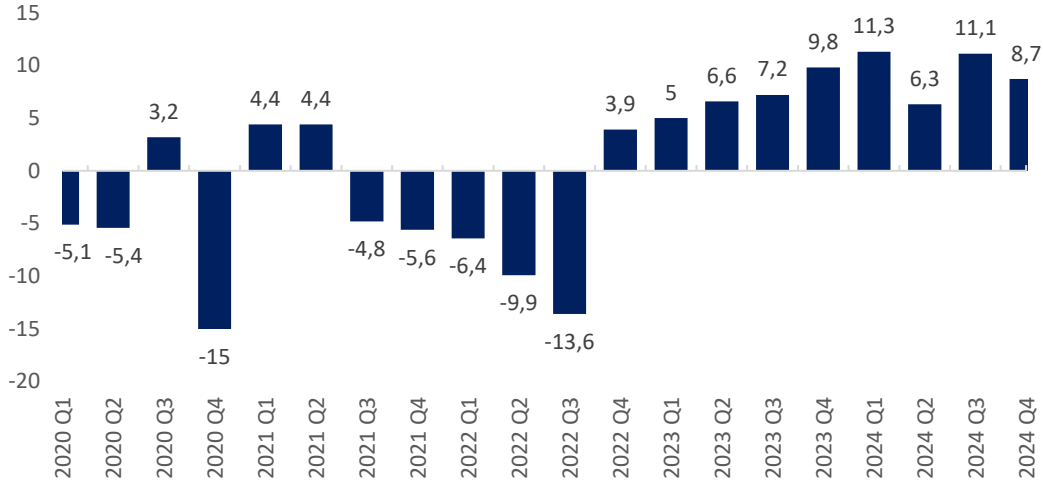
Nitekim, deprem bölgesi ile zorunlu haller dışında yeni proje yapılmayacağı ve kamu projelerinde %75’i tamamlanan projelere öncelik verileceğini belirten Kamuda Tasarruf ve Tedbir Paketi kapsamında ihalesi yapılmış veya yeni başlanmış projelerin ilerlemesinin çok yavaş olacağı öngörülmüştür. Pakette ayrıca hakediş ödemeleri konusunda da bütçeden herhangi bir aktarım olmayacağını belirtilmesi, ilerleme oranı %75’in altında olan projelerin sürdürülmesini önemli ölçüde kısıtlayacağı ve bu projeleri devam ettirmek zorunda olan müteahhitlerin şantiyeleri açık tutmak için gerekli giderlerin yarattığı ağır yükün altında ezileceği endişesini doğurmuştur. Bu nedenle, Türkiye Müteahhitler Birliği öncülüğünde sektör temsilcileri tarafından kamu projelerinde şartsız tasfiye hakkı getirilmesinin kamuya iş yapan müteahhitler için taşıdığı hayati önem tekrar dile getirilmiştir.

Sektörün yılın ilk yarısında karşılaştığı en önemli zorluklardan bir diğeri de, yükselen inşaat maliyetleri içinde en hızlı artışın yaşandığı işçilik maliyetleri ve buna paralel yaşanan kalifiye eleman sıkıntısı olmuştur. İç piyasadaki mavi yaka eleman sorununu yurt dışından eleman getirerek çözmeye çalışan sektör, özellikle deprem bölgesinde olağanüstü artış yaşayan işçilik ücretleri ile başa çıkmaya çalışmaktadır.

Yayınlanan Türkiye İMSAD aylık sektör raporuna göre, inşaat sektörü 2024 yılı dördüncü çeyrekte %8,7 büyümüştür. 2024 yılı üçüncü çeyrek inşaat sektörü büyümesi %9,2’den %11,1’e güncellenmiştir. Dördüncü

çeyrekte büyüme bir önceki çeyreğe göre yavaşlamıştır, ancak yüksek gerçekleşmiştir. Sıkılaştırma politikalarının etkisi sınırlı kalmıştır. Deprem bölgesindeki yeniden imar faaliyetleri ve yerel seçimler sonrası kentsel dönüşüm ve diğer inşaat faaliyetleri inşaat sektörünü desteklemiştir. İnşaat sektörü böylece 9 çeyrek büyüme göstermiştir.

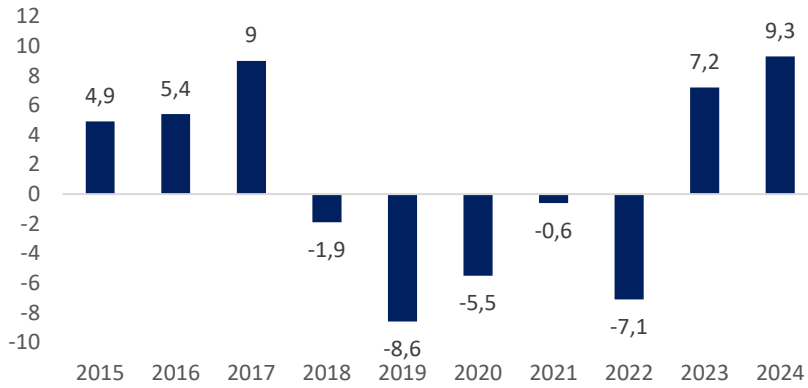
İnşaat Sektörü Büyüme; Yüzdeler Bazda



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

İnşaat sektörü 2024 yılında %9,3 büyümüştür. 2023 yılında %7,2 büyüme gösteren inşaat sektöründe büyüme 2024 yılında hızlanmıştır. İnşaat sektörü 5 yıllık daralma ardından 2 yıl üst üste yüksek büyüme göstermiştir. Özellikle deprem bölgesi inşaat faaliyetleri etkili olmuştur.

İnşaat Harcamaları; Yıllık Değişim



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

İnşaat sektörü 2024 yılının tüm çeyreklerinde ve yılın tamamında genel ekonominin üzerinde büyümüştür. 2024 yılının dördüncü çeyrek döneminde genel ekonomi %3,0, inşaat sektörü ise yüzde 8,7 büyüme göstermiştir. İnşaat sektörü özel koşulları içinde yılın tüm çeyrek dönemlerinde genel ekonominin üzerinde performans göstermiştir. Sıkılaştırma politikaları birçok sektörde yavaşlamaya neden olurken inşaat sektörü daha sınırlı etkilenmiştir. Gayrimenkul sektöründe ise büyüme yüzde 2,4 ile zayıflamıştır.

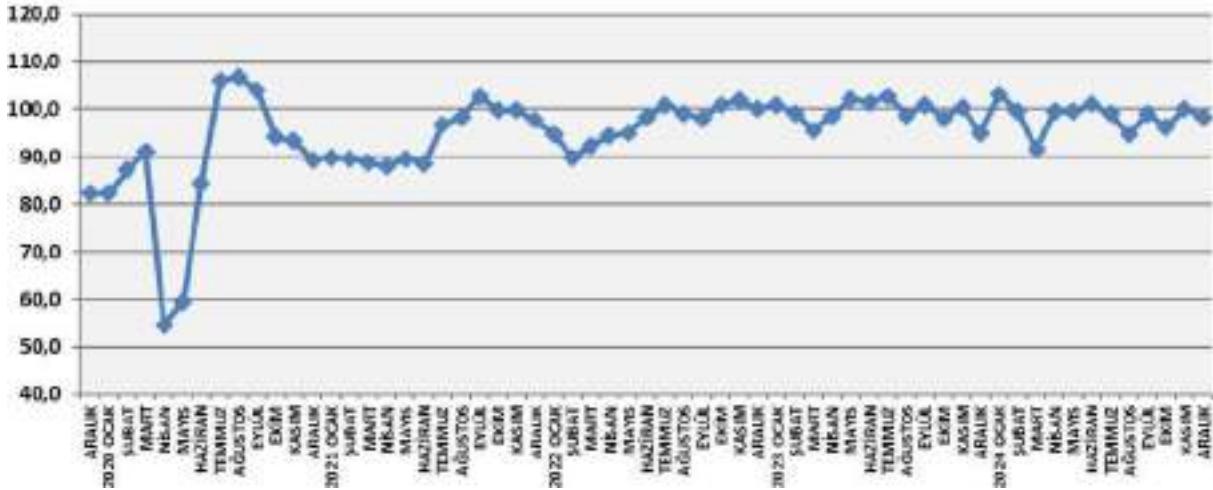
Mevcut inşaat işleri seviyesi 2023 yılı aralık ayında önemli ölçüde gerilemiştir. Mevcut inşaat işlerinde seçimler sonrası dalgalanma yaşandıktan sonra aralık ayında keskin bir düşüş gerçekleşmiştir. Aralık ayında mevcut işler seviyesi bir önceki aya göre 5,4 puan düşüş göstermiştir. Seçimler sonrası maliyetler ve fiyatlar tarafında yeni dengeler oluşmaktadır. Mevsimsellik de aralık ayındaki işlerde sınırlayıcı etki yapmıştır. Yılın son ayında mevcut işler seviyesi geçen yılın aralık ayı seviyesinin de oldukça altında kalmıştır. Yeni yılın ilk çeyrek döneminde de işlerin yavaşlaması beklenmektedir.

2024 yılının başında mevcut inşaat işleri önemli bir sıçrama göstermiş, şubat ayında gerilemişti. Mevcut inşaat işleri seviyesi mart ayında ise bir önceki aya göre 7,9 puan azalarak sert düşüş göstermiştir. Mevcut işler seviyesi 2022 şubat seviyesine gerilemiştir. Yerel seçimler öncesi mart ayında seçimler sonrasına ilişkin artan endişeler nedeniyle mevcut işlerde sert bir fren yaşanmıştır. Deprem bölgesi ve kentsel dönüşüm faaliyetleri ise işleri desteklemiştir.

Haziran ayında mevcut inşaat işleri seviyesi 1,5 puan yükselmiştir. Mevcut inşaat işleri seviyesi yerel seçimler sonrası üç ay içinde 9,5 puan ile önemli bir artış göstermiştir. Mevcut inşaat işleri ikinci çeyrekte toparlanma eğilimi içinde olmuştur. Mevcut işler seviyesinde bundan sonraki gelişmeleri mevsimsellik yanı sıra ekonomi politikası uygulamaları ile deprem bölgesi ve kentsel dönüşüm faaliyetleri belirleyecektir. Mevcut işlerde kademeli bir artış olacağı tahmin edilmektedir. Eylül ayında mevcut inşaat işleri seviyesi 4,4 puan yükselmiştir. Ağustos ayında ise inşaat işleri seviyesi 4,3 puan azalmıştı.

Aralık ayında mevcut inşaat işleri seviyesi 1,8 puan azalmıştır. Kasım ayında inşaat işleri seviyesi 4,0 puan artış göstermişti. Mevcut inşaat işleri seviyesi kasım ayındaki artış ardından aralık ayında yeniden düşmüştür. Kış aylarına girdiğimiz bu dönemde yüksek sezon da sona ermiştir. Bu yıl kış koşulları zorlu geçecektir. Mevcut işler seviyesini mevsimsellik ve beklentiler yanı sıra ekonomi politikası uygulamaları ile deprem bölgesi ve kentsel dönüşüm faaliyetleri belirlemeye devam edecektir. Mevcut işler endeksi dalgalanma içinde kalacaktır.

Şekil.2 – Son Üç Ay İnşaat Faaliyetleri Endeksi (2010=100)



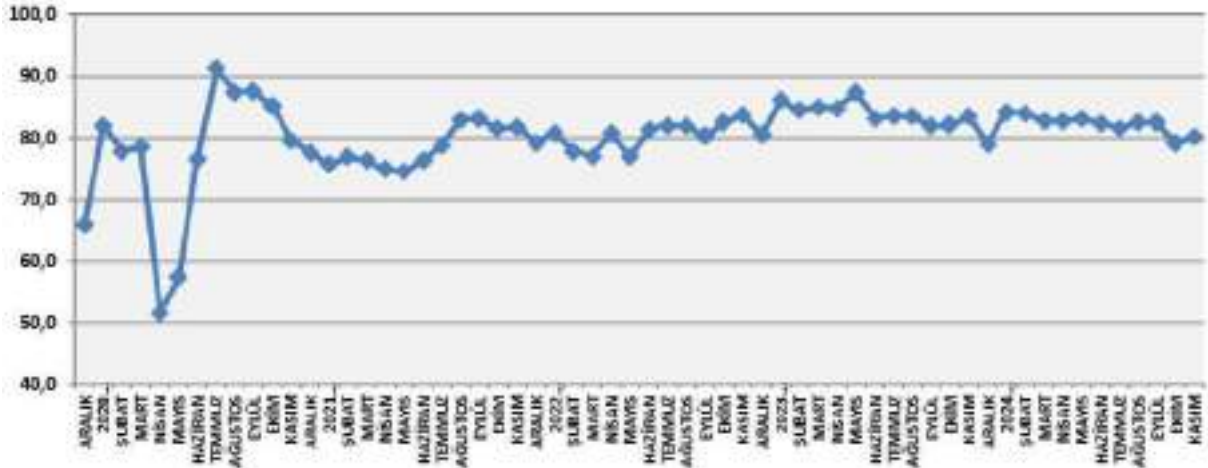
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

2023 yılında alınan yeni iş siparişleri yaz aylarındaki dalgalanma ardından ekim ve kasım aylarında yükselmişti. Aralık ayında ise sert bir düşüş yaşanmıştır. Yeni alınan inşaat siparişleri endeksi aralık ayında bir önceki aya göre 4,5 puan azalmıştır. İnşaat sektörü yeni ekonomi politikaları sonucu sektörde oluşacak yeni arz/talep dengeleri ile yeni maliyet/fiyat seviyelerini görmek istemektedir. Mevsimsellik de yeni iş siparişlerini sınırlamaktadır.

2024 yılının ilk ayında alınan yeni iş siparişlerinde önemli bir artış yaşanmış, şubat ayında ise sınırlı bir düşüş yaşanmıştı. Yeni alınan siparişler endeksi mart ayında ise bir önceki aya göre 1,3 puan azalmıştır. Buna rağmen görece yüksek seviyelerini korumuştur. Yerel seçimler öncesi alınan kentsel dönüşüm izinleri ve işleri büyümüştür. Ancak özel sektörün siparişlerinde azalma gerçekleşmiştir. Yeni iş siparişleri yerel seçimler sonrası oluşacak koşullar ile yeniden şekillenecektir. Alınan yeni iş siparişleri yerel seçimler sonrası genel olarak durağan kalmaktadır. Nisan ayında 0,1 puan ve mayıs ayında 0,3 puan artan yeni siparişler endeksi haziran ayında 0,7 puan gerilemiştir. Böylece ikinci çeyrekte yeni alınan siparişler durağan kalmıştır. Eylül ayında da yeni inşaat siparişleri endeksi çok sınırlı ölçüde gerilemiştir. Eylül ayında endeks 0,1 puan düşüş göstermiştir. Böylece sonbaharın ilk ayında da yeni alınan siparişler durağan kalmıştır.

Kasım ayında endeks 1,1 puan artış göstermişti. Böylece sonbaharın son ayında yeni alınan siparişler yılın en düşük seviyesinden geri dönmüştü. Aralık ayında ise yeni inşaat siparişleri için yeniden 0,9 puan gerilemiştir. Yeni alınan iş siparişlerinde öncelikle ekonomi politikası uygulamaları ve etkileri belirleyici olmaktadır. Yüksek sezonun bitmiş olması ile de yeni alınan iş siparişleri zayıflayacaktır. Yeni siparişlerde kalıcı toparlanmanın zaman alacağı tahmin edilmektedir.

Şekil.3– Yeni Alınan İnşaat İşleri Endeksi 2010=100

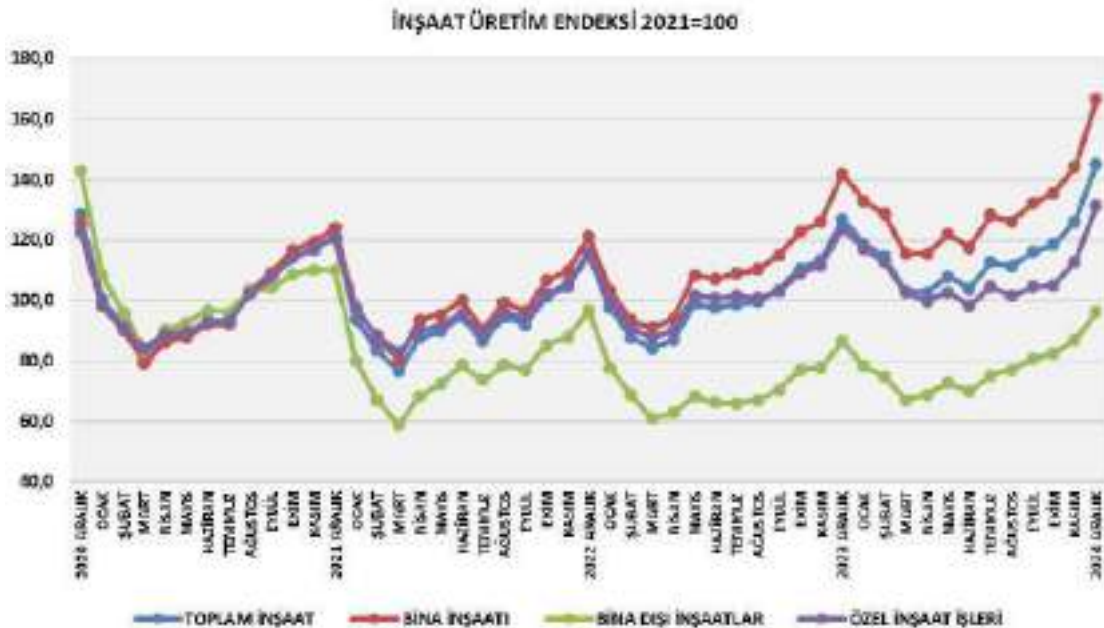


Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) inşaat sektörü ile ilgili olarak yeni bir endeksin yayınına başlamıştır. TÜİK her ay inşaat üretim endeksinin açıklayacaktır. İlk endeks Kasım 2024 sonu verileri itibarıyla yayınlanmıştır. Yeni olarak ise endeksin aralık ayı verileri açıklanmıştır.

Endeksin faaliyet kapsamı, NACE Rev.2'nin bina inşaatı (41), bina dışı yapıların inşaatı (42) ve özel inşaat faaliyetlerini (43) içermektedir. Endeks; ana faaliyeti bina inşaatı, bina dışı yapıların inşaatı ve özel inşaat faaliyetleri olan yaklaşık 260 bin firmanın referans dönem içinde faaliyet alanı için yaptıkları malzeme alımları ile çalışanlarına yaptıkları ödemeler kullanılarak hesaplanmaktadır.

Aralık ayı endeks verilerine göre toplam inşaat üretimi aralık ayında geçen yılın aralık ayına göre yüzde 14,3 artış göstermiştir. İnşaat üretimi geçen yılın aynı dönemine göre önemli bir artış göstermiştir. İnşaatın alt sektörleri (2021=100 referans yılı) incelendiğinde, 2024 yılı aralık ayında bina inşaatı sektörü endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 17,5 artmıştır. Bina dışı yapıların inşaatı sektörü endeksi yüzde 11,1 artmıştır. Özel inşaat faaliyetleri sektörü endeksi yüzde 6,2 yükselmiştir. 2024 yılında inşaat üretiminde bina inşaatları sürükleyici olmuştur. Yıllık yüzde 18,4 oranında artış gerçekleşen bina inşaatları özellikle deprem bölgesindeki konut ve konut dışı binaların inşaatlarından olumlu etkilenmiştir. Bina dışı yapılar büyük ölçüde alt yapı inşaatlarından oluşmaktadır. 2024 yılında bina dışı yapılar inşaatları da reel olarak yüzde 8,5 büyümeye göstermiştir. Merkezi hükümet ile yerel yönetimlerin alt yapı yatırımları belirleyici olmaktadır. İnşaat üretiminin 2024 yılının son aylarında hızlandığı da görülmektedir. İnşaat üretimindeki bu performans 2025 yılına da sarkacaktır. Ancak zorlu kış aylarında mevsimsellik etkisi yaşanacaktır.



İnşaat malzemesi sanayi üretimi 2024 Aralık ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %1,1 artmıştır. Yılın ilk çeyrek döneminde üretim geçen yılın ilk çeyrek dönemine göre %10,9 yükselmişti. İkinci çeyrekte üretim %3,9 azalmıştı. Üretimdeki gerileme üçüncü çeyrekte de sürmüş ve üçüncü çeyrekte %2,2 azalmıştı. Son çeyrekte ise üretim %1,0 artmıştır.

2024 yılının aralık ayında alt sektörlerin birçoğunda üretim azalmıştır. 2024 yılı genelinde ise 11 alt sektörde üretim 2023 yılına göre artarken, 11 alt sektörde üretim azalmıştır.

Bazı alt sektörlerde görece yüksek üretim artışları olmuştur. 2024 yılında inşaat camları üretimi %13,0 ve demir çelik inşaat ürünleri üretimi %12,4 artmıştır. Hazır beton üretimi yüzde 7,5, ahşap inşaat malzemeleri üretimi yüzde 4,5 ve tuğla kiremit üretimi %3,5 büyümüştür.

2024 yılında bazı alt sektörlerde ise üretim yüksek düşüş göstermiştir. Seramik ürünlerinde yüksek üretim düşüş 2024 yılında da sürmüştür. 2024 yılında seramik kaplama malzemeleri üretimi %22,1 ve seramik sağlık gereçleri üretimi %25,6 azalmıştır.

Metal yapı ve yapı parçaları üretimi %13,1, demir çelik radyatör üretimi %21,0 ve birleştirilmiş parke yer döşemeleri üretimi %13,9 azalmıştır.

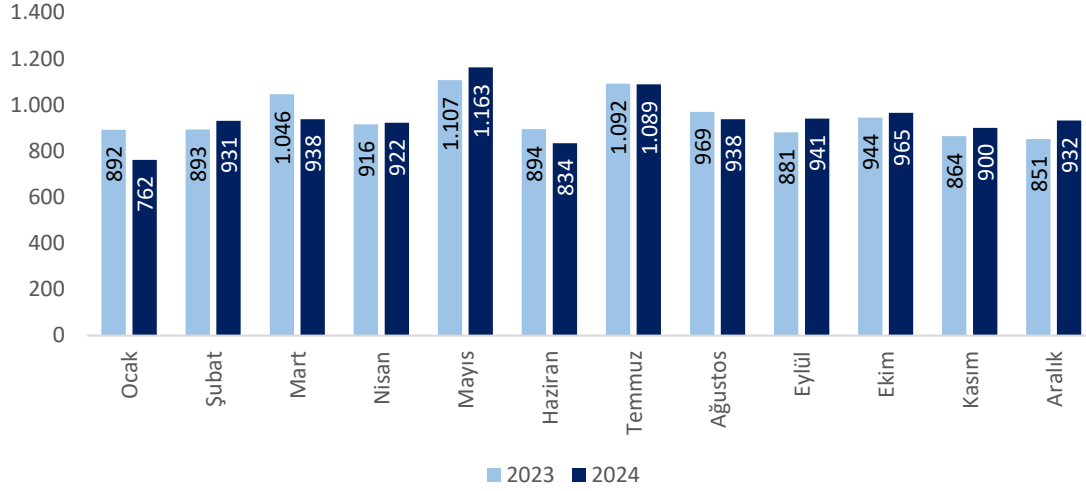
2023 yılında alt sektörlerde farklı üretim eğilimleri ortaya çıkmıştı. 2024 yılında da benzer eğilim devam etmiştir.

Sanayi Üretimi Büyüme, Yüzdelik		
Sektörler	2024 Aralık	2024 Ocak-Aralık
İnşaat Camları	11	13
Demir Çelik İnşaat Ürünleri	7,2	12,4
Hazır Beton	0,3	7,5
Ahşap İnşaat Malzemeleri	21,3	4,5
Plastik İnşaat Malzemesi	17,7	3,8
Tuğla ve Kiremit	3,4	3,5
Yalıtımlı Kablolar	7,1	2,5
Çimento	11	2,4
Demir Çelik Çubuk Profil	10,8	2,1
Mermer ve Granit	9,7	2
Metalden Kapı ve Pencere	18,8	1,2
Elektrikli Aydınlatma Ekipmanları	3,6	-1,7
İnşaat Amaçlı Beton Ürünleri	3,3	-2,3
Isıtma Soğutma ve Havalandırma Donanımları	9,6	-4,2
Kilit ve Donanım Eşyası	15,7	-6,4
Armatür, Musluk Valf/Vana	6	-6,8
İnşaat Boya ve Vernikleri	7,2	-9,8
Metal Yapı ve Yapı Parçaları	3,8	-13,1
Birleştirilmiş Parke Yer Döşemeleri	5,5	-13,9
Demir Çelik Radyatör	0,1	-21
Seramik Kaplama Malzemeleri	3,5	-22,1
Seramik Sağlık Gereçleri	19,4	-25,6
Toplam İnşaat Malzemesi	1,1	1,4

Kaynak: TÜİK

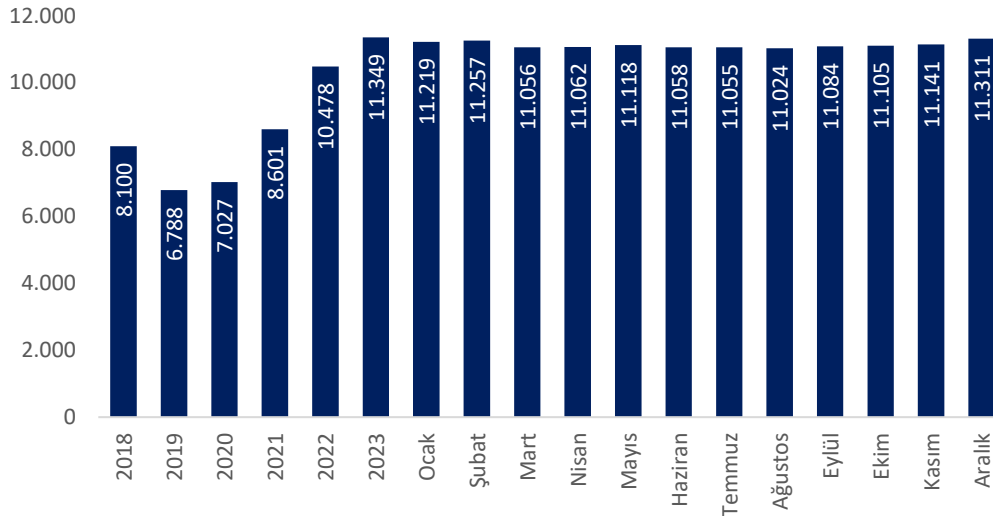
İnşaat malzemesi ithalatı 2024 yılı aralık ayında geçen yılın aynı ayına göre %9,5 artarak 932 milyon dolar olmuştur. İthalat önceki kasım ayının da üzerindedir. Yılın son dört ayında inşaat malzemesi ithalatı geçen yılın üzerinde gerçekleşmiştir. Sıkı para politikası ve sıkılaştırma önlemlerine rağmen ithalat da sınırlı da olsa artış görülmektedir. Türk lirasının değer kazanması ithalatı özendirmektedir. İthalat yılı görece yüksek kapatmıştır.

İnşaat Malzemesi İthalatı (Aylık – Milyon Dolar)



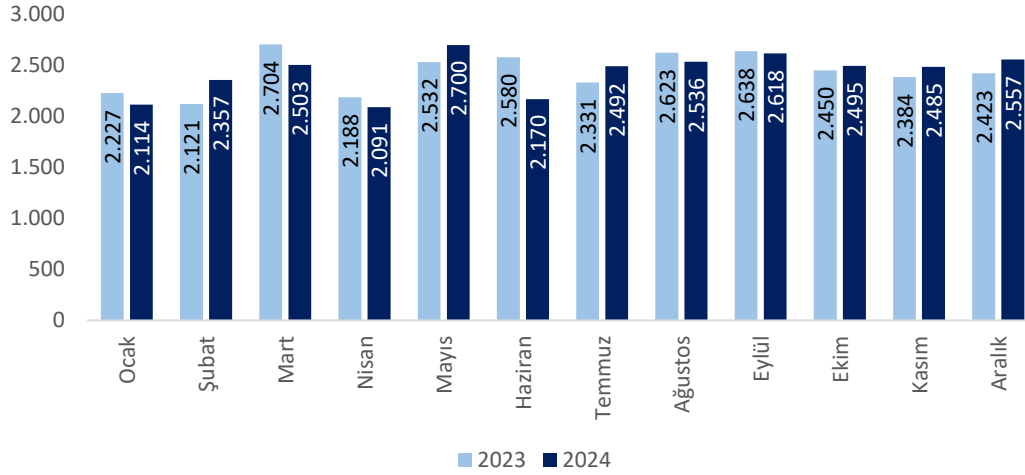
İnşaat malzemesi ithalatı 2024 yılında %0,3 azalarak 11,31 milyar dolar olmuştur. Yıllık ithalat ocak-mart döneminde gerilemiştir. Nisan ve mayıs aylarındaki artışın ardından yıllık ithalat haziran ve temmuz aylarında düşüş göstermiştir. Eylül ayından itibaren ise yıllık ithalat sınırlı ölçüde artış göstermiştir. Böylece yıl genelinde toplam ithalat geçen yıla çok yakın seviyede gerçekleşmiştir.

İnşaat Malzemesi İthalatı (Yıllık – Milyon Dolar)



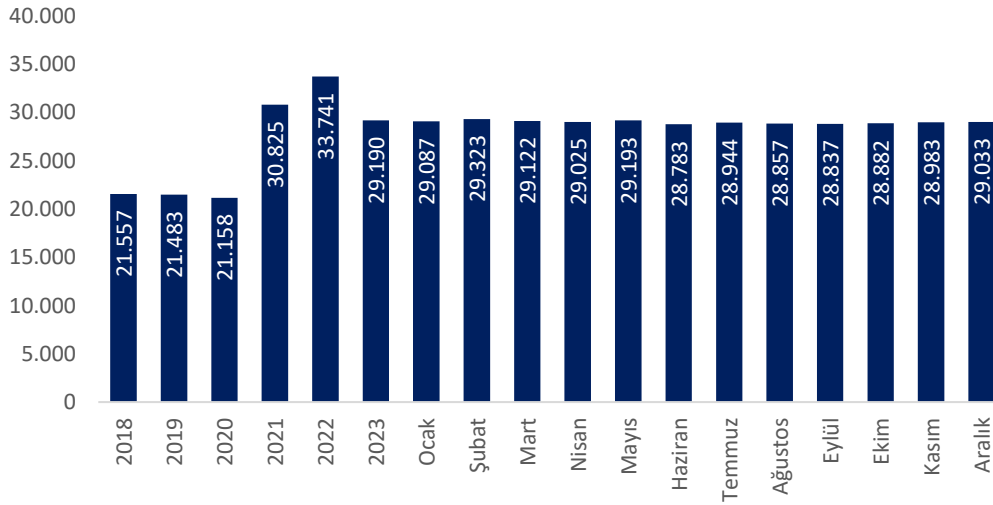
2024 yılı aralık ayında inşaat malzemesi ihracatı geçen yılın aralık ayına göre %5,6 artmıştır. Kasım ayındaki artışın ardından aralık ayında ihracat artışa devam etmiştir. İhracat 2,557 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. İhracat bir önceki kasım ayı ihracatının da üzerinde gerçekleşmiştir. Aralık ayında ihracat pazarlarındaki durgunluk sürmüştür. Emtia ve metal fiyatları aralık ayında zayıf kalmıştır. Türk lirası aralık ayında değer kazanmıştır. Buna rağmen inşaat malzemesi sanayi ihracatı son üç ayı artış ile geçirmiştir.

İnşaat Malzemesi İhracatı (Aylık – Milyon Dolar)



İnşaat malzemesi ihracatı 2024 yılında yüzde 0,5 düşerek 29,03 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. İhracat pazarlarındaki durgunluk 2024 yılının genelinde devam etmiştir. İkinci çeyrekte nisan ve haziran aylarında çalışma gün sayılarının azalması ihracatı olumsuz etkilemiştir. Türk lirasında yıl genelinde yaşanan değerlenme ihracatı olumsuz etkilemektedir. İhracat temmuz ayında toparlandıktan sonra ağustos ve eylül aylarında yeniden düşüş göstermiştir. Yılın son üç ayında ise artışlar olmuştur. Yıllık ihracat durağan kalmıştır.

İnşaat Malzemesi İhracatı (Yıllık – Milyon Dolar)



1.2.2. Türkiye’de Konut Sektörü**Konut Satışları**

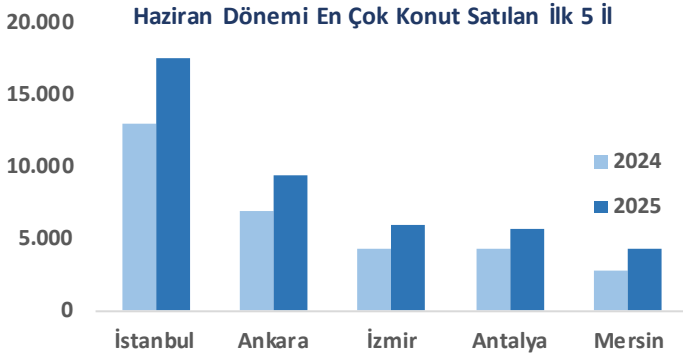
Türkiye İstatistik Kurumu’nun (TÜİK) her ay yayımladığı Konut İstatistikleri verilerine göre Türkiye genelinde 2025 Haziran ayında, geçtiğimiz yılın aynı ayına göre %35,8 artışla, bir önceki aya göre ise %17,2 düşüşle 107.723 adet konut satıldı.

TL’de yaşanan değer kaybıyla beraber enflasyondaki artış hane halkının konutu ihtiyaç olmasının yanında bir yatırım ve paranın değerini koruma amacı olarak görmesine neden oldu. Bu durum konuta olan talebin yüksek seyretmesinin temel sebebi olarak ön plana çıktı.

2025 Haziran ayında, İstanbul’da 17.656 adet konut satışı gerçekleşirken toplam satışlar içindeki payı %16,4 oldu. Ankara %8,8’lik payla ikinci, İzmir %5,6’lık payla üçüncü sırada yer aldı. İlk 3 il, ülkedeki toplam konut satışlarının %31’ine ev sahipliği yapıyor.

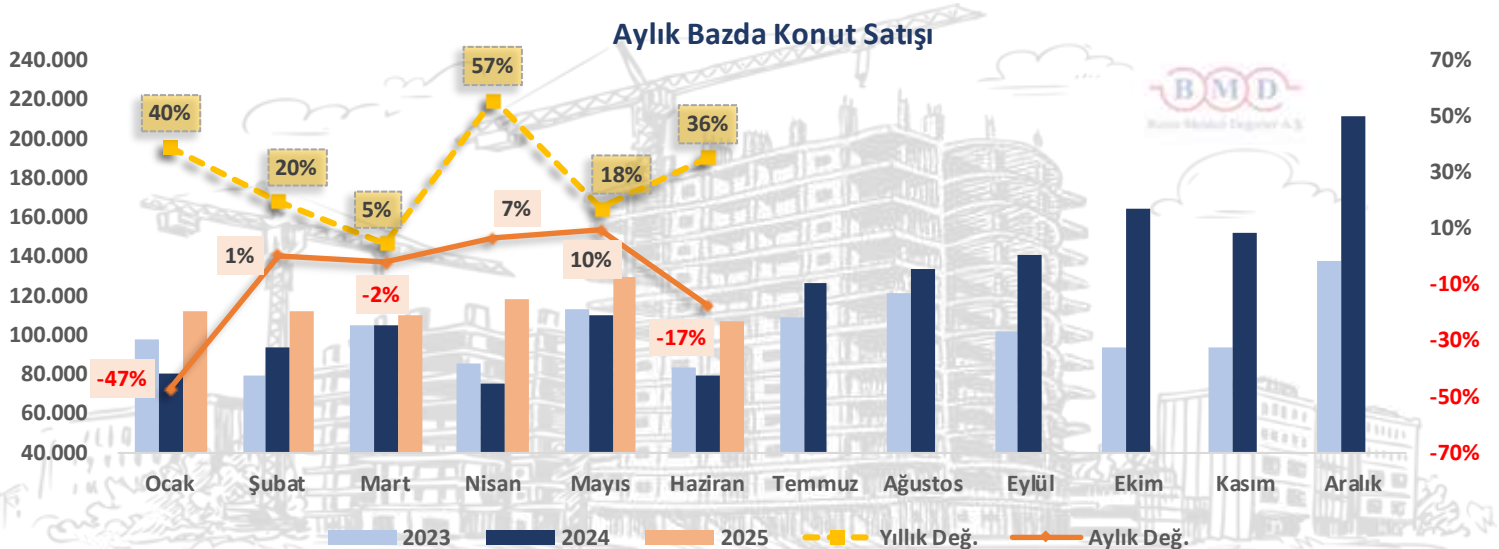
En az konutun satıldığı il 38 konut ile Ardahan oldu.

Konut Satışları, Adet				
Aylar	2024	2025	Yıllık Değ.	Aylık Değ.
Ocak	80.308	112.173	%39,7	-%47,2
Şubat	93.902	112.818	%20,1	%0,6
Mart	105.394	110.795	%5,1	-%1,8
Nisan	75.569	118.359	%56,6	%6,8
Mayıs	110.588	130.025	%17,6	%9,9
Haziran	79.313	107.723	%35,8	-%17,2
Temmuz	127.088			
Ağustos	134.155			
Eylül	140.919			
Ekim	165.138			
Kasım	153.014			
Aralık	212.637			
Ortalama	123.169	115.316		
Toplam	1.478.025	691.893	%26,9	



2025 Haziran Dönemi En Çok Konut Satılan İlk 5 İl					
Şehir	2024	Pay	2025	Pay	Yıl. Değ.
İstanbul	13.025	%16,4	17.656	%16,4	%35,6
Ankara	6.866	%8,7	9.428	%8,8	%37,3
İzmir	4.361	%5,5	5.987	%5,6	%37,3
Antalya	4.340	%5,5	5.662	%5,3	%30,5
Mersin	2.771	%3,5	4.310	%4,0	%55,5
Türkiye	79.313		107.723		%35,8

Kaynak: TÜİK



Satış Şekillerine Göre Konut Satışları**İpotekli & Diğer Konut Satışları**

İpotekli konut satışları 2025 Haziran ayında 14.484 adet gerçekleşerek geçtiğimiz yılın aynı ayına göre %113 artış, bir önceki aya göre %25 düşüş gösterdi.

İpotekli satışların toplam satışlar içindeki payı %13 olarak gerçekleşti.

Diğer konut satışları 2025 Haziran ayında 93.239 adet gerçekleşerek geçtiğimiz yılın aynı ayına göre %29 artış, bir önceki aya göre %16 düşüş gösterdi.

Diğer konut satışlarının toplam satışlar içindeki payı %87 olarak gerçekleşti.

Satış Şekline Göre Aylık Konut Satışı								
Adet	İpotekli Satış				Diğer Satış			
Aylar	2024	2025	Yıllık Değ.	Aylık Değ.	2024	2025	Yıllık Değ.	Aylık Değ.
Ocak	5.915	16.726	%182,8	-%28,1	74.393	95.447	%28,3	-%49,6
Şubat	8.827	16.778	%90,1	%0,3	85.075	96.040	%12,9	%0,6
Mart	12.880	18.225	%41,5	%8,6	92.514	92.570	%0,1	-%3,6
Nisan	7.071	17.465	%147,0	-%4,2	68.498	100.894	%47,3	%9,0
Mayıs	9.909	19.412	%95,9	%11,1	100.679	110.613	%9,9	%9,6
Haziran	6.813	14.484	%112,6	-%25,4	72.500	93.239	%28,6	-%15,7
Temmuz	11.496				115.592			
Ağustos	13.574				120.581			
Eylül	15.825				125.094			
Ekim	21.095				144.043			
Kasım	21.804				131.210			
Aralık	23.277				189.360			
Toplam	158.486	103.090	%100,5		1.319.539	588.803	%19,3	

Sıfır & İkinci El Konut Satışları

Haziran ayında Türkiye genelinde 33.569 adet konut ilk defa satıldı. Geçtiğimiz yılın aynı ayına göre %32 artış, bir önceki aya göre %15 düşüş gösterdi.

Toplam satılan konutlar arasında ilk kez satılan konutların payı %31 oldu.

İkinci el konut satışları Haziran ayında 74.154 adet gerçekleşerek geçtiğimiz yılın aynı ayına göre %38 artış, bir önceki aya kıyasla %18 düşüş gösterdi.

Toplam satılan konutlar arasında ikinci el konutların payı %69 oldu.

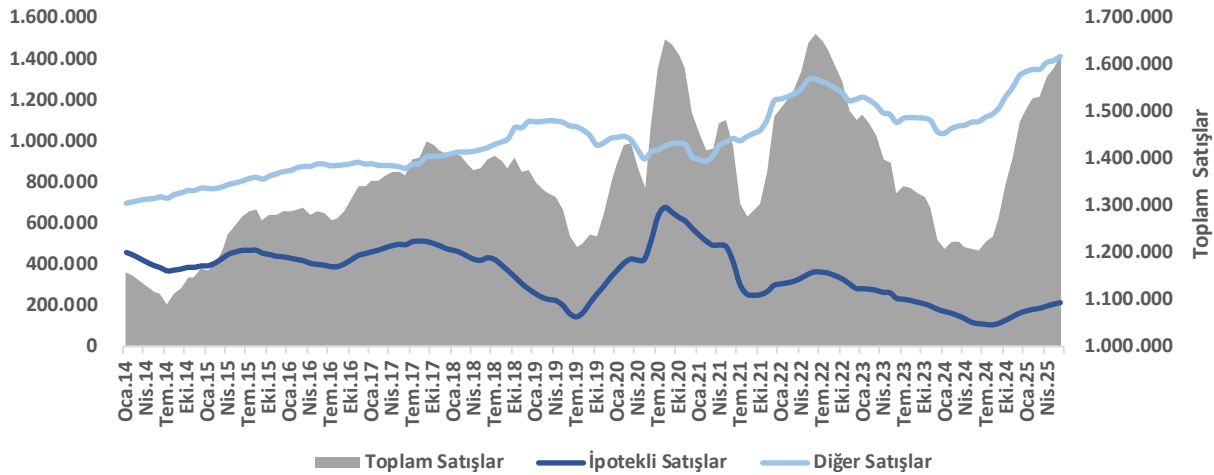
Sıfır & İkinci El Aylık Konut Satışı								
Adet	İlk Satış				İkinci El Satış			
Aylar	2024	2025	Yıllık Değ.	Aylık Değ.	2024	2025	Yıllık Değ.	Aylık Değ.
Ocak	25.263	32.785	%29,8	-%57,2	55.045	79.388	%44,2	-%41,6
Şubat	28.594	33.784	%18,2	%3,0	65.308	79.034	%21,0	-%0,4
Mart	34.399	33.307	-%3,2	-%1,4	70.995	77.488	%9,1	-%2,0
Nisan	24.085	34.633	%43,8	%4,0	51.484	83.726	%62,6	%8,1
Mayıs	35.558	39.546	%11,2	%14,2	75.030	90.479	%20,6	%8,1
Haziran	25.425	33.569	%32,0	-%15,1	53.888	74.154	%37,6	-%18,0
Temmuz	40.784				86.304			
Ağustos	41.913				92.242			
Eylül	44.858				96.061			
Ekim	57.679				107.459			
Kasım	49.274				103.740			
Aralık	76.629				136.008			
Toplam	484.461	207.624	%19,8		993.564	484.269	%30,3	

2014 yılından itibaren ipotekli konut satışlarının son 12 aylık toplamı incelendiğinde ipotekli satışlarda 2017'nin 2. Çeyreğinden 2019'un 2. Çeyreğine kadar azalma trendinde olduğu görülmektedir. Yıl içindeki kur hareketliliği, maliyetlerde olan yükselme, konut kredi faizlerinin yüksek seyretmesi ve tüketici güvenindeki düşüş nedeniyle ipotekli konut satışları 2019 yılında büyük düşüş sergilemiştir. TCMB'nin faizleri tekrar artırma kararıyla birlikte ipotekli konut satışlarında düşüşler meydana gelmiştir.

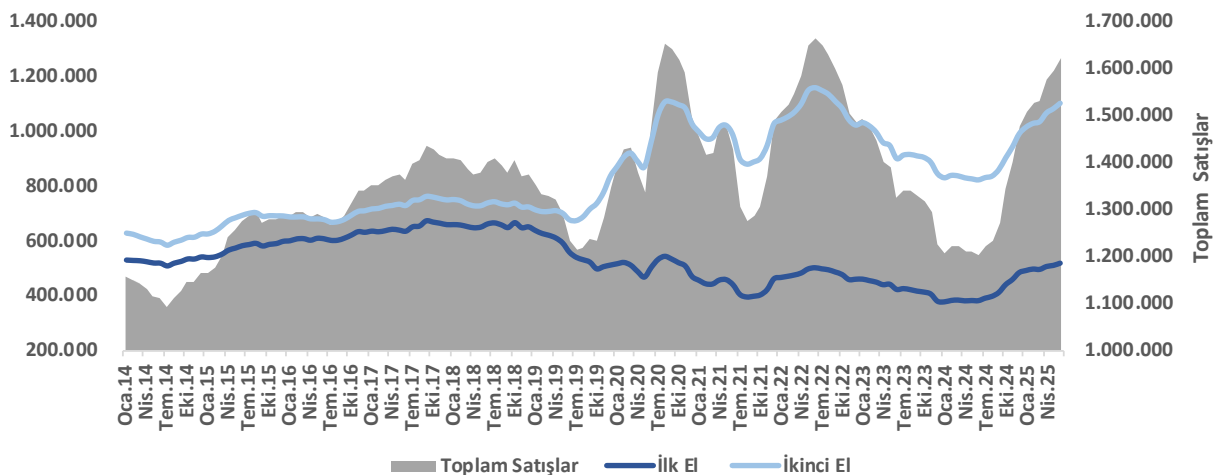
2017 yılının 3. Çeyreğine kadar olan toplam konut satışlarında artış trendi görülürken bu noktadan itibaren trendde kırılma meydana gelmiştir. Uzun zamandan sonra 2017 yılında enflasyonun çift hanelere çıkması ve bu şekilde devam etmesi, takip eden yıllarda gelişen siyasi, politik ve ekonomik gelişmeler akabinde kur ve faiz hareketleri ile düşüş trendi devam ederken pandemi sürecinde sert darbe alan konut sektörü, pandemi öncesindeki seviyeleri gördü.

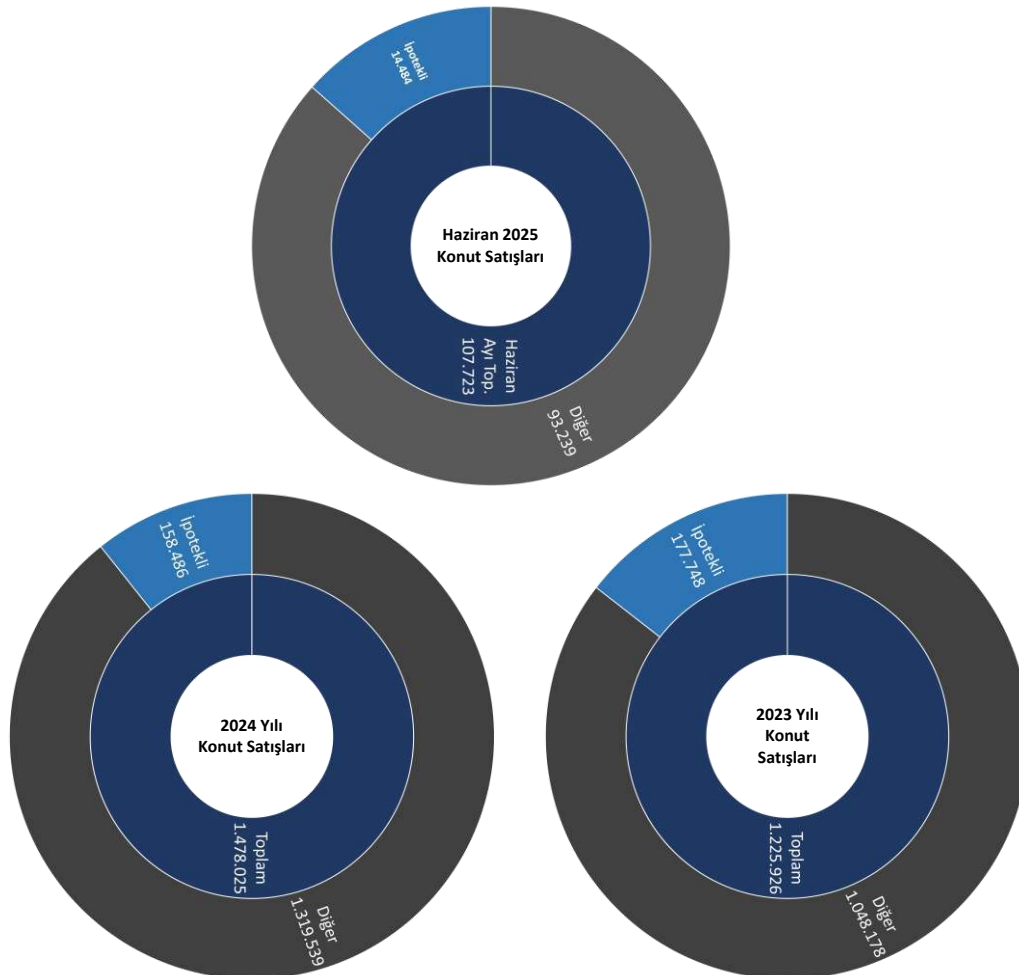
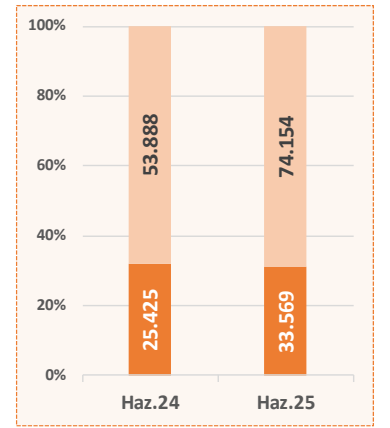
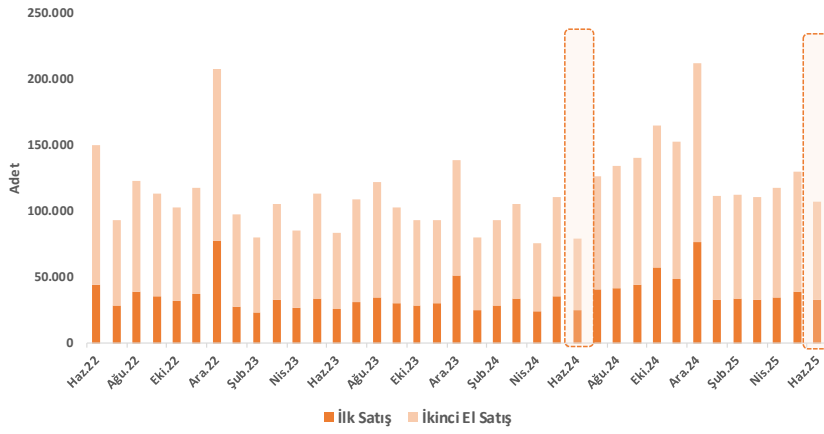
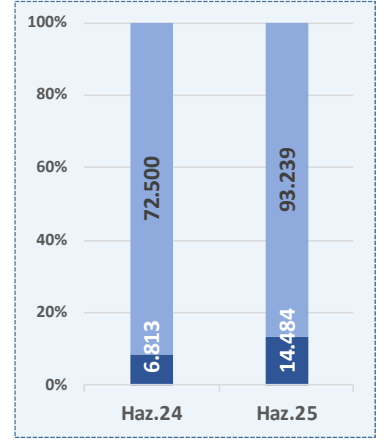
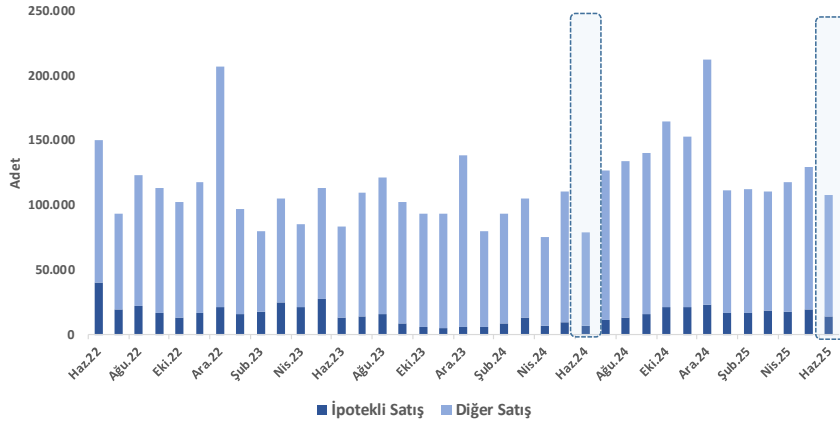
2018 ve 2019 yılına kıyasla konut kredi faizlerinin daha düşük olması, 2020 yılında ipotekli konut satışlarında büyük artışların temel nedeni oldu. Kamu bankalarının 2019 Ağustos ayında konut faizlerini düşürmesi sonucunda ipotekli konut satışlarında canlanma başladı. 2018 yılının aynı aylarına kıyasla ipotekli ilk el konut satışları 2019 yılı Temmuz ayından sonra yüksek oranda büyüme kaydetti. İlk el konut satışlarında yaşanan toparlanma, konut arz fazlalığından kaynaklanan konut stokunun erimeye başladığına veya stok artış hızının yavaşladığına işaret etmektedir. Konut talebi ile arzı arasındaki makasın daralmasının devamı halinde inşaat sektörünün tekrar istenilen hareketliliğe ulaşacağı tahmin edilirken Covid-19 salgını beklenmeyen bir etki yarattı. Piyasada belirsizliğin ve salgın riskinin artması paralelinde pandemi sürecinde konut satışlarında düşüşler meydana gelmişti ancak 2020 Haziran ayında kamunun konut talebinin artması için attığı adımların da etkisiyle 2020 Temmuz ayında tüm zamanların rekor konut satışı gerçekleşmiştir. 2021 ve 2022 yıllarında yüksek enflasyon ve döviz kurlarında yaşanan sert artışın konut maliyetlerini artırması sonrası konut fiyatlarının yükseleceği beklentisi konut talebini artırmıştır. 2023 yılında konut fiyatlarındaki yüksek seviyeler, krediye erişimin zorlaşması ve konut kiralılarının %25 artışla sınırlandırılması kararı konut satışlarının azalmasına sebep olmuştur.

Son 12 Aylık İpotekli ve Diğer Konut Satışları



Son 12 Aylık İlk Satış ve İkinci El Konut Satışları





Konut Fiyat Endeksi

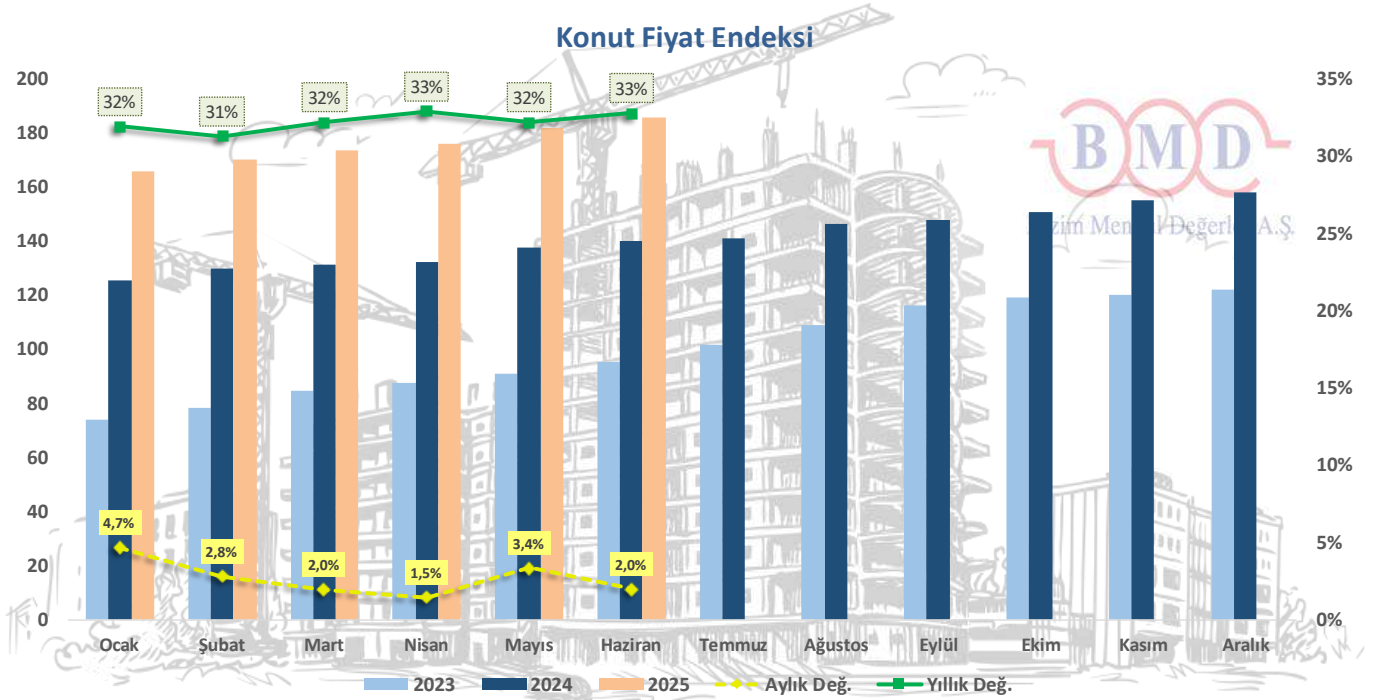
Konut Fiyat Endeksi (KFE), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın aylık olarak yayımladığı, Türkiye'deki konutların gözlemlenebilen özelliklerinin zaman içinde kontrol edilerek, kalite etkisinden arındırılmış fiyat değişimlerini izlemek amacıyla hesaplanan bir endekstir. KFE, 2025 Haziran ayında bir önceki aya göre %2,0 artarken, önceki yılın aynı ayına göre %32,8 artış göstererek 185,98 seviyesinde gerçekleşti. (Baz yıl 2023=100)

Konut, yatırımcısına 2025 yılı Haziran ayı itibarıyla %17,9 getiri sağladı. BİST100 Endeksi yatırımcısına %1,2 kazandırırken, TL mevduat %29,5 getiri sağladı.

Kur ve enflasyonun genel fiyatlar üzerinde yarattığı baskı, konut sektöründe de hissediliyor. İnşaat maliyetlerindeki yükseliş, talep kanadındaki oynaklıklar konut fiyatlarında yukarı yönlü ivmelenme yaratmaya devam ediyor.

Konut Fiyat Endeksi						
	2023	2024	2025	24/23 Değ.	Yıllık Değ.	Aylık Değ.
Ocak	73,88	125,71	165,88	70,2%	32,0%	4,7%
Şubat	78,40	129,87	170,55	65,7%	31,3%	2,8%
Mart	84,68	131,49	173,88	55,3%	32,2%	2,0%
Nisan	87,55	132,70	176,41	51,6%	32,9%	1,5%
Mayıs	91,12	137,90	182,33	51,3%	32,2%	3,4%
Haziran	95,66	140,03	185,98	46,4%	32,8%	2,0%
Temmuz	101,87	141,33		38,7%		
Ağustos	108,97	146,50		34,4%		
Eylül	116,18	148,01		27,4%		
Ekim	119,18	151,08		26,8%		
Kasım	120,07	155,38		29,4%		
Aralık	122,43	158,46		29,4%		

Kaynak: TCMB



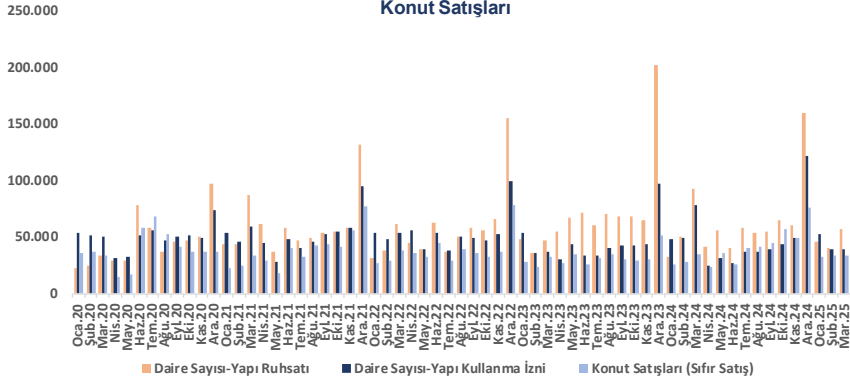
2025 yılı Haziran ayında KFE, Türkiye genelinde yıllık %32,8 artış göstererek 185,98 seviyesinde gerçekleşti. 3 büyük ildeki görünüme bakacak olursak İstanbul'da önceki yılın aynı ayına göre %32,7 artışla 173,2, Ankara'da %42,1 artışla 203,6, İzmir'de %31,8 artışla 183,3 seviyelerinde gerçekleşti.

Yapım yılı son iki yıl olan konutlar için hesaplanan Yeni Konutlar Fiyat Endeksi (YKFE) ise Türkiye genelinde, önceki yılın aynı ayına göre %32,4 artışla 186,0 seviyesinde gerçekleşti.

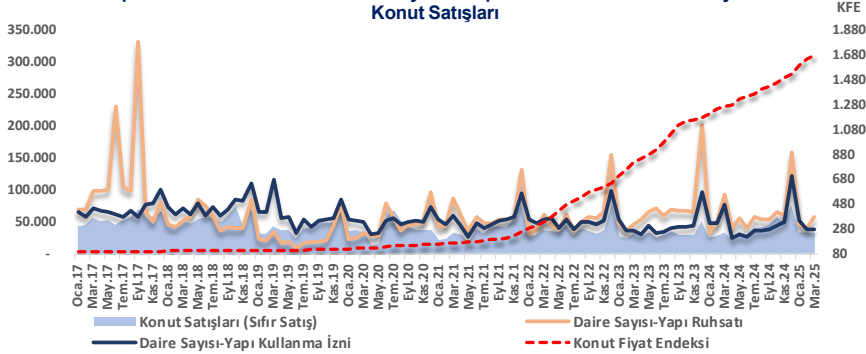
Yapım yılı son iki yılı aşan konutlar için hesaplanan Yeni Olmayan Konutlar Fiyat Endeksi (YOKFE) ise Türkiye genelinde %33,0 artışla 185,5 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Türkiye genelinde Birim Konut Fiyatları, 2025 yılının ikinci çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre %22,5 artışla m2 başına 39.738 TL olarak hesaplandı. İstanbul, Ankara ve İzmir'de sırasıyla 63.279 TL, 35.674 TL ve 43.963 TL olarak gerçekleşmiştir.

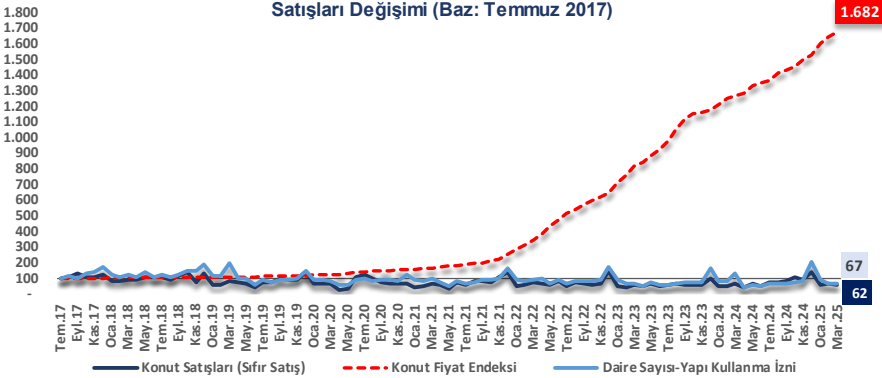
Yapı Kullanma İznine Göre Daire Sayısı & Yapı Ruhsatına Göre Daire Sayısı & Konut Satışları



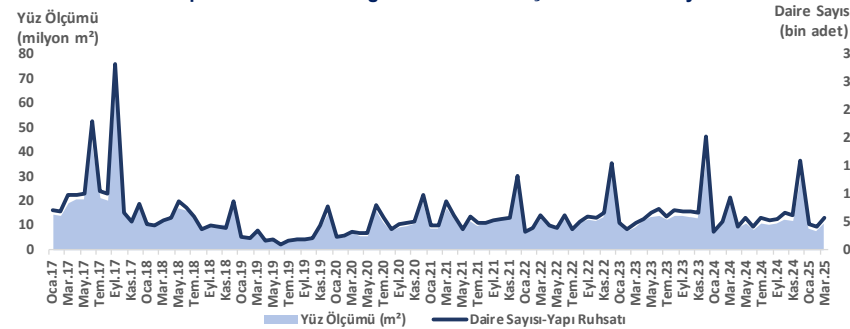
Yapı Kullanma İznine Göre Daire Sayısı & Yapı Ruhsatına Göre Daire Sayısı & Konut Satışları



Yapı Kullanma İznine Göre Daire Sayısı & Konut Fiyat Endeksi & Konut Satışları Değişimi (Baz: Temmuz 2017)



Yapı Kullanma İzin Belgesine Göre Yüzölçümü ve Daire Sayısı



Yapı İzin İstatistikleri

TÜİK'in çeyreklik dönemlerle yayımladığı Yapı İstatistiklerine göre belediyeler tarafından verilen yapı ruhsatları¹ verilen yapıların 2025 yılının birinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre bina sayısı 21,3%, yüzölçümü 24,7% ve daire sayısı 18,7% azaldı.

2025 yılı birinci çeyreğinde yapı ruhsatı verilen bina sayısı 22.502 adet, daire sayısı ise 143.626 adet ve yüz ölçümü 26.983.283 m² olarak gerçekleşmiştir.

Belediyeler tarafından verilen yapı kullanma izin belgelerinin² 2025 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre bina sayısı 28,0%, daire sayısı 25,8% ve yüzölçümü 31,0% azaldı.

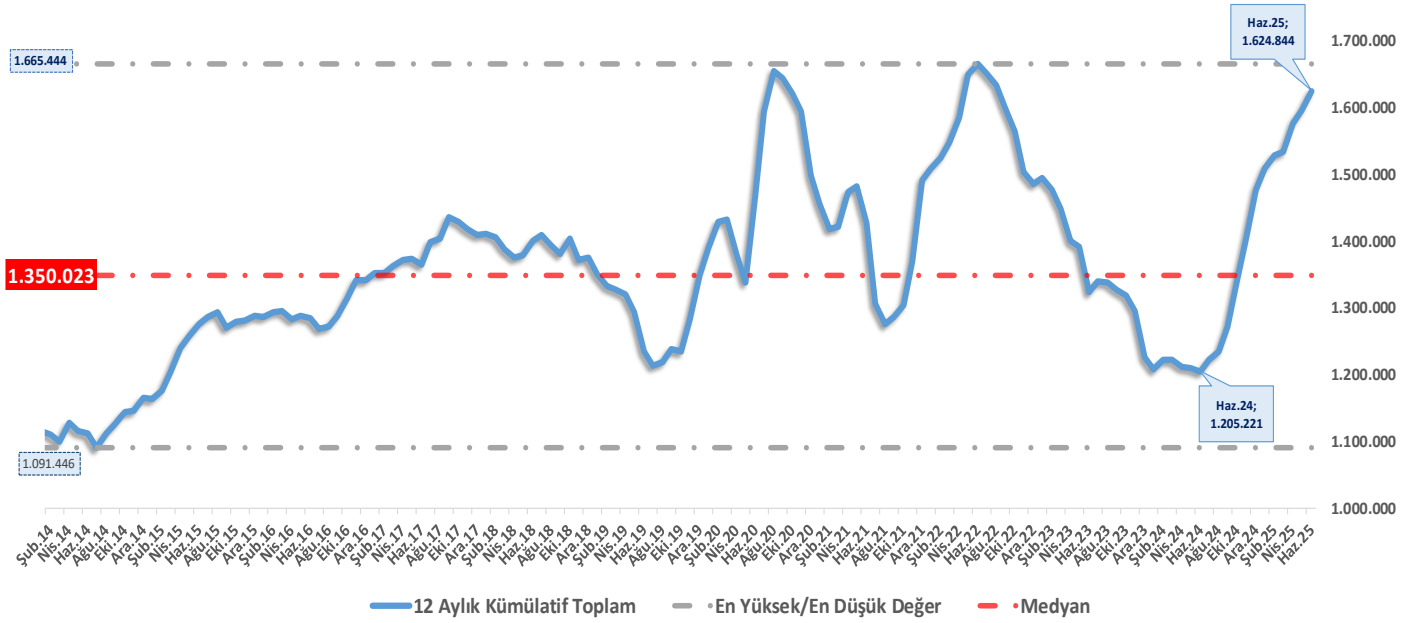
2025 yılının ilk çeyreğinde yapı kullanma izin belgesi verilen bina sayısı 20.614 adet, daire sayısı 130.143 ve yüz ölçümü 25.195.051 m² olarak gerçekleşmiştir.

Bahsi geçen dönemde, yapı kullanma izni verilen daire sayısı, bir önceki yıla göre 25,8% azalırken, konut satışları aynı dönemde 13,2% artmıştır. Yapı ruhsatı verilen daire sayısı ise 18,7% azalış göstermiştir.

Konut Fiyat Endeksi ile sıfır konut satışları ve yapı kullanma iznine göre daire sayısındaki değişim, baz yıl Temmuz 2017 olarak alınarak hesaplama yaptığımızda KFE 1.682, sıfır konut satışları 62, yapı kullanma izni verilen daire sayısı ise 67 olarak gerçekleşmiştir.

(1) **Yapı Ruhsatı:** 3194 Sayılı İmar Kanunu gereğince, yapımına başlanacak yapılar için belediye sınırları içinde belediyelerce, belediye sınırları dışında İl Özel İdaresi, organize sanayi bölgelerinde organize sanayi bölge müdürlükleri, serbest bölgelerde ise serbest bölge müdürlükleri tarafından verilmesi zorunlu bir belgedir.

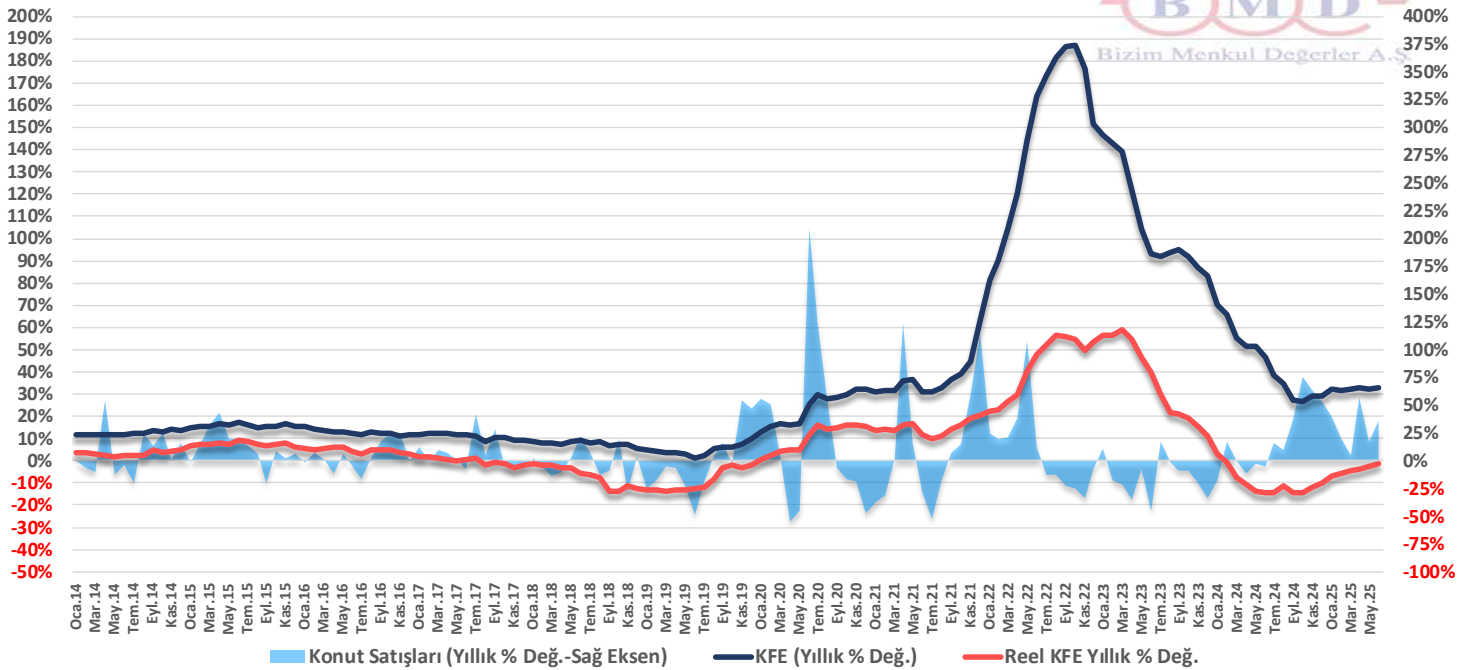
(2) **Yapı Kullanma İzin Belgesi:** Yapı Kullanma İzin Belgesi, 3194 Sayılı İmar Kanunu gereğince tamamen veya kısmen biten yapılar için belediye sınırları içinde belediyelerce, belediye sınırları dışında İl Özel İdaresi, organize sanayi bölgelerinde organize sanayi bölge müdürlükleri, serbest bölgelerde ise serbest bölge müdürlükleri tarafından verilmesi zorunlu bir belgedir.



12 aylık periyotta kümülatif satılan konut satışları grafiğine baktığımızda 2014'ten cari döneme kadar, 1.665.444 adet ile en yüksek seviye 2022 Haziran tarihinde gerçekleşmiş olup en düşük seviye ise 1.091.446 adet ile 2014 Temmuz tarihinde gerçekleşmiştir. 2019'un 2. çeyreğinde yakalanan yükseliş trendi, Covid-19 salgını nedeniyle sektöre uğramış, 2020 Nisan ayında düşüşe geçmiştir. 2020 Mayıs-Ağustos döneminde toparlanırken, 2020 Ağustos ayında 1.654.693 adete ulaşmasının ardından tekrar düşüşe geçmiştir. Düşüş 2021 yılı Eylül ayına kadar devam etmiştir. Sonrasında yükselişe geçerek 2022 Haziran ayında zirvesine ulaşmıştır. Zirve sonrasında tekrar düşüşe geçmiş olup 2025 Haziran ayında ise 1.624.844 adet gerçekleşmiştir.

Konut fiyat endeksinin TÜFE'ye bölerek elde ettiğimiz reel konut fiyat endeksi, konut fiyat endeksi ve konut satışlarının yıllık yüzde değişimlerinden elde ettiğimiz verilerle oluşturduğumuz grafik yandaki gibidir.

Konut Fiyat Endeksi & Konut Satışları



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

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş TMS/TFR bazlı finansal tablolarına göre 2025 yılının ilk yarısında cirosu geçen yılın aynı dönemine göre %54,4 azalışla 170,04 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 56,07 milyon TL olan satışların maliyeti sonrası brüt karı 113,97 milyon TL olurken, brüt kâr marjı %67 olarak kaydedilmiştir.

Şirket'in 124,96 milyon TL genel yönetim gideri ve 25 milyon TL pazarlama gideri olmak üzere 149,96 milyon TL faaliyet gideri sonrası net esas faaliyet zararı 35,99 milyon TL olurken net esas faaliyet zarar marjı %21,1 olarak gerçekleşmiştir. 11,66 milyon TL amortismanı bulunan şirketin net esas faaliyet zararından oluşan FAVÖK'ü -24,33 milyon TL, FAVÖK Marjı ise -%14,3 olarak gerçekleşmiş olup esas faaliyet karında oluşan FAVÖK'ü 546,11 milyon TL, FAVÖK Marjı ise %321,2 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 861,87 milyon TL esas faaliyetlerden diğer geliri, 291,43 milyon TL esas faaliyetlerden diğer gideri bulunmaktadır. Esas faaliyet karı 534,45 milyon TL olan şirketin esas faaliyet kâr marjı ise %314,3 olmuştur. Şirketin 10,62 milyon TL yatırım faaliyetlerinden geliri bulunurken Tfrs 9 uyarınca belirlenen değer düşüklüğü zararlarının iptallerinden 1,25 milyon TL bakiyesi mevcuttur. 968,62 milyon TL finansman geliri, 1,24 milyar TL finansman gideri ve 2,32 milyar TL parasal kazancı bulunmaktadır.

Şirketin 2,18 milyar TL değerinde ana ortaklık payları bulunmaktadır. Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı 2,6 milyar TL olan Şirketin 426,55 milyon TL ertelenmiş vergi geliri bulunmaktadır. Bu sebeple Şirketin sürdürülen faaliyet dönem karı 2,17 milyar TL olmuştur.

Pasifik GMYO Gelir Tablosu, TMS/TFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2024/06	2025/06
Brüt Satışlar	7.698,50	3.129,46	590,44	373,13	170,09
Yurtiçi Satışlar	7.698,46	3.129,46	590,44	373,13	170,09
Diğer Satışlar	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
Satışlardan İndirimler (-)	0,00	0,00	-0,42	0,00	-0,06
Satış İskontoları (-)	0,00	0,00	-0,42	0,00	-0,06
Hasılat	7.698,50	3.129,46	590,02	373,13	170,04
Yıllık Değişim		-59,3%	-81,1%		-54,4%
Yıllık Değişim					
Satışların Maliyeti	-5.415,26	-1.978,92	-359,35	-155,66	-56,07
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	2.283,24	1.150,54	230,67	217,47	113,97
Yıllık Değişim		-49,6%	-80,0%		-47,6%
Brüt Kar Marjı	29,7%	36,8%	39,1%	58,3%	67,0%
Brüt Kar (Zarar)	2.283,24	1.150,54	230,67	217,47	113,97
Yıllık Değişim		-49,6%	-80,0%		-47,6%
Brüt Kar Marjı	29,7%	36,8%	39,1%	58,3%	67,0%
Faaliyet Giderleri (-)	-173,85	-337,96	-275,49	-140,21	-149,96
Yıllık Değişim		94,4%	-18,5%		7,0%
Gelire Oranı	2,3%	10,8%	46,7%	37,6%	88,2%
Genel Yönetim Giderleri	-110,03	-236,24	-198,39	-100,65	-124,96
Yıllık Değişim		114,7%	-16,0%		24,2%
Gelire Oranı	1,4%	7,5%	33,6%	27,0%	73,5%
Pazarlama Giderleri	-63,83	-101,73	-77,10	-39,56	-25,00
Yıllık Değişim		59,4%	-24,2%		-36,8%
Gelire Oranı	0,8%	3,3%	13,1%	10,6%	14,7%
Yıllık Değişim					
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	2.109,39	812,58	-44,82	77,26	-35,99
Yıllık Değişim		-61,5%			
Gelire Oranı	27,4%	26,0%	-7,6%	20,7%	-21,2%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	20,23	11,40	25,63	18,29	861,87
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-8,93	-18,78	-23,07	-15,91	-291,43
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	2.120,69	805,21	-42,26	79,64	534,45
Yıllık Değişim		-62,0%			571,1%
Gelire Oranı	27,5%	25,7%	-7,2%	21,3%	314,3%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	7.719,05	104,45	20,40	7,55	10,62
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0,00	0,00	0,00	-1,88	0,00
Tfrs 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zararları) Ve Değer Düşüklüğü Zararlarının İptalleri (-)	2,02	-1,40	1,24	-0,49	-1,25

Pasifik GMYO Gelir Tablosu, TMS/TFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2024/06	2025/06
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	9.837,72	911,06	-23,09	85,81	546,32
Finansman Gelirleri	22,06	427,64	1.462,39	646,42	968,62
Finansman Giderleri	-73,25	-432,72	-2.384,92	-1.087,49	-1.237,64
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	534,52	793,81	4.501,85	2.097,07	2.323,41
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	10.321,06	1.699,78	3.556,23	1.741,81	2.600,71
Yıllık Değişim		-83,5%	109,2%		49,3%
Gelire Oranı	134,1%	54,3%	602,7%	466,8%	1529,5%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	0,00	0,00	-794,75	0,00	-426,55
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	0,00	0,00	-794,75	0,00	-426,55
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)	10.321,06	1.699,78	2.761,48	1.741,81	2.174,16
Yıllık Değişim		-83,5%	62,5%		24,8%
Gelire Oranı	134,1%	54,3%	468,0%	466,8%	1278,6%
Dönem Karı (Zararı)	10.321,06	1.699,78	2.761,48	1.741,81	2.174,16
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0,00	-0,57	-0,43	-0,21	-0,90
Ana Ortaklık Payları	10.321,06	1.700,36	2.761,91	1.742,03	2.175,06
Amortisman Giderleri, İtfa Ve Tükenme Payları	30,17	25,99	28,88	14,55	11,66
FAVÖK1	2.139,56	838,57	-15,94	91,81	-24,33
Yıllık Değişim		-60,8%			
Gelire Oranı	27,8%	26,8%	-2,7%	24,6%	-14,3%
FAVÖK2	2.150,86	831,20	-13,38	94,19	546,11
Yıllık Değişim		-61,4%			479,8%
Gelire Oranı	27,9%	26,6%	-2,3%	25,2%	321,2%

2.2. Bilanço

Şirket, 30 Haziran 2025 bilançosuna göre %41,57'si dönen varlıklardan %58,43'ü duran varlıklardan oluşan 64,03 milyar TL aktif büyüklüğe sahiptir. 26,61 milyar TL olan dönen varlıkları içindeki en büyük pay 18,4 milyar TL ile stoklara aittir. 11,15 milyon TL olan diğer alacaklar hesabındaki tutarın tamamı ilişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar hesabına ait bakiyedir.

Ticari alacaklar hesabında 5,88 milyar TL bulunmakta olup 603.398 TL'si ilişkili taraflardan alacaklar, 5,88 milyar TL'si ilişkili olmayan taraflardan alacaklar bakiyesinden oluşmaktadır. Şirket'in 27,99 milyon TL nakit ve nakit benzerleri ve 3,29 milyon TL finansal yatırımları bulunmaktadır.

2,1 milyar TL olan peşin ödenmiş giderlerinin 427,14 milyon TL'si ilişkili taraflara peşin ödenmiş giderlerden, 1,6 milyar TL'si ilişkili olmayan taraflara peşin ödemiş giderlere aittir. Diğer dönen varlıklar hesabında ise 234,2 milyon TL mevcuttur.

Şirket'in 37,4 milyar TL olan duran varlıklarının büyük bir kısmı olan 21,3 milyar TL ile stoklara aittir. 3,6 milyon TL'si ilişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar hesabında, 82,5 milyon TL'si maddi duran varlıklar hesabında, 10,7 milyon TL'si kullanım hakları, 2,2 milyon TL'si maddi olmayan duran varlıklar hesabında görülmektedir. 15,3 milyar TL'lik peşin ödenmiş giderlerin tamamı ilişki olmayan taraflara peşin ödenmiş giderlerden kaynaklanmaktadır. 53,3 milyon TL ertelenmiş vergi karşılığında ve 697,8 milyon TL diğer duran varlıklar hesabında bulunmaktadır.

Şirket kaynaklarının 12,4 milyar TL'si kısa vadeli yükümlülükler, 24,6 milyar TL'si uzun vadeli kaynaklarla ve 26,98 milyar TL'si özkaynaklarla fonlanmaktadır.

Kısa vadeli kaynaklar hesabının 8,4 milyar TL'si kısa vadeli borçlanmalardan, 27,3 milyon TL'si ilişkili taraflara ticari borçlardan, 3,5 milyar TL'si ilişkili olmayan taraflara ticari borçlardan, 351,6 milyon TL'si ilişkili taraflara diğer borçlardan, 29,4 milyon TL'si ilişkili olmayan taraflara diğer borçlardan, 13,7 milyon TL'si çalışanlara sağlanan faydalara kapsamında borçlardan ve 5,8 milyon TL'si kısa vadeli karşılıklardan oluşmaktadır.

Uzun vadeli yükümlülüklerin 5,6 milyar TL'si uzun vadeli borçlanmalar, 1,02 milyar TL'si ticari borçlar, 123,7 milyon TL'si diğer borçlar, 15,8 milyar TL'si ertelenmiş gelirler, 60,9 milyon TL'si uzun vadeli karşılıklar ve 2,03 milyar TL'si ertelenmiş vergi yükümlülüğündendir.

Şirket'in 5,3 milyar TL ödenmiş sermayesi, 5,9 milyar TL sermaye düzeltmesi farkları bulunmaktadır. 30,1 milyon TL geri alınmış paylar, 2,2 milyar TL paylara ilişkin primler, 12,1 milyon TL zararda yeniden sınıflandırılmayacak

birikmiş diğer kapsamlı giderler, 120,1 milyon TL kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler ve 11,3 milyar TL geçmiş yıllar karları sonrasında ana ortaklığa ait özkaynakları 26,98 milyar TL olarak kaydedilmiştir.

Pasifik GMYO Bilanço, TMS/IFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2025/03	2025/06
DÖNEN VARLIKLAR	17.168,56	19.333,52	23.305,76	23.701,27	26.612,39
Nakit ve Nakit Benzerleri	490,04	179,75	201,10	37,86	27,99
Finansal Yatırımlar	1.112,97	2,77	5,67	2,80	3,29
Ticari Alacaklar	1.929,64	5.712,10	4.406,74	3.741,20	5.883,02
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	753,42	37,54	0,52	0,64	0,60
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	1.176,22	5.674,56	4.406,23	3.740,56	5.882,42
Diğer Alacaklar	1,76	5,93	10,34	27,44	11,15
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1,76	5,93	10,34	10,26	11,15
Stoklar	12.227,94	11.181,16	16.663,10	17.383,82	18.397,37
Peşin Ödenmiş Giderler	1.296,36	2.090,07	1.812,16	2.280,97	2.055,37
İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	479,09	1.181,45	205,61	547,97	427,14
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	817,26	908,62	1.606,55	1.732,99	1.628,24
Diğer Dönen Varlıklar	109,86	161,74	206,65	227,19	234,20
DURAN VARLIKLAR	16.959,89	31.780,79	35.970,53	37.753,21	37.412,79
Diğer Alacaklar	9,05	491,44	4,18	3,79	3,55
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0,00	485,29	0,00	0,00	0,00
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	9,05	6,16	4,18	3,79	3,55
Stoklar	660,68	18.400,60	21.143,98	22.219,36	21.260,82
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	13.711,93	0,00	0,00	0,00	0,00
Maddi Duran Varlıklar	88,89	139,88	106,57	101,59	82,48
Kullanım Hakkı Varlıkları	42,49	22,96	17,22	15,78	10,65
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,28	4,19	2,67	2,46	2,22
Peşin Ödenmiş Giderler	1.992,39	12.254,73	14.077,38	14.681,63	15.301,98
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	1.992,39	12.254,73	14.077,38	14.681,63	15.301,98
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0,00	0,00	0,00	51,97	53,30
Diğer Duran Varlıklar	451,18	466,99	618,53	676,63	697,77
TOPLAM VARLIKLAR	34.128,45	51.114,31	59.276,29	61.454,48	64.025,18
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	6.304,39	5.737,95	10.027,50	11.893,19	12.410,41
Kısa Vadeli Borçlanmalar	738,60	1.892,13	6.124,68	7.137,36	8.442,63
İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	738,60	1.892,13	0,00	7.137,36	0,00
Ticari Borçlar	4.037,25	3.681,76	3.814,66	3.571,91	3.567,32
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	0,00	317,00	14,08	11,25	27,27
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	4.037,25	3.364,77	3.800,58	3.560,66	3.540,05
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	5,20	8,96	15,43	19,83	13,71
Diğer Borçlar	1.519,96	150,67	68,29	1.158,05	380,91
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	1.481,89	118,33	0,00	1.123,45	351,56
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	38,08	32,33	68,29	34,59	29,35
Kısa Vadeli Karşılıklar	3,38	4,43	4,44	6,04	5,83
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	3,38	4,43	4,44	6,04	5,83
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	8.989,73	23.597,77	28.581,71	28.377,49	24.639,04
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.651,67	6.876,50	6.557,69	6.201,94	5.556,20
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.651,67	6.876,50	0,00	6.201,94	0,00
Ticari Borçlar	0,00	2.857,76	1.072,31	1.057,76	1.024,70
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	0,00	2.857,76	1.072,31	1.057,76	1.024,70
Diğer Borçlar	1.176,72	113,86	1.053,01	119,91	123,67
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	1.107,17	55,67	978,01	47,35	49,41
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	69,55	58,19	75,00	72,56	74,26
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	6.122,65	13.714,64	15.226,63	15.527,06	15.847,20
İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	6,50	227,03	312,80	234,50	218,94
İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	6.116,15	13.487,62	14.913,82	15.292,56	15.628,26
Uzun Vadeli Karşılıklar	38,70	35,02	39,60	59,34	60,87
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	18,81	20,32	22,17	22,06	20,81
Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	19,88	14,70	17,43	37,28	40,06

Pasifik GMYO Bilanço, TMS/IFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2025/03	2025/06
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0,00	0,00	4.632,48	5.411,49	2.026,39
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	15.294,13	29.335,73	38.609,21	40.270,68	37.049,45
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	18.834,33	21.778,58	20.667,08	21.183,81	26.975,73
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	18.834,33	21.777,59	20.666,52	21.183,65	26.976,07
Ödenmiş Sermaye	1.684,52	1.913,45	4.800,00	5.088,32	5.323,56
Sermaye Düzeltme Farkları	3.144,79	4.554,80	5.935,79	5.647,47	5.935,79
Geri Alınmış Paylar (-)	0,00	0,00	30,10	30,10	30,10
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	1.282,30	1.680,52	1.680,52	1.680,52	2.156,96
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer					
Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-2,99	-8,41	-13,44	-12,18	-12,11
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	8,83	62,50	120,06	120,06	120,06
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	2.395,82	11.874,36	5.411,77	8.173,69	11.306,84
Net Dönem Karı veya Zararı	10.321,06	1.700,36	2.761,91	515,88	2.175,06
KONTROL GÜCÜ OLMAYAN PAYLAR	0,00	0,99	0,56	0,15	-0,34
TOPLAM KAYNAKLAR	34.128,45	51.114,31	59.276,29	61.454,48	64.025,18

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 gelişmelerin 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 31.12.2023 ve 30.09.2024 dönemi için hazırlanan TMS/TFRS bazlı finansal veriler, 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 değerleme 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_e = Özsermaye Maliyeti

r_d = 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_f = Risksiz Getiri Oranı (devletin en uzun vadeli ve likit tahvil getirisi)

r_m = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

r_m - r_f = 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 ve GYO'ların değerlemesinde sıklıkla kullanılan Maliyet Yaklaşımı: Net Aktif Değer metodu ile Piyasa Yaklaşımı: Borsa Değeri dikkate alınmıştır. Gelir yaklaşımının kullanılmamasının sebebi Net Aktif Değer metodunda dikkate alınan varlıkların değer tespitinde ilgili gayrimenkul değerlendirme firması Şirket'in gayrimenkulleri için nihai değer görüşünü verirken indirgenmiş nakit akımlarını dikkate almıştır.

4. MALİYET YAKLAŞIMI: NET AKTİF DEĞER

4.1. Genel Varsayımlar

- Pasifik GYO'nun 30.06.2025 tarihi itibarıyla piyasa değeri, varlıklarının rayiç değeri ile borçlarının rayiç değeri arasındaki farka dayanan Net Aktif Değer metodu ile belirlenmiştir.
- Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, şirket yönetimi tarafından verilen finansal ve operasyonel bilgiler, geleceğe dönük tahminler ve projeksiyonlara dayalı olarak yapılmıştır.
- 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.
- Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan veriler, tarafımızdan yorumlanarak kullanılmıştır.
- 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 öngörülemeyen değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerleme çalışmamız 2024 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.
- 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.

4.2. Net Aktif Değer

Pasifik GYO'nun mülkiyetinde olan gayrimenkuller ve projeler için SPK tarafından taşınmaz değerlemesine yetkili kurumlar tarafından 30.09.2024 tarihi itibarıyla ekspertiz raporu hazırlanmıştır.

Net Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 13.11.2024 tarih ve 2024-650 sayılı raporda İstanbul İli, Eyüpsultan İlçesi, Mithatpaşa Mahallesi 244 ada 1 parsel ve 246 ada 5 parsel'de yer alan Next Level Kemer Country ve Next Level Göktürk Projesi'nin arsa değerleri Kasım 2024 itibarıyla 4.304.061.000 ve 4.077.961.000 TL olarak tespit edilmiştir. 2025 yılı Haziran sonu rayiç değer hesaplaması yapılırken konut fiyat endeksindeki 2025/06 ve 2024/11 arasındaki artış oranı olan %19,7 baz alınmış olup Kemer ve Göktürk arsaları için sırasıyla 5.151.133.888 ve 4.880.535.639 TL değer hesaplamıştır.

Kemerburgaz ve Göktürk Adi Ortaklık'larının %57,5'i Halk GYO'ya 24 Haziran 2024 tarihinde Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve Pasifik GYO arasında imzalanan ve KAP'ta açıklanan hisse devir sözleşme koşullarına göre sırasıyla 280.000.000 TL ve 575.000.000 TL'ye devredilmiş ve Pasifik GYO'nun uhdesinde %41,5'i kalmıştır. Bu satın alma değerine göre Kemerburgaz ve Göktürk Adi Ortaklık'larının %100 paylarının değeri toplam 1.486.956.522 TL hesaplanmakta olup Pasifik GYO'nun %41,5'lik payına düşen değeri 617.086.957 TL hesaplanmaktadır. NAD hesabında Kemerburgaz ve Göktürk Adi Ortaklıkları haricindeki Pasifik GYO özkaynakları hesaplanmış, Kemerburgaz ve Göktürk arsalarının rayiç değerleri ve adi ortaklıklarda Pasifik GYO'nun %41,5'lik pay değerleri eklenmiştir.

Başkent Taşınmaz Değerleme A.Ş. tarafından 30.09.2024 tarih ve 2024-172 sayılı raporda İstanbul İli, Beşiktaş İlçesi, Ortaköy Mahallesi, 1799 Ada / 1 Parsel'de yer alan Levent Projesi'nin Pasifik GYO'ya düşen kısmı için 30.09.2024 tarihinde 12.899.525.959 TL değer takdir edilmiştir. 2025 yılı Haziran sonu rayiç değer hesaplaması yapılırken konut fiyat endeksindeki 2025/06 ve 2024/09 artış oranı olan %25,6 baz alınarak artırılmış olup 16.206.984.983 TL olarak hesaplanmıştır.

Başkent Taşınmaz Değerleme A.Ş. tarafından 30.09.2024 tarih ve 2024-170 sayılı raporda Muğla İli, Bodrum ilçesi, Türkbükü Mahallesi, 328 Ada 5 Parsel ile Göl Mahallesi 261 Ada 1 Parsel. Bodrum/MUĞLA'da yer alan Bodrum Projesi'nin Pasifik GYO'ya düşen kısmı için 6.122.885.373 TL değer takdir edilmiştir. 2025 yılı Mart sonu rayiç

değer hesaplaması yapılırken konut fiyat endeksindeki 2025/06 ve 2024/09 artış oranı olan %25,6 baz alınıp arttırılarak 7.692.802.946 TL olarak hesaplanmıştır.

Başkent Taşınmaz Değerleme A.Ş. tarafından 15.11.2024 tarih ve 2024-171 sayılı raporda Ankara İli, Yenimahalle İlçesi, İstasyon Mahallesi, 63865 Ada / 2 Parsel’de yer alan Merkez Ankara Projesi’nin Pasifik GYO’ya düşen kısmı için 8.684.025.067 TL değer takdir edilmiştir. 2025 yılı Haziran sonu rayiç değer hesaplaması yapılırken konut fiyat endeksindeki 2025/06 ve 2024/09 artış oranı olan %25,6 baz alınıp arttırılarak 10.910.622.941 TL olarak hesaplanmıştır.

Kemerburgaz ve Göktürk dışındaki projelere ilişkin kayıtlı değer ve rayiç değerler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Pasifik GYO Net Aktif Değer	30.06.2025	30.09.2024	30.06.2025	30.06.2025
TL	Kayıtlı Değer	Ekspertiz Değeri	Rayiç Değer	Değer Artışı
Kısa vadeli stoklar	18.397.370.421	8.684.025.067	10.910.622.941	-7.486.747.480
Merkez Ankara Projesi	18.397.370.421	8.684.025.067	10.910.622.941	-7.486.747.480
Uzun vadeli stoklar	21.260.824.298	40.024.366.181	50.294.425.553	29.033.601.255
Bodrum Projesi	2.584.322.985	6.122.885.373	7.692.802.946	5.108.479.961
Levent	3.490.167.973	12.899.525.959	16.206.984.983	12.716.817.010
Etiler	7.748.065		7.748.065	0

Böylelikle 30.06.2025 tarihli bilançoda 26.976.068.734 TL olan ana ortaklık özkaynaklarının Kemerburgaz ve Göktürk Adi Ortaklıkları ve arsaları hariç değeri 13.656.200.991 TL hesaplanmaktadır. Bu değere 617.086.957 TL olan Kemerburgaz ve Göktürk Adi Ortaklıklarının satış değerinden hesaplanan %41,5’lik PSGYO payı eklenmiş, Kemerburgaz ve Göktürk projelerinin 10.031.669.527 TL olan arsa rayiç değerleri eklenmiş, Bodrum ve Levent Projelerindeki sırasıyla 5.108.479.961 TL ve 12.716.817.010 TL olan değer artışları eklenmiş ve Merkez Ankara Projesi’ndeki 7.486.747.480 TL değer düşüklüğü çıkarılarak vergi etkisi öncesi NAD 34.643.506.965 TL hesaplanmıştır. 7.667.438.231 TL net değer artışının %10 vergi oranı varsayımıyla ertelenmiş vergi etkisi 766.743.823 TL hesaplanmış ve **vergi sonrası Pasifik GYO’nun Net Aktif Değeri 33.876.763.142 TL** hesaplanmıştır.

Pasifik GYO Net Aktif Değer Hesabı, TL	30.06.2025
PSGYO Özkaynak 30.06.2025	26.976.068.734
%41,5 Özkaynak - Kemerburgaz	-32.225.646
%41,5 Özkaynak - Göktürk	72.614.950
PSGYO Arsa Kemerburgaz	-6.232.415.706
PSGYO Arsa Göktürk	-7.127.841.341
Kemerburgaz&Göktürk Hariç Özkaynak	13.656.200.991
%41,5 Adi Ortaklık Payı	617.086.957
%100 Arsa Payı	10.031.669.527
Merkez Ankara Projesi Değer Artışı	-7.486.747.480
Bodrum Projesi Değer Artışı	5.108.479.961
Levent Değer Artışı	12.716.817.010
Vergi Etkisi Öncesi NAD	34.643.506.965
Net Değer Artışı	7.667.438.231
Değer Artışı Vergi Etkisi %10	-766.743.823
PSGYO Özkaynak 30.06.2025	26.976.068.734
Net Aktif Değer @ 30.06.2025	33.876.763.142

5. PİYASA YAKLAŞIMI: BORSA DEĞERİ

5.1. Genel Varsayımlar

- Değerlemeye konu şirketin piyasa değeri, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görüyor olması göz önünde bulundurularak Borsa Değeri üzerinden hesaplanmıştır.
- 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.
- Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- 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.
- Ekonomik şartlarda kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
- Bu değerlendirme çalışması, bir özel durum tespit (due-dilligence) çalışması değildir.
- Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve raporda belirtilenlerin dışında bu bilgilerin doğruluğu denetlenmemiştir.

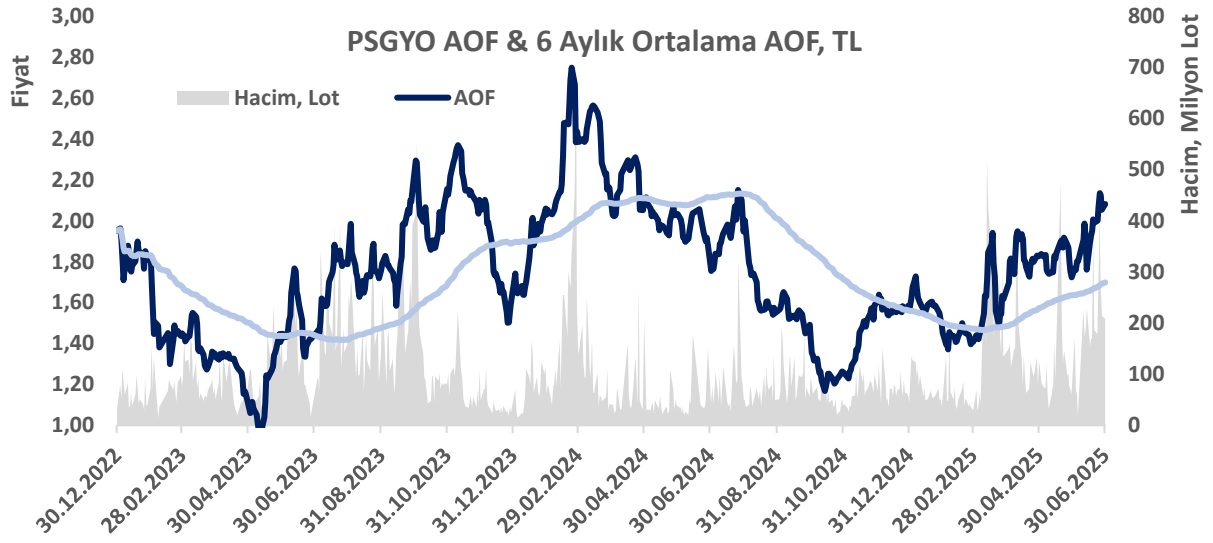
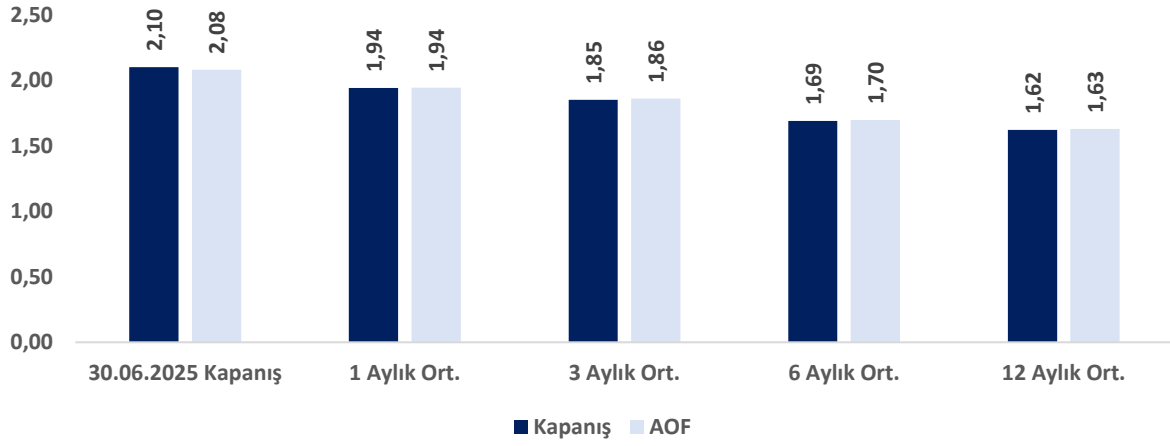
5.2. Borsa Değeri

Şirket'in halka açık olması ve paylarının "PSGYO" koduyla Borsa İstanbul'da işlem görmesi göz önünde bulundurularak değerlendirme tarihi olan 30.06.2025 itibarıyla kapanış, 1 aylık ortalama, 3 aylık ortalama, 6 aylık ortalama ve 12 aylık ortalama günlük ağırlıklı ortalama fiyatları incelenerek Şirket'in değeri tespit edilmeye çalışılmıştır. Şirket pay senedinin 30.06.2025 itibarıyla 30.12.2022 tarihinden itibaren günlük ağırlıklı ortalama fiyatları (AOF) ile 6 aylık hareketli ortalaması aşağıdaki grafiklerde gösterilmektedir. 30.06.2025 tarihinde PSGYO AOF'si 2,08 TL olup son 1 aylık ortalaması 1,94 TL, 3 aylık ortalaması 1,86 TL, 6 aylık ortalaması 1,70 TL ve 12 aylık ortalaması 1,63 TL'dir. **Pasifik GYO'nun borsa değeri güncel finansal gelişmeler, tüketici güven endeksi, kredi faizleri, alternatif getirili enstrümanlar olan mevduat faizi ve tahvil faizlerinden bütün borsa şirketleri gibi etkilenmektedir. Bu sebeple yatırımcı bakış açısı Şirketlerin potansiyelini ve gelecek dönem beklentilerinden oluşacak değerini kısa vadeli fiyatlamalarda her zaman dikkate alamamaktadır.**

Yatırımcıların Şirket özelinde biçmiş olduğu fiyatlamaların değerlendirme tarihi ve 1 aylık ortalama güncel beklentileri yansıttığı düşünülerek 30.06.2025 tarihli piyasa değerine %40, 1 aylık ortalama piyasa değerine %30 ağırlık verilirken orta-uzun vadede oluşan ortalama piyasa değerlerinin de uzun vadeli yatırımcı bakış açısını yansıttığı göz önünde bulundurularak 3 aylık, 6 aylık ve 12 aylık ortalama piyasa değerlerine %10'ar ağırlık verilerek Pasifik GYO'nun Borsa değeri olarak 10.298.238.911 TL takdir edilmiştir. Borsa'da oluşan 30.06.2025 kapanış, son 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 12 aylık ağırlıklı ortalama fiyatlar ile oluşan piyasa değerleri ve ilgili ağırlıklandırmalar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

PSGYO Kapanış ve Ortalama Fiyatlara Göre Hesaplanan Piyasa Değeri				
Tarih	Kapanış	AOF	Piyasa Değeri	Ağırlık
30.06.2025 Kapanış	2,10	2,08	11.083.652.357	40%
1 Aylık Ort.	1,94	1,94	10.345.638.800	30%
3 Aylık Ort.	1,85	1,86	9.903.536.357	10%
6 Aylık Ort.	1,69	1,70	9.038.052.529	10%
12 Aylık Ort.	1,62	1,63	8.669.274.399	10%
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		1,93	10.298.238.911	100%

PSGYO 1-3-6-12 Aylık Kapanış ve AOF Ortalamaları, TL



6. NİHAİ DEĞER GÖRÜŞÜ

İşbu değerleme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen ve GYO'ların değerlemesinde sıklıkla kullanılan Maliyet Yaklaşımı: Net Aktif Değer metodu ile Piyasa Yaklaşımı: Borsa Değeri dikkate alınmıştır. Gelir yaklaşımının kullanılmamasının sebebi Net Aktif Değer metodunda dikkate alınan varlıkların değer tespitinde ilgili gayrimenkul değerleme firması Şirket'in gayrimenkulleri için nihai değer görüşünü verirken indirgenmiş nakit akımlarını dikkate almıştır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının adil ve makul değerini hesaplamada en yaygın kullanılan NAD metodundan hesaplanan **33.876.763.142 TL değere %75** ağırlık verilirken Borsa Değeri'nden hesaplanan **10.298.238.911 TL değere %25** ağırlık verilerek yatırımcı bakış açısıyla oluşan fiyatlamada nihai değer bir parçası yapılmıştır. **Böylelikle Pasifik GYO için kullanılan metodolojiler ve varsayımlar dahilinde 27.982.132.085 TL nihai piyasa değerine ulaşılmıştır.** Farklı varsayımlar ve ağırlıklandırmalar kullanılması halinde nihai değer değişebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Pasifik GYO Nihai Piyasa Değeri, TL		
Metodoloji	NAD	Borsa Değeri
Hesaplanan Değer	33.876.763.142	10.298.238.911
Ağırlık	75%	25%
Nihai Piyasa Değeri	27.982.132.085	

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 Birliğinin 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 Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan Değerleme Çalışmasının, SPK'nin Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği (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.

Ek7: Net Kurumsal & Başkent Taşınmaz Gayrimenkul Ekspertiz Raporları

Ayrı bir dosya olarak işbu raporun ekidir.

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



Pasifik Yenilenebilir Enerji Sanayi ve 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: İştiraklerin değerleme para birimi ABD Doları olup Pasifik Enerji'nin değerleme para birimi Türk Lirası'dır.
- 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 veya Pasifik Yenilenebilir Enerji Sanayi ve Ticaret 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 "Pasifik Yenilenebilir Enerji Sanayi ve 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 2.798.076.596 TL, 3.015.356.954 TL ve 4.128.330.832 TL piyasa değeri hesaplanmıştır. İş bu raporda tespit edilen 4.531.713.620 TL değer Şirket'in bağlı ortaklık ve iştiraklerinin 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.



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Pasifik Holding A.Ş.'ye, İstanbul, Türkiye

Pasifik Yenilenebilir Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ("Pasifik Enerji" veya "Şirket") halka arzında talep toplama fiyatına referans olacak "Değerleme Raporu" çalışmamızı tamamlamış bulunmaktayız. Bu değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" 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, yanlış 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 dağıtmak 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 iletmis 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 iletmis 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 Pasifik Enerji'nin 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, değerlendirilmesi yapılan şirket ile ilgili ihtiyaç duyulabilecek bütün verileri içeriyor kabul edilmemelidir.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri maddesi 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. İşbu değerleme raporunun hazırlanması kapsamında

- Çatı şirket konumundaki Pasifik Enerji için **Maliyet Yaklaşımı: Net Aktif Değer,**
- Pasifik Elektronik için **Maliyet Yaklaşımı: Özkaynak Değeri,**

- Windrogen Elektrik Üretim Depo Sanayi ve Ticaret A.Ş. - Genergy Enerji A.Ş., Seara la Cetate SRL ve Urlati GES için **Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (INA)** dikkate alınmıştır.

INA metoduyla değerlendirilmesi yapılan şirketlerin 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.

İştirak ve Bağlı Ortaklıklarının Piyasa Değerleri

Genergy, Windrogen, Romanya GES ve Urlati GES'in piyasa değeri İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kullanılarak hesaplanmıştır. Genergy, Windrogen, Romanya GES ve Urlati GES'in değerlendirilmesinde sadece gelir yaklaşımı INA metodunun kullanılmasının sebebi şirketlerin yatırım sürecinde 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 (özkaynak 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.

Genergy'nin nihai değeri İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kullanılarak hesaplanmış olup INA'dan hesaplanan 63.475.565 dolar değer 30 Haziran 2025 günü saat 15:30'da TCMB tarafından belirlenen gösterge niteliğindeki dolar alış kuru olan 39,7408 TL baz alınarak **2.522.569.744 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır.

Windrogen nihai değeri İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kullanılarak hesaplanmış olup INA'dan hesaplanan 41.677.989 dolar değer 30 Haziran 2025 günü saat 15:30'da TCMB tarafından belirlenen gösterge niteliğindeki dolar alış kuru olan 39,7408 TL baz alınarak **1.656.316.636 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır.

Cetate Romanya GES1'in nihai değeri İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kullanılarak hesaplanmış olup INA'dan hesaplanan 48.809.731 dolar değer 30 Haziran 2025 günü saat 15:30'da TCMB tarafından belirlenen gösterge niteliğindeki dolar alış kuru olan 39,7408 TL baz alınarak **1.939.737.767 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır.

Urlati GES'in nihai değeri İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kullanılarak hesaplanmış olup INA'dan hesaplanan 54.223.164 dolar değer 30 Haziran 2025 günü saat 15:30'da TCMB tarafından belirlenen gösterge niteliğindeki dolar alış kuru olan 39,7408 TL baz alınarak **2.154.871.909 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır.

Pasifik Elektronik'un, 2023 yılı Aralık ayında kurulmuş olması ve faaliyetlerine henüz başlamaması göz önünde bulundurularak gelir yaklaşımı ve piyasa yaklaşımı dikkate alınmamıştır. Bu gerekçelerle Şirket'in değerine yönelik görüş özkaynak değeri üzerinden verilmiştir. Şirketin 30.06.2025 tarihli bilançosunda yer alan özkaynakları 3.438.407 TL olup piyasa değeri de bu rakama eşit kabul edilmiştir.

Pasifik Enerji Nihai Değer Görüşü

Pasifik Enerji, faaliyetlerini iştirakleri olan Pasifik Elektronik, Genergy, Windrogen, Seara la Cetate (Romanya GES) ve Urlati GES üzerinden gerçekleştirmesi sebebiyle "İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi" ve "Çarpan Metodu" kullanılmamış olup Şirket'in 30.06.2025 itibarıyla piyasa değeri, varlıklarının gerçek değeri ile yükümlülüklerinin gerçek değeri arasındaki farklılıkları baz alan "Net Aktif Değer Yöntemi" kullanılarak hesaplanmıştır.

Pasifik Enerji, Pasifik Elektronik, Windrogen ve Seara la Cetate (Romanya GES)'in %100'üne sahip iken Genergy'nin %20'sine ve Urlati GES'in %34'üne sahiptir.

Bağlı Ortaklık ve İştiraklerin Piyasa Değerinin Pasifik Enerji'ye Düşen Kısım			30.06.2025
Şirket	%100 PD TL	Pay oranı	Pasifik Enerji Payı
Genergy Enerji Anonim Şirketi	2.522.569.744	20,00%	504.513.949
Windrogen Elektrik Üretim Depo Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1.656.316.636	100,00%	1.656.316.636
Seara la Cetate SRL	1.939.737.767	100,00%	1.939.737.767
Pasifik Elektronik Elektrik Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3.438.407	100,00%	3.438.407
Urlati GES	2.154.871.909	34,00%	732.656.449
Toplam, TL	8.276.934.463		4.836.663.208
Finansal Varlıklar Bilançodaki Kayıtlı Değer, TL @ 30.06.2025			375.242.405
Finansal Varlıklar Değer Artışı, TL			4.461.420.803

Pasifik Enerji'nin finansal yatırımlarının raiç değeri işbu raporun 5. maddesinde yer alan iştiraklerinin piyasa değerleri ve Pasifik Enerji'nin ortaklık oranı çarpılarak 4.836.663.208 TL hesaplanmıştır. Pasifik Enerji'nin 30.06.2025 tarihli bilançosunda finansal yatırımların 375.242.405 TL olan kayıtlı değeri hesaplanan raiç değerden düşülerek finansal yatırımlarının değer artışı 4.461.420.803 TL hesaplanmıştır.

Pasifik Enerji için 30.06.2025 tarihli bilançosunda özkaynak değeri olan 70.292.817 TL'ye finansal yatırımların değer artış tutarı olan 4.461.420.803 TL eklenerek 4.531.713.620 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Pasifik Enerji Piyasa Değeri, TL	30.06.2025
Pasifik Enerji Özkaynak @ 30.06.2025	70.292.817
Finansal Yatırım Değer Artışı	4.461.420.803
Gerçeğe Uygun Değer, TL	4.531.713.620

Şirket'in ve iştirak&bağlı ortaklıklarının geçmiş dönem finansal ve operasyonel verileri yatırımlarının işbu rapor tarihi itibarıyla henüz tamamlanmamış olması nedeniyle bulunmamaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ("INA") 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 oluşturduğu varsayımlar 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 geçmiş 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.

Şirket bağlı ortaklıkları üzerinden 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 öngörülemeyen değişiklikler 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	- 8 -
1.1. Kısaca Pasifik Yenilenebilir Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	- 8 -
1.2. İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	- 9 -
1.2.1. Pasifik Elektronik Elektrik Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	- 9 -
1.2.2. Windrogen Elektrik Üretim Depo Sanayi ve Ticaret A.Ş.	- 10 -
1.2.3. Genergy Enerji A.Ş.	- 12 -
1.2.4. Cetate SRL	- 14 -
1.2.5. Uralati GES	- 14 -
1.3. Sektör	- 15 -
1.3.1 Elektrik Üretim & Tüketimi	- 15 -
1.3.2 Türkiye’de Doğal Gaz	- 19 -
1.3.3 Türkiye’de HES Potansiyeli	- 21 -
1.3.4 Türkiye’de Rüzgâr Potansiyeli	- 22 -
1.3.5 Türkiye’de Güneş Enerjisi Potansiyeli	- 24 -
1.3.6 Elektrik Fiyatları	- 25 -
1.3.7 Türkiye’de Yenilenebilir Enerji ve YEK Destekleme Mekanizması	- 28 -
1.3.8. Depolama Tesisi Kurulmasına ilişkin Yapılan Mevzuat Değişiklikleri	- 29 -
2. MALİ VERİLER	- 31 -
2.1. Gelir Tablosu	- 32 -
2.2. Bilanço	- 32 -
3. DEĞERLEME	- 34 -
3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar;	- 34 -
3.2. Değerleme Yöntemleri	- 36 -
3.2.1. Maliyet Yaklaşımı	- 36 -
3.2.2. Gelir Yaklaşımı	- 36 -
3.2.3. Pazar Yaklaşımı	- 38 -
3.3. İşbu Değerleme Raporunda Kullanılan Yöntemler	- 39 -
4. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI DEĞERLEMESİ	- 41 -
4.1. Genel Varsayımlar	- 41 -
4.2. Genergy İNA Değerlemesi	- 42 -
4.2.1. İndirgeme Oranı Tespiti	- 42 -
4.2.2. Net Borç	- 43 -
4.2.3. Ciro	- 43 -
4.2.4. Giderler	- 44 -
4.2.5. Faaliyet Karı & FAVÖK	- 44 -
4.2.6. Kurumlar Vergisi	- 44 -
4.2.7. Yatırım Harcamaları	- 44 -
4.2.8. İşletme Sermayesi	- 44 -
4.2.9. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri	- 44 -
4.2.10. Duyarlılık Analizi	- 45 -
4.3. Windrogen İNA Değerlemesi	- 47 -
4.3.1. İndirgeme Oranı Tespiti	- 47 -
4.3.2. Net Borç	- 47 -

4.3.3. Ciro	47 -
4.3.4. Giderler	48 -
4.3.5. Faaliyet Karı & FAVÖK	48 -
4.3.6. Kurumlar Vergisi	48 -
4.3.7. Yatırım Harcamaları	48 -
4.3.8. İşletme Sermayesi	49 -
4.3.9. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri	49 -
4.3.10. Duyarlılık Analizi	50 -
4.4. Cetate SRL (Romanya GES1) İNA Değerlemesi	51 -
4.4.1. İndirgeme Oranı Tespiti	51 -
4.4.2. Ciro	52 -
4.4.3. Giderler	52 -
4.4.4. Faaliyet Karı & FAVÖK	52 -
4.4.5. Kurumlar Vergisi	52 -
4.4.6. Yatırım Harcamaları	52 -
4.4.7. İşletme Sermayesi	52 -
4.4.8. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri	53 -
4.4.9. Duyarlılık Analizi	54 -
4.5. Urlati (Romanya GES2) İNA Değerlemesi	55 -
4.5.1. İndirgeme Oranı Tespiti	55 -
4.5.2. Ciro	56 -
4.5.3. Giderler	56 -
4.5.4. Faaliyet Karı & FAVÖK	56 -
4.5.5. Kurumlar Vergisi	56 -
4.5.6. Yatırım Harcamaları	56 -
4.5.7. İşletme Sermayesi	56 -
4.5.8. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri	57 -
4.5.9. Duyarlılık Analizi	58 -
5. İŞTİRAK VE BAĞLI ORTAKLIKLARIN NİHAİ DEĞER GÖRÜŞÜ	59 -
6. PASİFİK ENERJİ NİHAİ DEĞER GÖRÜŞÜ	60 -
Ekler	61 -
Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı	61 -
Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı	61 -
Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri	61 -
Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ'e Uyum Beyanı	62 -
Ek5: Bizim Menkul Değerler Sorumluluk Uyum Beyanı	63 -
Ek6: Bizim Menkul Değerler Etik İlkeler'e Uyum Beyanı	63 -
Ek7: Genergy Hibrit (Doğalgaz + GES) Üretim Lisansı	64 -
Ek8: Windrogen AREL RES Depolamalı Elektrik Üretim Ön Lisansı	66 -

1. ŞİRKET & SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ

PASİFİKENERJİ

1.1. Kısaca Pasifik Yenilenebilir Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Pasifik Yenilenebilir Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Pasifik Enerji" veya "Şirket") Ankara Ticaret Sicilinde 487853 sicil numarasıyla kayıtlı olup 20.01.2023 tarihinde tescil edilip 23.01.2023 tarihli ve 10753 sayılı Türk Ticaret Sicili Gazetesi'ne göre Ankara'da kurulmuştur.

Şirket'in merkezi, Kızılırmak Mah. Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu) Next Level No: 3A İç Kapı No:1 Çankaya/Ankara'da adresinde bulunmaktadır.

Şirketin faaliyet konusu; elektrik enerjisi üretimim için gereken güneş pilleri, güneş kolektörleri, fotovoltaik üniteler, çeviriciler, silikon materyaller, silikon çubuklar, silikon çengeller ve silikon çipler gibi enerji sistemlerine ilişkin her türlü ürünün imalatı, alımı satımını yapmak, rüzgar enerjisi ile elektrik enerjisi üretimi için üretim tesislerini kurmak ve bu ürünlerle ilgili makinelerin sarf malzemelerinin ticaretini, ihracatını yapmak, kurulu veya kurulacak hidroelektrik santrallerinden elektrik enerjisi üretimi ve satışı ile ilgili olarak kimyasal ve diğer tesislerde bir enerji santrali kurulumu için gerekli aksesuarlar inşa etmek, monte etmek olarak tanımlanmıştır.

Şirket Hedefleri

Pasifik Enerji büyüme hedefini yeşil enerji ve sürdürülebilirlik üzerinden tanımlamakta olup bu perspektife uygun yatırımlar gerçekleştirmektedir. Yatırımlarını en kısa sürede tamamlayarak üretime geçmeyi hedeflemektedir.

Orta vadeli hedefleri arasında, şu anda %60'ı rüzgâr ve güneş enerjisinden oluşan 100 MW kurulu gücünün, yeşil enerji payını %80'in üzerine çıkarmak bulunmaktadır.

Edirne/Keşan'da bulunan, Arel Depolamalı RES (39,9 MW) ön lisansını almış olan Windrogen ve Mardin'de yer alan, kendine ait Taha Hibrit Doğalgaz Kombine Çevrim Santrali ile 205 MW üretim lisansına sahip olan Genenergy gibi şirketlerinin mevcut santral yatırımlarını tamamlayarak, 2025 yılı itibarıyla enerji üretimine başlamayı planlamaktadır. Pasifik Enerji büyüme hedefi doğrultusunda önümüzdeki 5 yıllık süreçte yurt içi ve yurt dışı RES ve GES yatırımlarıyla toplam 500 MW kurulu güce ulaşmayı hedeflemektedir.

Ayrıca, Şirket grup bünyesinde faaliyet gösteren Orçay Çay fabrikası için tüketim karşılığı Polatlı'da 1,2 MW GES santrali kurmuştur. Aynı şekilde Giresun'da bulunan yenilenebilir enerji yatırımı Aden Pelet üretim tesisi için de yine tüketim karşılığı 4,5 MW GES kurulumuna 2025 yılında başlanacaktır.



Ortaklık Yapısı

Şirket 04.03.2024 tarihli ve 11035 sayılı TTSG'de yer alan tescile göre, Şirket'in tek pay sahipliği durumu sona ermiştir.

Şirket, 13.06.2024 tarihinde tescil edilen ve 13 Haziran 2024 tarihli ve 11103 sayılı TTSG'de ilan edildiği üzere 05.06.2024 tarihli Genel Kurul Kararına göre 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. İlk sermayeyi teşkil eden 1.000.000 TL tamamen ödenmiş olup bu kez artırılan 29.000.000 TL'lik sermayenin

8.700.000 TL'lik kısmı 331 Ortaklara Borçlar hesabından karşılanmış olup geri kalan kısmı tescil işlemlerinden önce nakit olarak ödenmiştir.

Pasifik Yenilenebilir Enerji Ortaklık Yapısı		
Ortak	Sermaye (TL)	Oran
Pasifik Holding A.Ş.	21.000.000	70%
Diğer	9.000.000	30%
Toplam	30.000.000	100%

1.2. İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar

1.2.1. Pasifik Elektron Elektrik Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Pasifik Elektron, 19 Aralık 2023 tarihli ve 10982 sayılı TTSG'de ilan edilerek kurulmuş olup şirketin merkezi Ankara'dadır.

Enerji ihracatına ve ithalatına yönelik faaliyet gösterecek lisans çalışmaları tamamlanmış olan Pasifik Elektron Elektrik Enerjisi Tedarik Şirketi, "Gün Öncesi Piyasası", "Gün İçi Piyasası", "Serbest Tüketici", "Tezgâh Üstü Piyasa", "İkili Anlaşma" ve "Karbon Ticareti" alanlarında faaliyet göstermeyi planlamaktadır.

Şirket'in ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Pasifik Elektron Ortaklık Yapısı		
Ortak	Sermaye (TL)	Oran
Pasifik Yenilenebilir Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3.000.000	100%
Toplam	3.000.000	100%

Mali Tablolar

Gelir Tablosu

Pasifik Elektron TFRS Bazlı Gelir Tablosu	TL'nin 30.06.25 Satın Alma Gücüne Göre	
TL	31.12.2024	30.06.2025
Genel Yönetim Giderleri (-)	-309.758	-202.419
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	165	0
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	-309.593	-202.419
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	-309.593	-202.419
Finansman Gelirleri	262.516	0
Parasal kazanç kayıp	-616.006	-442.571
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	-663.083	-644.990
Sürdürülen faaliyetler vergi gelir/gideri	-231.312	-15.232
- Ertelenmiş vergi geliri/gideri	-231.312	-15.232
Dönem Karı (Zararı)	-894.395	-660.222

Pasifik Elektron, 2023 yılında kurulmuş olması ve yatırım aşamasında olması sebebiyle henüz cirosu bulunmamaktadır. Şirket'in 2025 yılının ilk yarısında tamamı genel yönetim giderlerinden oluşan 202.419 TL faaliyet gideri sonrası 202.419 TL esas faaliyet zararı bulunmaktadır.

Şirket'in 442.571 TL parasal kayıp sonrası 644.990 TL vergi öncesi zararı bulunurken 2025 yılının ilk yarısında net dönem zararı 660.222 TL olarak gerçekleşmiştir.

Bilanço

Şirket, 30 Haziran 2025 bilançosuna göre %37,03'ü dönen varlıklardan oluşan 3,7 milyon TL'lik aktif büyüklüğe sahiptir. 1,4 milyon TL olan dönen varlıkları içindeki en büyük pay 1,4 milyon TL ile diğer alacaklara ait olup tamamı ilişkili taraflardan diğer alacaklardan oluşmaktadır.

Şirket'in 2,4 milyon TL olan duran varlıklarının tamamı maddi olmayan duran varlıklara aittir.

Şirket kaynaklarının 64.500 TL'si kısa vadeli yükümlülükler, 239.225 TL'si uzun vadeli yükümlülükler ve 3,4 milyon TL'si özkaynaklara aittir.

Kısa vadeli yükümlülüklerdeki 64.500 TL'nin tamamı diğer borçlar hesabına kayıtlıdır. Uzun vadeli yükümlüklerin tamamı ertelenmiş vergi yükümlülüğünden oluşmaktadır.

Şirket'in 3 milyon TL ödenmiş sermayesi bulunmaktadır. Enflasyon muhasebesi sebebiyle 2,1 milyon TL sermaye düzeltme farkları mevcuttur. 954.944 TL geçmiş yıllar zararı ve 660.222 TL net dönem zararı bulunan şirket 3,4 milyon TL özkaynağa sahiptir.

Pasifik Elektron TFRS Bazlı Bilanço, TL	TL'nin 30.06.25 Satın Alma Gücüne Göre	
VARLIKLAR	31.12.2024	30.06.2025
Dönen Varlıklar	1.403.374	1.385.821
Nakit ve Nakit Benzerleri	223.703	2.206
Diğer Alacaklar	1.166.739	1.368.000
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	1.166.739	1.368.000
Diğer Dönen Varlıklar	12.932	15.615
Duran Varlıklar	2.963.057	2.356.311
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.700.541	2.356.311
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.700.541	2.356.311
Diğer Duran Varlıklar	262.516	0
TOPLAM VARLIKLAR	4.366.431	3.742.132
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.459	64.500
Ticari Borçlar	0	0
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	0	0
Diğer Borçlar	6.459	64.500
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	1.209	0
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	5.250	64.500
Uzun Vadeli Yükümlülükler	261.343	239.225
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	261.343	239.225
Toplam Yükümlülükler	267.802	303.725
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4.098.629	3.438.407
Ödenmiş Sermaye	3.000.000	3.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	2.053.573	2.053.573
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları (+/-)	-60.549	-954.944
Dönem Net Karı/Zararı (+/-)	-894.395	-660.222
TOPLAM KAYNAKLAR	4.366.431	3.742.132

1.2.2. Windrogen Elektrik Üretim Depo Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Şirket 24,9 milyon TL sermayeye sahip olup paylarının %100'ü Pasifik Enerji'ye aittir.

Windrogen, Edirne/Keşan'da bulunan, ön lisansını almış Arel Depolamalı RES (39,9 MW) sahip olup yılda 159.600 MWh elektrik enerjisi üretmeyi planlamaktadır. Şu anda rüzgâr ölçüm direkleri ile veri ölçümüne başlanan santralin, 53.200 evin bir yıllık tükettiği enerjiyi karşılaması ve 101.420 ton karbonun doğaya salınımını engellemesi planlanmaktadır.

Şirket'in ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Windrogen Elektrik Ortaklık Yapısı		
Ortak	Sermaye (TL)	Oran
Pasifik Yenilenebilir Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	25.935.000	100%
Toplam	25.935.000	100%

Mali Tablolar**Gelir Tablosu**

Windrogen Elektrik TFRS Bazlı Gelir Tablosu	TL'nin 30.06.25 Satın Alma Gücüne Göre	
TL	31.12.2024	30.06.2025
Genel Yönetim Giderleri (-)	-525.523	-143.192
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	-525.523	-143.192
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	-525.523	-143.192
Parasal kazanç kayıp	153.961	-282.461
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	-371.562	-425.653
Sürdürülen faaliyetler vergi gelir/gideri	-514.898	-355.468
- Ertelenmiş vergi geliri/gideri	-514.898	-355.468
Dönem Karı (Zararı)	-886.460	-781.121

Windrogen, yatırım aşamasında olması sebebiyle henüz cirosu bulunmamaktadır. Şirket'in 2025 yılının ilk yarısında tamamı genel yönetim giderlerinden oluşan 143.192 TL faaliyet gideri sonrası 143.192 TL faaliyet zararı bulunmaktadır.

Şirket 282.461 TL parasal kaybı sonrası 425.653 TL vergi öncesi zarar elde ederken 355.468 TL ertelenmiş vergi gideri sonrası 2025 yılının ilk yarısında 781.121 TL net dönem zararı yazmıştır.

Bilanço

Windrogen, 30 Haziran 2025 bilançosuna göre %13,8'si dönen varlıklardan oluşan 14,2 milyon TL'lik aktif büyüklüğe sahiptir. Şirket'in 2 milyon TL olan dönen varlıkları içindeki en büyük pay 1,5 milyon TL ile diğer dönen varlıklara aittir.

Şirket'in 3,2 milyon TL'si maddi ve 9,0 milyon TL'si maddi olmayan olmak üzere toplam 12,3 milyon TL'lik duran varlığı bulunmaktadır.

Şirket kaynaklarının 472.512 TL'si kısa ve 796.782 TL'si uzun vadeli yükümlülükler ile 12.960.324 TL'si özkaynaklardan oluşmaktadır.

Şirketin kısa vadeli yükümlülüklerinin 437.411 TL'si ticari borçlar ve 1.201 TL'si diğer borçlar hesabına kayıtlıdır. Uzun vadeli yükümlülüklerinin tamamı ertelenmiş vergi yükümlülükleri hesabına kayıtlıdır.

Şirket'in 11,3 milyon TL ödenmiş sermayesi bulunmaktadır. Enflasyon muhasebesi sebebiyle 3,8 milyon TL sermaye düzeltmesi farkları mevcuttur. 1,3 milyon TL geçmiş yıllar zararı ve 781.121 TL net dönem zararı bulunan şirket 13,0 milyon TL özkaynağa sahiptir.

Windrogen Elektrik TFRS Bazlı Bilanço, TL	TL'nin 30.06.25 Satın Alma Gücüne Göre	
VARLIKLAR	31.12.2024	30.06.2025
Dönen Varlıklar	1.805.467	1.962.215
Nakit ve Nakit Benzerleri	56.629	18.227
Diğer Alacaklar	227.514	195.000
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	227.514	195.000
Peşin Ödenmiş Giderler	145.842	153.023
- İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	145.842	153.023
Diğer Dönen Varlıklar	1.375.482	1.595.965
Duran Varlıklar	9.460.952	12.267.403
Maddi Duran Varlıklar	3.338.668	3.222.546
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6.122.284	9.044.857
TOPLAM VARLIKLAR	11.266.419	14.229.618
Kısa Vadeli Yükümlülükler	282.929	472.512
Ticari Borçlar	243.377	437.411

Windrogen Elektrik TFRS Bazlı Bilanço, TL	TL'nin 30.06.25 Satın Alma Gücüne Göre	
VARLIKLAR	31.12.2024	30.06.2025
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	208.856	179.008
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	34.521	258.403
Diğer Borçlar	0	1.201
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	39.552	33.900
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	39.552	33.900
Uzun Vadeli Yükümlülükler	514.898	796.782
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	514.898	796.782
Toplam Yükümlülükler	797.827	1.269.294
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	10.468.592	12.960.324
Ödenmiş Sermaye	8.208.750	11.316.750
Sermaye Düzeltme Farkları	3.586.930	3.751.783
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları (+/-)	-440.627	-1.327.088
Dönem Net Karı/Zararı (+/-)	-886.461	-781.121
TOPLAM KAYNAKLAR	11.266.419	14.229.618

1.2.3. Genergy Enerji A.Ş.

Genergy, 5 Aralık 2022 tarihli ve 10718 sayılı TTSG'de ilan edilerek kurulmuş olup şirketin merkezi İstanbul'dadır.

Genergy, Mardin'de yer alan, kendine ait Taha Hibrit Doğalgaz Kombine Çevrim Santrali ile 205 MW üretim lisansına sahip olup yardımcı kaynak olarak yapılacak güneş enerjisi santralinden yıllık 175.200 MWh elektrik enerjisi üretmeyi hedeflemektedir. Bu sayede 58.400 evin bir yıllık tükettiği enerjiyi karşılaması ve 111.200 ton karbonun doğaya salınımını önlemesi öngörülmektedir.

Şirket'in ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Genergy Enerji Ortaklık Yapısı		
Ortak	Sermaye (TL)	Oran
Pasifik Yenilenebilir Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	31.600.000	20%
Diğer	126.400.000	80%
Toplam	158.000.000	100%

Mali Tablolar

Gelir Tablosu

Genergy'nin 2025 yılının ilk yarısında 292 milyon TL cirosu bulunurken 752,3 milyon TL maliyet sonrası 460,3 milyon TL brüt zarar kaydedilmiştir. Hasılatın tamamına yakını Genergy'nin aktifinde yer alan 40 MW büyüklüğündeki güneş panellerinin satışından kaynaklanmakta olup satışların maliyeti de bu panellerin kayıtlı değerinden oluşmaktadır. 5,0milyon TL'si pazarlama ve 1,6 milyon TL'si genel yönetim giderlerinden oluşan toplam 6,6 milyon TL faaliyet gideri ile 15,2 milyon TL esas faaliyetlerden diğer geliri ve 37,5 milyon TL esas faaliyetlerden diğer gideri sonrası 489,1 milyon TL esas faaliyet zararı yazmıştır.

Şirketin 251.663 TL finansman gideri ile 102,8 milyon TL parasal kazancı sonrası 386,6 milyon TL vergi öncesi zararı bulunmaktadır. 48,9 milyon TL ertelenmiş vergi gideri sonrası şirket 2025 yılının ilk yarısında 435,6 milyon TL net dönem zararı elde etmiştir.

Genergy Enerji TFRS Bazlı Gelir Tablosu	TL'nin 30.06.25 Satın Alma Gücüne Göre	
TL	31.12.2024	30.06.2025
Hasılat	6.043.876	292.045.594
Satışların Maliyeti (-)	-13.227.623	-752.344.120
Brüt Kar (Zarar)	-7.183.747	-460.298.526
Brüt Kar Marjı	-118,9%	-157,6%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-7.655.104	-5.019.002

Genergy Enerji TFRS Bazlı Gelir Tablosu	TL'nin 30.06.25 Satın Alma Gücüne Göre	
TL	31.12.2024	30.06.2025
Genel Yönetim Giderleri (-)	-3.844.212	-1.553.266
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	4.948.198	15.217.204
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-6.895.573	-37.489.720
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	-20.630.438	-489.143.310
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	-20.630.438	-489.143.310
Finansman Giderleri (-)	-225.462	-251.663
Parasal kazanç kayıp	243.595.904	102.775.493
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	222.740.004	-386.619.480
Sürdürülen faaliyetler vergi gelir/gideri	-72.385.277	-48.932.341
- Ertelenmiş vergi geliri/gideri	-72.385.277	-48.932.341
Dönem Karı (Zararı)	150.354.727	-435.551.821

Bilanço

Genergy, 30 Haziran 2025 bilançosuna göre %44'ü dönen varlıklardan oluşan 856 milyon TL'lik aktif büyüklüğe sahiptir. Şirket'in 373 milyon TL olan dönen varlıkları içindeki en büyük pay 303 milyon TL ile ticari alacaklara aittir.

Şirket tamamı maddi duran varlıklardan oluşan 483 milyon TL'lik duran varlığı bulunmaktadır.

Şirket kaynaklarının 783 milyon TL'si kısa ve 48 milyon TL'si uzun vadeli yükümlülükler ile 25 milyon TL'si özkaynaklardan oluşmaktadır.

Şirketin kısa vadeli yükümlülüklerinin 764 milyon TL'si diğer borçlar hesabında kayıtlı olup 756 milyon TL'si ilişkili taraflara ve 8 milyon TL'si ilişkili olmayan taraflara olan diğer borçlara aittir.

Şirket'in 158 milyon TL ödenmiş sermayesi bulunmaktadır. Enflasyon muhasebesi sebebiyle 143 milyon TL sermaye düzeltmesi farkları mevcuttur. 159 milyon TL geçmiş yıllar karı ve 436 milyon TL net dönem zararı bulunan şirket 25,2 milyon TL özkaynağa sahiptir.

Genergy Enerji TFRS Bazlı Bilanço, TL	TL'nin 30.06.25 Satın Alma Gücüne Göre	
VARLIKLAR	31.12.2024	30.06.2025
Dönen Varlıklar	85.666.032	373.484.129
Nakit ve Nakit Benzerleri	48.171.967	475.076
Ticari Alacaklar	1.954.684	305.222.933
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	0	303.332.650
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	1.954.684	1.890.283
Diğer Alacaklar	119.766	19.890.458
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	119.766	19.890.458
Stoklar	0	0
Peşin Ödenmiş Giderler	492.729	16.249.719
- İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	492.729	16.249.719
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	34.926.886	31.645.943
Duran Varlıklar	1.233.590.841	482.859.890
Maddi Duran Varlıklar	1.232.306.246	482.848.723
Peşin Ödenmiş Giderler	1.284.595	11.167
- İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	1.284.595	11.167
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	1.319.256.873	856.344.019
Kısa Vadeli Yükümlülükler	786.553.680	783.355.945
Ticari Borçlar	12.999.377	18.979.116
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	8.592.725	17.967.814
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	4.406.652	1.011.302
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	336.125	760.736

Genergy Enerji TFRS Bazlı Bilanço, TL	TL'nin 30.06.25 Satın Alma Gücüne Göre	
VARLIKLAR	31.12.2024	30.06.2025
Diğer Borçlar	773.218.178	763.616.093
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	605.446.642	755.893.663
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	167.771.536	7.722.430
Uzun Vadeli Yükümlülükler	71.960.445	47.752.523
Uzun Vadeli Karşılıklar	200.520	240.722
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	200.520	240.722
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	71.759.925	47.511.801
Toplam Yükümlülükler	858.514.125	831.108.468
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	460.742.748	25.235.551
Ödenmiş Sermaye	158.000.000	158.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	143.454.482	143.454.482
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler (+/-)	0	44.624
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları (+/-)	8.933.537	159.288.266
Dönem Net Karı/Zararı (+/-)	150.354.729	-435.551.821
TOPLAM KAYNAKLAR	1.319.256.873	856.344.019

1.2.4. Cetate SRL

Şirket 200 RON sermayeye sahip olup Şirket'in eski ortağı ile Pasifik Enerji arasında 13.08.2024 tarihli imzalanan hisse satış sözleşmesiyle paylarının %100'ü Pasifik Enerji'ye devredilmiştir. Romanya'da 42 MWp gücünde GES kurma lisansı bulunmaktadır.

Cetate SRL Ortaklık Yapısı		
Ortak	Sermaye (RON)	Oran
Pasifik Yenilenebilir Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	200	100%
Toplam	200	100%

1.2.5. Urlati GES

Şirket 200 RON sermayeye sahip olup Şirket'in eski ortağı ile Pasifik Enerji arasında 01.11.2024 tarihli imzalanan hisse satış sözleşmesiyle paylarının %34'ü Pasifik Enerji'ye devredilmiştir. Romanya'da 46 MWp gücünde GES ve 85 MW kapasiteli depolama tesisi kurma lisansı bulunmaktadır.

Urlati GES Ortaklık Yapısı		
Ortak	Sermaye (RON)	Oran
Pasifik Yenilenebilir Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	68	34%
Diğer	132	66%
Toplam	200	100%

1.3. Sektör

1.3.1 Elektrik Üretim & Tüketimi

Dünya genelinde ekonomik faaliyetlerin yeniden güçlenmesi, doğal olarak enerjiye olan talebin artmasını ve enerji piyasalarının canlanması sonucunu doğurmuştur. Coğrafyalar itibarıyla farklılıklar bulunmakla birlikte, imalat sanayii sektörlerinde hem birincil enerji ve hem de elektrik talebinde, konutlarda ve hizmet sektöründe ise elektrik talebinde güçlü bir büyüme eğilimi ortaya çıkmıştır. İklim değişikliği kaynaklı etkilere bağlı olarak yeryüzünün belli bölgelerinde ciddi kuraklıklar yaşanması, bunun yer yer hidrolik üretimleri etkilemesi, aşırı hava olaylarının (aşırı sıcaklar ve beklenmedik soğuk hava dalgaları) enerji talebini yükseltmesi, fosil yakıtlara olan talebi de artırmıştır.

Covid-19 salgınıyla alt üst olan ve yeni bir denge arayışında olan küresel emtia ve enerji piyasalarındaki çalkantılar Türkiye’yi de derinden etkilemiştir. Türkiye enerji piyasasında son yıllarda damgasını vuran en önemli gelişmenin petrol, doğal gaz ve kömür maliyetlerinde meydana gelen artışlar olduğunu söylemek mümkündür. Hem petrol ve hem de doğal gaz üretimi bugün itibarıyla çok düşük seviyede olan Türkiye’nin dünyadaki gelişmeleri yönlendirecek büyüklükte bir alıcı pozisyonunun (küresel tüketim içinde yüksek payının) bulunmaması, sayılan gelişmeler karşısında Türkiye’yi büyük ölçüde savunmasız ve enerji fiyat şoklarına karşı kırılgan bir vaziyette bırakmaktadır.

Covid-19 salgınının sebep olduğu düşük talep, kısıtlamaların kalkması ile tekrardan yükselmiştir. İthal kaynakların toplam üretimdeki payı ise yıl boyunca en az %34 oranla Nisan ayında en fazla ise %55 oranla Ağustos ayında gerçekleşmiştir. Ağustos ayındaki oranın fazla olmasının ana sebebi mevsim normalleri üzerindeki sıcaklıklar olmuş, Nisan ayındaki düşüşün temel nedeni ise yenilenebilir enerji üretiminin talebi karşılama oranının artması olarak kaydedilmiştir. Eylül ayından Ekim ayına geçişte ithal kaynakların oranında gözlemlenen düşüşün sebebi ise kömür fiyatlarındaki yükselişten kaynaklı ithal kömür santrallerin üretime ara vermesidir. Emtia fiyatlarının düşmesi ve piyasadaki azami fiyat limitinin artırılması ile tekrar çalışmaya başlayan ithal kömür yakıtlı termik santrallerde kapasite kullanım oranı Eylül, Ekim ve Kasım’da sırası ile %64,50, %40,31, %84,34 olarak gerçekleşmiştir.

2020 ve 2021 yıllarının kurak geçmesi hidroelektrik santrallerinin üretimini düşürürken pandemi sonrası toparlanma ve yüksek sıcaklıklar elektrik talebini artırmıştır. Bu durumda doğal gaz başta olmak üzere ithal kaynaklara duyulan ihtiyacın artması rekor elektrik talebi yaşanan günlerle de birleşince PTF’nin artmasına sebep olmuştur.

21 Mayıs 2021’de Resmi Gazete’de yayımlanan Kapasite Mekanizması Yönetmeliği değişikliği ile, Yap-İşlet sözleşmelerinin tamamlanmasıyla birlikte üretimlerine ara veren bazı doğal gaz santralleri, Kapasite Mekanizması’na katılarak faaliyete geçmiştir.

Bu değişiklik sonrasında ENKA Adapazarı (770 MW), ENKA Gebze (1.540 MW), PALMET Baymina (770 MW) ve ENKA İzmir Santrali (1.520 MW) tekrar üretime başladılar.

EPDK’nın 14 Ocak 2021 tarihli açıklamasına göre, 2021 Kapasite Mekanizması ödemesi için ayrılan kaynak 2,6 milyar TL olmuştur. TEİAŞ’ın vereceği bu destek, 2020 yılında tahsis edilen 2,2 milyar TL’lik toplam ödemeye göre %18,2 arttı.

EPDK tarafından 19 Kasım 2021’de görüşe açılan taslağa göre Kapasite Mekanizması ödemeleri, santrallerin sabit ve değişken maliyetlerinin yanında Piyasa Takas Fiyatı (PTF) ve kaynak bazında kurulu güçlerine göre belirlenecek.

PTF’nin formülasyonda bulunması, santrallerin piyasa sinyalleri ile orantılı olarak yüksek fiyatlarda daha az, düşük fiyatlarda ise daha çok ödeme almalarını sağlayacaktır.

2000 yılı itibarıyla 27,3 gigaWat (GW) civarında olan Türkiye toplam kurulu gücü 2021 yılı Ekim ayı sonunda 99,1 GW seviyesine ulaşmıştır. 2021 yılına kadar uygulanan yenilenebilir enerji kaynaklarından ve yerli kaynaklardan elektrik üreten santrallere verilen teşviklerin artması ile beraber Türkiye toplam kurulu gücünde artış eğilimi devam etmektedir.

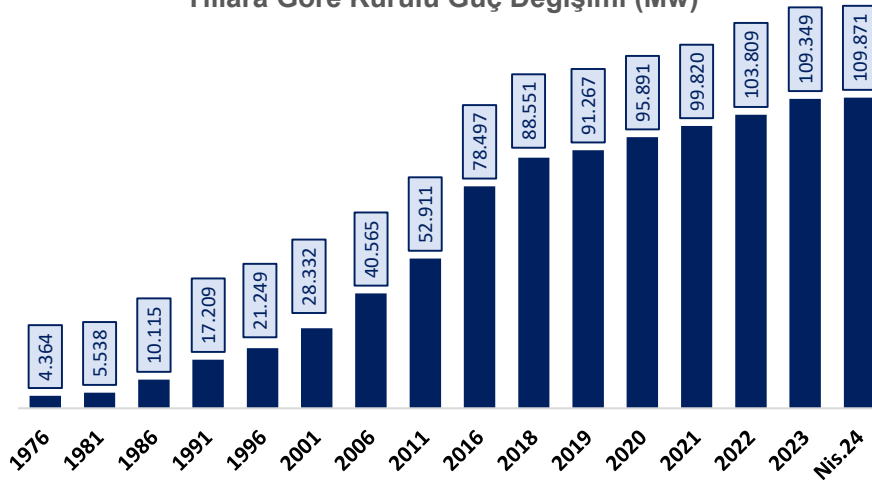
2011-2020 yılları arasındaki dönemde, yıllık kurulu güç net artışının ortalaması 4,6 GW olmuştur. Bu dönemde kurulu güçteki artışın toplam elektrik talebindeki artıştan daha yüksek olduğu görülmekte ve bunun en büyük nedenlerinden birisinin yenilenebilir enerji santrallerine verilen teşvikler olduğu değerlendirilmektedir. 2011-2020 yılları arasında devreye alınan yenilenebilir enerji santrallerinin yıllık ortalama kurulu gücü 3,2 GW civarında gerçekleşmiştir. 2020 yılında yenilenebilir enerji kaynaklarının toplam kurulu güç artışı 4,8 GW civarında

seyretmiş, ancak kapanan bazı santrallerden dolayı Türkiye toplam kurulu güç artışı 4,6 GW civarında gerçekleşmiştir. 2020 yılında termik santrallerin toplam net kurulu gücü yaklaşık 0,2 GW azalırken, rüzgâr ve güneş santrallerinin toplam kurulu gücündeki artış miktarı 1,9 GW seviyesinde olmuştur.

2022 yılı sonunda Türkiye toplam kurulu gücü 103,8 GW seviyelerine ulaşmıştır. 2022 yıl sonu itibariyle 3.990 megavat (MW) civarında gerçekleşen net kurulu güç artışı, yenilenebilir kaynaklardan elektrik üreten santrallerden meydana gelmiştir. 79 MW'lık kurulu güç artışı hidroelektrik santrallerinden (HES) sağlanmış, toplam artışın 2.414 MW'lık kısmı rüzgâr enerjisi santrallerinden (RES), 1.496 MW'lık kısmı ise güneş enerjisi santrallerinden (GES) kaynaklanmıştır.

2016-2024/04 yılları arasında yeni net kurulu güç artışı değerleri incelendiğinde, yıllık ortalama 4.549 MW büyüklüğünde bir kurulu gücün devreye girdiği anlaşılmaktadır. Bu yıllar arasında en yüksek net kurulu güç artışı 6.702 MW ile 2017 yılında gerçekleşmiştir. 2017 yılında devreye giren santrallerin %49,7'si RES ve GES'lerden oluşmaktadır. 2018 yılında ise, 3.350 MW toplam kurulu güç artışının %62,7'si RES ve GES'lerden kaynaklanmıştır. 2020 yılında 4.624 MW toplam kurulu güç artışı gerçekleşirken, aynı dönemde 1.913 MW RES ve GES devreye alınmıştır. 2021 yılında 3.929 MW olan toplam güç artışı 2022 yılında 3.990 MW toplam güç artışı olarak gerçekleşmiştir.

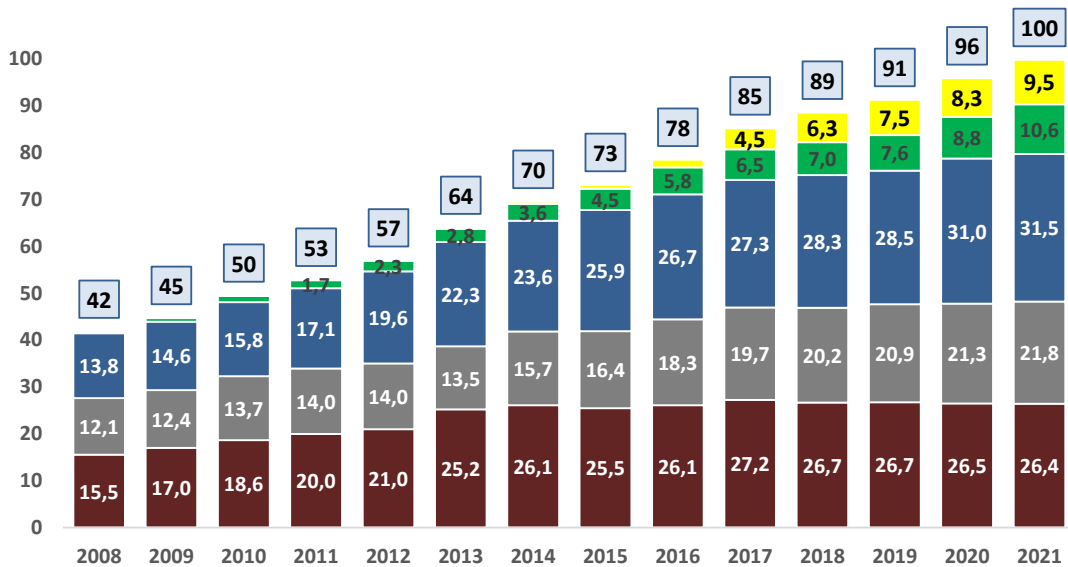
Yıllara Göre Kurulu Güç Değişimi (Mw)



2021 yılı ilk 10 ayı ve 2022 yıl sonu itibariyle veriler incelendiğinde ise, yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üreten santrallerin kurulu güçteki payının sırasıyla %53,4'e ve %54,4'e yükseldiği görülmektedir.

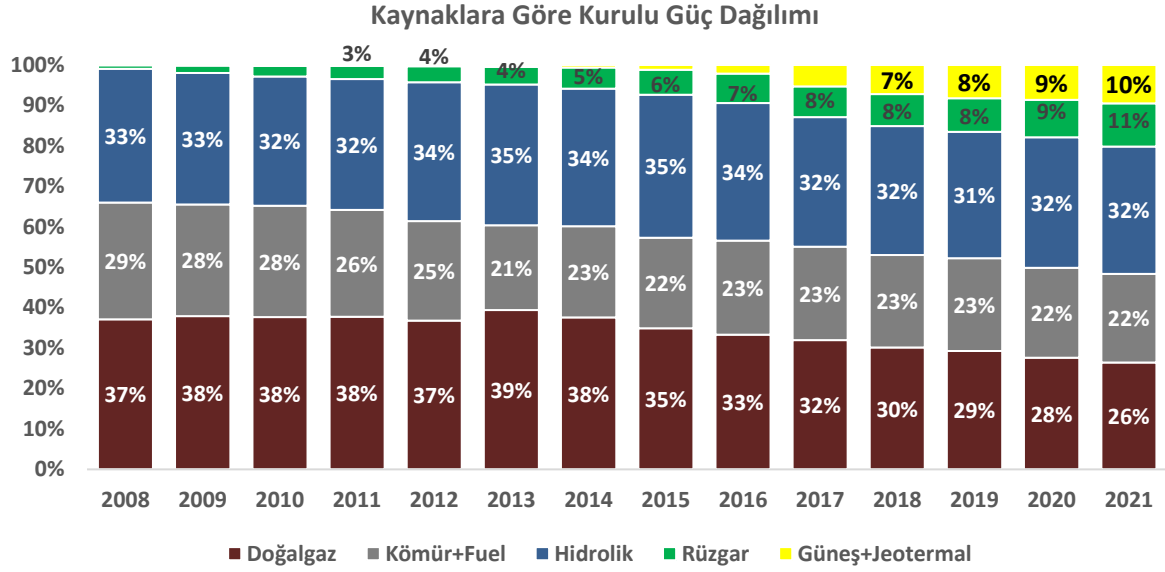
2023 yılında 5.539 MW olan toplam güç artışı 2024 yılı Nisan ayında ise hafif bir artış yaşayarak 523 MW olarak gerçekleşmiştir.

Kaynaklara Göre Kurulu Güç (bin MW)



Toplam

Doğalgaz Kömür+Füel Hidrolik Rüzgâr Güneş+Jeotermal



2022 yılında kurulu güç değeri bir önceki yıla göre %4 artarak 103.809,26 MW olurken 2023 yılındaki kurulu güç değeri ise bir önceki yıla kıyasla %5,34 artarak 109.348,72 MW oldu.

2024 yılı Nisan ayı sonu itibarıyla keskin bir artış yaşanmamış olup %0,48 artışla 109.871,33 MW gerçekleşmiştir. 62.7011,58 MW'nin olan yenilenebilir kaynakların 32.180,42 MW'si, hidrolik, 12.102,56 MW'si, rüzgâr, 14.640,24 MW'si güneş, 2.087,02 MW'si biyokütle ve 1.691,34 MW'si jeotermal kaynaklardan oluşan kurulu güçlerdir. 2024 yılı Nisan ayı itibarıyla bir önceki yıla göre yenilenebilir santrallerde %1,89 artış yaşanırken termik santrallerde ise %1,34 oranında azalma görülmüştür.

Yıllara Göre Kaynak Bazında Kurulu Güç Değerleri								
Kaynak Türü	TOPLAM KURULU GÜÇ* (MW)							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Nis.24
HİDROLİK	27.274	28.293	28.503	30.984	31.493	31.571	31.962	32.180
RÜZGÂR	6.520	6.994	7.591	8.832	10.607	11.396	11.807	12.103
GÜNEŞ	2.998	5.099	5.995	6.667	7.816	9.425	13.998	14.640
BİYOKÜTLE	516	670	802	1.116	1.645	1.691	2.080	2.087
JEOTERMAL	1.064	1.283	1.515	1.613	1.676	1.921	1.691	1.691
YENİLENEBİLİR	38.373	42.339	44.406	49.213	53.236	56.006	61.539	62.702
DOĞAL GAZ	26.419	25.885	26.264	26.042	25.965	25.733	25.729	25.084
İTHAL KÖMÜR	8.936	8.939	8.967	8.987	8.994	10.374	10.374	10.374
LİNYİT	9.267	9.597	10.101	10.120	10.120	10.192	10.194	10.207
TAŞ KÖMÜRÜ	616	616	811	811	841	841	841	841
ASFALTİT	405	405	405	405	405	405	405	405
FUEL ÖİL	712	709	306	306	252	252	260	252
NAFTA	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
LNG	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
MOTORİN	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
TERMİK	46.364	46.159	46.861	46.678	46.584	47.804	47.810	47.170
TOPLAM	84.737	88.498	91.267	95.891	99.820	103.809	109.349	109.871

*Lisanslı ve lisanssız santraller dâhil edilmiştir.

Kaynak: EPDK, Elektrik Piyasası Yıllık ve Aylık Sektör Raporu

2021'in ilk 10 ayda gerçekleşen toplam brüt elektrik üretiminin %30,7'lik kısmı ithal ve yerli kömür santrallerinden sağlanırken, %33,1'lik kısmı doğal gaz santrallerinden temin edilmiştir. 2020 yılının ilk 10 ayındaki dağılım ile karşılaştırıldığında, kömür santrallerinden üretilen elektrikte 3,6 yüzde puanlık bir gerileme görülmüştür. Benzer şekilde, hidroelektrik santrallerden üretilen elektriğin payında da 10,3 yüzde puanlık bir azalma gerçekleşmiştir. Kömür santrallerinden ve hidroelektrik santrallerden kaynaklanan azalmanın %89'u (12,4 yüzde puanlık artış)

doğal gaz santrallerinden karşılanmıştır. 2021 yılının ilk 10 ayındaki bu kırılım değişiminde 2021 yılında yaşanan kuraklık ve ithal kömür fiyatlarındaki artış belirleyici olmuştur.

Talep ve üretim rekorlarının kırıldığı 2021 yılının ilk 10 ayı sonunda yenilenebilir enerji kaynaklarından üretilen elektriğin payı %36,1 civarında gerçekleşmiştir. İlk 10 ayda doğal gaz santrallerinden üretilen elektriğin payındaki yüksek oranın, hidroelektrik santrallerden üretilen elektrik miktarındaki azalmadan kaynaklandığı değerlendirilmektedir. 2021 yılında hem rüzgâr hem de güneş kaynaklarından üretilen elektrik miktarı artmış olmasına rağmen kurak bir dönem geçirilmesi sebebiyle yenilenebilir enerji kaynaklarından üretilen elektriğin payında azalma gerçekleşmiştir.

2022'nin yıl sonu itibarıyla gerçekleşen toplam brüt elektrik üretiminin %25'lik kısmı ithal ve yerli kömür santrallerinden sağlanırken, %23'lük kısmı doğal gaz santrallerinden, %30'u hidrolik kaynaklardan, %11'i rüzgar enerjisinden ve geri kalan %11'i güneş ve jeotermal kaynaklardan temin edilmiştir.

Uluslararası Enerji Ajansı'nın (IEA) 2018 Enerji Görünüm Raporu'ndaki değerlendirmelere göre, 2000 yılında dünya enerji talebinin %40'ını Avrupa ve Kuzey Amerika, %20'sini ise Asya'daki gelişmekte olan ekonomiler oluşturmaktayken 2040 itibarıyla bu durumun tam tersine döneceği öngörülmüyor. Enerji tüketiminin büyük ölçüde Asya'ya kayması, tüm yakıtlar ve teknolojilerin yanı sıra enerji yatırımlarında da hissediliyor. Örneğin bundan on beş yıl önce, kurulu kapasite bakımından dünyanın en büyük elektrik şirketleri arasında Avrupalı şirketler başta gelirken, bugün en büyük on elektrik şirketinden altısı Çinli şirketlerden oluşuyor.

Türkiye elektrik enerjisi tüketimi 2022 yılında bir önceki yıla göre %1,2 oranında azalarak 328,9 TWh, elektrik üretimi ise bir önceki yıla göre %2,5 azalarak 326,2 TWh olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında elektrik üretimimizin, %34,6'sı kömürden, %22,2'si doğal gazdan, %20,6'sı hidrolik enerjiden, %10,8'i rüzgardan, %4,7'si güneşten, %3,3'ü jeotermal enerjiden ve %3,7'si diğer kaynaklardan elde edilmiştir.

2023 Yılı Nisan ayı sonu itibarıyla Ülkemizin Birincil Kaynaklara göre Kurulu Gücü toplamı 104.473 MW olurken en yüksek pay 25.366 MW ile doğalgaz santrallerindedir.

2023 yılı Haziran ayı sonu itibarıyla ülkemiz kurulu gücü 104.904 MW'a ulaşmıştır. 2023 yılı Haziran ayı sonu itibarıyla kurulu gücümüzün kaynaklara göre dağılımı; %30,1'i hidrolik enerji, %24,2'si doğal gaz, %20,8'i kömür, %11'i rüzgâr, %9,7'si güneş, %1,6'sı jeotermal ve %2,6'sı ise diğer kaynaklar şeklindedir.

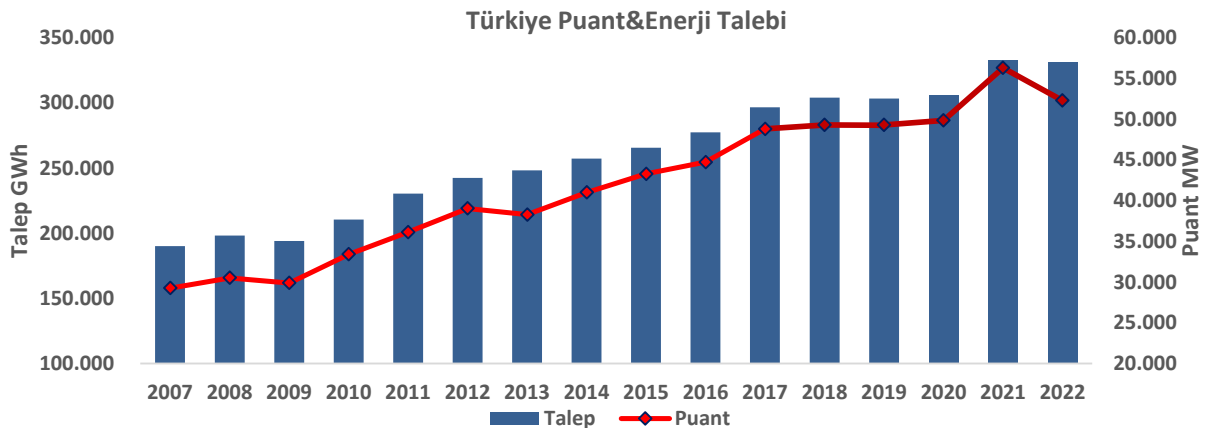
Türkiye elektrik enerjisi tüketimi 2023 yılında bir önceki yıla göre %0,2 oranında azalarak 330,3 TWh, elektrik üretimi ise bir önceki yıla göre %0,6 azalarak 326,3 TWh olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye Ulusal Enerji Planı çalışmasının sonuçlarına göre elektrik tüketiminin 2025 yılında 380,2 TWh, 2030 yılında 455,3 TWh, 2035 yılında ise 510,5 TWh seviyesine ulaşması beklenmektedir.

2023 yılında elektrik üretimimizin, %36,3'ü kömürden, %21,4'ü doğal gazdan, %19,6'sı hidrolik enerjiden, %10,4'ü rüzgardan, %5,7'si güneşten, %3,4'ü jeotermal enerjiden ve %3,2'si diğer kaynaklardan elde edilmiştir.

2024 yılı Mayıs ayı sonu itibarıyla ülkemiz kurulu gücü 110.341 MW'a ulaşmıştır. 2024 yılı Mayıs ayı sonu itibarıyla kurulu gücümüzün kaynaklara göre dağılımı; %29,2'si hidrolik enerji, %22,4'ü doğal gaz, %19,8'i kömür, %11,1'i rüzgâr, %13,6'sı güneş, %1,5'i jeotermal ve %2,4'ü ise diğer kaynaklar şeklindedir.

Ayrıca Ülkemizde elektrik enerjisi üretim santrali sayısı, 2024 yılı Mayıs ayı sonu itibarıyla 25.825'e (Lisanssız santraller dâhil) yükselmiştir. Mevcut santrallerin 763 adedi hidroelektrik, 69 adedi kömür, 367 adedi rüzgâr, 63 adedi jeotermal, 359 adedi doğal gaz, 23.730 adedi güneş, 474 adedi ise diğer kaynaklı santrallerdir.





2024 yılı Nisan ayı sonu itibarıyla elektrik piyasasında toplam 875 ön lisans bulunmakta olup bu lisansların 464'ü güneş, 59'u hidrolik, 304'ü rüzgâr, 12'si jeotermal, 30'u biyokütle, 6'sı kömür, doğalgaz ve diğer termik kaynaklardan olan lisanslardır. Aynı dönem içinde 1.905 üretim lisansı bulunmakta olup lisansa derç edilen kurulu güç toplamı ise 111.224,57 MWe'dir. Derç edilen kurulu güçler içinde en büyük payı %30,4 ile hidrolik tesisler oluştururken sonrasında sırasıyla %23,37 ile doğalgaz, %13,5 ile rüzgâr ve %11,57 ile ithal kömür oluşturmaktadır.

2024 Yılı Nisan Ayı Sonu İtibarıyla Elektrik Piyasası Ön Lisans ve Üretim				
Kaynak Türü	Lisansı Dağılımı		Üretim Lisansı	
	Ön Lisans		Üretim Lisansı	
	Lisans Sayısı	Lisansa Derç Edilen Kurulu Güç (MWe)	Lisans Sayısı	Lisansa Derç Edilen Kurulu Güç (MWe)
Hidrolik	59	2.864	788	33.816
Rüzgâr	304	20.860	299	14.735
Jeotermal	12	250	67	1.872
Biyokütle	30	248	347	2.675
Güneş	464	15.807	45	1.869
İthal Kömür			15	12.870
Yerli Kömür			22	10.143
Kömür	2	35	15	599
Fuel-oil			21	992
Doğal Gaz	2	21	250	25.988
Uranyum			1	4.800
Diğer Termik	2	11	35	866
Genel Toplam	875	40.096	1.905	111.225

Kaynak: EPDK, Elektrik Piyasası Yıllık Sektör Raporu

1.3.2 Türkiye'de Doğal Gaz

Bir petrol türevi olan doğal gaz; yanıcı, havadan hafif, renksiz ve kokusuz bir gazdır. Basta metan (CH₄) ve etan (C₂H₆) olmak üzere çeşitli hidrokarbonlardan oluşur. Yer altında, genellikle petrol ile birlikte veya gaz rezervuarlarında bulunur. Kaynağından çıkarıldığı haliyle herhangi bir işlemten geçirilmeksizin kullanılabilen doğal gaz, boru hatları ile veya sıvılaştırılarak tankerlerle taşınır.

BP 2019 Dünya Enerji İstatistik Görünümü Raporu'ndan yapılan derlemeye göre, dünya üzerinde toplam 196,9 trilyon metreküp kanıtlanmış doğal gaz rezervi bulunuyor. En fazla doğal gaz rezervi 75,5 trilyon metreküple Orta Doğu bölgesinde yer alırken bunu 62,8 trilyon m³ rezerve sahip Rusya ve Türkmenistan'ın da içinde bulunduğu Bağımsız Devletler Topluluğu izledi. En az doğal gaz rezervine sahip bölge ise 3,9 trilyon metreküple Avrupa oldu.

Türkiye'de 2010-2016 yılları arasında yıllık bazda ortalama %4 artış kaydeden doğalgaz tüketimi, 2017 yılında %16 yükselişle 53,8 bcm ile Türkiye tarihinin en yüksek seviyesinde gerçekleşti. 2018 ve 2019 yıllarında ise yıllık bazda %8 düşüş kaydederek 45,3 bcm seviyesine geriledi. 2019 yılındaki bu düşüşte, artan abone sayısı konutlardaki doğal gaz tüketimini yukarı yönlü baskılamasına karşın, dönüşüm ve çevrim santrallerinin doğalgaz tüketimindeki

sert azalış etkili oldu. Dönüşüm ve çevrim sektörü 2018 yılında 20,5 bcm seviyesinde doğalgaz tüketirken, bu miktar 2019 yılında 11,3 bcm seviyesine geriledi. 2020 yılında ise yıllık bazda %20,3 artışla 13,6 bcm seviyesinde gerçekleşti. Böylelikle 2019 yılında toplam sektörel tüketimi içerisindeki payı %37'den %25'e gerileyen dönüşüm ve çevrim sektörü tüketimi, 2020 yılında %29 seviyesinde gerçekleşti. Konut cephesinde tüketilen miktar ise 14,4 bcm seviyesinde gerçekleşerek yıllık bazda %14 artış gösterdi. Pandemi sürecinin etkilerinin ön planda olduğu 2020 özellikle yılın ikinci yarısında etkili olan hava koşullarına ek olarak, doğalgazdan üretim yapan santrallerin üretimindeki artışın etkisiyle yıllık bazda yaklaşık %7 artışla 48 bcm civarında gerçekleştiği hesaplanıyor.

GAZBİR'in yayımladığı Aralık 2020 Doğal Gaz Sektör Raporu'na göre, 2020 yılında konutlarda 15,4 bcm, sanayide 12,7 bcm, elektrik santrallerinde ise 13,6 bcm doğal gaz kullanıldı. Konutlarda tüketilen doğal gaz miktarı 2019 yılına kıyasla %7 artarken, sanayide tüketilen doğal gaz miktarı ise %3 oranında arttı. Elektrik üretim amacıyla tüketilen doğal gaz miktarı ise 2019 yılına göre %21 artış göstermiştir.

2019 yılında Türkiye'de yıllık bazda %11 artışla 0,47 bcm seviyesinde gerçekleşen doğalgaz üretim miktarı, 2020'de yeniden düşüş eğilimine girerek %7 azalışla 0,44 bcm seviyesine gerilemiştir.

Ancak, 21 Ağustos 2020 tarihinde Cumhurbaşkanımız Sayın Erdoğan, Karadeniz'de derin deniz sondajını gerçekleştiren Fatih Sondaj Gemisi'nin, Sakarya Gaz Sahası'nda (Tuna1 Bölgesi) 320 bcm doğal gaz rezervi keşfettiğini, 17 Ekim 2020 tarihinde ise yine aynı bölgede 85 bcm daha doğal gaz rezervi bulunduğunu açıkladı. Böylece toplamda 405 bcm seviyesinde doğalgaz rezervi bulunmuş oldu. Bu bağlamda, gündemdeki rezerv keşiflerine ek olarak devam eden sismik ve derin sondaj çalışmalarının önümüzdeki dönemde Türkiye'nin doğal gaz üretiminin seyrine ilişkin olumlu sinyaller verdiği gözlenmektedir.

Diğer taraftan yapım çalışmaları devam etmekte olan Tuz Gölü Doğal Gaz Yer Altı Depolama Projesinde ilk faz tamamlanmış ve doğal gaz depolanmaya başlanmıştır. 2023 yılı itibarıyla bu yer altı deposunun toplam çalışma gazı kapasitesinin 5,4 milyar Sm³'e ve geri üretim kapasitesinin 80 milyon Sm³/gün'e çıkarılması hedeflenmektedir.

Bir ilk olarak arz kaynakları ve güzergâhlarının çeşitlendirilmesi amacıyla, Yüzer LNG Depolama ve yeniden Gazlaştırma Tesisi (FSRU)'ları Aliğa/Izmir ve Dörtöyl/Hatay'da işletmeye alınmıştır. Saros Yüzer LNG Depolama ve Gazlaştırma Ünitesi (FSRU)'nin İletim Şebekesine Bağlantı Sistemine yönelik çalışmalar ise devam etmektedir.

Son dönemde yapılan araştırmalar ile hidrojenin doğal gaz dağıtım şebekesine entegrasyonu değerlendirilmektedir. Hidrojen teknolojileri ile karbon ayak izinin azaltılması hedeflenirken, ayrıca doğal gaz ithalatının kısmen de olsa azaltılması öngörülmektedir. Doğal gaz dağıtımında önemli bir atılım yapan Türkiye'de 2019 yılı itibarıyla doğal gaz ulaşmayan il kalmamıştır. Doğal gaz dağıtım firmalarının yatırımları ile 2020 yılı sonu itibarıyla 81 il merkezinin tamamı dahil olmak üzere toplamda 554 ilçe ve 35 beldeye doğal gaz arzı sağlanmıştır. 2010 yılında yaklaşık 1 milyon olan doğal gaz hizmeti götürülen toplam abone sayısı Temmuz 2021 döneminde 17,8 milyona yükselmiştir.

Covid-19 pandemisinin etkisinin görece daha sınırlı kaldığı 2021 yılının ilk 8 aylık döneminde ise doğal gaz tüketimi önceki yılın aynı dönemine kıyasla yaklaşık %31 artış göstermiştir. Söz konusu artışta dönüşüm/ çevrim sektörü sektörleri ile sanayi ve konutlar başta olmak üzere hemen hemen tüm sektörlerde izlenen talep artışı etkili olmuştur.

Türkiye, son dönemde arz güvenliğini artırmak ve kaynak çeşitliliğini sağlamak için gerçekleştirilen TANAP, FSRU gibi altyapı yatırımları ile en yakını 2021 yılında Rusya, Cezayir ve Katar ile bitecek doğal gaz alım sözleşmelerinde elini güçlendirmiştir. Ancak ülkemizin, son dönemde küresel düzeyde gerek boru gazı arz kısıtlamalarına ve gerekse spot LNG piyasalarındaki yükselişlere bağlı olarak artan fiyatlardan olumsuz yönde etkilenmesi mümkün görünmektedir. Türkiye'nin yaptığı yatırımlar ile doğal gazı hem daha ucuz hem de daha kısa vadeli sözleşmeler ile tedarik etme imkânı artmıştır, ancak küresel piyasalardaki gelişmeler ve gaz fiyatlarındaki dalgalanmanın nasıl bir bantta seyredeceği söz konusu sözleşmelerin yenilenmesinde etkili ve belirleyici olacaktır.

2021 yılı verilerine göre, dünya doğal gaz rezervi yaklaşık 188,1 trilyon m³ olup Rusya %19'luk payla dünya doğal gaz rezervi sıralamasında ilk sırada yer almaktadır. 2021 yılı üretim verilerine göre, dünyadaki en büyük doğal gaz üreticisi ülke ABD olup dünya üretiminin %23'ünü karşılamaktadır.

Ülkemizde 2022 yılında 408 milyon m³ doğal gaz üretimi yapılmasına karşın 54,6 milyar m³ doğal gaz ithalatı yapılmıştır. Bu verilerden yola çıkarak ülkemizin %99 oranında doğal gaz ithalatına bağımlı olduğu sonucuna varılmaktadır. Türkiye'nin üretilebilir rezervi 2022 itibarıyla yaklaşık 544 milyar m³'tür. Karadeniz'de keşfedilen Sakarya sahasının geliştirilmesiyle birlikte doğal gaz rezervimizin daha da artması beklenmektedir.

Yıllara Göre Doğal Gaz Piyasası Genel Görünümü (milyon Sm3)

	2019	2020	2021	2022	2023	Ocak-Nisan 2024
İthalat	45.211,47	48.125,51	58.703,93	54.661,67	50.483,77	18.569,97
Üretim	473,87	441,27	394,44	379,81	807,28	546,53
İhracat	762,68	577,52	382,89	581,43	896,28	471,07
Tüketim	45.282,03	48.266,54	59.830,36	53.200,55	50.210,84	22.649,25
Dönem Sonu Stok	3.095,44	2.852,00	1.914,17	5.334,46	5.442,40	

Kaynak: EPDK Doğal Gaz Piyasası Yıllık ve Aylık Sektör Raporu

2023 yılında yurt içinde üretim yapan toptan satış lisansı sahibi 8 şirket tarafından 2023 yılında 807,28 milyon Sm3 doğal gaz satışa sunulmuştur. Üretimi yapılarak satışa sunulan gaz miktarı 2022 yılına göre %112,55 artmıştır. Bu artışın önemli bir kısmı Karadeniz Sakarya Gaz Sahasında keşfi yapılan doğal gazın Eylül 2023 itibarıyla üretilerek sisteme verilmeye başlanmasından kaynaklanmıştır. 2023 yılında, 50.483,57 milyon Sm3 doğal gaz ithal edilmiştir. Doğal gaz ithalatı 2022 yılına kıyasla %7,64 oranında azalmıştır. 2023 yılında, ithalat %42,27'lik payla en fazla Rusya'dan yapılmıştır.

2023 yılında 14.270,65 milyon Sm3 LNG (Uzun Dönemli ve Spot) ithalatı yapılmış olup, söz konusu miktar toplam ithalatın %28,27'sidir. Ayrıca, 2023 yılında 36.213,12 milyon Sm3 olarak gerçekleşen boru gazı ithalatının 8.682,09 milyon Sm3'lük kısmı spot boru gazı ithalatı olarak yapılmıştır.

2023 yılında BOTAŞ tarafından Yunanistan, Romanya ve Bulgaristan'a boru gazı, Bulgaristan, Sırbistan ve İsviçre'ye LNG ihracatı, Tmak Natural Gas İhracat Ticaret Limited Şirketi tarafından ise Kuzey Makedonya'ya sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) ihracatı gerçekleştirilmiştir. 2023 yılında 896,3 milyon Sm3 toplam ihracatın %23,13'lük bölümünü LNG ihracatı oluşturmaktadır. Doğal gaz ihracatı 2022 yılına kıyasla %54,15 oranında artmıştır.

26.01.2023 tarih ve 11595 sayılı Kurul Kararı ile 56.099.745.819 Sm3 olarak tahmin edilen 2023 yılı ulusal doğal gaz tüketim miktarı %10,5 sapmayla 50.210.842.631,42 Sm3 olarak gerçekleşmiştir. Doğal gaz tüketimi 2022 yılına kıyasla %5,62 oranında azalmıştır. 2023 yılında 413,95 milyon Sm3 LNG, ulusal iletim şebekesi kullanılmadan doğrudan tüketiciler tarafından tüketilmiştir. Söz konusu miktarın toplam ulusal doğal gaz tüketimi içindeki payı %0,82 olarak hesaplanmıştır.

2024 yılının Nisan ayı sonu itibarıyla yurt içinde üretim yapan toptan satış lisansı sahibi şirket tarafından 546,53 milyon Sm3 doğal gaz satışa sunulmuştur. Aynı dönem içerisinde gaz ithalatı 2023 yılının Nisan ayına göre %9,85 azalarak 18.569,97 milyon Sm3'e gerilerken toplam ihracat ciddi bir artış olan %450,57 artarak 471,07 milyon Sm3 olmuştur. Ulusal doğal gaz tüketim miktarı ise önceki yılın aynı dönemine göre %4,02 artarak 22.649,25 Sm3 olarak gerçekleşmiştir.

1.3.3 Türkiye'de HES Potansiyeli

Çeşitli enerji kaynakları içerisinde hidroelektrik enerji santralleri çevre dostu olmaları ve düşük potansiyel risk taşımaları sebebiyle tercih edilmektedir. Hidroelektrik santraller; çevreye uyumlu, temiz, yenilenebilir, yüksek verimli, yakıt gideri olmayan, uzun ömürlü, işletme gideri çok düşük dışa bağımlı olmayan yerli bir kaynaktır.

Ülkemiz teorik hidroelektrik potansiyeli dünya teorik potansiyelinin %1'i, ekonomik potansiyeli ise Avrupa ekonomik potansiyelinin %16'sıdır. (Kaynak: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı)

Ülkemizin yenilenebilir enerji potansiyeli içinde en önemli yeri tutan hidrolik kaynaklarının teorik hidroelektrik potansiyeli 433 milyar kWh olup teknik olarak değerlendirilebilir potansiyel 216 milyar kWh ve ekonomik hidroelektrik enerji potansiyel ise 140 milyar kWh/yıldır.

Türkiye'nin yenilenebilir enerji kurulu gücü yıllar itibarıyla artan bir trend izlemektedir. 2013 yılında 25,6 GW olan Türkiye yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı kurulu gücü yıllık ortalama 2021 yılı Eylül ayı itibarıyla yaklaşık 53 GW düzeyine ulaşmış, 2013 yılında %40 olan toplam kurulu güç içerisindeki yenilenebilir payı ise 2021 yılı Eylül ayı itibarıyla %53,2 seviyesine yükselmiştir. 2013 yılı ile 2021 yılı Eylül ayı arasındaki dönemde yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı kurulu güç artışında en büyük pay 9,2 GW'lık artış ile HES'lere aittir. HES'leri sırasıyla 7,5 GW'lık artış ile GES, 7,4 GW'lık artış ile RES, 1,6 GW'lık artış ile biyokütle enerjisi santralleri (BES) ve 1,3 GW'lık artış ile jeotermal enerjisi santralleri (JES) izlemektedir.

2021 yılında 53,2 GW olan Türkiye yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı kurulu gücü yıllık ortalama 2022 yılı itibarıyla yaklaşık 56 GW düzeyine ulaşmış, 2021 yılında %53,3 olan toplam kurulu güç içerisindeki yenilenebilir payı ise 2022 yılı sonu itibarıyla %54,0 seviyesine yükselmiştir. (TEİAŞ, Türkiye Elektrik Üretim-İletim 2022 Yılı İstatistikleri)

2023 yılında Türkiye de yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı kurulu gücü 61,5 GW'dir ve toplam kurulu güç içerisindeki yenilenebilir payı ise 2023 yılı sonu itibarıyla %56,3 seviyesine yükselmiştir.

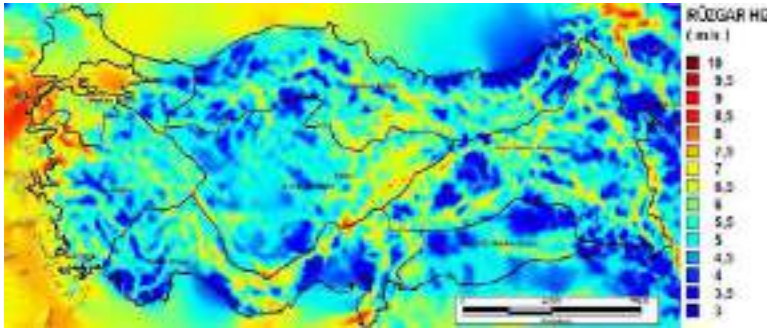
2024 yılı Nisan ayı sonu itibarıyla yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı kurulu gücü 62,7 GW'ye yükselmekte olup toplam kurulu güç içerisindeki yenilenebilir payı ise 2024 yılı Nisan ayı sonu itibarıyla %57,1 seviyesine çıkmıştır.

1.3.4 Türkiye'de Rüzgâr Potansiyeli

Rüzgâr, güneş radyasyonunun yer yüzeyini farklı ısıtmasından kaynaklanır. Yer yüzeyinin farklı ısınması, havanın sıcaklığının, neminin ve basıncının farklı olmasına, bu farklı basınç da havanın hareketine neden olur. Dünyaya ulaşan güneş enerjisinin yaklaşık %2'si kadarı rüzgâr enerjisine çevrilir.

Rüzgârın özellikleri, yerel coğrafi farklılıklar ve yeryüzünün homojen olmayan ısınmasına bağlı olarak, zamansal ve yöresel değişiklik gösterir. Rüzgâr hız ve yön olmak üzere iki parametre ile ifade edilir. Rüzgâr hızı yükseklikle artar ve teorik gücü de hızının küpü ile orantılı olarak değişir. Rüzgâr enerjisi kaynaklı elektrik üretim uygulamalarının ilk yatırım maliyetinin yüksek, kapasite faktörlerinin düşük oluşu ve değişken enerji üretimi gibi dezavantajları yanında üstünlükleri genel olarak şöyle sıralanabilir;

- Yenilenebilir ve temiz bir enerji kaynağıdır, çevre dostudur.
- Kaynağı güvenilir, tükenme ve zamanla fiyatının artma riski yoktur.
- Maliyeti günümüz güç santralleriyle rekabet edebilecek düzeye gelmiştir.
- Bakım ve işletme maliyetleri düşüktür.
- Teknolojisinin tesisi ve işletilmesi göreceli olarak basittir.
- İşletmeye alınması kısa bir sürede gerçekleştirilebilir.



Türkiye Rüzgâr Enerjisi Potansiyeli Haritası, 50 m.

Rüzgâr türbinleri, rüzgâr enerji santrallerinin ana yapı elemanı olup hareket halindeki havanın kinetik enerjisini öncelikle mekanik enerjiye ve sonrasında elektrik enerjisine dönüştüren makinelerdir. Rüzgâr türbinleri dönüş eksenlerinin doğrultusuna göre yatay eksenli veya dikey eksenli olarak imal edilirler. Bu tiplerden en fazla kullanılanı yatay eksenli rüzgâr türbinleridir.

Rüzgâr türbinleri, elektrik enerjisi üretimine ancak belirli bir rüzgâr hızında başlayabilmektedir. Bir rüzgâr türbini cut-in ve cut-out rüzgâr hızları arasında enerji üretimini gerçekleştirir. Modern rüzgâr türbinlerinin cut-in hızları 2-4 m/s, nominal hızları 10-15 m/s ve cut-out hızları ise 25-35 m/s arasındadır. Her bir rüzgâr türbini için belirlenmiş bir rüzgâr hızında, sistemden elde edilen güç en büyük değere ulaşır. Bu en büyük güce nominal güç ve bu rüzgâr hızına nominal hız adı verilmektedir. Sistemin hasar görmemesi için belirli bir rüzgâr hızından sonra rüzgâr türbinlerinin stop konumuna geçmesi otomatik olarak sağlanır. Bu maksimum hıza sistemin cut-out hızı adı verilmektedir. Gürültü kirliliğini önlemek için gövde ses izolasyonludur. Kuleler kafes veya boru biçiminde yapılmaktadır. Kule yükseklikleri fazla olabildiğinden kafes kulelerin dışındaki konstrüksiyonlar iki ya da üç parçalı olabilmektedir.

Türkiye'de yer seviyesinden 50 metre yükseklikte ve 7,5 m/s üzeri rüzgâr hızlarına sahip alanlarda kilometrekare başına 5 MW gücünde rüzgâr santrali kurulabileceği kabul edilmiştir. Bu kabuller ışığında, orta-ölçekli sayısal hava tahmin modeli ve mikro-ölçekli rüzgâr akış modeli kullanılarak üretilen rüzgâr kaynak bilgilerinin verildiği Rüzgâr Enerjisi Potansiyel Atlası (REPA) hazırlanmıştır. Türkiye rüzgâr enerjisi potansiyeli 48.000 MW olarak

belirlenmiştir. Bu potansiyele karşılık gelen toplam alan Türkiye yüz ölçümünün %1,30'una denk gelmektedir. (Kaynak: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı)

Rüzgâr enerjisine dayalı yenilenebilir enerji kaynak alanları ve bağlantı kapasitelerinin tahsisine ilişkin YEKA RES-3 yarışma ilanı verilmiş ve 42 bölgede 2.000 MW kurulu güç için başvuru tarihi 14.12.2021 olarak belirlenmiştir. Güneş enerjisine dayalı yenilenebilir enerji kaynak alanları ve bağlantı kapasitelerinin tahsisine ilişkin YEKA GES-5 yarışma ilanı verilmiş ve 23 bölgede 1.500 MW kurulu güç için başvuru tarihi 12.01.2022 olarak belirlenmiştir. Yine güneş enerjisine dayalı yenilenebilir enerji kaynak alanları ve bağlantı kapasitelerinin tahsisine ilişkin YEKA GES-4 yarışma ilanı verilmiş ve 3 bölgede 1.000 MW kurulu güç için başvuru tarihi 30.03.2022 olarak belirlenmiştir.

2017 yılında gerçekleştirilen ilk 1.000 MW'lık YEKA RES-1 ihalesini ise Siemens-Türkerler-Kalyon konsorsiyumu 3,48 dolar cent/kWh fiyat teklifi ile kazanmıştır. Siemens Gamesa Yenilenebilir Enerji şirketi kurulan fabrikada nasel (gövde) üretimine 2019 yılı Kasım ayı sonunda başlanmıştır. YEKA RES-2 ihalesi 30.05.2019 tarihinde yapılmıştır. Balıkesir, Çanakkale, Aydın ve Muğla bölgelerinde 250 MW'lık RES'leri kapsayan ihalelerin ikisini Enercon, diğer ikisini EnerjiSA kazanmıştır. Enercon, Muğla bölgesini 4,00 dolar cent/kWh ve Balıkesir bölgesini 3,53 dolar cent/kWh fiyat teklifi ile, EnerjiSA ise Aydın bölgesini 4,56 dolar cent/kWh ve Çanakkale bölgesini 3,67 dolar cent/kWh fiyat teklifi ile kazanmıştır.

Haziran 2022 sonu itibarıyla rüzgâr enerjisine dayalı elektrik kurulu gücümüz 10.976 MW, toplam kurulu güç içerisindeki oranı %10,81'dir. (Kaynak: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı)

2023 yılı sonu itibarıyla rüzgâr enerjisine dayalı elektrik kurulu gücümüz 11.396,17 MW, toplam kurulu güç içerisindeki oranı %10,80'dir.

Global Wind Energy Council (GWEC) tarafından yayınlanan 2024 Küresel Rüzgâr Raporu, 2023 yılında bir önceki yıla göre %50'lik bir artış ile dünya çapında bir rekor kırılarak 117 GW yeni rüzgâr enerjisi kurulumu gerçekleştiğini ortaya koymaktadır. Kara üstü rüzgâr enerjisi kapasitesi açısından kayıtlara geçen en iyi yıl oldu ve toplam 106 GW ile ilk kez tek bir yılda 100 GW'ı aşarken bu durum 2022 yılına göre %54'lük bir büyümeyi temsil etmektedir. 2023 yılında, toplam 10,8 GW kurulu güç ile deniz üstü rüzgâr enerjisi kurulumları için tarihteki en iyi ikinci yıl olmuştur. Küresel kümülatif rüzgâr enerjisi kapasitesi 2023'te ilk 1 TW kilometre taşını geçti ve yıllık %13'lük büyümenin ardından 1021 GW'a ulaştı.

GWEC'nin 2024 yılı tahminlerinin yer aldığı rapora göre, küresel rüzgâr enerjisinde 2023 "1 teravat" seviyesinin aşılrken 2024'te dünya genelinde kapasite artışının 143 gigavat olacağı tahmin edilmektedir. Rüzgâr enerjisi kapasite artışı 2023-2030 döneminde %13 artışla yıllık 143 gigavat olacağı böylelikle küresel rüzgâr enerjisi kurulu gücü 2030'da 2 teravat seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir. GWEC'e göre küresel rüzgâr enerjisi kurulu gücü 1 teravat seviyesine 40 yılda ulaştı. Türkiye 2021'de Paris Anlaşması'na taraf olarak 2053'e kadar net sıfır emisyon hedefi belirlendi ve bu kapsamda ülkenin rüzgâr ve güneş enerjisi hedefleri karbonsuzlaşmanın yanı sıra enerji bağımsızlığını da hedeflediği belirtildi.

Nisan 2024 sonu itibarıyla rüzgâr enerjisine dayalı elektrik kurulu gücümüz 12.10,6 MW, toplam kurulu güç içerisindeki oranı %11,02'dir.

2017 Yılından İtibaren Rüzgâr Enerjisi Değerleri (MW)

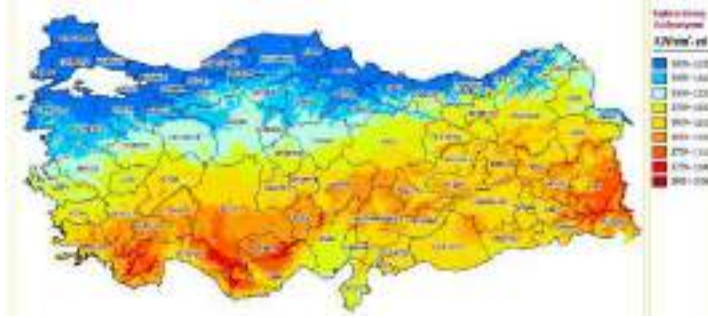
Yıllar	Rüzgâr Enerjisi (MW)	Toplam Kurulu Güç (MW)	Rüzgâr Enerjisinin Kurulu Güç İçindeki Payı (%)
2017	6.520,32	84736,7	7,69%
2018	6.994,22	88497,6	7,90%
2019	7.591,16	91267,0	8,32%
2020	8.832,40	95890,6	9,21%
2021	10.606,98	99819,6	10,63%
2022	11.396,17	103809,3	10,98%
2023	11.806,50	109348,7	10,80%
Nis.24	12.102,56	109871,3	11,02%

Kaynak: EPDK Petrol Piyasası Yıllık ve Aylık Sektör Raporu

1.3.5 Türkiye’de Güneş Enerjisi Potansiyeli

Ülkemiz, coğrafi konumu nedeniyle yüksek güneş enerjisi potansiyeline sahiptir. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı’nca hazırlanan, Türkiye Güneş Enerjisi Potansiyeli Atlasına (GEPA) göre, yıllık toplam güneşlenme süresi 2.741 saat (günlük ortalama 7,5 saat), yıllık toplam gelen güneş enerjisi 1.527 kWh/m².yıl (günlük ortalama 4,18 kWh/m².gün) olduğu tespit edilmiştir.

Güneş enerjisi teknolojileri yöntem, malzeme ve teknolojik düzey açısından çok çeşitlilik göstermekle birlikte iki ana gruba ayrılabilir:



Türkiye Güneş Enerjisi Potansiyeli Haritası

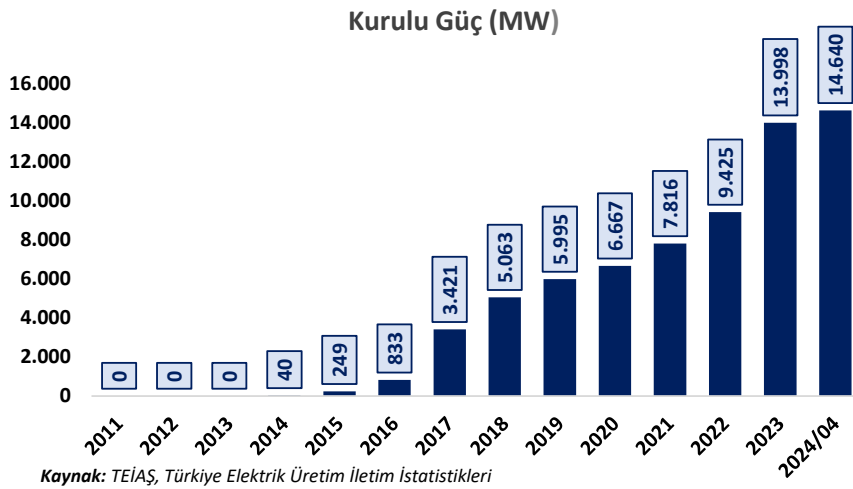
Güneş Hücreleri: Fotovoltaik (PV) güneş elektriği sistemleri de denilen güneş hücreleri, yarı iletken malzemelerden yapılmış olup, güneş ışığını doğrudan elektrik enerjisine çevirirler.

Isıl Güneş Teknolojileri ve Odaklanmış Güneş Enerjisi (CSP): Güneş enerjisinden ısı elde edilen bu sistemlerde, ısı doğrudan kullanılabileceği gibi elektrik üretiminde de kullanılabilir. (Kaynak: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı)

Türkiye’nin güneş enerjisi uygulamaları açısından en iyi alanlarının nereler olduğunun tespit edilmesi ve belirlenen bu alanlardaki güneş enerjisine dayalı elektrik veya ısı enerjisi üretim imkânlarının belirlenmesi amacıyla ETKB tarafından Türkiye Güneş Enerjisi Potansiyeli Atlası (GEPA) hazırlanmıştır.

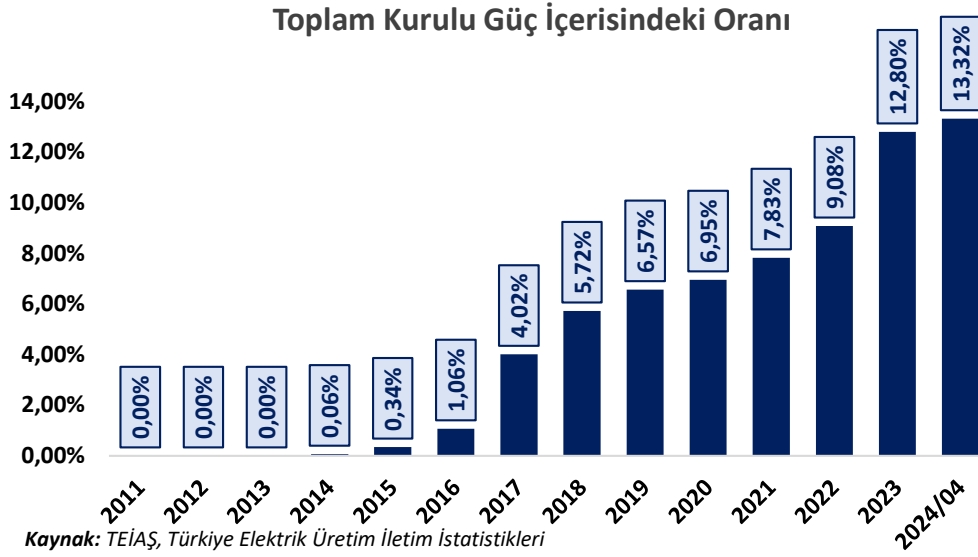
GEPA’ya göre, yıllık toplam güneşlenme süresi günlük ortalama 7,5 saat üzerinden 2.741 saat iken yıllık toplam gelen güneş enerjisi 1.527 kWh/m².yıl (günlük ortalama 4,18 kWh/m².gün) olarak belirtilmektedir. Türkiye, 110 günün üzerinde bir güneş enerjisi potansiyeline sahiptir. Türkiye’nin en fazla güneş enerjisi alan bölgesi Güneydoğu Anadolu Bölgesi iken, bunu Akdeniz Bölgesi izlemektedir. Söz konusu rakamlar, Türkiye’nin coğrafi konumu nedeniyle birçok ülkeye kıyasla daha yüksek güneş enerjisi potansiyeline sahip olduğunu göstermektedir.

Güneş enerjisine dayalı yenilenebilir enerji kaynak alanları ve bağlantı kapasitelerinin tahsisine ilişkin YEKA GES-5 yarışma ilanı verilmiş ve 23 bölgede 1.500 MW kurulu güç için başvuru tarihi 12.01.2022 olarak belirlenmiştir. Yine güneş enerjisine dayalı yenilenebilir enerji kaynak alanları ve bağlantı kapasitelerinin tahsisine ilişkin YEKA GES-4 yarışma ilanı verilmiş ve 3 bölgede 1.000 MW kurulu güç için başvuru tarihi 30.03.2022 olarak belirlenmiştir.



Haziran 2022 sonu itibariyle güneş enerjisine dayalı elektrik kurulu gücümüz 8,479 MW, toplam kurulu güç içerisindeki oranı %8,35’tir. (Kaynak: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı)

2022,2023 yılları sonu ve 2024 yılı Nisan ayı itibariyle ise güneş enerjisine dayalı elektrik kurulu gücümüz sırasıyla 9.425 MW, 13.998 MW ve 14.64 MW olup yıllara göre kurulu güç değişimi ve toplam kurulu güç içerisindeki oranı aşağıdaki grafikte yer almaktadır.



1.3.6 Elektrik Fiyatları

Türkiye’de elektrik fiyatları her saat için oluşturulan arz ve talep eğrileri, tek bir teklifte birleştirilen fiyat - miktar çiftleri yoluyla hesaplanıyor. Bu formüle göre arz - talep eğrilerinin kesişim noktası, ilgili saatin piyasa takas fiyatını PTF’sini belirliyor. Dengeleme piyasası tarafında ise, fiyatlama açısından sistemde enerji açığı olup olmaması belirleyici rol oynuyor. Enerji açığı olması halinde, sistemdeki azami teklif fiyatı, sistem marjinal fiyatı (SMF) olarak kabul ediliyor. Elektrik fiyatları santrallerin kullanılabilirlik süresinin, hava koşulları, ekonomik ve jeopolitik unsurlarla ilintili olmanın yanı sıra emtia fiyatlarıyla da korelidir.

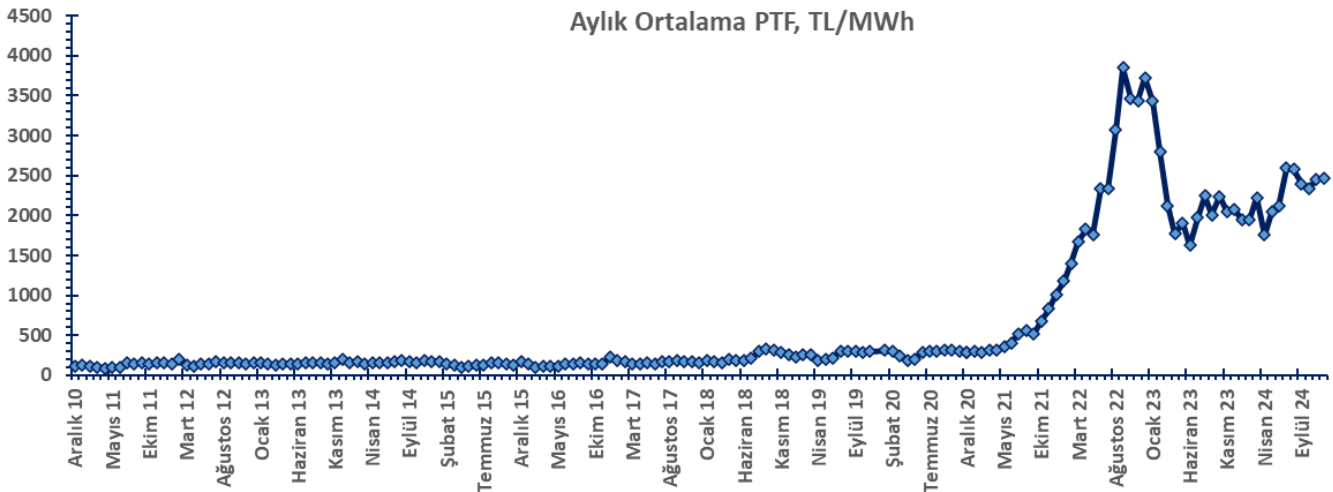
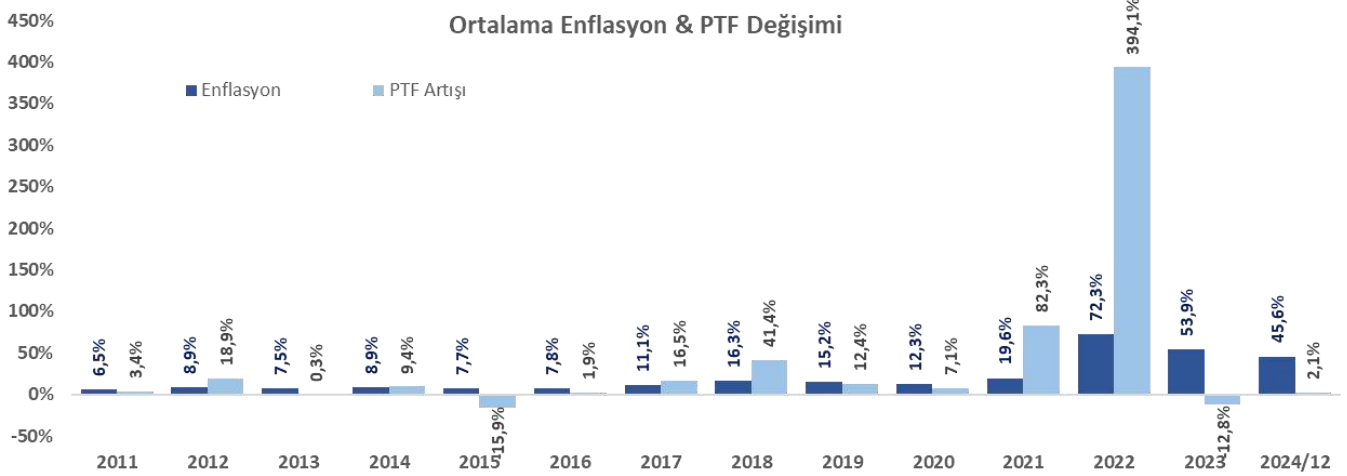
2021’in ilk 10 ayda gerçekleşen toplam brüt elektrik üretiminin %30,7’lik kısmı ithal ve yerli kömür santrallerinden sağlanırken, %33,1’lik kısmı doğal gaz santrallerinden temin edilmiştir. 2020 yılının ilk 10 ayındaki dağılım ile karşılaştırıldığında, kömür santrallerinden üretilen elektrikte 3,6 yüzde puanlık bir gerileme görülmüştür. Benzer şekilde, hidroelektrik santrallerden üretilen elektriğin payında da 10,3 yüzde puanlık bir azalma gerçekleşmiştir. Kömür santrallerinden ve hidroelektrik santrallerden kaynaklanan azalmanın %89’u (12,4 yüzde puanlık artış) doğal gaz santrallerinden karşılanmıştır. 2021 yılının ilk 10 ayındaki bu kırılım değişiminde 2021 yılında yaşanan kuraklık ve ithal kömür fiyatlarındaki artış belirleyici olmuştur.

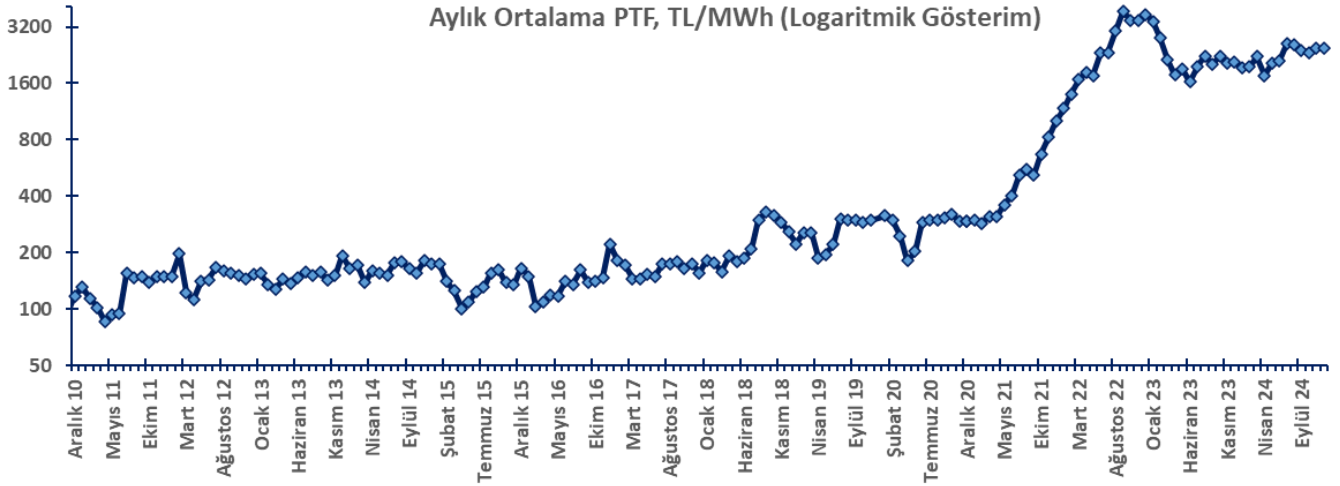
Türkiye toplam elektrik talebi 2000-2020 yılları arasında 2001, 2009 ve 2019 yılları haricinde bir düşüş göstermemiş ve artış trendini sürdürmüştür. 2018 yılında toplam elektrik talebi 304,2 teravatsaat (TWh) iken, 2019 yılı sonu itibarıyla 303,3 TWh olarak gerçekleşmiştir. Covid-19 pandemisinin ön plana çıktığı 2020 yılında ise elektrik talebi 2019 yılına göre %0,9’luk sınırlı bir artış ile 306,1 TWh’e yükselmiştir.

PTF’nin asgari ve azami limitleri EPDK tarafından belirlenmektedir. 2017 yılına kadar PTF’nin asgari ve azami limitleri megavatsaat (MWh) başına 0 TL ve 2.000 TL idi. 06.01.2017 tarihli EPDK kararı ile azami limit 06.01.2017 ile 01.03.2017 tarihleri arasında 500 TL/MWh olarak belirlenmiştir. Fiyatlardaki oynaklığı azaltmak için EPDK azami fiyatların belirlenmesini içeren bir metodoloji değişikliği yapmıştır. 06.10.2020 tarih ve 31266 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan EPDK kararına göre, azami fiyat limitleri içinde bulunulan takvim ayı esas alınarak iki ay önceki takvim ayından itibaren geriye dönük 12 aylık PTF ağırlıklı ortalamalarının 2 katı olarak uygulanmaya başlamıştır. Son olarak, 2021 yılı Nisan ayından itibaren küresel piyasalarda doğal gaz ve kömür fiyatlarında meydana gelen artışlar nedeniyle bazı doğal gaz ve ithal kömür santrallerinin belirlenmiş azami limitler ile devreye girmesine izin verilmemiştir. Bu nedenle, 14.10.2021 tarihinde EPDK tarafından alınan bir karar ile azami fiyat limitleri güncellenmiş ve azami limit belirlenirken içinde bulunulan takvim ayı esas alınarak iki ay önceki takvim ayından itibaren geriye dönük 12 aylık PTF ağırlıklı ortalamalarının 3 katı olarak uygulanmaya başlanmıştır. Bu güncelleme ile devreye girmekte zorlanan doğal gaz ve ithal kömür santrallerinin sistemde kalması hedeflenmiştir. Covid-19 pandemisinin etkileriyle 2020 yılı Mart ayından başlayarak elektrik talebinde ve emtia

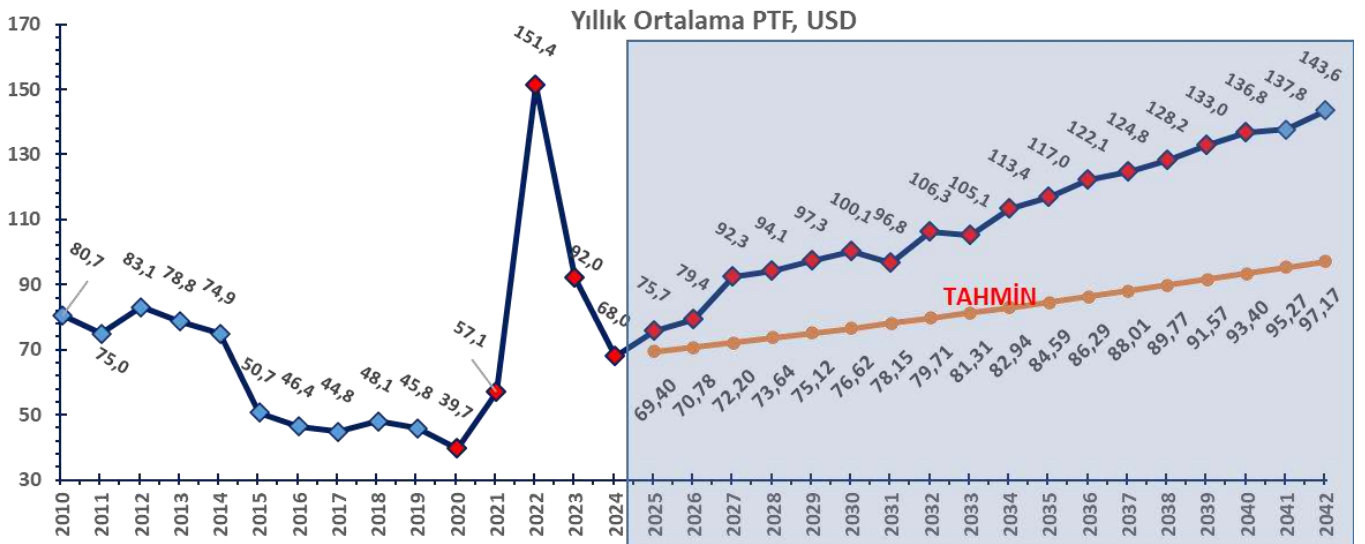
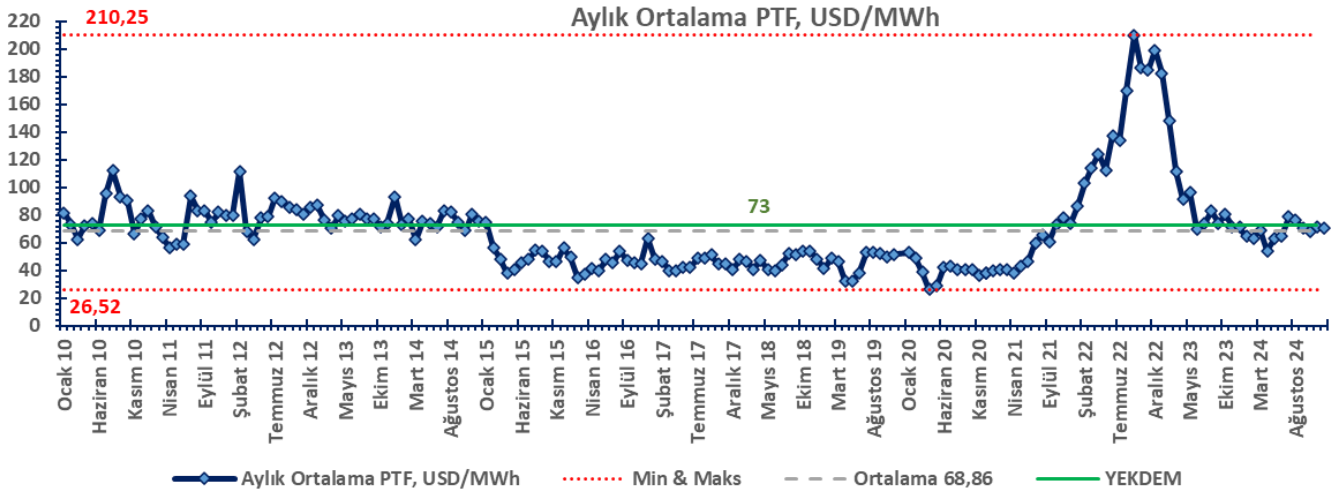
fiyatlarında kayda değer azalmalar meydana gelmiştir. Ağırlıklı ortalama PTF Mart ayında 250 TL/MWh'e ve Nisan ayında 184 TL/MWh'e gerilemiştir. 2020 yılı Nisan ayından itibaren kademeli olarak artan PTF, 2020 yılı Ekim ayında 324 TL/MWh seviyelerine yükselmiştir. 2020 yılı kış ayları ve 2021 yılı bahar aylarında bir miktar gerileme kaydeden PTF, 2021 yılı Nisan ayında ortalama 313,91 TL/MWh olarak gerçekleşmiştir.

2021 Nisan ayından itibaren Türkiye'de yaşanan kuraklık, talep artışı ve küresel piyasalarda doğal gaz fiyatlarındaki artış nedeniyle PTF fiyatlarında da artışlar gözlenmiştir. Yıllık artışlar bazında Nisan ayından itibaren çift haneli artışlar gerçekleşmiş, 2021 Nisan ve Mayıs aylarında bu büyüme oranı %70'lerin üzerinde hesaplanmıştır. PTF, 2021 Haziran ayında %38,5'lik bir büyümenin ardından, Temmuz ve Ağustos aylarında sırasıyla %74,5 ve %84,4 oranlarında artmış ve aylık ortalama 555,38 TL/MWh seviyesine ulaşmıştır. 2021 Eylül ayında ise elektrik talebindeki azalma nedeniyle ortalama 522,39 TL/MWh seviyesine gerilemiştir. 2021 Ekim ayında özellikle ithal kömür ve spot piyasadaki doğal gaz fiyatlarının da etkisi ile ortalama PTF 671,07 TL/MWh seviyesine yükselmiştir. Fiyatlardaki artış 2022 yılında da devam etmiş, 2021 yılında ortalama PTF 500,10 TL/MWh iken 2022 yılında 2.511 TL/MWh seviyesine kadar yükselmiştir. 2023 yılında doğalgaz fiyatlarında yaşanan gerilemeyle beraber fiyatlar bir miktar geri çekilmiş ve Ocak 2023'te 3.431 TL, Şubat 2023'te 2.803 TL, Mart ayında 2.126 TL, Nisan ayında 1.771 TL'ye gerilerken Aralık 2023'te 2.080 TL'ye yükselmiştir. 2024 yılının Ocak ayında 1.944 TL olan doğalgaz fiyatları en yüksek Mart ayında 2.221 TL'yi görünürken Haziran 2024'te 2.114 TL olarak fiyatlanmıştır.





Dolar bazlı elektrik fiyatları 2010 yılından 2021 yılına kadar 30-100 \$/MWh bandında salınırken 2021 yılından itibaren yükselmeye başlamış ve en yüksek 210 doları 2022 Eylül itibarıyla görmüştür. Bu tarihten itibaren gerilemeye başlayan dolar bazlı PTF 2022 sonunda 199 dolara, 2023 sonunda 72 dolara gerilemiştir. Haziran 2024 tarihi itibarıyla ise 65 dolara düşmüştür. Elektrik fiyatlarının ortalaması 2023 yılında 92,0 dolar olurken 2024 yılında 68,0 dolar kaydedilmiştir.



1.3.7 Türkiye’de Yenilenebilir Enerji ve YEK Destekleme Mekanizması

2005 yılından itibaren yenilenebilir enerji kaynaklarının toplam kurulu güçteki payı yükseliş göstermiştir. 2005 yılında %33 seviyelerinde olan yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üreten santrallerin kurulu güçteki payı, 2020 yılında %51 seviyesine yükselmiştir. Bu yükselişte Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması (YEKDEM) belirleyici rol oynamıştır. 2020 yılı YEKDEM açısından da kritik bir yıl oldu. 31 Aralık 2020 yılında bitmesi öngörülen dolar cinsinden teşvikler, 18 Eylül 2020 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanan Cumhurbaşkanlığı kararı ile 30 Haziran 2021 tarihine kadar uzatıldı. 30 Haziran 2021 tarihinden sonra devreye girecek yenilenebilir kaynaklara dayalı üretim tesisleri için yeni teşvik mekanizmasının 2021 yılında Türk Lirası cinsinden olması kararlaştırıldı.

2021 yılının ilk 11 ayında YEKDEM’den faydalanan santraller tarafından toplam 70.503 GWh elektrik üretimi yapılmıştır. Rüzgar santralleri toplamda 22.687GWh ile destek kapsamında en çok üretim gerçekleştiren kaynak türü olmuştur. Mekanizma kapsamında lisanslı güneş enerjisi santrallerinden 1367GWh seviyesinde elektrik üretimi elde edilmiştir. Toplam YEKDEM üretimindeki %16 oranındaki lisanssız santrallerden üretim payı, ağırlıklı olarak güneş enerjisi kurulu gücünden elde edilmektedir. 2020 ve 2021 yılları genel olarak değerlendirildiğinde hidroelektrik santrallerinin toplam üretimdeki payı birinci sıradan ikinci sıraya gerilemiştir. Lisanslı güneş üretiminde ise 365GWh’ten 1.367GWh’e çıkmıştır.

YEKDEM’den faydalanabilecek üretim tesisleri 5346 sayılı Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanun (YEK Kanunu)’da; Rüzgâr, güneş, jeotermal, biyokütle, biyokütleden elde edilen gaz (çöp gazı dâhil), dalga, akıntı enerjisi ve gel-git ile kanal veya nehir tipi veya rezervuar alanı on beş kilometrekarenin altında olan hidroelektrik üretim tesisi kurulmasına uygun elektrik enerjisi üretim kaynakları olarak sıralanmıştır.

5346 Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanılmasına İlişkin Kanun (YEK Kanunu) çerçevesinde rüzgâr, güneş, jeotermal, biyokütle, dalga, akıntı, gel-git ile kanal veya nehir veya rezervuar alanı on beş kilometrekarenin altında olan hidroelektrik santralleri YEKDEM’den 10 yıl süre ile faydalanabilmektedir. YEK Kanunu’nun yürürlük tarihi olan 18.05.2005 tarihinden 30.06.2021 tarihine kadar işletmeye girmiş veya girecek olan tesisler bu kapsam dahilinde tutulmuştur. YEK Kanunu kapsamındaki alım garantileri 2020 yılı sonuna dek devreye alınan tesisler için 2022 yılından itibaren 10 yıl, 01.01.2021 ile 30.06.2021 tarihleri arasında geçici kabulünü yaptırarak işletmeye giren tesisler için ise 2022 yılından itibaren 9 yıl geçerlidir.

YEKA’larla (Yenilenebilir Enerji Kaynak Alanı) başlayan yenilenebilir enerji dönüşümünde, yerli AR-GE ve yerli kaynaklarla üretilen güneş paneli ve rüzgâr türbini fabrikaları ve bunu takip edecek mini YEKA yatırımlarının 2021 ve sonrasında da yenilenebilir enerji yatırımlarında yerli teknolojilerin payının artmasını sağlayacağını düşünülmektedir.

YEKDEM’de yer alan tesislere uygulanacak fiyatlar YEK Kanunu ile belirlenmiş olup hidroelektrik ve rüzgâr enerjisine dayalı üretim tesisleri için 7,3 UScent/kWh, jeotermal enerjisine dayalı üretim tesisleri için 10,5 UScent/kWh, biyokütle ve güneş enerjisine dayalı üretim tesisleri için ise 13,3 UScent/kWh şeklindedir.

YEKDEM-1 olarak adlandırılacak ve 2021 yılının ilk yarısına kadar geçerli olan dolar bazlı YEKDEM, Türkiye’nin makroekonomik şartların değişmesiyle birlikte 2021 yılının ikinci yarısında devreye giren ve YEKDEM-2 olarak adlandırılacak TL bazlı YEKDEM, %52 fiyat endekslerine ve %48 yabancı paraya bağlı bir eskalasyon formülü ile üç ayda bir güncellenmiştir. Sektör paydaşları tarafından yetersiz bulunan YEKDEM-2, 2023 yılında tekrar güncellenerek YEKDEM-3 şeklini almıştır. Her ne kadar PTF fiyatlarının altında bir gelişim gösteriyor olsa da YEKDEM-3 fiyatları sektör paydaşları tarafından olumlu karşılanmaktadır.

2021 yılının ikinci yarısından beri yürürlükte olan TL bazlı YEKDEM’de fiyatlar, makroekonomik gelişmelere bağlı olarak değişmekte olup Türkiye’nin yenilenebilir enerji kapasitesinin artışında büyük rol oynamış ve yenilenebilir enerji santrallerinin Türkiye’nin toplam kurulu gücündeki payının %50’yi aşmasında sürükleyici bir etken olmuştur. 2023 yılı Mayıs ayında yenilenebilir enerji santralleri için TL bazlı fiyatların eskalasyon modeli yabancı para lehine güncellenmiş, dolar bazında tavan ve taban fiyat getirilmiş, yararlanacak santraller ve ile yararlanma sürelerinde değişikliğe gidilmiştir. YEKDEM-3 diye adlandırılacak bu yeni YEKDEM’de, 01.07.2021’den 31.12.2025’e kadar işletmeye girecek Yenilenebilir Enerji Kaynağı (YEK) belgeli üretim tesisleri için belirlenen fiyatlar, kaynak bazında olmak üzere aylık dönemler halinde %60 yabancı paraya (euro ve dolar), %40 fiyat gelişmelerine (üretici fiyat endeksi ve tüketici fiyat endeksi) endeksli olarak güncellenmiştir.

06 Temmuz 2022 tarihli Resmî Gazete kararı ile elektrik depolama tesisi kurmayı taahhüt eden firmalara, kurmayı taahhüt ettikleri elektrik depolama tesisinin kurulu gücüne kadar EPDK tarafından rüzgâr ve/veya güneş

enerjisine dayalı elektrik üretim tesisi kurulmasına ilişkin önlisans verilmesi kararlaştırılmıştır. Bu tesislere, Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması'ndan (YEKDEM) yararlanma ve yerli katkı desteği imkânları da verilmiştir.

19 Kasım 2022 tarihinde yayımlanan Resmî Gazete'de ise YEKDEM'e ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Düzenlemeye göre, depolamalı üretim tesisinde üretilerek depolandıktan sonra şebekeye verilen enerjinin YEKDEM kapsamında olduğu kabul edilmektedir.

2023 yılında YEKDEM'den faydalanan santral sayısı 884 olarak gerçekleşmiş olup bu katılımcıların işletme gücü 19.259,2 MW olarak açıklanmıştır. YEKDEM katılımcılarının üretimleri, lisanssız santraller dahil olmak 2022 yılına göre %13,58 azalarak 72,47 TWh olarak gerçekleşmiştir. Bu miktarın %32,2'si rüzgârdan, %20,4'ü hidroelektrikten, %20,9'u lisanssızdan elde edilmiştir. Ortalama fiyatı 2022 yılına kıyasla %49,02'lik artışla 2.336,12 TL/MWh olurken ortalama YEKDEM maliyeti pozitif olarak dönerek 2022 yılında -317,53 TL/MWh iken 2023 yılında 28,06 TL/MWh olarak gerçekleşmiştir.

Lisanslı üretim tesisinde yerli aksam kullanılması ve ilgili yerli aksamın "Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından Elektrik Enerjisi Üreten Tesislerde Kullanılan Yerli Aksamın Desteklenmesi Hakkında Yönetmelik" hükümleri ve diğer ilgili mevzuat kapsamında belgelenmesi halinde ise bu fiyatlara yine YEK Kanunu Ek-II sayılı cetvelinde yer alan fiyatlardan beş yıl süreyle ilave edilir.

Yine YEKDEM Yönetmeliği'nin 8 inci maddesinde bildirdiği üzere; lisansa derç edilen ilk kurulu gücün işletmeye girdiği tarihten itibaren 10 yıl süre ile bu fiyatlardan faydalanılır. Dolayısıyla 2011 yılından başlayarak 10 takvim yılı boyunca YEKDEM'den yararlanabilirsiniz.

YEKDEM'in senelik işleyen bir mekanizma olması nedeniyle bir sonraki takvim yılında YEKDEM'den faydalanmak isteyen üretim lisansı sahipleri 30 Kasım tarihine kadar EPDK'ya başvuruda bulunmak zorundadır. Cari yılda YEKDEM'e katılan ancak bir sonraki yıl YEKDEM'e katılmak istemeyen üretim lisansı sahibi tüzel kişilerin bu konuda EPDK'ya bir başvuruda bulunmaları gerekmektedir.

1.3.8. Depolama Tesis Kurulmasına İlişkin Yapılan Mevzuat Değişiklikleri

5/7/2022 tarihli ve 31887 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan değişiklikle **6446 sayılı Elektrik Piyasası Kanunu**'na;

(10) (Ek: 1/7/2022-7417/56 md.) Elektrik depolama tesisi kurmayı taahhüt eden tüzel kişilere, kurmayı taahhüt ettikleri elektrik depolama tesisinin kurulu gücüne kadar Kurum tarafından rüzgâr ve/veya güneş enerjisine dayalı elektrik üretim tesisi kurulmasına ilişkin önlisans verilir. Bu kapsamdaki üretim tesisleri için Kanunun 7'nci maddesinin dördüncü fıkrası hükümleri uygulanmaz. Bu fıkra kapsamında kurulacak tesisler için, önlisans ve lisans verme koşulları ile tadil ve iptali, yükümlülüklerin yerine getirilmemesi hâlinde teminatın irat kaydedilmesi hususları ve bu kapsamda üretilen elektrik enerjisinin depolama tesisi üzerinden sisteme verilmesi dahil, uygulamaya ilişkin usul ve esaslar Kurum tarafından yönetmelikle düzenlenir. Bu fıkra kapsamında kurulacak tesisler 5346 sayılı Kanunun 6'ncı maddesi ile 6/B maddesi hükümlerinden yararlandırılabilir.

(11) (Ek: 1/7/2022-7417/56 md.) Kısmen veya tamamen işletmede bulunan üretim tesislerinden elektrik depolama tesisi kurmayı taahhüt eden rüzgâr ve/veya güneş enerjisine dayalı elektrik üretim lisansı sahibi tüzel kişilere, kurmayı taahhüt ettikleri elektrik depolama tesisinin kurulu gücüne kadar, lisanslarında

belirlenen sahaların dışına çıkılmaması, işletme anında sisteme verilen gücün lisanslarında belirtilen kurulu gücü aşmaması ve TEİAŞ ve/veya ilgili dağıtım şirketinden alınan tadil kapsamındaki bağlantı görüşünün olumlu olması hâlinde kapasite artışına izin verilir. Bu çerçevedeki kapasite artışları için 5346 sayılı Kanunun 6/C maddesinin ikinci fıkrasının birinci cümlesi hükmü uygulanmaz. Bu kapsamda üretilen elektrik enerjisinin depolama tesisi üzerinden sisteme verilmesi dahil, uygulamaya ilişkin usul ve esaslar Kurum tarafından yönetmelikle düzenlenir. şeklindeki 10 uncu ve 11 inci fıkralar eklenmiştir.

Bu kapsamda, elektrik depolama tesisi kurmak üzere rüzgar veya güneş enerjisine dayalı önlisans başvurusu yapılabileceği, ayrıca **kısmen veya tamamen işletmedeki rüzgar veya güneş enerjisine dayalı üretim tesisleri için** de elektrik depolama tesisi kurulmasının taahhüt edilmesi halinde **kapasite artışına izin verileceği** hususları düzenlenmiş, uygulamaya ilişkin usul ve esasların Yönetmelikle düzenleneceği hükme bağlanmıştır.

19/11/2022 tarihli ve 32018 sayılı Resmi Gazete'de "**Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik**" yayımlanmış ve depolama tesisi kurmak üzere yapılacak önlisans ve lisans tadil başvurularına ilişkin usul ve esaslar belirlenmiştir. Bu kapsamda kurulacak tesisler için "**depolamalı elektrik üretim tesisi**" tanımı eklenmiştir. Buna ilaveten, elektrik piyasasına ilişkin çeşitli Yönetmeliklerde ve Kurul

Kararlarında değişiklik yapılarak 19/11/2022 tarihli ve 32018 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Böylece **19/11/2022 tarihi itibarıyla Kurumumuza Elektronik Başvuru Sistemi üzerinden depolamalı elektrik üretim tesisi kurmak üzere önlisans veya lisans tadil başvuruları yapılmaya** başlanmıştır.

Ayrıca Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliği'nin 12'nci maddesinin on dördüncü fıkrası, 24 üncü maddesinin yirmi birinci fıkrası ile Geçici 37 nci maddesi kapsamında yapılacak önlisans başvurularının değerlendirilmesine ilişkin usul ve esasların belirlenmesine dair **17/11/2022 tarihli ve 11391 sayılı Kurul Kararı** alınmış ve 19/11/2022 tarihli ve 32018 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Başvuruların değerlendirilmesi sürecinde söz konusu Kurul kararı hükümleri uyarınca işlem tesis edilmektedir.

19/11/2022 tarihli yönetmelik değişikliği kapsamında **Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliği**'ne;

Müstakil elektrik depolama tesisi başvuruları

GEÇİCİ MADDE 37

(1) Bu maddenin yürürlüğe girdiği tarih itibarıyla, lisansına müstakil elektrik depolama tesisi derç edilmesi uygun bulunan tedarik lisansı sahibi tüzel kişilerin, depolamalı elektrik üretim tesisi kurmak için bu maddenin yürürlüğe girdiği tarihten itibaren 3 ay içerisinde önlisans başvurusunda bulunmaları hâlinde, söz konusu müstakil elektrik depolama tesisleri için verilmiş olumlu bağlantı görüşleri, bu tüzel kişiler tarafından yapılacak önlisans başvuruları için de geçerlidir. Ancak, önlisans başvuruları için geçerli olacak güç, her bir tedarik lisansı kapsamında;

a) 250 MW ve altında olan müstakil elektrik depolama tesisleri için, olumlu görüş verilen kurulu gücü,

b) 250 MW'ın üstünde olan müstakil elektrik depolama tesislerinde, 250 MW güce, olumlu görüş verilen toplam kurulu gücün 250 MW'ı aşan kısmının yarısına tekabül eden güç ilave edilerek bulunacak toplam gücü, aşamaz. Bu fıkra kapsamında önlisans başvuruları için geçerli olan güç, her hâlde 500 MW'ı geçemez.

şeklindeki **Geçici 37'nci madde** eklenmiştir.

Hüküm gereğince, 19/11/2022 tarihi itibarıyla lisansına müstakil elektrik depolama tesisi derç edilmesi uygun bulunan tedarik lisansı sahiplerinin; **3 ay içerisinde (19 Şubat 2023 tarihine kadar)** daha önce verilen olumlu bağlantı görüşleri geçerli olacak şekilde ön lisans başvurusu yapabilmelerine olanak tanınmıştır.

Ayrıca, Yönetmeliğin 12'nci maddesinin on dördüncü fıkrası uyarınca;

Depolamalı elektrik üretim tesisi kapsamında önlisans başvurusunda bulunulması halinde;

- a) **Rüzgar veya güneş enerjisine dayalı elektrik üretim tesisinin elektriksel kurulu gücünün, kurulması taahhüt edilen elektrik depolama ünitesi kurulu gücüne oranının azami 1 olması,**
- b) **Başvuruların, rüzgar enerjisine dayalı başvurular için asgari 20 MWe, güneş enerjisine dayalı başvurular için ise asgari 10 MWe kurulu güçte olması ve 250 MWe'yi aşmaması,**
- c) **Taahhüt edilen elektrik depolama kapasitesinin söz konusu elektrik depolama ünitesi kurulu gücüne oranının asgari 1 olması,**
- d) **Taahhüt edilen elektrik depolama ünitesinin başvuruya konu santral sahası sınırları içerisinde olması, zorunludur.**

Yönetmeliğin **“Önlisans başvurularının değerlendirilmesi”** başlıklı 15 inci maddesinin dokuzuncu fıkrasında **depolamalı elektrik üretim tesislerinin değerlendirilmesine ilişkin esaslar** aşağıdaki şekilde düzenlenmiştir:



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

Pasifik Enerji, 2023 yılında kurulmuş olması ve yatırım aşamasında olması sebebiyle henüz cirosu bulunmamaktadır. Şirket, 2025 yılının ilk yarısında tamamı genel yönetim giderlerinden oluşan 13,9 milyon TL faaliyet gideri ile 7,3 milyon TL esas faaliyetlerden diğer geliri ve 1,7 milyon TL esas faaliyetlerden diğer gideri sonrası 8,3 milyon TL esas faaliyet zararı yazmıştır.

Şirket, 4,0 milyon TL finansman gideri ve 41,4 milyon TL parasal kazancı sonrası 29,1 milyon TL vergi öncesi kar elde etmiştir. Şirketin 8,9 milyon TL ertelenmiş vergi gideri sonrası 2025 yılının ilk yarısında net dönem karı 20,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Pasifik Yenilenebilir Enerji TFRS Bazlı Gelir Tablosu	TL'nin 30.06.25 Satın Alma Gücüne Göre	
TL	31.12.2024	30.06.2025
Genel Yönetim Giderleri (-)	-15.292.105	-13.883.053
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	31.274.346	7.318.229
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-34.621.195	-1.696.409
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	-18.638.954	-8.261.233
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	-18.638.954	-8.261.233
Finansman Gelirleri	833.332	0
Finansman Giderleri (-)	-14.673.242	-4.036.988
Parasal kazanç kayıp	39.100.920	41.429.022
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	6.622.056	29.130.800
Sürdürülen faaliyetler vergi gelir/gideri	-92.859	-8.857.597
- Dönem vergi gideri	0	0
- Ertelenmiş vergi geliri/gideri	-92.859	-8.857.597
Dönem Karı (Zararı)	6.529.197	20.273.203

2.2. Bilanço

Pasifik Enerji, 30 Haziran 2025 bilançosuna göre %9,4'ü dönen varlıklardan oluşan 457 milyon TL'lik aktif büyüklüğe sahiptir. 47,4 milyon TL olan dönen varlıkları içindeki en büyük pay 42,5 milyon TL ile diğer alacaklar hesabına kayıtlı olup tamamı ilişkili taraflardan diğer alacaklardır.

Şirket, 81,2 milyon TL'si diğer alacaklar, 375,2 milyon TL'si finansal yatırımlar, 358.000 TL'si maddi duran varlıklar 3.212 TL'si peşin ödenmiş giderlerden oluşan 456,8 milyon TL'lik duran varlığa sahiptir.

Şirket kaynaklarının 195,8 milyon TL'si kısa ve 238,1 milyon TL'si uzun vadeli yükümlülükler ile 70,3 milyon TL'si özkaynaklardan oluşmaktadır.

Kısa vadeli yükümlülüklerinin 194,5 milyon TL'si diğer borçlara ait olup bu tutarın 194,3 milyon TL'si ilişkili taraflara ve 204.899 TL'si ilişkili olmayan taraflara olan diğer borçlardır. Uzun vadeli yükümlülüklerinin büyük çoğunluğu olan 228,8 milyon TL ilişkili taraflara olan diğer borçlardan oluşmaktadır.

Şirket'in 30 milyon TL ödenmiş sermayesi bulunmaktadır. Enflasyon muhasebesi sebebiyle 11,8 milyon TL sermaye düzeltmesi farkları mevcuttur. 8,2 milyon TL geçmiş yıllar karı ve 20,3 milyon TL net dönem karı bulunan şirket 70,3 milyon TL özkaynağa sahiptir.

Pasifik Yenilenebilir Enerji TFRS Bazlı Bilanço, TL	TL'nin 30.06.25 Satın Alma Gücüne Göre	
VARLIKLAR	31.12.2024	30.06.2025
Dönen Varlıklar	83.049.446	47.406.284
Nakit ve Nakit Benzerleri	56.691	374.278
Ticari Alacaklar	31.056.817	0
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	392.808	0
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	30.664.009	0
Diğer Alacaklar	48.328.197	42.527.419
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	48.328.197	42.527.419
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	0	0

Pasifik Yenilenebilir Enerji TFRS Bazlı Bilanço, TL	TL'nin 30.06.25 Satın Alma Gücüne Göre	
VARLIKLAR	31.12.2024	30.06.2025
Peşin Ödenmiş Giderler	0	320.692
- İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	0	320.692
Diğer Dönen Varlıklar	3.607.741	4.183.895
Duran Varlıklar	413.704.110	456.803.593
Diğer Alacaklar	88.920.623	81.199.976
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	88.920.623	81.199.976
Finansal Yatırımlar	324.401.155	375.242.405
Maddi Duran Varlıklar	380.903	358.000
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0
Peşin Ödenmiş Giderler	1.429	3.212
- İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	1.429	3.212
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	496.753.556	504.209.877
Kısa Vadeli Yükümlülükler	180.081.571	195.834.331
Ticari Borçlar	372.714	540.237
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	372.714	540.237
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	563.123	656.409
Diğer Borçlar	179.047.617	194.538.086
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	178.917.528	194.333.187
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	130.089	204.899
Kısa Vadeli Karşılıklar	98.117	99.599
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	98.117	99.599
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0	0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	266.667.081	238.082.728
Diğer Borçlar	266.306.717	228.843.853
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	266.306.717	228.843.853
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	264.333	295.701
Uzun Vadeli Karşılıklar	264.333	295.701
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	96.031	8.943.174
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	446.748.652	433.917.059
Toplam Yükümlülükler	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	50.004.904	70.292.817
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	30.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	11.766.708	11.766.708
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gel. Gid.	-11.383	3.327
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları (+/-)	1.720.382	8.249.579
Dönem Net Karı/Zararı (+/-)	6.529.197	20.273.203
TOPLAM KAYNAKLAR	496.753.556	504.209.876

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/IFRS 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/IFRS 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 değerleme 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_e = Özsermaye Maliyeti

r_d = 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_f = Risksiz Getiri Oranı (devletin en uzun vadeli ve likit tahvil getirisi)

r_m = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

r_m - r_f = Piyasa Risk Primi

b = Beta = ilgili 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 değerin tespit 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 değer 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 değerleme içerisinde tam olarak yer almadığı için ilgili risk ve beklentiler varsayılmamaktadır.

Piyasa çarpanları metodu, değerlemesi 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 değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. İşbu değerleme raporunun hazırlanması kapsamında

Çatı şirket konumundaki Pasifik Enerji için **Maliyet Yaklaşımı: Net Aktif Değer,**

Pasifik Elektronik için **Maliyet Yaklaşımı: Özkaynak Değeri,**

Windrogen Elektrik Üretim Depo Sanayi ve Ticaret A.Ş. - Genergy Enerji A.Ş., Seara la Cetate SRL ve Uralati GES için **Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)** dikkate alınmıştır.

İNA metoduyla değerlemesi yapılan şirketlerin 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.

4. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI DEĞERLEMESİ

4.1. Genel Varsayımlar

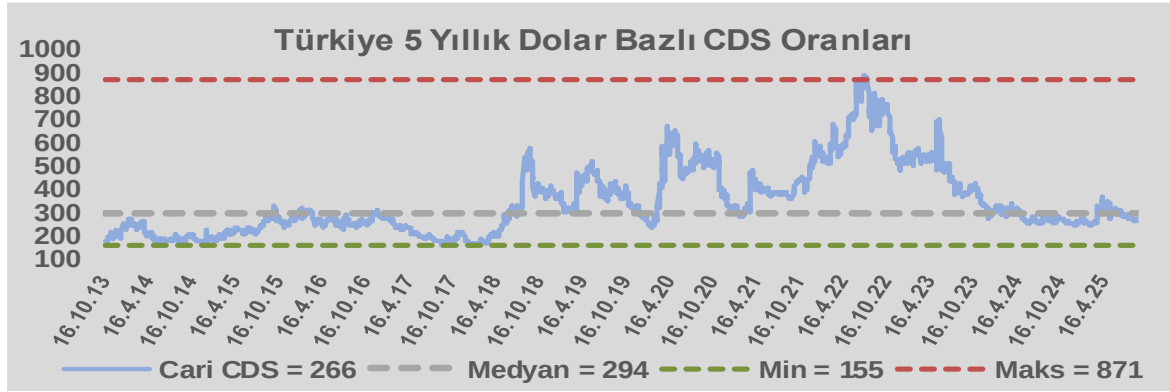
- a) Genenergy, Windrogen ve Seara (Romanya GES) 30.06.2025 tarihi itibarıyla piyasa değeri, şirketin önümüzdeki dönemde üreteceği nakitlerin "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" ile değerlendirilmesine suretiyle hesaplanmıştır.
- b) Şirketlerin gelirleri, yatırım harcamaları ABD Doları cinsinden olması nedeniyle İNA değerlemesinde, para birimi ABD Doları baz alınmış olup dolar bazlı değerlendirilmiştir.
- c) Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 1 Temmuz 2025 ve 2034 yıl sonu ile sınırlı tutulmuş olup 2034 yılı sonrası için %2 büyüme oranıyla uç değer hesabı yapılmıştır.
- d) Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, şirket yönetimi tarafından verilen finansal ve operasyonel bilgiler, geleceğe dönük tahminler ve projeksiyonlara dayalı olarak yapılmıştır.
- e) 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 vb. şerhler hakkında tarafımızdan herhangi bir inceleme yapılmamış olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir.
- f) Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- g) Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan projeksiyonlar, tarafımızdan yorumlanarak kullanılmıştır.
- h) 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 öngörülemeyen değişiklikler 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.
- i) 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.

Şirketler'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.

4.2. Genergy İNA Değerlemesi

4.2.1. İndirgeme Oranı Tespiti

Santralin 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 oranı varsayımında değerlendirme para cinsi olan USD bazında uzun vadeli devlet tahvillerinin (eurobond) getirileri kullanılmaktadır. Değerleme tarihi itibarıyla bu oran %7,0 seviyesinde olup AOSM hesabında %7,0 olarak dikkate alınmıştır. Uzun vadeli dolar bazlı risksiz getiri oranı için alternatif olarak ABD'nin uzun vadeli devlet tahvili getirisi değerlendirilmiştir. Türkiye'nin dolar bazlı 5 yıl vadeli CDS oranı 260 seviyelerinde iken 2013'ten beri medyanı 296 seviyesindedir. ABD 30 yıllık devlet tahvili ile Türkiye'nin CDS primini topladığımızda risksiz getiri oranı olarak %6,60 - %6,80 hesaplanmakta olup işbu raporda %7,0 olarak dikkate alınmıştır.



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 değerlendirilmede, %5,5 olarak kabul edilmiştir.

Özsermaye maliyeti için kaldıraçlı beta hesabı yapılmıştır.

Şirket'in yatırımlarını %25 özkaynak ve %75 borçlanmayla yapacağı beyan edilmiştir.

Kaldıraçlı Beta = Kaldıraçsız Beta X (1 + (1 – Kurumlar Vergisi Oranı) X Borçlanma Oranı / Özsermaye Oranı)

formülüne göre $0,60 \times (1 + (1 - 0,25) \times 0,75/0,25) = 1,95$ hesaplanmaktadır.

Şirket'in 2025 yılı ve sonrası için elde etmeyi planladığı gelirler ile kar projeksiyonlarının öngörüldüğü şekilde gerçekleşememe ihtimali göz önünde bulundurularak Şirket özelinde sermaye piyasası risk priminin üzerine risksiz getiri oranının %20'si kadar ilave risk primi makul kabul edilerek sermaye maliyeti hesabında dikkate alınmıştır.

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

formülüne göre $\%7,00 + (1,95 \times \%5,50) + \%1,40 = \%19,13$ hesaplanmaktadır.

Şirketin dolar bazlı borçlanma maliyeti, risksiz getiri oranının %30 fazlası olan %9,10 kabul edilmiştir.

Özsermaye ve borçlanma maliyetleri hesaplandıktan sonra Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

$AOSM = (\text{Özsermaye maliyeti} \times \text{Özsermaye oranı}) + ((1 - \text{Kurumlar Vergisi}) \times \text{Borçlanma Maliyeti} \times \text{Borç Oranı})$

formülüne göre $(\%19,13 \times \%25,00) + ((1 - \%25,00) \times \%9,10 \times \%75,00) = \%9,90$ hesaplanmaktadır.

TahaGES AOSM, USD	30.06.2025
Risksiz Getiri Oranı	7,00%
Kaldıraçsız Beta	0,60
Kaldıraçlı Beta	1,95
Piyasa Risk Primi	5,50%
Şirket Risk Primi	1,40%
Özsermaye Maliyeti	19,13%
Özkaynak Oranı	25,00%
Borçlanma Maliyeti	9,10%
Vergi Oranı	25,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	6,83%
Borç Oranı	75,00%
AOSM	9,90%

4.2.2. Net Borç

Genergy'nin 30.06.2025 itibariyle kısa vadeli yükümlülüklerinden dönen varlıklar tutarı düşülerek şirket için 409.871.816 TL net borç hesaplanmıştır. Şirketin net borcu 30 Haziran 2025 tarihinde TCMB'nin saat 15:30'da belirlediği gösterge niteliğindeki döviz alış kuru olan 39,7408 TL baz alınarak 10.313.628 dolar olarak hesaplanmıştır.

Genergy Net Borç (Nakit)	USD	30.06.2025
Kısa Vadeli Yükümlülükler	19.711.630	783.355.945
Dönen Varlıklar	9.398.002	373.484.129
Net Borç, TL	10.313.628	409.871.816
30 Haziran 2025 TCMB Dolar Alış Kuru		39,7408
Net Borç, \$		10.313.628

4.2.3. Ciro

Genergy'nin hali hazırda Mardin'de kurulu olan 205 MW üretim kapasitesine sahip Doğalgaz Kombine Çevrim Santrali'nin işbu rapor tarihi itibariyle doğalgaz fiyatları ve elektrik fiyatlarının santralin verimli çalışması için fizibil olmadığı ifade edilmiş olup Şirket yönetimi önümüzdeki dönemde şartların fizibil olması halinde doğalgaz santralının tekrar çalışmaya başlayacağını düşünmektedir. BMD olarak mevcut durum göz önünde bulundurularak ihtiyatlı tarafta kalmak adına bu doğalgaz santralının projeksiyonu dikkate alınmamıştır. Hibrit üretim için EPDK'dan temin edilmiş olan 23.03.2023 tarih ve EÜ/11747-/05389 sayılı üretim lisansı kapsamında yardımcı kaynağa dayalı üretim için 93,00 MWp güce sahip güneş enerjisi santralının (Taha GES) yatırımına başlandığı dikkate alınarak projeksiyona dahil edilmiştir. Genergy'e ait ilgili lisans işbu raporun ekler kısmında yer almaktadır.

Taha GES'in yatırımının 2025 yılının son çeyreğinde peyderpey devreye gireceği Şirket yönetimi tarafından beyan edilmiş olup öngörülen yıllık üretimin %10'unun 2025 yılında gerçekleşeceği varsayılmıştır. Santralin kurulacağı bölgenin ışınlamaları ve o bölgede faaliyet gösteren diğer GES'lerin üretim rakamları göz önünde bulundurularak Şirket Yönetimi %22 kapasite kullanım oranı (KKO) ile üretim yapılacağını beyan etmiştir. 2025 yılında kapasite kullanım oranının %22 olacağı ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl %0,45 verim kaybı (degradasyon) yaşayacağı varsayılmıştır. 2026 yılında kapasitenin %90'ının üretime başlayacağı varsayılırken 2027'den itibaren 93 MW kapasitenin tamamıyla üretim yapılacağı öngörülmüştür. Buna göre 2025 yılında 17.921 MWh üretim gerçekleştireceği, 2027 yılında üretimin 177.601 MWh'e yükseleceği ve sonrasında kademeli olarak azalarak 2034 yılında üretimin 172.082 MWh'e gerileyeceği öngörülmüştür.

Taha GES'in elektrik satış fiyatının 2024 yılındaki Piyasa Takas Fiyat seviyeleri dikkate alınarak 2025 yılında 70,85 \$/MWh olacağı varsayılırken 2026-2034 döneminde her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı

varsayılmıştır. Elektrik piyasasında bağımsız fiyat modellemesi yapan firmaların elektrik fiyat beklentileri projeksiyonda kullanılan rakamların üzerinde yer almasına rağmen ihtiyatlı kalmak adına bu fiyatlar kullanılmıştır.

Yukarıda varsayımlar sonrasında Taha GES'in elektrik üretim faaliyetlerinden cirosunun 2025 yılında 1,3 milyon dolar olacağı ve 2034 yılında ise 14,6 milyon dolara yükseleceği hesaplanmıştır.

4.2.4. Giderler

Şirketin giderleri, bakım onarım, sistem kullanım veya iletim, personel, sigorta ve diğer giderler olmak üzere 5 başlıkta tahmin edilmiştir. 2025 yılı gider hesaplaması yapılırken kapasitesinin %10'unun faaliyete geçeceği göz önünde bulundurulmuştur.

Sistem kullanım veya iletim giderleri tahmin edilirken MW başına sistem kullanım giderlerinin 2025 yılında kurulu güce göre hesaplanan kısmının MW başına 0,50 USD olacağı, üretime göre hesaplanan kısmının ise 5,66 \$/MWh olacağı varsayılmış ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl USD enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayımıyla hesaplanmıştır.

Bakım onarım giderlerinin MW başına 2025 yılında 750 dolar olacağı varsayılırken sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayımıyla hesaplama yapılmıştır.

Personel ve diğer giderlerin 2026 yılı ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayılmıştır.

Sigorta giderlerinin MW başına 2025 yılında 450 dolar olacağı sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayımıyla hesaplanmıştır.

Yukarıdaki varsayımlar sonrası şirketin giderlerinin 2025 yılında 137.028 dolar ve 2026'da 1,3 milyon dolar olacağı, 2034 yılında ise 1,6 milyon dolara kadar yükseleceği öngörülmektedir.

4.2.5. Faaliyet Karı & FAVÖK

Önceki maddelerde yer alan gelir ve gider varsayımları sonrasında Şirket'in 2025 yılında 1,1 milyon dolar FAVÖK üreteceği 2034 yılında ise FAVÖK'ünün 13 milyon dolara ulaşacağı hesaplanmaktadır. FAVÖK marjının ise projeksiyon döneminde %89,03-%89,31 aralığında olması beklenmektedir.

Şirketin yatırımlarını 15 yılda amorti edeceği varsayımıyla amortisman hesabı yapılmıştır. Şirketin FAVÖK'ünden amortisman düşülerek faaliyet karı hesaplanmıştır. Buna göre şirketin 2025 yılında 1,4 milyon dolar faaliyet zararı elde edeceği, 2026 yılında ise 7,8 milyon dolar olan faaliyet karının 2034 yılında 10,5 milyon dolara yükseleceği hesaplanmaktadır.

4.2.6. Kurumlar Vergisi

Şirket için faaliyet karı üzerinden %25 kurumlar vergi oranıyla vergi hesaplanarak nakit akımlarından düşülmüştür.

4.2.7. Yatırım Harcamaları

Şirketin 2025 yılında MW başına 400.000 dolar yatırım yapacağı varsayımıyla 2025 yılın için 37,2 milyon dolarlık yatırım öngörüsünde bulunulmuş olup projeksiyonlarda nakit akımından düşülmüştür.

4.2.8. İşletme Sermayesi

Şirket'in yıllık cirosunun %8,3'ü kadar işletme sermayesine ihtiyaç duyacağı varsayılmıştır.

4.2.9. İndirgenmiş Nakit Akımları 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. 2034 yılında hesaplanan nakit akımları %2 uç değer büyüme oranı kullanılarak uç değer hesabı yapılmıştır. Bununla beraber değişik uç değer büyüme oranları kullanılması durumunda şirketin sahip olacağı piyasa değerleri duyarlılık analizi yapılarak gösterilmiştir.

Serbest nakit akımları %9,90 AOSM ile 30.06.2025 tarihine indirgenmiş ve Şirket için net borç öncesi 73.789.193 \$ firma değeri hesaplanmıştır. Firma değerinden 10.313.628 \$ net borç düşülerek 30.06.2025 itibarıyla **63.475.565 \$** piyasa değeri hesaplanmıştır.

TahaGES İNA Değeri, \$	30.06.2025
Uç Değer Büyüme Oranı	2%
Firma Değeri	73.789.193
Mevcut Doğalgaz Motorları	0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	19.711.630
Dönen Varlıklar	9.398.002
Piyasa Değeri, \$ @ 30.06.2025	63.475.565

Taha GES İNA, \$	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Uç Değer
Kapasite, MWP	93	93	93	93	93	93	93	93	93	93	93
KKO	22,0%	21,9%	21,8%	21,7%	21,6%	21,5%	21,4%	21,3%	21,2%	21,1%	
Üretim, MWh	17.921	160.563	177.601	176.802	176.006	175.214	174.426	173.641	172.859	172.082	
Elektrik Fiyatı, \$/Mwh	70,85	72,27	73,71	75,19	76,69	78,22	79,79	81,38	83,01	84,67	
Toplam Gelir	1.269.705	11.603.442	13.091.390	13.293.128	13.497.975	13.705.979	13.917.188	14.131.652	14.349.421	14.570.546	
Yıllık Değişim		813,87%	12,82%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	
Araç											
Arazi											
Bakım Onarım	6.974	64.024	72.560	74.011	75.492	77.001	78.541	80.112	81.714	83.349	
MW Başına Bakım Onarım	750	765	780	796	812	828	845	862	879	896	
Sistem Kullanım veya İletim	103.087	941.702	1.062.454	1.078.827	1.095.452	1.112.333	1.129.475	1.146.880	1.164.554	1.182.500	
MW Başına Sistem Kullanım	0,50	0,51	0,52	0,53	0,54	0,55	0,56	0,57	0,59	0,60	
MWh Başına Sistem Kullanım	5,75	5,86	5,98	6,10	6,22	6,35	6,48	6,60	6,74	6,87	
Dağıtım											
MW Başına Dağıtım											
MWh Başına Dağıtım											
Diğer	11.159	113.820	116.096	118.418	120.786	123.202	125.666	128.180	130.743	133.358	
Personel	11.624	118.562	120.933	123.352	125.819	128.336	130.902	133.520	136.191	138.915	
Sigorta	4.185	38.414	43.536	44.407	45.295	46.201	47.125	48.067	49.029	50.009	
MW Başına Sigorta	450	459	468	478	487	497	507	517	527	538	
Toplam Giderler	137.028	1.276.522	1.415.580	1.439.015	1.462.844	1.487.073	1.511.709	1.536.759	1.562.231	1.588.130	
Yıllık Değişim		831,58%	10,89%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	
FAVÖK	1.132.677	10.326.920	11.675.810	11.854.113	12.035.131	12.218.906	12.405.479	12.594.893	12.787.190	12.982.415	
FAVÖK Marjı	89,21%	89,00%	89,19%	89,17%	89,16%	89,15%	89,14%	89,13%	89,11%	89,10%	
Yıllık Değişim		811,73%	13,06%	1,53%	1,53%	1,53%	1,53%	1,53%	1,53%	1,53%	
Amortisman	2.489.121	2.493.788	2.491.625	2.486.291	2.480.341	2.479.900	2.479.851	2.479.843	2.479.781	2.479.733	
Faaliyet Karı	-1.356.444	7.833.133	9.184.185	9.367.822	9.554.790	9.739.006	9.925.628	10.115.050	10.307.409	10.502.682	
Yıllık Değişim		-677,48%	17,25%	2,00%	2,00%	1,93%	1,92%	1,91%	1,90%	1,89%	
Kurumlar Vergisi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	
Ödenecek Vergi		1.619.172	2.296.046	2.341.955	2.388.698	2.434.752	2.481.407	2.528.762	2.576.852	2.625.671	
Yatırım	37.196.000										
WC	105.809	966.953	1.090.949	1.107.761	1.124.831	1.142.165	1.159.766	1.177.638	1.195.785	1.214.212	
WC Değişim	105.809	861.145	123.996	16.812	17.071	17.334	17.601	17.872	18.147	18.427	
Serbest Nakit Akımı	-36.169.132	7.846.603	9.255.768	9.495.346	9.629.363	9.766.821	9.906.471	10.048.258	10.192.191	10.338.318	133.482.078
AOSM	0,10	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%
İndirgeme Dönemi	0,25	1	2	3	4	5	6	7	8	9	9,5
İNA	-35.325.528	7.139.766	7.663.322	7.153.486	6.600.955	6.092.068	5.622.544	5.189.278	4.789.454	4.420.492	54.443.355

4.2.10. Duyarlılık Analizi

Genergy için baz senaryoda %9,90 AOSM kullanılarak 63.475.565 dolar 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 2025-2034 projeksiyon dönemindeki Şirketin öngördüğü FAVÖK'ün %20 daha az veya %20 daha fazla olması durumunda, AOSM'nin %8,46-%10,89 aralığında değişmesi durumunda ve uç değer büyüme oranının %0-4 bandında değişmesi durumunda Şirketin sahip olabileceği piyasa değeri duyarlılık analizi yapılarak analiz edilmiştir.

Genergy Piyasa Değerinin AOSM & FAVÖK Duyarlılık Analizi						
\$	Baz Değer	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti				
	63.475.565	8,46%	9,41%	9,90%	10,40%	10,89%
Öngörülen FAVÖK Gerçekleşme Oranı	-20,00%	62.349.530	48.609.307	42.705.035	37.505.151	32.891.623
	-10,00%	75.027.606	59.684.260	53.090.300	47.282.485	42.129.088
	0,00%	87.705.683	70.759.212	63.475.565	57.059.820	51.366.552
	10,00%	100.383.760	81.834.165	73.860.831	66.837.154	60.604.016
	20,00%	113.061.836	92.909.117	84.246.096	76.614.489	69.841.480

Genergy Piyasa Değerinin FAVÖK & Uç Değer Duyarlılık Analizi						
\$	Baz Değer	Öngörülen FAVÖK Gerçekleşme Oranı				
	63.475.565	-20,00%	-10,00%	0,00%	10,00%	20,00%
Uç Değer Büyüme Oranı	0%	33.086.725	42.355.888	51.625.051	60.894.214	70.163.376
	1%	37.355.526	47.120.037	56.884.549	66.649.060	76.413.572
	2%	42.705.035	53.090.300	63.475.565	73.860.831	84.246.096
	3%	49.605.126	60.791.074	71.977.021	83.162.969	94.348.916
	4%	58.844.232	71.102.279	83.360.327	95.618.374	107.876.422

Genergy Piyasa Değerinin AOSM & Uç Değer Duyarlılık Analizi						
\$	Baz Değer	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti				
	63.475.565	8,46%	9,41%	9,90%	10,40%	10,89%
Uç Değer Büyüme Oranı	0%	68.764.859	56.930.553	51.625.051	46.837.140	42.495.707
	1%	76.966.544	63.022.238	56.884.549	51.404.431	46.482.654
	2%	87.705.683	70.759.212	63.475.565	57.059.820	51.366.552
	3%	102.375.333	80.912.103	71.977.021	64.244.725	57.488.447
	4%	123.616.671	94.821.846	83.360.327	73.676.670	65.387.379

4.3. Windrogen İNA Değerlemesi

4.3.1. İndirgeme Oranı Tespiti

Windrogen'in AOSM hesabı işbu raporun 4.2.1. numaralı başlığındaki varsayımlar dikkate alınarak yapılmış olup tek farklılık Şirket özelinde kullanılan risk primi risksiz getiri oranının Genergy özelinde %20'si iken Windrogen özelinde %30'u olmasıdır. %30 olmasının sebebi ise depolamalı enerji üretim mevzuatının henüz netleşmemiş olmasıdır.

Windrogen özelinde $AOSM = (\text{Özsermaye maliyeti} \times \text{Özsermaye oranı}) + ((1 - \text{Kurumlar Vergisi}) \times \text{Borçlanma Maliyeti} \times \text{Borç Oranı})$

formülüne göre $(\%19,83 \times \%25,00) + ((1 - \%25,00) \times \%9,10 \times \%75,00) = \%10,08$ hesaplanmaktadır.

Arel RES AOSM	30.06.2025
Risksiz Getiri Oranı	7,00%
Kaldıraçsız Beta	0,60
Kaldıraçlı Beta	1,95
Piyasa Risk Primi	5,50%
Şirket Risk Primi	2,10%
Özsermaye Maliyeti	19,83%
Özkaynak Oranı	25,00%
Borçlanma Maliyeti	9,10%
Vergi Oranı	25,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	6,83%
Borç Oranı	75,00%
AOSM	10,08%

4.3.2. Net Borç

Windrogen'in 30.06.2025 itibarıyla kısa vadeli yükümlülüklerinden dönen varlıklar tutarı düşülerek şirket için 1.489.703 TL net nakit hesaplanmıştır. Şirketin net nakdi 30 Haziran 2025 tarihinde TCMB'nin saat 15:30'da belirlediği gösterge niteliğindeki döviz alış kuru olan 39,7408 TL baz alınarak 37.485 dolar olarak hesaplanmıştır.

Windrogen Net Borç (Nakit)	30.06.2025
Kısa Vadeli Yükümlülükler	472.512
Dönen Varlıklar	1.962.215
Net Nakit, TL	-1.489.703
30 Haziran 2025 TCMB Dolar Alış Kuru	39,7408
Net Nakit, \$	-37.485

4.3.3. Ciro

Windrogen'in satış gelirleri Şirket'in EPDK'dan temin etmiş olduğu 28.12.2023 tarih ve ÖN/12293-14/06027 sayılı AREL RES depolamalı elektrik üretim tesisi ön lisansı kapsamında RES geliri ve depolama gelirleri olmak üzere 2 başlıkta tahmin edilmiştir.

RES gelir projeksiyonları oluşturulurken santralin 39,99 MWp kurulu güce sahip olacağı göz önünde bulundurulmuş olup projeksiyon dönemi boyunca kapasite kullanım oranının %40 olacağı varsayılmıştır. 2025 yılında tesisin bir kısmının faaliyete geçeceği öngörülmüş olup toplam kurulu gücün %0,01'i ve 2026 yılında %21'i kadarından elektrik üretilebileceği varsayılmıştır. Buna göre brüt üretimin 2025 yılında 14 MWh, 2026 yılında 29.664 MWh olacağı, 2027 yılında 140.125 MWh yükseleceği ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca bu seviyede sabit kalacağı öngörülmüştür. RES brüt üretiminden depolama için ayrılan kısım düşülerek RES satılabilir üretim hesaplaması yapılmıştır.

Şirketin RES elektrik satış fiyatının Şirket'in beyanına istinaden YEK3.RES fiyatı baz alınarak 2025 yılında 75,60 \$/MWh olacağı ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar

artacağı varsayılmıştır. Buna göre RES gelirin 2025 yılında 949 dolar, 2026'da 2,0 milyon dolar olacağı ve 2034 yılında 11,3 milyon dolara kadar yükseleceği öngörülmektedir.

Depolama geliri projeksiyonu oluşturulurken depolama brüt üretimi kurulu güç ile 365 çarpılarak hesaplanmıştır. 2025 yılında %0,01'inin ve 2026 yılında %21'inin faaliyete geçeceği göz önünde bulundurulmuştur. Projeksiyon dönemi boyunca %12 oranında verim kaybı yaşanacağı varsayımıyla depolamalı net üretim hesaplaması yapılmıştır.

Depolanan elektrik gün içinde elektrik fiyatlarının en yüksek olduğu saatlerde satılabilmektedir. Bu sebeple depolanan elektrik satış fiyatının RES satış fiyatından %50 daha yukarıda olacağı öngörülmektedir. Şirketin depolama satış fiyatının 2025 yılında 107,25 \$/MWh olacağı ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayılmıştır. Buna göre depolama gelirin 2025 yılında 138 dolar olacağı ve 2034 yılında 1,6 milyon dolara yükseleceği öngörülmektedir.

Yukarıda varsayımlar sonrasında şirketin cirosunun 2025 yılında 1.087 dolar olacağı ve 2034 yılında ise 13 milyon dolara kadar yükseleceği hesaplanmıştır.

4.3.4. Giderler

Şirketin giderleri, araç, bakım onarım, sistem kullanım veya iletim, personel, sigorta ve diğer giderler olmak üzere 6 başlıkta tahmin edilmiştir. 2025 yılı gider hesaplaması yapılırken Kapasitesinin %0,01'inin faaliyete geçeceği göz önünde bulundurulmuştur.

Sistem kullanım veya iletim giderleri tahmin edilirken MW başına sistem kullanım giderlerinin 2025 yılında kurulu güce göre hesaplanan kısmının MW başına 0,50 USD olacağı, üretime göre hesaplanan kısmının ise 6,79/MWh olacağı varsayılmış ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayımıyla hesaplanmıştır.

Bakım onarım giderlerinin MW başına 2025 yılında 8.000 dolar olacağı varsayılırken sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayımıyla hesaplama yapılmıştır.

Personel, araç ve diğer giderlerin 2026 yılı ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayılmıştır.

Sigorta giderlerinin MW başına 2025 yılında 2.000 dolar olacağı sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayımıyla hesaplanmıştır.

Yukarıdaki varsayımlar sonrası şirketin giderlerinin 2025 yılında 6.169 dolar olacağı 2034 yılında ise 1,8 milyon dolara kadar yükseleceği öngörülmektedir.

4.3.5. Faaliyet Karı & FAVÖK

Şirket'in 2025 yılında -5.082 dolar FAVÖK elde edeceği, 2026 yılında 1,9 milyon dolar FAVÖK üreteceği ve 2034 yılında ise 11,2 milyon dolar FAVÖK üreteceği tahmin edilmektedir. FAVÖK marjının ise 2026 yılında %80,98 ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca %86,26 olması beklenmektedir.

Şirketin yeni yatırımlarını 15 yılda amorti edeceği varsayımıyla amortisman hesabı yapılmıştır.

Şirketin FAVÖK'ünden amortisman düşülerek faaliyet karı hesaplanmıştır. Buna göre şirketin 2025 yılında 5.082 dolar ve 2026 yılında 1.352.214 dolar faaliyet zararı elde edeceği, 2027 yılında ise 6,5 milyon dolar olan faaliyet karının 2034 yılında 7,95 milyon dolara yükseleceği hesaplanmaktadır.

4.3.6. Kurumlar Vergisi

Şirket için faaliyet karı üzerinden %25 kurumlar vergi oranıyla vergi hesaplanarak nakit akımlarından düşülmüştür.

4.3.7. Yatırım Harcamaları

Şirketin 2025 yılında RES için MW başına 1 milyon dolar ve depolama için MW başına 220.000 dolar yatırım yapacağı varsayımıyla 2025 yılın için 39,99 milyon dolar RES ve 8,8 milyon dolar depolama olmak üzere toplam 48,8 milyon dolarlık yatırım öngörüsünde bulunulmuş olup projeksiyonlarda nakit akımından düşülmüştür.

4.3.8. İşletme Sermayesi

Şirket'in yıllık cirosunun %8,3'ü kadar yaklaşık 1 aylık işletme sermayesine ihtiyaç duyacağı varsayılmıştır.

4.3.9. İndirgenmiş Nakit Akımları 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. 2034 yılında hesaplanan nakit akımları %2 uç değer büyüme oranı kullanılarak uç değer hesabı yapılmıştır. Bununla beraber değişik uç değer büyüme oranları kullanılması durumunda şirketin sahip olacağı piyasa değerleri duyarlılık analizi yapılarak gösterilmiştir.

Serbest nakit akımları %10,08 AOSM ile 30.06.2025 tarihine indirgenmiş ve Şirket için net borç öncesi 41.640.504 \$ firma değeri hesaplanmıştır. Firma değerine 37.485 \$ net nakit eklenerek şirket için 30.06.2025 itibariyle **41.677.989 \$** piyasa değeri hesaplanmıştır.

Arel RES İNA Değeri, \$	30.06.2025
Uç Değer Büyüme Oranı	2%
Firma Değeri	41.640.504
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11.890
Dönen Varlıklar	49.375
Piyasa Değeri, \$ @ 30.06.2025	41.677.989

AREL RES İNA, \$	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Uç Değer
RES Kurulu Güç, MWp	39,99	39,99	39,99	39,99	39,99	39,99	39,99	39,99	39,99	39,99	39,99
KKO	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Brüt Üretim, RES, MWh	14	29.664	140.125	140.125	140.125	140.125	140.125	140.125	140.125	140.125	140.125
RES Satılabilir Üretim, MWh	13	26.574	125.529	125.529	125.529	125.529	125.529	125.529	125.529	125.529	125.529
RES Satış Fiyatı, \$/MWh	75,60	77,11	78,65	80,23	81,83	83,47	85,14	86,84	88,58	90,35	90,35
RES Brüt Gelir,\$	949	2.049.176	9.873.357	10.070.825	10.272.241	10.477.686	10.687.240	10.900.984	11.119.004	11.341.384	11.341.384
Yıllık Değişim			381,82%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Depolama Brüt Üretim, MWh	1	3.090	14.596	14.596	14.596	14.596	14.596	14.596	14.596	14.596	14.596
Depolama Verim Kaybı	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Depolama Net Üretim, MWh	1	2.719	12.845	12.845	12.845	12.845	12.845	12.845	12.845	12.845	12.845
Depolama Satış Fiyatı, \$/MWh	107,25	109,40	111,58	113,81	116,09	118,41	120,78	123,20	125,66	128,17	128,17
Depolama Brüt Gelir,\$	138	297.467	1.433.259	1.461.924	1.491.162	1.520.986	1.551.405	1.582.433	1.614.082	1.646.364	1.646.364
Yıllık Değişim			381,82%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Toplam Gelir	1.087	2.346.643	11.306.616	11.532.748	11.763.403	11.998.671	12.238.645	12.483.418	12.733.086	12.987.748	12.987.748
Yıllık Değişim			381,82%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Araç	6.000	6.120	6.242	6.367	6.495	6.624	6.757	6.892	7.030	7.171	7.171
Arazi											
Bakım Onarım	32	69.081	332.845	339.502	346.292	353.218	360.282	367.488	374.837	382.334	382.334
MW Başına Bakım Onarım	8.000	8.160	8.323	8.490	8.659	8.833	9.009	9.189	9.373	9.561	9.561
Sistem Kullanım veya İletim	114	202.943	977.746	997.301	1.017.247	1.037.592	1.058.344	1.079.511	1.101.101	1.123.123	1.123.123
MW Başına Sistem Kullanım	0,50	0,51	0,52	0,53	0,54	0,55	0,56	0,57	0,59	0,60	0,60
MWh Başına Sistem Kullanım	6,79	6,93	7,07	7,21	7,35	7,50	7,65	7,80	7,96	8,12	8,12
Diğer	5	48.948	49.927	50.925	51.944	52.983	54.042	55.123	56.226	57.350	57.350
Personel	10	101.975	104.014	106.094	108.216	110.380	112.588	114.840	117.137	119.479	119.479
Sigorta	8	17.270	83.211	84.875	86.573	88.304	90.070	91.872	93.709	95.584	95.584
MW Başına Sigorta	2.000	2.040	2.081	2.122	2.165	2.208	2.252	2.297	2.343	2.390	2.390
Toplam Giderler	6.169	446.336	1.553.985	1.585.065	1.616.766	1.649.101	1.682.083	1.715.725	1.750.039	1.785.040	1.785.040
Yıllık Değişim			7135,43%	248,16%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
FAVÖK	-5.082	1.900.307	9.752.631	9.947.684	10.146.637	10.349.570	10.556.562	10.767.693	10.983.047	11.202.708	11.202.708
FAVÖK Marjı	-467,63%	80,98%	86,26%	86,26%	86,26%	86,26%	86,26%	86,26%	86,26%	86,26%	86,26%
Yıllık Değişim			413,21%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Amortisman	0	3.252.520	3.252.520	3.252.520	3.252.520	3.252.520	3.252.520	3.252.520	3.252.520	3.252.520	3.252.520
Faaliyet Karı	-5.082	-1.352.214	6.500.111	6.695.164	6.894.117	7.097.050	7.304.042	7.515.173	7.730.527	7.950.188	7.950.188
Yıllık Değişim			A.D.	-580,70%	3,00%	2,97%	2,94%	2,92%	2,89%	2,87%	2,84%
Kurumlar Vergisi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Ödenecek Vergi	0	0	1.285.704	1.673.791	1.723.529	1.774.262	1.826.010	1.878.793	1.932.632	1.987.547	1.987.547
Yatırım, RES	39.990.000										
Yatırım, Depolama	8.797.800										
WC	91	195.554	942.218	961.062	980.284	999.889	1.019.887	1.040.285	1.061.091	1.082.312	1.082.312
WC Değişim	91	195.463	746.664	18.844	19.221	19.606	19.998	20.398	20.806	21.222	21.222
Serbest Nakit Akımı	-48.792.973	1.704.844	7.720.263	8.255.049	8.403.887	8.555.702	8.710.553	8.868.502	9.029.609	9.193.939	116.133.965
AOSM	10,08%	10,08%	10,08%	10,08%	10,08%	10,08%	10,08%	10,08%	10,08%	10,08%	10,08%
İndirgeme Dönemi	0,25	1	2	3	4	5	6	7	8	9	9,5
İNA	-47.635.980	1.548.802	6.371.691	6.189.471	5.724.340	5.294.344	4.896.814	4.529.282	4.189.473	3.875.282	46.656.984

4.3.10. Duyarlılık Analizi

Windrogen için baz senaryoda %10,08 AOSM kullanılarak 41.677.989 dolar 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 2025-2034 projeksiyon dönemindeki Şirketin öngördüğü FAVÖK'ün %20 daha az veya %20 daha fazla olması durumunda, AOSM'nin %8,61-%11,08 aralığında değişmesi durumunda ve uç değer büyüme oranının %0-4 bandında değişmesi durumunda Şirketin sahip olabileceği piyasa değeri duyarlılık analizi yapılarak analiz edilmiştir.

Windrogen Piyasa Değerinin AOSM & FAVÖK Duyarlılık Analizi						
\$	Baz Değer	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti				
	41.677.989	9,04%	10,05%	10,57%	11,10%	11,63%
Öngörülen FAVÖK Gerçekleşme Oranı	-20,00%	36.649.913	25.657.830	20.926.798	16.757.535	13.057.116
	-10,00%	46.074.972	33.842.504	28.576.565	23.935.239	19.815.208
	0,00%	55.500.030	42.027.177	36.226.332	31.112.942	26.573.300
	10,00%	64.925.089	50.211.851	43.876.100	38.290.646	33.331.391
	20,00%	74.350.147	58.396.524	51.525.867	45.468.349	40.089.483

Windrogen Piyasa Değerinin FAVÖK & Uç Değer Duyarlılık Analizi						
\$	Baz Değer	Öngörülen FAVÖK Gerçekleşme Oranı				
	41.677.989	-20,00%	-10,00%	0,00%	10,00%	20,00%
Uç Değer Büyüme Oranı	0%	17.204.688	24.443.755	31.682.821	38.921.887	46.160.953
	1%	20.838.803	28.484.255	36.129.707	43.775.159	51.420.611
	2%	25.373.007	33.525.498	41.677.989	49.830.480	57.982.971
	3%	31.188.966	39.991.828	48.794.691	57.597.553	66.400.415
	4%	38.919.644	48.586.991	58.254.339	67.921.686	77.589.034

Windrogen Piyasa Değerinin AOSM & Uç Değer Duyarlılık Analizi						
\$	Baz Değer	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti				
	41.677.989	9,04%	10,05%	10,57%	11,10%	11,63%
Uç Değer Büyüme Oranı	0%	41.657.006	31.941.623	27.594.770	23.677.530	20.130.750
	1%	47.717.693	36.426.883	31.459.758	27.027.235	23.049.020
	2%	55.500.030	42.027.177	36.226.332	31.112.942	26.573.300
	3%	65.859.063	49.217.321	42.251.616	36.207.163	30.914.223
	4%	80.328.370	58.786.313	50.110.034	42.735.882	36.392.835

4.4. Cetate SRL (Romanya GES1) İNA Değerlemesi

4.4.1. İndirgeme Oranı Tespiti

Santralin 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. Risksiz getiri oranı olarak Türkiye Cumhuriyeti'nin uzun vadeli dolar bazlı tahvil getirilerinin değerleme tarihindeki oranları göz önünde bulundurularak %7,00 kabul edilmiştir.

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.

Özsermaye maliyeti için kaldıraçlı beta hesabı yapılmıştır. Romanya'daki kurumlar vergisinin %16 olduğu ifade edilmiş olup AOSM ve projeksiyonlarda %16 olarak kullanılmıştır.

Kaldıraçlı Beta = Kaldıraçsız Beta X (1 + (1 – Kurumlar Vergisi Oranı) X Borçlanma Oranı / Özsermaye Oranı)

formülüne göre $0,60 \times (1 + (1 - \%16) \times 0,75/0,25) = 2,11$ hesaplanmaktadır.

Şirket'in 2025 yılı ve sonrası için elde etmeyi planladığı gelirler ile kar projeksiyonlarının öngörüldüğü şekilde gerçekleşememe ihtimali göz önünde bulundurularak Şirket özelinde sermaye piyasası risk priminin üzerine risksiz getiri oranının %25'i kadar ilave risk primi makul kabul edilerek sermaye maliyeti hesabında dikkate alınmıştır.

Özsermaye maliyeti

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

formülüne göre $\%7,00 + (2,11 \times \%5,50) + \%1,75 = \%20,37$ hesaplanmaktadır.

Şirketin Dolar bazlı borçlanma maliyeti, risksiz getiri oranının %10 fazlası olan %7,70 kabul edilmiştir.

Özsermaye ve borçlanma maliyetleri hesaplandıktan sonra Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

AOSM= (Özsermaye maliyeti X Özsermaye oranı) + ((1- Kurumlar Vergisi) X Borçlanma Maliyeti X Borç Oranı)

formülüne göre $(\%20,37 \times \%25,00) + ((1 - \%16,00) \times \%7,70 \times \%75,00) = \%9,94$ hesaplanmaktadır.

Romanya GES AOSM	30.06.2025
Risksiz Getiri Oranı	7,00%
Kaldıraçsız Beta	0,60
Kaldıraçlı Beta	2,11
Piyasa Risk Primi	5,50%
Şirket Risk Primi	1,75%
Özsermaye Maliyeti	20,37%
Özkaynak Oranı	25,00%
Borçlanma Maliyeti	7,70%
Vergi Oranı	16,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	6,47%
Borç Oranı	75,00%
AOSM	9,94%

4.4.2. Ciro

Romanya GES'in gelir projeksiyonları oluşturulurken şirketin 42 MWp kurulu güce sahip olduğu göz önünde bulundurularak 2025 yılında kapasite kullanım oranının %16 olacağı ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl %0,45 verim kaybı yaşayacağı varsayılmıştır. 2025 yılında %5'inin faaliyete geçeceği varsayılmıştır. Buna göre 2025 yılında 2.943 MWh üretim gerçekleştireceği, 2026 yılında üretimin 58.602 MWh yükseleceği ve sonrasında kademeli olarak azalarak 2034 yılında üretimin 56.526 MWh'e gerileyeceği öngörülmüştür.

Şirketin Romanya'da elektrik satış fiyatının 2025 yılında 115 €/MWh karşılığı 1,1663 €/\$/ pariteyle 134,13 \$/MWh olacağı ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayılmıştır.

Yukarıda varsayımlar sonrasında şirketin cirosunun 2025 yılında 394.794 dolar olacağı ve 2034 yılında ise 9,1 milyon dolara kadar yükseleceği hesaplanmıştır.

4.4.3. Giderler

Şirketin giderleri araç, bakım onarım, personel, sigorta ve diğer giderler olmak üzere 5 başlıkta tahmin edilmiştir. 2025 yılı gider hesaplaması yapılırken kapasitesinin %5'inin faaliyete geçeceği göz önünde bulundurulmuştur.

Bakım onarım giderlerinin MW başına 2025 yılında 750 dolar olacağı varsayılırken sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayımıyla hesaplama yapılmıştır.

Personel, araç ve diğer giderlerin 2026 yılı ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayılmıştır.

Sigorta giderlerinin MW başına 2025 yılında 3.499 dolar olacağı sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayımıyla hesaplanmıştır.

Yukarıdaki varsayımlar sonrası şirketin giderlerinin 2025 yılında 37.522 dolar olacağı 2034 yılında ise 632.003 dolara kadar yükseleceği öngörülmektedir.

4.4.4. Faaliyet Karı & FAVÖK

Şirket'in 2025 yılında 357.272 dolar FAVÖK elde edeceği ve 2034 yılında ise 8,4 milyon dolar FAVÖK üreteceği tahmin edilmektedir. FAVÖK marjının ise 2026 yılında %93,27 olacağı ve kademeli olarak azalarak 2034 yılında %93,02'ye gerileyeceği beklenmektedir.

Şirketin yeni yatırımlarını 15 yılda amorti edeceği varsayımıyla amortisman hesabı yapılmıştır.

Şirketin FAVÖK'ünden amortisman düşülerek faaliyet karı hesaplanmıştır. Buna göre şirketin 2025 yılında 1,2 milyon dolar faaliyet zararı elde edeceği, 2026 yılında ise 5,9 milyon dolar olan faaliyet karının 2034 yılında 6,9 milyon dolara yükseleceği hesaplanmaktadır.

4.4.5. Kurumlar Vergisi

Şirket için faaliyet karı üzerinden Romanya kurumlar vergisi oranı olan %16 ile vergi hesaplanarak nakit akımlarından düşülmüştür.

4.4.6. Yatırım Harcamaları

Şirket için 2025 yılında MW başına 600.000 € GES yatırımı yapılacağı ve şirketin satın alma bedeli olan 5.250.000 €'nun bu yatırımlara dahil olduğu ifade edilmiş olup net yatırım tutarı 19.950.000 euro hesaplanmış ve 1,1663 €/\$/ paritesiyle 23,27 milyon dolarlık yatırım öngörüsünde bulunulmuş olup projeksiyonlarda nakit akımından düşülmüştür.

4.4.7. İşletme Sermayesi

Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca cirosunun %8,3'ü kadar işletme sermayesine ihtiyaç duyacağı varsayılmıştır.

4.4.8. İndirgenmiş Nakit Akımları 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. 2034 yılında hesaplanan nakit akımları %2 uç değer büyüme oranı kullanılarak uç değer hesabı yapılmıştır. Bununla beraber değişik uç değer büyüme oranları kullanılması durumunda şirketin sahip olacağı piyasa değerleri duyarlılık analizi yapılarak gösterilmiştir.

Serbest nakit akımları %9,94 AOSM ile 30.06.2025 tarihine indirgenmiş ve Şirket için 54.933.069 \$ firma değeri hesaplanmıştır. Şirketin satın alma bedeli olan 5.250.000 €, 1,1664 €/\$/ paritesiyle 6,1 milyon dolar olarak hesaplanıp firma değerinden düşülerek şirket için 30.06.2025 itibarıyla **48.809.731 \$** piyasa değeri hesaplanmıştır.

Cetate Romanya GES1 İNA Değeri, \$	30.06.2025
Uç Değer Büyüme Oranı	2%
Firma Değeri	54.933.069
Proje Edinim Bedeli	-6.123.338
Piyasa Değeri, \$ @ 30.06.2025	48.809.731

Cetate Romanya GES1 İNA, USD	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Uç Değer
Kapasite, MWp	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42
KKO	16,0%	15,9%	15,9%	15,8%	15,7%	15,6%	15,6%	15,5%	15,4%	15,4%	
Üretim, MWh	2.943	58.602	58.339	58.076	57.815	57.555	57.296	57.038	56.781	56.526	
Elektrik Fiyatı, \$/Mwh	134,13	136,81	139,55	142,34	145,19	148,09	151,05	154,07	157,15	160,30	
Gelirler	394.794	8.017.548	8.141.098	8.266.552	8.393.940	8.523.291	8.654.634	8.788.002	8.923.426	9.060.935	
Yıllık Değişim		1930,82%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	
Araç	11.664	11.897	12.135	12.377	12.625	12.877	13.135	13.398	13.666	13.939	
Arazi											
Bakım Onarım	1.575	32.130	32.773	33.428	34.097	34.779	35.474	36.184	36.907	37.645	
MW Başına Bakım Onarım	750	765	780	796	812	828	845	862	879	896	
Diğer	2.939	59.960	61.159	62.382	63.630	64.902	66.200	67.524	68.875	70.252	
Personel	13.996	285.522	291.233	297.058	302.999	309.059	315.240	321.545	327.976	334.535	
Sigorta	7.348	149.899	152.897	155.955	159.074	162.256	165.501	168.811	172.187	175.631	
MW Başına Sigorta	3.499	3.569	3.640	3.713	3.787	3.863	3.940	4.019	4.100	4.182	
Toplam Giderler	37.522	539.408	550.196	561.200	572.424	583.873	595.550	607.461	619.611	632.003	
Yıllık Değişim		1337,58%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	
FAVÖK	357.272	7.478.139	7.590.902	7.705.352	7.821.516	7.939.418	8.059.084	8.180.541	8.303.815	8.428.933	
FAVÖK Marjı	90,50%	93,27%	93,24%	93,21%	93,18%	93,15%	93,12%	93,09%	93,06%	93,02%	
Yıllık Değişim		1993,12%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	
Amortisman	1.551.246	1.551.246	1.551.246	1.551.246	1.551.246	1.551.246	1.551.246	1.551.246	1.551.246	1.551.246	
Faaliyet Karı	-1.193.974	5.926.894	6.039.656	6.154.107	6.270.270	6.388.172	6.507.839	6.629.296	6.752.569	6.877.687	
Yıllık Değişim		A.D.	1,90%	1,89%	1,89%	1,88%	1,87%	1,87%	1,86%	1,85%	
Kurumlar Vergis Oranı	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	
Ödenecek Vergi	-191.036	948.303	966.345	984.657	1.003.243	1.022.108	1.041.254	1.060.687	1.080.411	1.100.430	
Yatırım	23.268.683										
WC	32.899	668.129	678.425	688.879	699.495	710.274	721.220	732.334	743.619	755.078	
WC Değişim	32.899	635.230	10.296	10.455	10.616	10.779	10.945	11.114	11.285	11.459	
Serbest Nakit Akımı	-22.753.274	5.894.607	6.614.261	6.710.240	6.807.657	6.906.531	7.006.885	7.108.740	7.212.119	7.317.044	93.967.699
AOSM	9,94%	9,94%	9,94%	9,94%	9,94%	9,94%	9,94%	9,94%	9,94%	9,94%	9,94%
İndirgeme Dönemi	0,25	1	2	3	4	5	6	7	8	9	9,5
İNA	-22.220.432	5.361.536	5.472.050	5.049.417	4.659.456	4.299.638	3.967.631	3.661.284	3.378.609	3.117.778	38.186.101

4.4.9. Duyarlılık Analizi

Romanya GES için baz senaryoda %9,94 AOSM kullanılarak 48.809.731 dolar 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 2025-2034 projeksiyon dönemindeki Şirketin öngördüğü FAVÖK'ün %20 daha az veya %20 daha fazla olması durumunda, AOSM'nin %8,50-%10,94 aralığında değişmesi durumunda ve uç değer büyüme oranının %0-4 bandında değişmesi durumunda Şirketin sahip olabileceği piyasa değeri duyarlılık analizi yapılarak analiz edilmiştir.

Cetate Romanya GES1 İNA Değeri AOSM & FAVÖK Duyarlılık Analizi						
\$	Baz Değer	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti				
	48.809.731	8,50%	9,45%	9,94%	10,44%	10,94%
Öngörülen FAVÖK Gerçekleşme Oranı	-20,00%	47.460.287	37.856.444	33.727.999	30.091.190	26.863.715
	-10,00%	56.658.198	45.895.879	41.268.865	37.192.493	33.574.585
	0,00%	65.856.109	53.935.314	48.809.731	44.293.795	40.285.455
	10,00%	75.054.020	61.974.749	56.350.597	51.395.098	46.996.325
	20,00%	84.251.931	70.014.184	63.891.464	58.496.401	53.707.195

Cetate Romanya GES1 İNA Değeri FAVÖK & Uç Değer Duyarlılık Analizi						
\$	Baz Değer	Öngörülen FAVÖK Gerçekleşme Oranı				
	48.809.731	-20,00%	-10,00%	0,00%	10,00%	20,00%
Uç Değer Büyüme Oranı	0%	27.050.807	33.790.509	40.530.212	47.269.914	54.009.616
	1%	30.016.062	37.111.551	44.207.040	51.302.529	58.398.018
	2%	33.727.999	41.268.865	48.809.731	56.350.597	63.891.464
	3%	38.509.272	46.623.820	54.738.368	62.852.916	70.967.464
	4%	44.899.725	53.781.032	62.662.340	71.543.647	80.424.955

Cetate Romanya GES1 İNA Değeri AOSM & Uç Değer Duyarlılık Analizi						
\$	Baz Değer	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti				
	48.809.731	8,50%	9,45%	9,94%	10,44%	10,94%
Uç Değer Büyüme Oranı	0%	52.620.213	44.272.985	40.530.212	37.152.192	34.088.811
	1%	58.355.866	48.532.101	44.207.040	40.344.716	36.875.329
	2%	65.856.109	53.935.314	48.809.731	44.293.795	40.285.455
	3%	76.083.297	61.015.145	54.738.368	49.304.509	44.554.906
	4%	90.855.057	70.695.285	62.662.340	55.871.436	50.055.324

4.5. Uralati (Romanya GES2) İNA Değerlemesi

4.5.1. İndirgeme Oranı Tespiti

Santralin 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. Risksiz getiri oranı olarak Türkiye Cumhuriyeti'nin uzun vadeli dolar bazlı tahvil getirilerinin değerleme tarihindeki oranları göz önünde bulundurularak %7,00 kabul edilmiştir.

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.

Özsermaye maliyeti için kaldıraçlı beta hesabı yapılmıştır. Romanya'daki kurumlar vergisinin %16 olduğu ifade edilmiş olup AOSM ve projeksiyonlarda %16 olarak kullanılmıştır.

Kaldıraçlı Beta = Kaldıraçsız Beta X (1 + (1 – Kurumlar Vergisi Oranı) X Borçlanma Oranı / Özsermaye Oranı)

formülüne göre $0,60 \times (1 + (1 - \%16) \times 0,75/0,25) = 2,11$ hesaplanmaktadır.

Şirket'in 2025 yılı ve sonrası için elde etmeyi planladığı gelirler ile kar projeksiyonlarının öngörüldüğü şekilde gerçekleşememe ihtimali göz önünde bulundurularak Şirket özelinde sermaye piyasası risk priminin üzerine risksiz getiri oranının %30'u kadar ilave risk primi makul kabul edilerek sermaye maliyeti hesabında dikkate alınmıştır.

Özsermaye maliyeti

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

formülüne göre $\%7,00 + (2,11 \times \%5,50) + \%2,10 = \%20,72$ hesaplanmaktadır.

Şirketin Dolar bazlı borçlanma maliyeti, risksiz getiri oranının %10 fazlası olan %7,70 kabul edilmiştir.

Özsermaye ve borçlanma maliyetleri hesaplandıktan sonra Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

AOSM= (Özsermaye maliyeti X Özsermaye oranı) + ((1- Kurumlar Vergisi) X Borçlanma Maliyeti X Borç Oranı)

formülüne göre $(\%20,72 \times \%25,00) + ((1 - \%16,00) \times \%7,70 \times \%75,00) = \%10,03$ hesaplanmaktadır.

Uralati GES AOSM	30.06.2025
Risksiz Getiri Oranı	7,00%
Kaldıraçsız Beta	0,60
Kaldıraçlı Beta	2,11
Piyasa Risk Primi	5,50%
Şirket Risk Primi	2,10%
Özsermaye Maliyeti	20,72%
Özkaynak Oranı	25,00%
Borçlanma Maliyeti	7,70%
Vergi Oranı	16,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	6,47%
Borç Oranı	75,00%
AOSM	10,03%

4.5.2. Ciro

Urlati GES'in gelir projeksiyonları oluşturulurken şirketin 45,54 MWp kurulu güce sahip olduğu göz önünde bulundurularak 2025 yılında kapasite kullanım oranının %15,1 olacağı ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl %0,45 verim kaybı yaşayacağı varsayılmıştır. 2025 yılında %1'inin faaliyete geçeceği varsayılmıştır. Buna göre 2025 yılında 602 MWh üretim gerçekleştireceği, 2026 yılında üretimin 59.967MWh yükseleceği ve sonrasında kademeli olarak azalarak 2034 yılında üretimin 57.842 MWh'e gerileyeceği öngörülmüştür.

Şirketin Romanya'da elektrik satış fiyatının 2025 yılında 170 €/MWh karşılığı 1,1663 €/\$/ pariteyle 198,28 \$/MWh olacağı ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayılmıştır.

Yukarıda varsayımlar sonrasında şirketin cirosunun 2025 yılında 119.441 dolar olacağı ve 2034 yılında ise 13,7 milyon dolara kadar yükseleceği hesaplanmıştır.

4.5.3. Giderler

Şirketin giderleri araç, bakım onarım, personel, sigorta ve diğer giderler olmak üzere 5 başlıkta tahmin edilmiştir. 2025 yılı gider hesaplaması yapılırken kapasitesinin %1'inin faaliyete geçeceği göz önünde bulundurulmuştur.

Bakım onarım giderlerinin MW başına 2025 yılında 750 dolar olacağı varsayılırken sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayımıyla hesaplama yapılmıştır.

Personel, araç ve diğer giderlerin 2026 yılı ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayılmıştır.

Sigorta giderlerinin MW başına 2025 yılında 3.499 dolar olacağı sonrasında projeksiyon dönemi boyunca her yıl ABD'nin enflasyon beklentisi olan %2 kadar artacağı varsayımıyla hesaplanmıştır.

Yukarıdaki varsayımlar sonrası şirketin giderlerinin 2025 yılında 26.389 dolar olacağı 2034 yılında ise 807.835 dolara kadar yükseleceği öngörülmektedir.

4.5.4. Faaliyet Karı & FAVÖK

Şirket'in 2025 yılında 93.051 dolar FAVÖK elde edeceği ve 2034 yılında ise 12,9 milyon dolar FAVÖK üreteceği tahmin edilmektedir. FAVÖK marjının ise 2026 yılında %94,32 olacağı ve kademeli olarak azalarak 2034 yılında %94,11'e gerileyeceği beklenmektedir.

Şirketin yeni yatırımlarını 15 yılda amorti edeceği varsayımıyla amortisman hesabı yapılmıştır.

Şirketin FAVÖK'ünden amortisman düşülerek faaliyet karı hesaplanmıştır. Buna göre şirketin 2025 yılında 3,4 milyon dolar faaliyet zararı elde edeceği, 2026 yılında ise 8,0 milyon dolar olan faaliyet karının 2034 yılında 8,8 milyon dolara yükseleceği hesaplanmaktadır.

4.5.5. Kurumlar Vergisi

Şirket için faaliyet karı üzerinden Romanya kurumlar vergisi oranı olan %16 ile vergi hesaplanarak nakit akımlarından düşülmüştür.

4.5.6. Yatırım Harcamaları

Şirket için 2025 yılında 45,54 MW GES için MW başına 600.000 € ve 85 MW depolama için MW başına 200.000 € yatırım yapacağı varsayımıyla 2025 yılı için toplam 51,7 milyon dolarlık yatırım öngörüsünde bulunulmuş olup projeksiyonlarda nakit akımından düşülmüştür.

4.5.7. İşletme Sermayesi

Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca cirosunun %8,3'ü kadar işletme sermayesine ihtiyaç duyacağı varsayılmıştır.

4.5.8. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri

Önceki maddelerdeki varsayımlar sonrası 1 Temmuz 2025 tarihinden itibaren şirketin üretmeyi planladığı FAVÖK rakamından, Kurumlar Vergisi, Sabit Kıymet Yatırımı ve her yıl için gereken ilave işletme sermayesi düşülerek serbest nakit akımları hesaplanmıştır. 2034 yılında hesaplanan nakit akımları %2 uç değer büyüme oranı kullanılarak uç değer hesabı yapılmıştır. Bununla beraber değişik uç değer büyüme oranları kullanılması durumunda şirketin sahip olacağı piyasa değerleri duyarlılık analizi yapılarak gösterilmiştir.

Serbest nakit akımları %10,03 AOSM ile 30.06.2025 tarihine indirgenmiş ve Şirket için 58.777.164 \$ firma değeri hesaplanmıştır. Şirketin satın alma bedeli 4.554.000 dolar firma değerinden düşülerek şirket için 30.06.2025 itibarıyla **54.223.164 \$** piyasa değeri hesaplanmıştır.

Urlati GES İNA Değeri, \$	30.06.2025
Uç Değer Büyüme Oranı	2%
Firma Değeri	58.777.164
Proje Edinim Bedeli	-4.554.000
Piyasa Değeri, \$ @ 30.06.2025	54.223.164

Urlati GES İNA, \$	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Uç Değer
Kapasite, MWp	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	
KKO	15,1%	15,0%	15,0%	14,9%	14,8%	14,8%	14,7%	14,6%	14,6%	14,5%	
Üretim, MWh	602	59.967	59.698	59.429	59.161	58.895	58.630	58.366	58.104	57.842	
Elektrik Fiyatı, \$/Mwh	198,28	202,25	206,29	210,42	214,62	218,92	223,29	227,76	232,32	236,96	
Gelirler	119.441	12.128.116	12.315.010	12.504.784	12.697.483	12.893.151	13.091.835	13.293.580	13.498.434	13.706.445	
Yıllık Değişim		10054,10%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	
Araç	19.828	20.225	20.629	21.042	21.462	21.892	22.329	22.776	23.232	23.696	
Arazi											
Bakım Onarım	342	34.838	35.535	36.246	36.970	37.710	38.464	39.233	40.018	40.818	
MW Başına Bakım Onarım	750	765	780	796	812	828	845	862	879	896	
Diğer	1.827	186.361	190.088	193.889	197.767	201.723	205.757	209.872	214.070	218.351	
Personel	2.799	285.522	291.233	297.058	302.999	309.059	315.240	321.545	327.976	334.535	
Sigorta	1.593	162.534	165.784	169.100	172.482	175.932	179.450	183.039	186.700	190.434	
MW Başına Sigorta	3.499	3.569	3.640	3.713	3.787	3.863	3.940	4.019	4.100	4.182	
Toplam Giderler	26.389	689.479	703.269	717.334	731.681	746.315	761.241	776.466	791.995	807.835	
Yıllık Değişim		2512,73%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	
FAVÖK	93.051	11.438.636	11.611.741	11.787.450	11.965.802	12.146.837	12.330.594	12.517.114	12.706.439	12.898.610	
FAVÖK Marjı	77,91%	94,32%	94,29%	94,26%	94,24%	94,21%	94,19%	94,16%	94,13%	94,11%	
Yıllık Değişim		12192,83%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	
Amortisman	3.446.486	3.446.486	3.446.486	3.446.486	3.446.486	3.843.045	3.909.139	3.975.232	4.041.325	4.107.418	
Faaliyet Karı	-3.353.435	7.992.150	8.165.255	8.340.964	8.519.316	8.303.791	8.421.455	8.541.882	8.665.114	8.791.192	
Yıllık Değişim		A.D.	2,17%	2,15%	2,14%	-2,53%	1,42%	1,43%	1,44%	1,46%	
Kurumlar Vergis Oranı	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	
Ödenecek Vergi	-536.550	1.278.744	1.306.441	1.334.554	1.363.090	1.328.607	1.347.433	1.366.701	1.386.418	1.406.591	
Yatırım	51.697.297					5.948.385	991.398	991.398	991.398	991.398	
WC	9.953	1.010.676	1.026.251	1.042.065	1.058.124	1.074.429	1.090.986	1.107.798	1.124.869	1.142.204	
WC Değişim	9.953	1.000.723	15.575	15.815	16.058	16.306	16.557	16.812	17.071	17.334	
Serbest Nakit Akımı	-51.077.650	9.159.169	10.289.726	10.437.081	10.586.653	4.853.539	9.975.207	10.142.203	10.311.552	10.483.287	133.162.556
AOSM	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%
İndirgeme Dönemi	0,25	1	2	3	4	5	6	7	8	9	9,5
İNA	-49.871.580	8.324.247	8.499.269	7.835.121	7.222.944	3.009.560	5.621.539	5.194.629	4.799.933	4.435.039	53.706.463

4.5.9. Duyarlılık Analizi

Urlati GES için baz senaryoda %10,03 AOSM kullanılarak 54.223.164 dolar 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 2025-2034 projeksiyon dönemindeki Şirketin öngördüğü FAVÖK'ün %20 daha az veya %20 daha fazla olması durumunda, AOSM'nin %8,58-%11,03 aralığında değişmesi durumunda ve uç değer büyüme oranının %0-4 bandında değişmesi durumunda Şirketin sahip olabileceği piyasa değeri duyarlılık analizi yapılarak analiz edilmiştir.

Urlati GES İNA Değeri AOSM & FAVÖK Duyarlılık Analizi						
₺	Baz Değer	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti				
	54.223.164	8,58%	9,53%	10,03%	10,53%	11,03%
Öngörülen FAVÖK Gerçekleşme Oranı	-20,00%	50.356.860	37.142.869	31.470.162	26.478.049	22.052.591
	-10,00%	64.234.305	49.272.097	42.846.663	37.190.732	32.175.512
	0,00%	78.111.749	61.401.325	54.223.164	47.903.414	42.298.433
	10,00%	91.989.193	73.530.552	65.599.665	58.616.097	52.421.354
	20,00%	105.866.637	85.659.780	76.976.165	69.328.779	62.544.276

Urlati GES İNA Değeri FAVÖK & Uç Değer Duyarlılık Analizi						
₺	Baz Değer	Öngörülen FAVÖK Gerçekleşme Oranı				
	54.223.164	-20,00%	-10,00%	0,00%	10,00%	20,00%
Uç Değer Büyüme Oranı	0%	22.305.841	32.488.378	42.670.915	52.853.451	63.035.988
	1%	26.380.564	37.093.972	47.807.380	58.520.787	69.234.195
	2%	31.470.162	42.846.663	54.223.164	65.599.665	76.976.165
	3%	38.007.726	50.235.966	62.464.207	74.692.447	86.920.687
	4%	46.713.635	60.076.116	73.438.597	86.801.077	100.163.558

Urlati GES İNA Değeri AOSM & Uç Değer Duyarlılık Analizi						
₺	Baz Değer	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti				
	54.223.164	8,58%	9,53%	10,03%	10,53%	11,03%
Uç Değer Büyüme Oranı	0%	59.636.256	47.917.478	42.670.915	37.940.639	33.655.538
	1%	67.654.603	53.868.884	47.807.380	42.399.403	37.546.262
	2%	78.111.749	61.401.325	54.223.164	47.903.414	42.298.433
	3%	92.319.900	71.241.321	62.464.207	54.869.023	48.233.766
	4%	112.738.383	84.641.052	73.438.597	63.967.559	55.856.952

5. İŞTİRAK VE BAĞLI ORTAKLIKLARIN NİHAİ DEĞER GÖRÜŞÜ

Genergy, Windrogen, Romanya GES ve Uralati GES'in piyasa değeri İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kullanılarak hesaplanmıştır. Genergy, Windrogen, Romanya GES ve Uralati GES'in değerlemesinde sadece gelir yaklaşımı İNA metodunun kullanılmasının sebebi şirketlerin yatırım sürecinde 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.

Genergy'nin nihai değeri İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kullanılarak hesaplanmış olup İNA'dan hesaplanan 63.475.565 dolar değer 30 Haziran 2025 günü saat 15:30'da TCMB tarafından belirlenen gösterge niteliğindeki dolar alış kuru olan 39,7408 TL baz alınarak **2.522.569.744 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır.

Genergy Nihai Değer	
Metod	İNA
Hesaplanan Değer, \$	63.475.565
Genergy Nihai Değeri, \$	63.475.565
30 Haziran 2025 TCMB Dolar Alış Kuru	39,7408
Genergy Nihai Değer, TL	2.522.569.744

Windrogen nihai değeri İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kullanılarak hesaplanmış olup İNA'dan hesaplanan 41.677.989 dolar değer 30 Haziran 2025 günü saat 15:30'da TCMB tarafından belirlenen gösterge niteliğindeki dolar alış kuru olan 39,7408 TL baz alınarak **1.656.316.636 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır.

Windrogen Nihai Değer	
Metod	İNA
Hesaplanan Değer, \$	41.677.989
Windrogen Nihai Değeri, \$	41.677.989
30 Haziran 2025 TCMB Dolar Alış Kuru	39,7408
Windrogen Nihai Değer, TL	1.656.316.636

Cetate Romanya GES1'in nihai değeri İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kullanılarak hesaplanmış olup İNA'dan hesaplanan 48.809.731 dolar değer 30 Haziran 2025 günü saat 15:30'da TCMB tarafından belirlenen gösterge niteliğindeki dolar alış kuru olan 39,7408 TL baz alınarak **1.939.737.767 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır.

Cetate Romanya GES1 Nihai Değer	
Metod	İNA
Hesaplanan Değer, \$	48.809.731
Romanya GES Nihai Değeri, \$	48.809.731
30 Haziran 2025 TCMB Dolar Alış Kuru	39,7408
Romanya GES Nihai Değer, TL	1.939.737.767

Uralati GES'in nihai değeri İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kullanılarak hesaplanmış olup İNA'dan hesaplanan 54.223.164 dolar değer 30 Haziran 2025 günü saat 15:30'da TCMB tarafından belirlenen gösterge niteliğindeki dolar alış kuru olan 39,7408 TL baz alınarak **2.154.871.909 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır.

Uralati GES Nihai Değer	
Metod	İNA
Hesaplanan Değer, \$	54.223.164
Uralati GES Nihai Değeri, \$	54.223.164
30 Haziran 2025 TCMB Dolar Alış Kuru	39,7408
Uralati GES Nihai Değer, TL	2.154.871.909

Pasifik Elektronik'un, 2023 yılı Aralık ayında kurulmuş olması ve faaliyetlerine henüz başlamaması göz önünde bulundurularak gelir yaklaşımı ve piyasa yaklaşımı dikkate alınmamıştır. Bu gerekçelerle Şirket'in değerine yönelik görüş öz kaynak değeri üzerinden verilmiştir. Şirketin 30.06.2025 tarihli bilançosunda yer alan öz kaynakları

3.438.407 TL olup piyasa değeri de bu rakama eşit kabul edilmiştir. Böylelikle özkaynak tutarı olan **3.438.407 TL**'nin Şirket'in piyasa değerine makul bir gösterge olduğu kanaatindeyiz.

6. PASİFİK ENERJİ NİHAİ DEĞER GÖRÜŞÜ

Pasifik Enerji, faaliyetlerini iştirakleri olan Pasifik Elektronik, Genergy, Windrogen, Seara la Cetate (Romanya GES) ve Uralati GES üzerinden gerçekleştirmesi sebebiyle "İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi" (İNA) ve "Çarpan Metodu" kullanılmamış olup Şirket'in 30.06.2025 tarihi itibarıyla piyasa değeri, Şirket'in varlıklarının gerçek değeri ile yükümlülüklerinin gerçek değeri arasındaki farklılıkları baz alan "Net Aktif Değer Yöntemi" (NAD) kullanılarak hesaplanmıştır.

Pasifik Enerji, Pasifik Elektronik, Windrogen ve Seara la Cetate (Romanya GES)'in %100'üne sahip iken Genergy'nin %20'sine ve Uralati GES'in %34'üne sahiptir.

Bağlı Ortaklık ve İştiraklerin Piyasa Değerinin Pasifik Enerji'ye Düşen Kısmı			30.06.2025
Şirket	%100 PD TL	Pay oranı	Pasifik Enerji Payı
Genergy Enerji Anonim Şirketi	2.522.569.744	20,00%	504.513.949
Windrogen Elektrik Üretim Depo Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1.656.316.636	100,00%	1.656.316.636
Seara la Cetate SRL	1.939.737.767	100,00%	1.939.737.767
Pasifik Elektronik Elektrik Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3.438.407	100,00%	3.438.407
Uralati GES	2.154.871.909	34,00%	732.656.449
Toplam, TL	8.276.934.463		4.836.663.208
Finansal Varlıklar Bilançodaki Kayıtlı Değer, TL @ 30.06.2025			375.242.405
Finansal Varlıklar Değer Artışı, TL			4.461.420.803
Pasifik Enerji Özkaynak @ 30.06.2025			70.292.817
Gerçeğe Uygun Değer, TL			4.531.713.620

Pasifik Enerji'nin finansal yatırımlarının rayiç değeri işbu raporun 5. maddesinde yer alan iştiraklerinin piyasa değerleri ve Pasifik Enerji'nin ortaklık oranı çarpılarak **4.836.663.208 TL** hesaplanmıştır. Pasifik Enerji'nin 30.06.2025 tarihli bilançosunda finansal yatırımların **375.242.405 TL** olan kayıtlı değeri hesaplanan rayiç değerden düşülerek finansal yatırımlarının değer artışı **4.461.420.803 TL** hesaplanmıştır.

Pasifik Enerji için 30.06.2025 tarihli bilançosunda özkaynak değeri olan 70.292.817 TL'ye finansal yatırımların değer artış tutarı olan 4.461.420.803 TL eklenerek **4.531.713.620 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır.

Pasifik Enerji Piyasa Değeri, TL	30.06.2025
Pasifik Enerji Özkaynak @ 30.06.2025	70.292.817
Finansal Yatırım Değer Artışı	4.461.420.803
Gerçeğe Uygun Değer, TL	4.531.713.620

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 Birliğinin 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 Değerlemelerde 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.

Ek7: Genergy Hibrit (Doğalgaz + GES) Üretim Lisansı



ÖZEL HÜKÜMLER

Bu Lisans, Genergy Enerji Anonim Şirketi' ne aşağıda bilgileri verilen üretim tesisi için verilmiştir

1- Üretim tesisine ilişkin bilgiler

Proje/Tesis Adı	: TAHA Doğalgaz Kombine Çevrim Santrali
İli	: Mardin
İlçesi	: Artuklu
Mevkii	: Avcılar mahallesi
Tesis tipi	: Birleşik elektrik üretim tesisi
Ünite sayısı	: 4 (dört) adet
Ünite kurulu güçleri	: [(2x71) GT+ 71 BT+92,9995] MWm / [(2x 68) GT+ 69 BT] MWe
Tesis toplam kurulu gücü	: 305,9995 MWm / 205,00 MWe
Kaynak/Yakıt türü veya türleri	: Doğal gaz /Güneş
Yıllık elektrik enerjisi üretim miktarı	: 1.610.000.000 kWh
Sisteme bağlantı noktası ve gerilim seviyesi	: Kızıltepe TM-Mardin TM EİH'na girdi-çıkıtı, 154 kV

1.1- Ana Kaynağa Dayalı Ünitelere İlişkin Bilgiler:

Tesis Tipi	: Termik-Kombine çevrim
Kaynak türü	: Doğal gaz
Ünite sayısı	: 3 (üç) adet
Ünite kurulu gücü	: [(2x71) GT+ 71 BT] MWm / [(2x 68) GT+ 69 BT] MWe
Toplam kurulu gücü	: 213,00 MWm / 205,00 MWe
Tesis tamamlanma tarihi	: 18/08/2027 [18/02/2024 tarihinden itibaren 42 ay]

1.2-Yardımcı Kaynağa Dayalı Üniteye İlişkin Bilgiler:

Kaynak türü	: Güneş
Ünite sayısı	: 1 (Bir)
Ünite kurulu gücü	: 92,99950 MWm
Toplam kurulu gücü	: 92,99950 MWm
Ünite tamamlanma tarihi	: 1.08.2027 [1.08.2024 tarihinden itibaren 36 ay]

2- Bildirim adresi: Ataköy 7-8-9-10. Kısım Mah. Çobançeşme E-5 Yan Yol Cad. 2 8/2' Kapı:16 Bakırköy/İSTANBUL

3- Lisansın yürürlüğe girmesi ve süresi

Bu lisans, 23/03/2023 tarihinde yürürlüğe girer ve lisans sahibinin bu lisans kapsamındaki hak ve yükümlülükleri, lisansın yürürlük tarihinden itibaren geçerlilik kazanır. Bu lisans, yürürlük tarihinden itibaren 37 yıl, 4 ay, 19 gün süreyle geçerlidir.

1/1

EÜ/11747-1/05389

Ek8: Windrogen AREL RES Depolamalı Elektrik Üretim Ön Lisansı



ÖZEL HÜKÜMLER

Bu ön lisans Windrogen Elektrik Üretim Depolama Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi'ne aşağıda bilgileri verilen depolamalı elektrik üretim tesisi projesi için verilmiştir.

1- Üretim tesisi projesine ilişkin bilgiler

Proje Adı	: Arel RES
İli	: Edirne
İlçesi	: Keşan
Tesis türü	: Yenilenebilir
Yıllık elektrik enerjisi üretim miktarı	: 159.600.000 kWh
Sisteme bağlantı noktası ve gerilim seviyesi	: İpsala TM'nin OG Barası, 31,5 kV

1.1 Üretim tesisi ünitesine ilişkin bilgiler:

Kaynak türü	: Depolamalı rüzgar enerjisi
Ünite sayısı	: 7 adet
Ünite kurulu güçleri	: [7 x (5,7 MWm/5,7 MWe)]
Toplam kurulu gücü	: 39,9 MWm/39,9 MWe

1.2 Elektrik depolama ünitesine ilişkin bilgiler:

Ünite teknolojisi	: Lityum-İyon
Ünite sayısı	: 1 adet
Ünite kurulu güçleri	: 39,9 MWe
Toplam kurulu gücü	: 39,9 MWe
Toplam kapasite	: 39,9 MWh

2- Bildirim adresi: Oruçreis Mah. Tekstilkent Cad. B Blok No: 12a İç Kapı No: 053 Esenler/İSTANBUL

3- Ön lisansın yürürlüğe girmesi ve süresi

Bu ön lisans, 28/12/2023 tarihinde yürürlüğe girer ve ön lisans sahibinin bu ön lisans kapsamındaki hak ve yükümlülükleri, ön lisansın yürürlük tarihinden itibaren geçerlilik kazanır. Bu ön lisans, yürürlük tarihinden itibaren 30 (otuz) ay için geçerlidir.

4- Tesis yerine ait koordinat bilgileri

Ünite Koordinatları:

Ad	E	N
T1	455240,000	4508372,000
T2	454591,000	4507650,000
T3	453445,733	4506352,265
T4	455248,000	4506412,000
T5	456481,000	4506212,000

ÖN/12293-14/06027

2 / 3

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



Pasifik Teknoloji 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 "Pasifik Teknoloji 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 19.984.629.599 TL, 22.978.924.198 TL ve 26.127.830.217 TL piyasa değeri hesaplanmıştır. İş bu raporda tespit edilen 26.062.325.541 TL değer Şirket'in iş planını güncellemiş olması ve finans piyasalarında yaşanan gelişmeler nedeniyle önceki raporda tespit edilen değerden farklıdır.
- h) Değerleme Tarihi: 31 Mart 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 adına 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.06.2025 dönemi için hazırlanan bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin beyanları ve BMD bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.



Pasifik Holding A.Ş.'ye, Ankara, Türkiye

Pasifik Teknoloji A.Ş.'nin ("Pasifik Teknoloji" veya "Şirket") piyasa değerine referans olacak "Değerleme Raporu" çalışmamızı tamamlamış bulunmaktayız. Bu değerlendirme 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 değerlendirme 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, değerlendirme çalışmasının tamamlanmasından önce tespit edilmiş olup değerlendirme çalışmasının sonucuna veya raporun herhangi bir kısmına hiçbir şekilde bağlı değildir.

Bu değerlendirme 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 değerler, 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 değerlendirme çalışmasında Şirket yetkililerinin tarafımıza ilettiği 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 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 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 değerlendirme çalışması, Şirket yetkililerinin sağladığı verileri baz alarak Pasifik Teknoloji'nin 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 değerlendirme çalışmasının kullanılması sonucunda doğabilecek olan doğrudan veya dolaylı zararlardan şirketimiz ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır. Bu rapor, değerlendirme yapılan şirket ile ilgili ihtiyaç duyulabilecek bütün verileri içeriyor kabul edilmemelidir.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. İşbu değerleme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen Gelir Yaklaşımı; İndirgenmiş Nakit Akımları ile Piyasa Yaklaşımı; Borsa Değeri 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.

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 gereken ilave işletme sermayesi düşülerek serbest nakit akımları hesaplanmıştır.

Serbest nakit akımları değişken AQSM ile 30.06.2025 tarihine indirgenmiş ve Şirket için net borç öncesi 36.389.446.704 TL firma değeri hesaplanmıştır. Firma değerinden 605.426.608 TL net borç düşülerek 30.06.2025 itibarıyla 35.784.020.096 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Pasifik Teknoloji İNA Değeri, TL	30.06.2025
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	19.464.471.746
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	5,00%
İndirgenmiş Devam Eden Değer	16.924.974.958
Firma Değeri	36.389.446.704
Net Borç (Nakit)	605.426.608
Piyasa Değeri	35.784.020.096

Pazar Yaklaşımı: Borsa Değeri

Yatırımcıların Şirket özelinde biçmiş olduğu fiyatlamaların orta-uzun vadede daha az volatil olduğu göz önünde bulundurularak Pasifik Teknoloji'nin Borsa değeri olarak halka arzdan itibaren Borsa'da oluşan 30.06.2025 kapanış, son 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 12 aylık ağırlıklı ortalama fiyatlar aşağıdaki tabloda yer alan oranlar ile ağırlıklandırılarak 11.479.783.710 TL takdir edilmiştir.

PATEK Kapanış ve Ortalama Fiyatlara Göre Hesaplanan Piyasa Değeri, TL				
Tarih	Kapanış	AOF	Piyasa Değeri	Ağırlık
30.06.2025 Kapanış	19,24	19,47	11.680.200.000	40%
1 Aylık Ort.	19,51	19,39	11.635.617.799	30%
3 Aylık Ort.	17,27	17,32	10.392.991.012	10%
6 Aylık Ort.	19,00	19,10	11.462.403.367	10%
12 Aylık Ort.	18,75	18,86	11.314.789.327	10%
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		19,13	11.479.783.710	100%

Nihai Değer Görüşü

İşbu değerleme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen Gelir Yaklaşımı; İndirgenmiş Nakit Akımları ile Piyasa Yaklaşımı; Borsa Değeri dikkate alınmıştır. 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.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları metodundan hesaplanan 35.784.020.096 TL değere %60 ağırlık verilirken Borsa Değeri'nden hesaplanan 11.479.783.710 TL değere %40 ağırlık verilerek yatırımın bakış açısıyla oluşan fiyatlamada nihai değer bir parçası yapılmıştır. Böylelikle Pasifik Teknoloji için kullanılan metodolojiler ve varsayımlar dahilinde 26.062.325.541 TL nihai piyasa değerine ulaşılmıştır. Farklı varsayımlar ve ağırlıklandırmalar kullanılması halinde nihai değer değişebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Pasifik Teknoloji Nihai Piyasa Değeri, TL		
Metodoloji	İNA	Borsa Değeri
Hesaplanan Değer	35.784.020.096	11.479.783.710
Ağırlık	60%	40%
Nihai Piyasa Değeri	26.062.325.541	

Şirket'in geçmiş dönem finansal ve operasyonel verileri, Şirket'in savunma sanayinde öngördüğü yüksek ve katma değerli büyüme sebebiyle gelecek dönem beklentilerinden farklılaşmaktadır. 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 uygun şirketlere göre daha zor olup tahminlerde sapma olasılığı daha fazladır.

Şirket 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 öngörülemeyen değişiklikler 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

 BMD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

İçindekiler

1. ŞİRKET & SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ.....	- 7 -
1.1. Kısaca Pasifik Teknoloji	- 7 -
1.2. Bağlı Ortaklıkları	- 13 -
1.2.1. Destel Bilişim Çözümleri A.Ş.	- 13 -
1.2.2. Ditravo Dijital Hizmetler Platformu A.Ş.	- 13 -
1.2.3. İcredible Yazılım Teknoloji A.Ş.	- 13 -
1.2.4. Pasifik Group B.V.	- 14 -
1.2.5. Titra Teknoloji A.Ş.	- 14 -
1.3. Sektör.....	- 18 -
1.3.1. Bilişim Teknolojileri Sektörü	- 18 -
1.3.2. Siber Güvenlik Sektörü	- 21 -
2. MALİ VERİLER	- 27 -
2.1. Gelir Tablosu	- 28 -
2.2. Bilanço	- 29 -
3. DEĞERLEME.....	- 32 -
3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar;	- 32 -
3.2. Değerleme Yöntemleri	- 34 -
3.2.1. Maliyet Yaklaşımı.....	- 34 -
3.2.2. Gelir Yaklaşımı	- 34 -
3.2.3. Pazar Yaklaşımı	- 36 -
3.3. İşbu Değerleme Raporunda Kullanılan Yöntemler	- 37 -
4. GELİR YAKLAŞIMI: İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI DEĞERLEMESİ	- 38 -
4.1. Genel Varsayımlar	- 38 -
4.2. Gelir & Maliyet Projeksiyonu.....	- 38 -
4.3. Faaliyet Giderleri & FAVÖK Projeksiyonu	- 41 -
4.4. Kurumlar Vergisi	- 42 -
4.5. İşletme Sermayesi Projeksiyonu	- 42 -
4.6. Yatırım Harcamaları	- 42 -
4.7. İndirgeme Oranı Tespiti - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM).....	- 43 -
4.8. Net Borç	- 43 -
4.9. İNA Değeri	- 44 -
5. PİYASA YAKLAŞIMI: BORSA DEĞERİ	- 45 -
5.1. Genel Varsayımlar	- 45 -
5.2. Borsa Değeri	- 45 -
6. NİHAİ DEĞER	- 47 -
Ekler	- 48 -
Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı	- 48 -
Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı.....	- 48 -
Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri.....	- 48 -
Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ'e Uyum Beyanı	- 49 -
Ek5: Bizim Menkul Değerler Sorumluluk Uyum Beyanı.....	- 50 -
Ek6: Bizim Menkul Değerler Etik İlkeler'e Uyum Beyanı	- 50 -

1. ŞİRKET & SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ



1.1. Kısaca Pasifik Teknoloji

Pasifik Teknoloji A.Ş. (Eski Ünvanı: Pasifik Donanım ve Yazılım Bilgi Teknolojileri A.Ş.) ("Şirket") 2015 yılında "Pasifik Mesken İnşaat Taahhüt A.Ş." unvanı ile Ankara'da kurulmuştur. Şirket, 24 Ağustos 2021 tarihli Genel Kurul kararı ile unvanını "Pasifik Donanım ve Yazılım Bilgi Teknolojileri A.Ş." olarak değiştirmiştir. Söz konusu değişiklik 24 Ağustos 2021 tarih ve 10394 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde tescil edilerek ilan olunmuştur. Şirket, 24 Temmuz 2024 tarihli Genel Kurul kararı ile unvanını halen kullanmakta olduğu "Pasifik Teknoloji A.Ş." olarak değiştirmiştir. Söz konusu değişiklik 02 Ağustos 2024 tarih ve 11135 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde tescil edilerek ilan olunmuştur. Şirket İstanbul'da Ticaret Siciline 488518-5 ticaret sicil numarası ile kayıtlıdır.

Şirket'in merkezi, Kemerburgaz Caddesi Vadi İstanbul Park Sitesi 7A Blok No:7B, İç Kapı No:32, Sarıyer/İstanbul'da bulunmaktadır.

Şirket'in ana faaliyet konusu; kurumsal firmalara bilgisayar donanımı ve elektronik ürünleri ile yazılım ürünlerinin alım satımını yapmaktır.

Şirketin bünyesinde 31.12.2024 tarihinde bulunan personel sayısı 391 kişi iken 30.06.2025 tarihi itibarıyla 452 çalışanı bulunmaktadır.

İstanbul Bilişim Vadisi Teknopark'ta yer alan Pasifik Teknoloji, inovatif yazılım ve donanım çözümleri sunarak, şirketlerin dijital dönüşüm süreçlerine katkı sağlamayı hedefleyen bir teknoloji ve AR-GE şirkettir. Yazılımdan donanıma, teknolojik altyapıdan siber güvenliğe kadar, farklı alanlarda geniş bir hizmet yelpazesine sahip olan Pasifik Teknoloji, bağlı ortaklıkları olan Ditravo, Destel Bilişim, Destel Connect, Icredible, Pasifik Group BV ve dış hizmet alımı aracılığıyla faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.

Pasifik Teknoloji hem sefer sayılarında hem de gelirlerde rekor artışlar sağlayan TCDD yolcu bilet satış platformu ve gelir paylaşımı modeli gibi projelerle kısa zamanda önemli başarılarla imza atmıştır. Kendine ait siber güvenlik yazılımları sunan şirket, gelecek dönemde siber güvenliğin önemli bileşenlerinden biri olan yazılıma ilişkin know-how'u da kendi bünyesinde geliştirmeyi hedeflemektedir.

2023 yılında, low code platform ve blockchain teknolojileri alanında iCredible şirketine yatırım yapan Pasifik Teknoloji, büyüme yaklaşımı ve yatırımcı bakış açısıyla belli bir seviyeye gelmiş girişimlere dahil olmayı ve potansiyel fırsatlara odaklı iş geliştirme çalışmalarını sürdürmektedir.

Ödülleri

- **2015 DELL**
Network Solutions Partner of The YearFortinet
Web Application Security Project of the YearFortinet
Enterprise Partner of the Year
- **2016 Fortinet**
Enhanced Technology PartnerFortinet
Commercial Partner of the Year
- **2017 Fortinet**
Enterprise Partner of the Year
- **2018 Fortinet**
Enterprise Partner of the YearCISCO
Architectural Excellence: Security
- **2018 DELL**
Network Solutions Partner of The YearFortinet
Web Application Security Project of the YearFortinet
Enterprise Partner of the Year

- **2019 Fortinet**
EMEA Partner of the YearBilişim 500
Information Security Hardware Category Leader – Turkey
- **2020 Fortinet**
Enterprise Patner of the YearDeloitte
Technology Fast 50 Winner – Turkey
- **2021 Fortinet**
Enterprise Patner of the Year
- **2022 Fortinet**
Enterprise Partner of the YearElite Partner AwardEMEA Partner of the Year

Ortaklık Yapısı

23 Haziran 2021 tarihli Genel Kurul'da almış olduğu karar ile sermayesini 50.000 Türk lirasından 1.000.000 TL'ye çıkarılmasına karar vermiştir. Artırılan 950.000 TL sermayenin tamamı nakden karşılanmıştır.

19 Eylül 2023 tarihli Genel Kurul'da almış olduğu karar ile sermayesini 1.000.000 Türk lirasından 120.000.000 TL'ye çıkarılmasına karar vermiştir. Artırılan 119.000.000 TL'nin tamamı nakden karşılanmıştır.

13 Şubat 2024 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul A.Ş. bünyesinde kote olmuş ve bu tarihten itibaren payları işlem görmeye başlamıştır. Şirketin halka açıklık oranı %20,13'tür.

Şirket ortaklarından Fatih Erdoğan, Abdülkerim Fırat ve Mehmet Erdoğan'ın her biri ayrı ayrı olmak üzere; Pasifik Donanım ve Yazılım Bilgi Teknolojileri A.Ş.de bulunan 8.000.000 adet imtiyazlı A grubu ile 14.780.000 adet B grubu paylarını (Toplamda 24.000.000 adet A grubu, 44.340.000 adet B grubu) Pasifik Holding A.Ş'ye 15 Nisan 2024 tarihinde devretmiştir.

03.07.2024 tarihli ve 11364 sayılı Türk Ticaret Sicil Gazetesine göre Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 600.000.000 TL tutarında olup 2023-2027 yılları için geçerlidir. Şirket'in çıkarılmış sermayesi 600.000.000 TL değerinde olup muvazaadan ari bir şekilde tamamen ve nakden ödenmiştir. Bu sermaye her biri beheri 1,00 TL değerinde 600.000.000 adet paya ayrılmış olup 107.462.686,57 adedi nama yazılı A Grubu ve 492.537.313,43 adedi nama yazılı B Grubu paylardır. A Grubu payların yönetim kuruluna aday gösterme ve genel kurulda oy imtiyazı bulunmaktadır. B Grubu payların hiçbir imtiyazı yoktur. İmtiyazlı payların sahip olduğu imtiyazlar Esas Sözleşme'nin ilgili yerlerinde belirtilmiştir. A grubu imtiyazlı pay sahibi Pasifik Holding A.Ş.'dir.

Şirket payları A ve B grubu olmak üzere iki tür paydan oluşmuştur. A grubu nama yazılı olan 24.000.000 adet hisse senedi imtiyazlı payları temsil etmektedir. İmtiyazlar esas sözleşme 7.Maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre Şirketin işleri ve idaresi Genel Kurul tarafından TTK ve sermaye piyasası mevzuatı hükümleri dairesinde seçilen ve en az 5, en fazla 9 kişiden oluşan yönetim kurulu tarafından yürütülür.

Yönetim kurulunun 5 üyeden oluşması durumunda, 2 yönetim kurulu üyesi; 6 veya 7 üyeden oluşması halinde 3 yönetim kurulu üyesi, 8 veya 9 üyeden oluşması halinde ise 4 yönetim kurulu üyesi A Grubu pay sahipleri tarafından belirlenecek adaylar arasından genel kurul tarafından seçilir.

Şirket'in sermayesi 31 Aralık 2024 itibarıyla 134.000.000 TL iken 30.06.2025 itibarıyla 600.000.000 TL'dir. Şirket'in ortakları ve paylarına ilişkin bilgiler aşağıdaki gibidir:

Pasifik Teknoloji Ortaklık Yapısı			30.06.2025	
Ortaklar	Adedi	Sermaye, TL	Pay Oranı (%)	Oy Hakkı Oranı (%)
Pasifik Holding A.Ş.	306.000.000	306.000.000	51,00%	71,45%
Fatih Erdoğan	34.200.000	34.200.000	5,70%	5,58%
Mehmet Erdoğan	34.200.000	34.200.000	5,70%	5,64%
Abdülkerim Fırat	34.200.000	34.200.000	5,70%	5,58%
Halka Açık Paylar	191.400.000	191.400.000	31,90%	11,75%
Toplam	600.000.000	600.000.000	100,00%	100,00%

Pasifik Teknolojinin Tarihçesi**2019**

İstanbul Yeni Havalimanı (IGA) Siber Güvenlik altyapısının kurulumu ve kurulumunu yaptığımız Siber Güvenlik Operasyon Merkezi'nin işletmeciliği yapılmaya başlanmıştır. Türk Telekom'a ait tüm bölge müdürlüklerine bölgesel firewallların kurulumu yapılmıştır. Bölgesel firewallların yönetimi ve log takibi için merkezi bir sistem kuruldu.

2020

Türkiye'nin ve Ankara'nın en büyük karma yaşam merkezi projesi olan Merkez Ankara projesinin 1.Etabı Kamu Blokları için teknolojik altyapı işleri sözleşmesi imzalanması faaliyetlerine başlandı, Tek parselde 125 dönümlük proje alanıyla Türkiye'nin en büyük projesi olan Merkez Ankara projesinin 2.Etabı Konut Blokları için teknolojik altyapı işleri sözleşmesi imzalandı.

2021

n11.com'un ağ ve güvenlik altyapısını güçlendirmek adına Destel ve Gigamon ile sunduğu çözümlerle elde ettiği başarı hikayesi, 110'dan fazla ülkede küresel, bölgesel ve yerel uzmanlık hizmetleri sunan IDC raporunda yayınlandı.

2022

QNB Finansbank Güvenlik Altyapı Projesi, Dijital bankacılık faaliyetleri kapsamında siber güvenlik altyapı projesi gerçekleştirildi, THY Güvenlik Olay İzleme ve Yönetim Projesi, kurum bünyesindeki güvenlik altyapılarının izlenmesi ve toplanan verilerin analiz edilmesi için olay izleme ve yönetim platformu mevcut yapıya uygun dinamiklerle tasarlandı.

Merkez Ankara projesinin 1,2 milyon metrekare inşaat alanında bulunan tüm etapları için Zayıf Akım Sistemleri Malzeme Tedarik sözleşmesi imzalandı.

TCDD YTP Proje Sözleşmesi imzalandı, EYBİS Siteminin %300 kapasitesi artırıldı, Seyahat sektörü alanında yazılım ile Ar-Ge kabulü, Bilişim Vadisi Teknokent Ofise geçişi yapıldı.

2023

Horoz Lojistik, 5 kıtada 109 ülkede 600 farklı lokasyonda entegre lojistik hizmetleri sunan bir firma ve Destel Bilişim'in Fortinet'in Expert seviye iş ortağı olarak sunduğu çözümleri entegre etmesiyle ağ ve güvenlik altyapısını hızlı ve etkili bir şekilde modernize edildi, Vakıfbank Mikro Segmentasyon Projesi, Türkiye'de Finans sektöründeki ilk referans olması ile satış öncesi demo faaliyetleri ve satış sonrası kurulum, entegrasyon faaliyetleri açısından uzun soluklu ve detaylı bir içerikle planlandı.

Merkez Ankara projesinin 3.Etabı Ofis Blokları için teknolojik altyapı işleri sözleşmesi imzalandı.

Araç kiralama YOLCU360.com ile anlaşma imzalandı, TCDD YTP Projesi Gişe Satış, İnternet Satış ve Ticari Satışlar Platformu teslim edildi.

Pasifik grubu bünyesinde faaliyet gösteren şirketlere, danışmanlık, yazılım, donanım ve bakım destek hizmeti verilmeye başlandı, Dinamik Fiyatlandırma projesi Ar-Ge kabulü, Bilişim Vadisi Teknokent Ofise Geçişi yapıldı, Low - code platform ve blockzincir teknolojileri alanında faaliyet göstermek üzere iCredible Yazılım Teknoloji A.Ş. kuruldu.

Hizmetleri**a) Siber Güvenlik**

Siber güvenlik ürünlerini geliştirme ve pazarlama faaliyetlerini sürdüren Pasifik Teknoloji, gelecek dönemde siber güvenliğin önemli bileşenlerinden biri olan yazılıma ilişkin know-how'u da kendi bünyesinde geliştirmeyi hedeflemektedir.

Aynı zamanda yeni nesil bir sistem entegratörü olarak hizmet veren şirket, müşterilerine, ileri düzey teknolojik çözümleri, profesyonel hizmetler ile birleştirerek uçtan uca yüksek erişimli, güvenli ve performanslı, sürekliliği izlenir ve yönetilir mimariler sunmaktadır.

Türkiye'nin önde gelen bilgi teknolojileri çözüm sağlayıcılarından biri olarak, 10'dan fazla global teknoloji partnerle iş birliği yapmakta ve 70'den fazla kurumsal müşteriye hizmet vermektedir.

Teknoloji Departmanları

- **Ağ:** Birbiriyle bağlı olan cihaz ve sistemlerin iletişim kurmaları – veri paylaşımı için oluşturulan yapı – teknolojidir.
- **Ağ Güvenliği:** Yetkisi olmayan erişim, kötüye kullanım, hırsızlığa karşı koruma amacıyla konulmuş kontrollerdir.
- **Bilgi Güvenliği:** Verileri yetkisiz erişimlere karşı koruyan, böylelikle BT altyapısının daha güvenli hale gelmesini mümkün kılan uygulamalar bütünüdür.
- **Güvenlik Operasyonları:** Güvenlik ve Operasyon ekiplerinin iş birliğini kolaylaştırmak, dataları güvende tutmak için kullanılan teknolojidir. Süreçlerin entegre edilmesi amacıyla oluşturulan hareketleri kapsar.
- **Uygulama Güvenliği:** Uygulamalardaki güvenlik açıklarının tespiti, düzeltilmesi ve güvenliğin artırılması sürecidir. Uygulamaların, korsanlardan ve kötü niyetli tehditlerden korunması amacıyla alınmış önlemler bütünüdür.
- **Dijital Performans:** Teknolojiden bağımsız olarak, kurumların bilgi teknolojileri ortamlarının izlenebilir hale getirilmesi, yaşanan ve/veya yaşanabilecek sorunların kök sebeplerinin tespit edilerek raporlanması ve bu amaçla kullanılan teknolojilerin uyarlanmasıdır.
- **Güvenlik Operasyon Merkezi – Mavi Takım:** Kuruluşun güvenliğini 7/24 izleyen ve güvenlik olaylarının analizinden sorumlu olan ekiptir. Mavi Takım, gerçek saldırganlara ve Kırmızı Takım’a karşı savunma yapan iç güvenlik ekibidir.

Siber Güvenlik / Global Teknoloji Partnerleri



b) Yazılım

Bilişim Vadisi Teknopark bünyesinde, seyahat yazılımları alanında ulusal ve uluslararası yazılım geliştirme, ürün ve destek çözümleri sunulmaktadır.

Kısa bir süre içerisinde, TCDD Taşımacılık A.Ş. büyük projelere imza atarak, TCDD'ye ait (YTP) Yolcu ve Taşımacılık Platformunun 10 yıl boyunca teknoloji sağlayıcısı ve işleticisi olan şirket, hızlı büyüme potansiyelini ortaya koyarak hizmet vermeye devam etmektedir.

İş ve Çözüm Alanları

- Demiryolu
Tren İşletmecileri İçin Çözümler
- Havayolu
Hava Yolu İşletmecileri İçin Çözümler
- Denizyolu
Deniz Taşımacılığı İçin Çözümler
- Karayolu
Otobüs İşletmeleri İçin Çözümler

Temel Çözüm ve Bileşenler

GDS (Global Distribution System): Global dağıtım kanalları, insanların ulaşım ve konaklama konusunda her türlü bilet ve hizmet satın alma ya da kiralama ihtiyaçlarını daha hızlı ve ucuz olarak karşılamaları için oluşturulan dinamik data bankalarıdır.

PSS (Passenger Service System): Yolcu Hizmetleri Sistemi, havayolları tarafından farklı iş bölümlerini yönetmek amacıyla kullanılan ve genellikle Havayolu Envanter Sistemi, Havayolu Rezervasyon Sistemi ve Hareket Kontrol Sistemi modüllerinden oluşan sistemdir.

Yolcu Hizmetleri Sistemi

Rezervasyon, Biletleme, Tarife, Envanter, Yolcu Sadakat Programı ve Yolcu Kabul Sistemi gibi bağımsız modüllerden oluşan yolcu hizmetleri sistemidir. Kullanıcı dostu ara yüz, iş ve operasyon yönetim kontrol panelleri, kolay rezervasyon ve biletleme süreçleri ve kesintisiz veri akışı ile en iyi kullanıcı deneyimi sunmaktadır.

Yolcu Hizmetleri Sistem Yapılandırması



İnovasyona ve yeni teknolojilerin adaptasyonuna odaklanan, bireylerden kurumlara kadar geniş bir kullanıcı yelpazesine sürdürülebilir, ölçeklenebilir ve optimize edilmiş çözümler sunmaktadır. Müşterilerine erişilebilir, güvenli ve güvenilir çözümler sunmak için Ar Ge çalışmalarına yatırım yapmaya devam etmektedir.

Faaliyet Alanları

- Hızlı Yazılım Geliştirme ve Low code Platformları
- Siber Güvenlik Yazılım
- Web3 Block zincir Teknolojileri

Genesis Low Code Platformu

Genesis her türlü ölçekteki yazılım ihtiyacını, ön yüzleri (frontend) ve API servisleri (backend) ile birlikte açık kod şeklinde üreterek, aylar süren geliştirmeleri günler bazında tamamlamaya yarayan bir geliştirme otomasyonu aracıdır.

Blockchain Teknolojileri

ByteSec

ByteSec, mevcut doküman yönetim sistemleri ile entegre olabilen yüksek güvenli, blockchain tabanlı, merkezi olmayan dağıtık bir belge saklama ve erişim platformudur.

- Eklenen dosya şifrelenir (AES, ChaCha20), küçük parçalara bölünür, kriptografik olarak hashlenir (SHA256) ve eşsiz bir ID (CID-Content Identifier) verilir.
- Her parça, sunucu çiftliğine dağıtılıp saklanır.
- Bir belgeye ulaşılmak istendiğinde en yakın sunucudan temin edilir. Ayrıca kısa vadede tekrar talep edilme ihtimaline karşılık bir süre cachelenir.

- Belge, eklenme anında veya sonradan 'geçici' olarak işaretlenirse (unpin) belli bir süre sonra disk alanından kazanmak için silinir.
- Bir belge güncellendiğinde, eskisi silinmez. Yeni bir belge eklenip yeni CID tanımlanır. Depolama maliyetlerini en aza indirmek için dosyalardaki ortak parçalar yeniden kullanılabilir.
- Dosya erişiminde kullanmak üzere CID yerine anlamlı ve okunaklı eşsiz isimler verilebilir.

c) IT Donanım

Sektördeki deneyimi ve birikimi, uzman kadrosu ve yenilikçi anlayışıyla kendi yapılanması içerisinde şirketlerin tüm IT ve donanım ihtiyaçlarını kesintisiz karşılayan, yazılımdan donanıma, altyapı hizmetlerinden siber güvenlik hizmetlerine kadar, farklı alanlarda geniş bir hizmet yelpazesi sunmaktadır. Böylece, şirketlerin iş yükünü azaltarak kendi işlerine odaklanabilmelerine destek olur, maliyet tasarrufu sağlar ve performanslarını artırarak iş akışını hızlandırır.

d) Teknolojik Altyapı

İş merkezleri, alışveriş merkezleri, oteller, marketler, hastaneler, konutlar ve endüstriyel tesisler gibi çeşitli işlevlerle her türlü yapı için elektrik mühendislik ve tasarım hizmeti vermektedir.

İşletmelerin elektrik ve otomasyon projelerinin oluşturulması, malzeme ve ekipman temini, üretim, montaj, devreye alma ve bakımlarının yapılmasında her zaman önemli projelere imza atmıştır.

Projeleri



a. Merkez Ankara Projesi

(Faz A, B ve C) 1,2 milyon m² inşaat alanı,
1578 Konut, 1429 Ofis, 206 Mağaza

b. Ankara İller Bankası Merkez Binası

48 bin m² inşaat alanı



c. Next Level İstanbul

101.000 m² inşaat alanı, 161 Konut, 44 Ofis

d. Next Level Kemer

89.000 m² inşaat alanı, 274 Konut



e. Next Level Country

83.000 m² inşaat alanı, 158 Konut

f. Next Level Bodrum

40 bin m² arsa üzerine 53 villa yapılması planlanıyor

Toplamda yaklaşık 1,5 milyon m² inşaat alanına sahip projelerde teknolojik altyapı sağlanmaktadır.

1.2. Bağlı Ortaklıkları

1.2.1. Destel Bilişim Çözümleri A.Ş.

Destel Bilişim Çözümleri Anonim Şirketi ("Destel Bilişim") 16 Mayıs 2003 tarihinde İstanbul'da kurulmuştur. Limited şirket olarak kurulan Destel Bilişim, 4 Nisan 2017 tarih ve 9298 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edildiği üzere 23 Mart 2017 tarihli Genel Kurul'da aldığı karar ile nevi değişikliğine yaparak unvanını "Destel Bilişim Çözümleri Anonim Şirketi" olarak değiştirmiştir.

Destel Bilişim'in ana faaliyet konusu; yazılım, bilişim, network ağları ve siber güvenlik alanlarında analiz, optimizasyon ve teknik destek gibi hizmetler vermektedir.

Destel Bilişim'in yasal merkezi 05.03.2025 tarihinde yapılan TTSG'de yapılan değişikliğe göre Kızılırmak Mahallesi Dumlupınar Bulvarı Nextlevel No:3a İç Kapı No:104 Çankaya/ Ankara adresinde yer almaktadır.

Destel Bilişim Çözümleri A.Ş. Ortaklık Yapısı	
Ortaklar	Pay Oranı (%)
Pasifik Teknoloji A.Ş.	100,00%
Toplam	100%

1.2.1.1. Destel Connect Elektrik Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Destel Connect Elektrik Elektronik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Destel Connect") 31 Aralık 2019 tarihinde Destel Bilişim tarafından paylarının tamamına sahip olacak şekilde İstanbul'da kurulmuştur.

Destel Connect'in ana faaliyet konusu; yurtiçi ve yurtdışında her türlü teknolojik, elektronik ve elektrik altyapı taahhüt işlemleri yapmak, bunları projelendirmek, proje ve araştırma geliştirme uygulamalarında bulunmak ve danışmanlığını yapmaktır.

Destel Connect'in yasal merkezi Barbaros Mahallesi Mor Sümbül Sokak No:7/3 İç Kapı No:77 Ataşehir İstanbul'dur.

Destel Connect Ortaklık Yapısı	
Ortaklar	Pay Oranı (%)
Destel Bilişim Çözümleri A.Ş.	100,00%
Toplam	100%

1.2.2. Ditravo Dijital Hizmetler Platformu A.Ş.

Ditravo Dijital Hizmetler Platformu Anonim Şirketi ("Ditravo") 31 Ocak 2020 tarihinde İstanbul'da kurulmuştur.

Ditravo'nun ana faaliyet konusu; başta seyahat ve yolcu taşımacılığı alanlarında olmak üzere çeşitli yazılım ürünleri geliştirmek ve bunların pazarlama faaliyetlerini yürütmektedir.

Ditravo'nun yasal merkezi Ayazağa Mahallesi Kemerburgaz Caddesi Vadi İstanbul Park Sitesi 7a Blok No:7b İç Kapı No: 34 Sarıyer İstanbul'dur.

Ditravo Dijital Hizmetler Platformu A.Ş. Ortaklık Yapısı	
Ortaklar	Pay Oranı (%)
Pasifik Teknoloji A.Ş.	100,00%
Toplam	100%

1.2.3. Icredible Yazılım Teknoloji A.Ş.

Teknoloji Anonim Şirketi ("Icredible") 23 Ekim 2023 tarihinde İstanbul'da kurulmuştur.

Icredible'in ana faaliyet konusu; bilgisayar, yazılım, bilişim, iletişim, multi-medya ve iletişim ortamı alanlarında mühendislik, müşavirlik, teknoloji geliştirmeleri ve sistem çözümlmeleri yapmaktır.

Icredible'in güncel yasal merkezi Barbaros Mahallesi Şebboy Sk. No:4/1 İç kapı no:58 Ataşehir/İstanbul'dur. Şirketin ortalık yapısı aşağıda yer almaktadır:

Icredible Yazılım Teknoloji A.Ş. Ortaklık Yapısı	
Ortaklar	Pay Oranı (%)
Pasifik Teknoloji A.Ş.	55,00%
Diğer	45,00%
Toplam	100%

1.2.4. Pasifik Group B.V.

Pasifik Group B.V. 01.12.2023 tarihinde Hollanda'da kurulmuştur.

Pasifik Group B.V.'nin ana faaliyet konusu; işletmeleri, şirketleri ve diğer tüzel kişileri kurmak, tavsiye ve hizmet vermek ve bunlara finansman sağlamaktır.

Pasifik Group B.V'nin güncel yasal merkezi Citius 7, 2134 DH Hoofddoorp/ Hollanda'dır. Pasifik Group B.V'nin sermayesi 100 EUR'dur. Sermaye, dönem sonu itibarıyla ödenmemiştir.

Pasifik Group B.V., henüz faaliyetlerine başlamadığı için konsolidasyona dahil edilmemiştir. Şirketin ortalık yapısı aşağıda yer almaktadır:

Pasifik Group B.V. Ortaklık Yapısı	
Ortaklar	Pay Oranı (%)
Pasifik Teknoloji A.Ş.	90,00%
Diğer	10,00%
Toplam	100%

1.2.5. Titra Teknoloji A.Ş.

Titra, 23 Eylül 2020 tarihli ve 10166 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilerek kurulmuş olup Şirket'in merkezi Mustafa Kemal Mahallesi Dumlupınar Bulvarı No: 280G İç Kapı No:507 Çankaya/Ankara'dır.

Titra Teknoloji'nin ana faaliyet konusu; yazılım teknolojileri, yapay zekâ, endüstriyel kontrol sistemleri alanlarında yazılım ürünleri geliştirmek, üretmek, almak, satmak ve pazarlamaktır.

Şirket, teknolojiyi insanlığa faydalı hale getirmek için yeni nesillerin değerleri ve zekâsı ile sıkı çalışma disiplini bir araya getirerek insansız sistemler, akıllı sağlık, akıllı şehirler, yapay zekâ, büyük veri alanlarında çözüm ve teknoloji üretmektedir.

Savunma ve Havacılık Alanında Hizmetleri

A) İnsansız Sistemler

- ALPİN İnsansız Helikopter:** ALPİN İnsansız Helikopter, çift kişilik insanlı bir helikopterin kontrol mekanizmaları ve arayüzlerinin değiştirilerek sisteme özgü servo eyleyicilerin geliştirilen otopilot sistemi ile kontrol edilmesi yoluyla insansızlaştırılan/otonom özellik kazandırılan insansız hava aracıdır. Tek tuş ile dikey iniş/kalkış yapabilen ALPİN, atanan görevleri tam otomatik olarak yerine getirebilen ve yakıt dahil 200 kg faydalı yük taşıyabilen Türkiye'deki ilk insansız helikopterdir. ALPİN, zorlu hava koşullarından bağımsız olarak, gece veya gündüz, deniz veya kara üzerinde herhangi bir görevi yerine getirmeye hazırdır. ALPİN, yüksek taşıma kabiliyetinin yanı sıra istihbarat, gözetleme, hedef tespit ve keşif (ISTAR) sağlamak için zorlu taktik ortamlardaki uygulamalar için tasarlanmış dünyanın en yetenekli ve güvenilir taktik döner kanatlı İHA'sıdır.
- DELI Kamikaze İHA:** Yapay zekâ ile hedef arama, sınıflandırma kapasitesi olan elden atım sabit kanat küçük insansız hava araçları ile tam otonom olarak görev icra edebilmekte, gerektiğinde sürü olarak uçurabilmektedir. Deli Sürü, lider bağımsız karar vererek sürü içinde koordineli hareket edebilme, görev paylaşımı yapabilme ve hedef tespit edip imha edebilme yetkinliklerine sahiptir.

- III. **PARS Gözcü İHA:** PARS, hem askeri hem de ticari uygulamalar için tasarlanmış, minimum radar görünürlüğü ile hassas istihbarat, gözetleme ve keşif (ISR) sağlayacak yüksek kabiliyetli bir İnsansız Uçak Sistemidir (UAS). PARS çok sessiz bir operasyonel deneyim sağlamakta olup optimize edilmiş uçuş modu ile PARS 4 saate kadar uçabilmektedir. Kullanıcı dostu GCS ve otonom uçuş ve iniş modu sayesinde PARS'ın kullanımı çok kolaydır. PARS Gözcü İHA, keşif, gözetleme ve hedef tespit operasyonlarına yönelik zorlu hizmet gereksinimlerini karşılamak için mükemmel bir seçenek sunmaktadır. PARS Gözcü İHA kara veya denizden erişimi zor olan bölgelere hızlı ve kolay bir şekilde erişim kolaylığı sağlarken, gerçek zamanlı bilgi toplayarak operasyonel kararların hızlı ve doğru bir şekilde alınmasını sağlar. Aynı zamanda, ekonomik uçuş modu ile maksimum uçuş süresi, sessiz uçuş kabiliyeti, hassas navigasyon sistemi, kullanıcı dostu yer kontrol sistemi, güçlendirilmiş gövde ve güvenli iniş, otonom navigasyon ve iniş, hem elle hem de katapultla fırlatma kabiliyeti bulunmaktadır. Bu özellikler, PARS Gözcü İHA'yı güvenilir, esnek ve etkili bir keşif, gözetleme ve hedef tespit platformu haline getirir. PARS Gözcü İHA'nın otomatik kalkış ve iniş sistemine sahip olması kullanım kolaylığı ve operasyonel verimlilik sağlarken, basit dokunuşlarla görev planlaması yapılabilmektedir.
- IV. **TİTRA Sürü Yazılımı:** TİTRA Sürü Yazılımı sayesinde tekil insansız hava araçlarının temel özellikleri geliştirilerek tekil İHA'ların temel görev yelpazesinin ötesine geçilebilmekte ve sürü zekasına sahip güçler oluşturulmaktadır. Yapay Zekâ, derin öğrenme, görüntü İşleme teknolojileriyle geliştirilen merkezi olmayan (dağıtık) kontrol mimarisi ile veri iletişiminin olmadığı sahalarda dahi sürü halinde görev icra edebilecek taşınabilir insansız platformlar geliştirilmektedir.

B) Helikopter

- V. **CICARE 8 (İki Kişilik Hafif Helikopter):** Dünyanın en önemli sportif helikopter firmalarından Cicare ile stratejik iş birliği anlaşması ile hem sivil havacılık hem de İHA alanındaki Şirket varlığını güçlendirerek, insanlı helikopterleri insansıza dönüştürme sürecini ileri bir boyuta taşımıştır. Cicare helikopterlerinin Türkiye ve bölge ülkelere satışı, yetkili servis desteği, ortak üretim, her iki şirket için de ortak bir yolun başlangıcı olmuştur. Şirketin amacı, düşük işletim maliyeti olan ve düşük yakıt tüketimi olan bir helikopter üretmektir. İleri düzey mühendislik ve tasarım ekibi, karbon fiber ve titanyum gibi malzemelerde en son teknolojiyi kullanarak, sadece bu amaca ulaşmakla kalmadı, aynı zamanda daha düşük boş ağırlık ve artan taşıma yükü ile bu tür uçaklar için emsali olmayan çarpıcı bir görünüme sahip helikopterler üretildi.

Yazılım Çözümleri

A) Akıllı Şehirler

- I. **TRIoT (Konum Bazlı IoT Sistemi):** Triot, gerçek zamanlı ve geçmişe yönelik konum bazlı çevresel veriler sunan akıllı bir IoT sistemidir. Çevre ve yaşam kalitesi hakkında konuma dayalı gerçek zamanlı bilgiler toplayarak verileri web ve mobil uygulamalarda kolay ve anlaşılır görsellerle sunar. Triot; iklim, çevresel faktörler, hava kalitesi ve sismik değişiklikler gibi yaşam kalitesini etkileyen faktörleri görünür ve anlamlı hale getiren bir IoT cihaz ve yazılım altyapısıdır. Konum bazlı ve gerçek zamanlı alınan hava kalitesi ve çevresel veriler sistem API üzerinden servis eder. Çevresel Politikalar için tarihsel ayrıntılı veriler sunar. Hava kirleticileri hakkında farkındalığı artırmak için gerçek zamanlı sağlık önerileri sunar.

B) Kurumsal Çözümler

- I. **VYS Varlık Yönetim Sistemi:** Sağlık Bakanlığı merkez ve taşra teşkilatlarında, stok ve ihtiyaç fazlasının izlenebildiği, zimmet yönetimi ve takibinin yapılabildiği, muhasebe süreçlerinin takip edilebildiği ve dinamik raporlamaların yapılabildiği sistemdir. Varlık Yönetimi tüm merkez ve taşra teşkilatında kullanılacak kritik bir sistemdir. Tüm sağlık sisteminin envanteri tek merkezden takip edilecek, tüm sağlık tesislerinin bütçesi bu sistemden dağıtılacaktır. Daha az kod yazmak, ancak daha fazla işlevsellik elde etmek için, birden fazla platformda çalışmak için, daha hızlı, ölçeklenebilir ve yüksek performanslı yazılım

geliştirmek için güncel teknolojiler tercih edilmiştir. VYS, tüm tarayıcılarda kullanıcı dostu responsive tasarımlarla web uygulaması ve Android ve IOS uygulamaları ile birçok işlemin mobil ortamda yapılmasına imkân sağlar.

- II. **HSYS Halk Sağlığı Yönetim Sistemi:** Halk sağlığı nodülleri, filyasyon, aşı uygulaması, laboratuvar bilgi yönetim sistemi'nin tek merkezden yönetildiği uygulamadır. Birinci basamak sağlık hizmeti, halk sağlığı hizmeti ve koruyucu önleyici sağlık hizmetine yönelik ihtiyaç duyulan farklı uygulamaların tek merkezden doğru ve kaliteli bir şekilde yönetilmesi amaçlanmıştır.
- III. **EVS Elektronik Vaka Sistemi:** Acil ve afet durumlarında, acil sağlık hizmetleri ekipleri tarafından sağlık verilerinin gerçek zamanlı toplanması, işlenmesi, ambulans sefer sürecinin kamera ile kayıt altına alınması ve gerektiğinde gerçek zamanlı olarak uzaktan izlenmesi ve dolayısıyla ambulans kazalarının azalmasını sağlanması, acil sağlık hizmeti alacaklara daha kısa sürede, etkin ve etkili sağlık hizmeti yazılımıdır. Türkiye'deki 3000 ambulansın, yazılım sistemlerimizle entegre edilerek mobil cihazlarla dijital dönüşümü sağlanmaktadır. Vaka atama işlemlerinin dijitalleştirilmesi ile vakaya varış süresinin kısalması, vaka durumu ile ilgili bilgileri hastane ile anlık paylaşarak, vaka hazırlık imkanı, afet durumlarında anlık olarak triaj yapılarak koordinasyon merkezlerinde daha doğru ve erken karar alınması sağlanmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Şirket'in 22.01.2025 tarihinde tescil edilen ve 22.01.2025 tarih ve 11255 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde yayınlanan 16.01.2025 tarihli genel kurul kararı ile her biri 1 TL değerinde 4.200.000 adet A grubu, 10.862.500 adet B grubu paya ayrılmış toplam 15.062.500 TL değerindedir. Önceki sermaye 15.000.000 TL'nin tamamı ödenmiştir. Arttırılan 62.500 TL sonrası Şirket sermayesi 15.000.000 TL'den 15.062.500 TL'ye çıkarılmıştır. Bu defa arttırılan 62.500 TL'nin ve 70.562.500 TL' ihraç priminin tamamı Nurol Portföy Yönetimi A.Ş. Caracal Girişim Sermayesi Yatırım Fonu dışındaki şirket ortaklarının rüçhan haklarının kısıtlanması suretiyle Nurol PYŞ Caracal GSYF tarafından muvazaadan ari olarak tamamen taahhüt edilmiştir.

Titra Teknoloji'nin ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır:

Titra Teknoloji A.Ş. Ortaklık Yapısı						20.01.2025
Ortaklar	A Grubu	B Grubu	Toplam	Sahiplik Oranı	Oy Hakkı	Oy Payı
Pasifik Teknoloji A.Ş.	2.142.000	5.143.715	7.285.715	48,37%	37.273.715	50,46%
Muhammad Selman Dönmez	617.400	1.482.600	2.100.000	13,94%	10.743.600	14,55%
Ekrem Ünlü	617.400	1.482.600	2.100.000	13,94%	10.743.600	14,55%
Abdulkerim Fırat	308.700	641.300	950.000	6,31%	5.271.800	7,14%
Fatih Erdoğan	300.000	635.500	935.500	6,21%	5.135.500	6,95%
Mehmet Erdoğan	214.500	700.000	914.500	6,07%	3.917.500	5,30%
Nurol Portföy Yönetimi A.Ş. Caracal GSYF		776.785	776.785	5,16%	776.785	1,05%
Toplam	4.200.000	10.862.500	15.062.500	100,00%	73.862.500	100,00%

1.2.5.1. Titra Savunma Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Titra Savunma Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi 15 Ağustos 2022 tarihinde Ankara'da kurulmuştur. Titra Savunma Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi'nin ana faaliyet konusu; Savunma Sanayii Havacılık ve uzay alanında donanım ürünleri üretmek geliştirmektir.

Titra Savunma'nın yasal merkezi 16.09.2024 tarihli ve 11165 sayılı TTSG'de yayınlanan değişikliğe göre Kızılırmak Mahallesi Dumlupınar Bulvarı Nextlevel No:3a İç Kapı No:104 Çankaya/ Ankara adresinde yer almaktadır.

Şirketin ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır:

Titra Savunma Sanayi ve Ticaret A.Ş. Ortaklık Yapısı	
Ortaklar	Pay Oranı (%)
Titra Teknoloji A.Ş.	100,00%
Toplam	100%

1.2.5.2. Savx Teknoloji ve Havacılık A.Ş.

Savx Teknoloji ve Havacılık Anonim Şirketi 24 Temmuz 2024 tarihinde Ankara’da kurulmuştur.

Savx Teknoloji’nin merkezi 16.09.2024 tarihli ve 11165 sayılı TTSG’de yayınlanan değişikliğe göre Kızılırmak Mahallesi Dumlupınar Bulvarı Nextlevel No:3a İç Kapı No:104 Çankaya/ Ankara adresinde yer almaktadır.

Savx Teknoloji ve Havacılık Anonim Şirketi’nin ana faaliyet konusu; Askeri ve sivil kullanım amaçlı insansız hava araçları başta olmak üzere, insanlı ve insansız hava, kara, deniz ve uzay sistemlerinin tasarımı, geliştirilmesi, üretimi, yurt içi ve yurt dışı satış ve kiralama faaliyetlerini yapmaktır.

Şirketin ortalık yapısı aşağıda yer almaktadır:

Savx Teknoloji ve Havacılık A.Ş. Ortaklık Yapısı	
Ortaklar	Pay Oranı (%)
Titra Teknoloji A.Ş.	51,00%
Diğer	49,00%
Toplam	100%

1.2.6. Proline Bilişim Sistemleri ve Ticaret A.Ş.

Proline Bilişim Sistemleri ve Ticaret A.Ş. (Proline), 2003 yılında İstanbul’da kurulmuştur.

Güvenli dokümanlar ve biyometrik çözümler olmak üzere iki ana yetkinlik alanında yazılım ve donanım ürünleri geliştiren Proline; parmak izi, damar izi, yüz tanıma ve diğer çeşitli kimlik doğrulama araçlarına yönelik geniş ürün ailesi ile müşterilerine hizmet vermektedir.

Pasifik Teknoloji, 4 Şubat 2025 tarihinde Proline’nın %51 hissesini satın almıştır.

Proline’ın ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

Proline Bilişim Sistemleri ve Ticaret A.Ş. Ortaklık Yapısı	
Ortaklar	Pay Oranı (%)
Pasifik Teknoloji A.Ş.	51,00%
Diğer	49,00%
Toplam	100%

1.3. Sektör

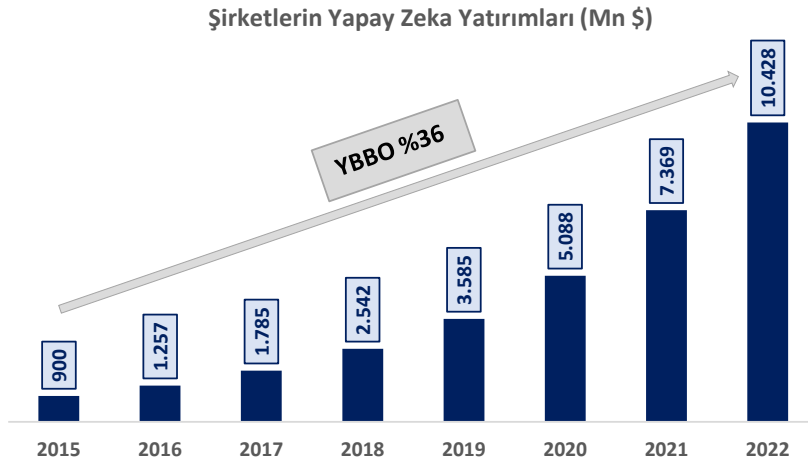
1.3.1. Bilişim Teknolojileri Sektörü

Günümüzde şirketler, iş süreçlerini optimize etmek ve verimliliği artırmak adına yapay zekâ teknolojilerini daha fazla kullanmaktadır. Sektöre özgü gereksinimleri karşılamak üzere tasarlanmış bulut hizmetlerinin kullanımı her geçen gün artmaktadır. Son yıllarda iş süreçlerinin otomatikleştirilmesi için kullanılan yapay zekâ teknolojileriyle birlikte, insan etkileşimini minimize etmeyi amaçlayan hiperotomasyon gündeme gelmiştir. Gün geçtikçe farkındalığın artmasıyla şirketler teknoloji gündemlerine sürdürülebilirliği entegre etmeye başlamıştır.

Teknolojik gelişmeler, AI altyapılı sistemlerin her zamankinden daha yaygın ve kolay şekilde sağlanmasına olanak tanımaktadır. Şirketler, süreç akışlarının otomatikleştirilmesi yoluyla işletme verimliliğini artırmak ve maliyetleri düşürmek amacıyla AI kullanmaktadır. Örneğin, AI destekli sohbet botları şirketlerin süreç maliyetlerini %30'a kadar düşürmelerine olanak sağlar. Ayrıca yapay zekâ stratejisi olan şirketlerin, bu alanda bir stratejisi olmayan şirketlere kıyasla hedeflerine ulaşma ihtimali 1,7 kat daha fazladır.

Üretken yapay zekâ (Generative AI) teknolojisinin de gelişmesiyle, yapay zekâyı yardımcı teknoloji olarak kullanan şirketler uygulama geliştirme süresini kısaltmaktadır. Üretken yapay zekâ, öğrendiği verilerin özelliklerini yansıtan, ancak tekrar etmeyen yeni veriler üretir. Bu süreç için, mevcut verileri öğrenebilir. Görüntü, video, müzik, konuşma, metin, yazılım kodu ve ürün tasarımları gibi çeşitli yeni içerikler üretebilir. Üretken AI'nın kod, tasarım ve yazılar gibi zaman gerektiren işleri saniyeler içinde yapmasının ekonomik ve sosyal etkilerinin kısa vadede kendini göstermektedir.

ChatGPT ve DALL-E gibi uygulamaların kullanımı yaygınlaşmakta; kod, yazı, video, simülasyon ve diğer çıktılar yapay zekâ tarafından üretilebilmektedir.



2025'e kadar üretken yapay zekâ tarafından üretilen verilerin, tüm verilerin %10'unu oluşturması beklenmektedir. 2025'e kadar, büyük kuruluşlardan gelen pazarlama mesajlarının %30'unun AI tarafından üretileceği öngörülmektedir. 2027 yılına kadar üreticilerin %30'unun ürün geliştirme verimliliğini artırmak için üretken yapay zekâ kullanması beklenmektedir.

Yapay zekanın değeri artık tartışılmazken, gündem artık yapay zekanın en verimli nasıl kullanılabileceği haline geldi, verimliliği artırma noktasında da çalışanların ve kullanıcıların yapay zekaya güveni kritik önem taşımaktadır. Şirketler için bilgisayarlar sayısal işlemlerden ibaret olmaktan çıkarak, karar verme süreçlerine de dahil olmaya başladıkça, yapay zekaya olan güven önem kazanmaya başladı. Birçok iş sürecinin veri odaklı olmaya başladığı günümüzde, yapay zekaya güvenerek daha verimli kullanan şirketler, hedeflerine ulaşma yolunda daha hızlı ilerlemektedir. Sektörlerde yapay zekâ kullanımının yaygınlaşması, teknolojiye erişimi de daha kolay hale getirdi. Erişimin de kolaylaşması sonrasında, daha iyi algoritmayı oluşturmak değil, yapay zekaya olan güven ve verimli kullanım daha önemli hale geldi.

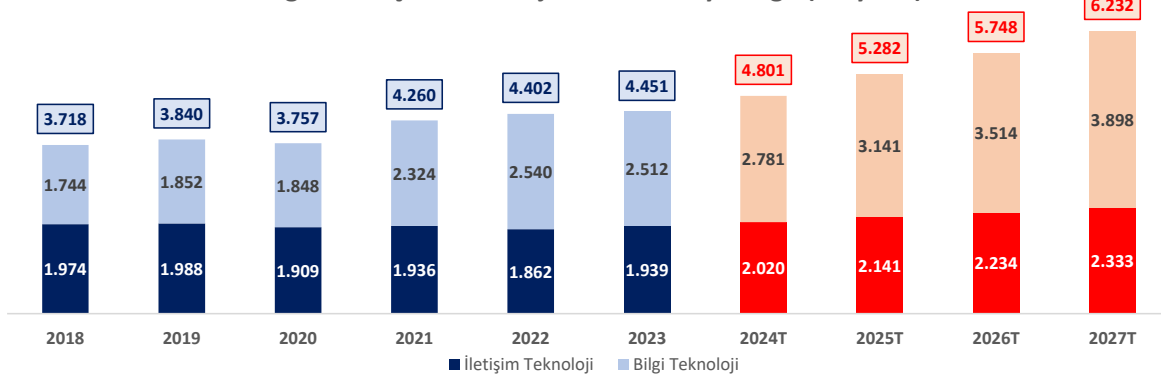
Yapay zekanın dışında sektörel bulut platformlarını kullanan şirketler; SaaS, PaaS ve IaaS ile sektöre özgü işlevsellik sunarak spesifik gereksinimlere cevap verecek olan sistemleri kullanmaktadır. Şirketlerin, değişen taleplere ve iş yapış şekillerine yanıt verebilmek ve çevikliklerini artırmaları adına sektörel bulut platformlarına yapılacak yatırımları artırması beklenmektedir. 2027 yılına kadar işletmelerin %50'sinden fazlasının iş girişimlerini hızlandırmak için sektörel bulut platformlarını kullanması beklenmektedir.

Meta Bulut yaklaşımı; depolama, yapay zekâ, veri, güvenlik, yönetim ve uygulama geliştirme gibi ortak hizmetlere erişim sağlayan bir uyumluluk katmanı oluşturur. Bu katman ile birden fazla bulut platformunu kontrol altında tutarak güvenliği ve uygulamaların tutarlı bir şekilde çalışmasını sağlar. Bulut hizmetlerini basitleştirerek şirketler güvenlik riskini azaltabilir, kullanıcı gizliliğini artırabilir, maliyetleri düşürebilir ve daha az kaynakla daha fazla iş yapabilir.

Organizasyon odaklı hiperotomasyon, organizasyonların iş ve BT süreçlerini mümkün olduğunca hızlı bir şekilde tanımlamak, değerlendirmek ve otomatikleştirmek için kullandıkları disiplinli bir yaklaşımdır. Hiper otomasyon; AI, makine öğrenimi, robotik süreç otomasyonu (RPA), iş süreç yönetimi (BPM) gibi birden fazla teknoloji, araç veya platformun entegrasyonunu içerir. Hiperotomasyonun trend olmaya devam etmesinin ana nedeni, şirketlerin sürekli olarak devam eden hızlandırılmış büyüme talebi olması ve otomasyonun herhangi bir teknoloji ya da sağlayıcıya bağlı kalmaksızın iş süreçlerine entegre edilebilmesidir.

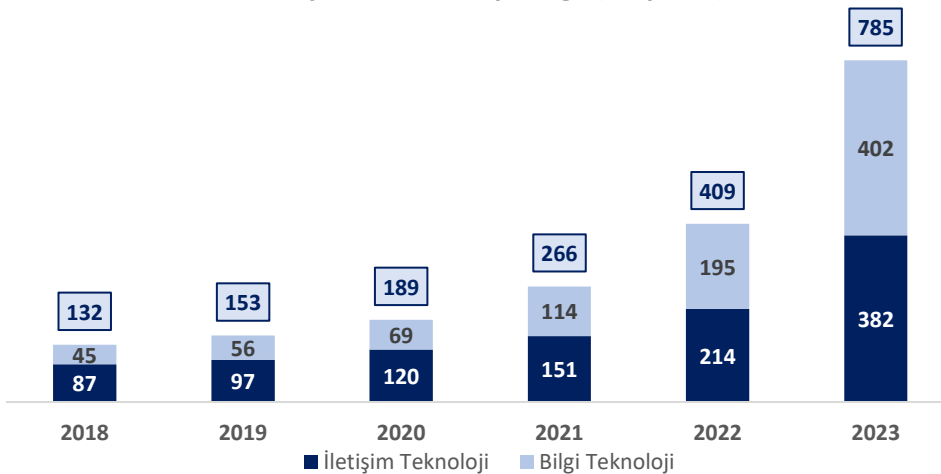
TÜBİSAD'ın Mayıs 2024'de açıkladığı "Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sektörü-2023 Pazar Verileri" Raporu'na göre global BİT Pazar büyüklüğü 2023 yılında %1,1'lik büyümeye ile 4,45 trilyon dolar seviyesine yükselirken bilgi teknolojileri pazarı aynı oranda daralma göstermiş; iletişim teknolojileri pazar büyüklüğünde ise %4,1'lik bir büyümeye görülmüştür. Global BİT pazar büyüklüğünün 2024 yılında 4,8 trilyon dolar seviyesine ulaştıktan sonra yıllık %9 büyümeye ile 2027 yılında 6,2 trilyon dolar büyüklüğe ulaşacağı öngörülmektedir.

Bilgi ve İletişim Teknolojileri Pazar Büyüklüğü (Milyar \$)



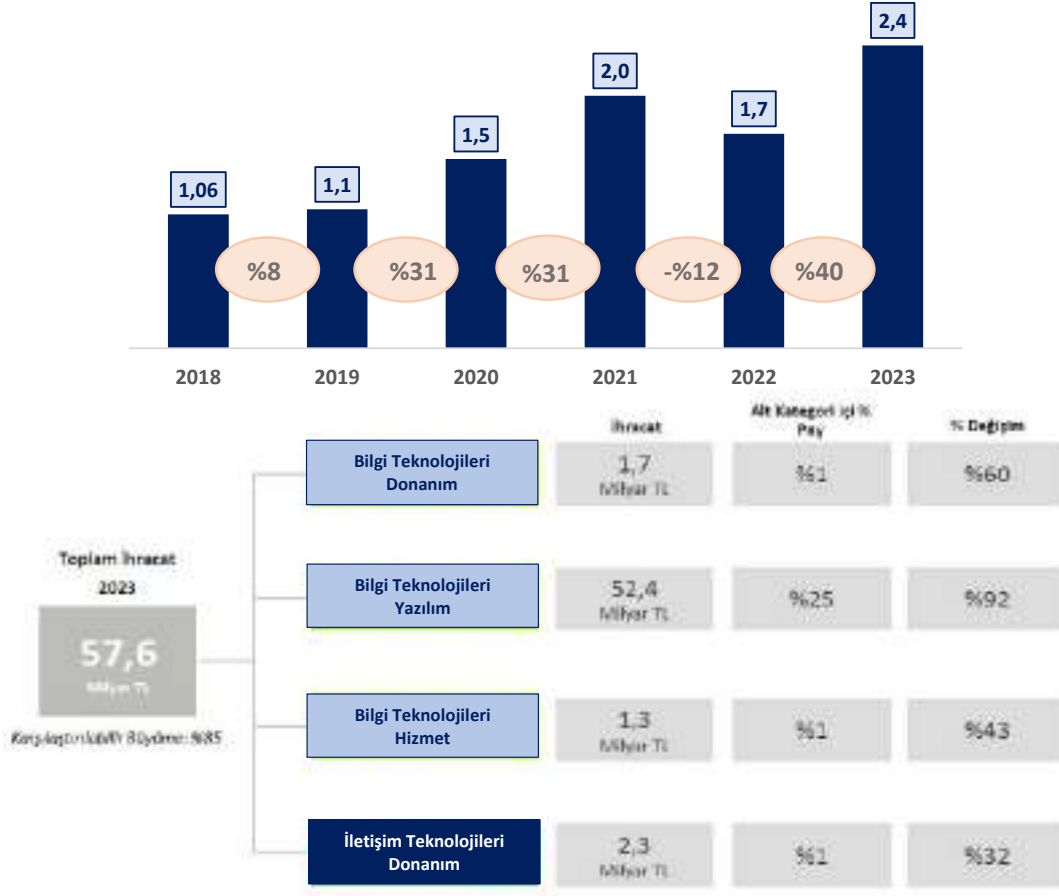
Türkiye'de 2023 yılında pazar büyüklüğü 784,6 milyar TL'ye (33 milyar USD'ye) ulaşmıştır. 2019-2023 yılları arasında sektörün TL bazındaki yıllık ortalama büyümesi %50 civarında seyretmiştir. Türkiye'de Bilgi Teknolojileri, İletişim Teknolojileri'ne göre 2019-2023 yılları arasında daha hızlı büyümüş olup, 2023 senesinde pazar büyüklüğü olarak İletişim Teknolojileri'nin önüne geçmiştir.

Türkiye BİT Pazar Büyüklüğü (Milyar TL)



Sektörün toplam ihracatı 2019-2023 yılları arasında dolar bazında yıllık ortalama %21 büyümüştür. 2023 yılında toplam sektör büyüklüğü TL bazında % 83 büyümüş olup toplam ihracatta da buna paralel olarak %85'lik büyümeye gözlenmiştir. Artışı destekleyen en önemli kategori, ihracat içerisinde de en büyük paya sahip olan Bilgi Teknolojileri-Yazılım kategorisindeki büyümedir. 2019-2023 arası dolar bazında ihracatta yıllık ortalama büyümeye yaklaşık %22 olarak gözlenirken, 2021-2022 arası değişen kurlar ile 2021-2022 arası dolar bazında daralma gözlenmiştir. Ancak bu durum 2022-2023 yılları arasında değişerek %40'lık bir büyümeye elde edilmiştir.

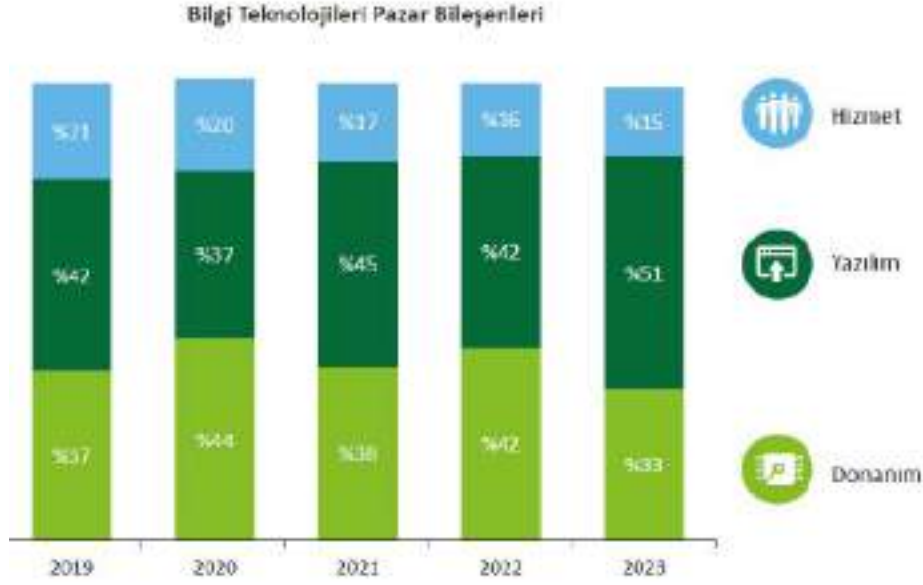
Bilgi ve İletişim Teknolojileri İhracatı (Milyar \$)



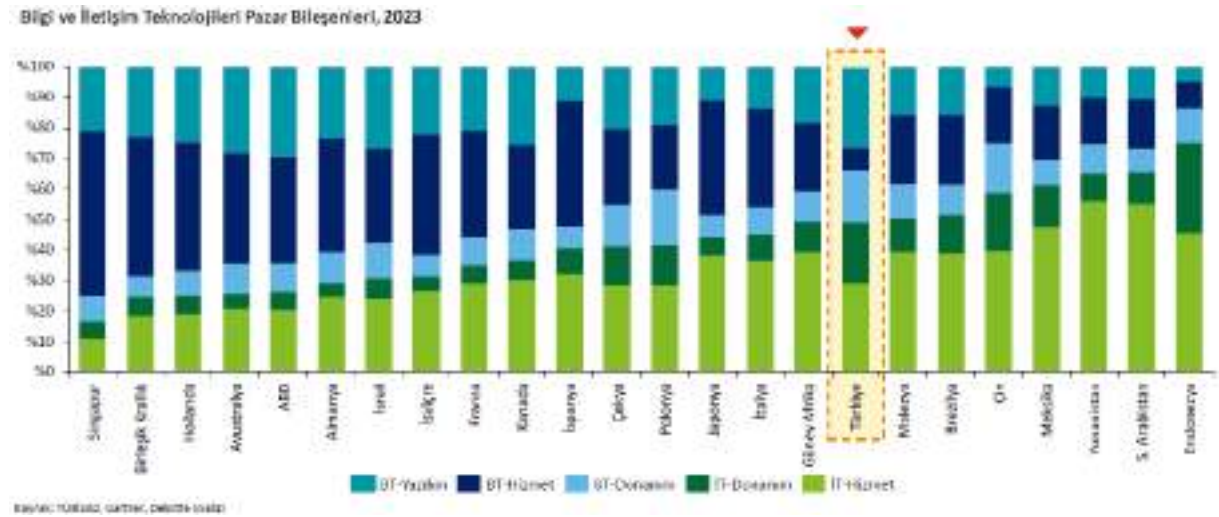
Sektörün toplam istihdamı %11'lik büyüme ile 2023 yılında 237 bin kişiye ulaşmıştır. 2024 yılında sektör istihdamının artmasını bekleyen sektör oyuncularının oranı 2023'e göre azalmıştır.



2023 yılında yaşanan değişimler, bilgi teknolojileri pazar bileşenleri dağılımında yazılımın payının artmasına ve donanımın payının azalmasına sebep olmuştur. 2023 yılında toplam pazar içindeki Bilgi Teknolojilerinin payında kayda değer bir artış gözlenmiştir. Bilgi Teknolojilerinin alt kategorilerinde de geçen yıla göre yaşanan değişim dikkat çekmektedir. 2020-21 arasında payı kayda değer miktarda düşen donanımın, 2023 yılında da düştüğü görülmektedir. Bilgi Teknolojileri pazarının yarısına yakınına oluşturan yazılım tarafında 2020-2021 arasındaki yükseliş sonrası 2021-2022 arasında düşüş gözlemlenmiştir.



Değerlendirmeye alınan ülkeler arasında toplam sektör büyüklüğü içerisinde Bilgi Teknolojileri'nin payına göre sıralama yapıldığında Türkiye gelişmekte olan ülkelere benzer bir profil göstermektedir.



1.3.2. Siber Güvenlik Sektörü

Bilgi İşlem Teknolojileri, toplumu birçok alanda etki altına alması ile birlikte kritik bir varlık olarak değerlendirilmiştir. Bu yüzden teknolojinin bu kadar etkin olarak kullanıldığı günümüzde, çeşitli problemler ile karşılaşılması kaçınılmazdır. Bilgi güvenliği sadece kişisel bazda değil, toplumu oluşturan diğer kurumları da ciddi oranda ilgilendirmektedir. Firmalar ve devlet kurumları çerçevesinde bilgi ve bilişim güvenliği üzerinde kapsamlı çalışmalar yapılmakta ve bu konuda farkındalığın artırılması için çok ciddi araştırmalar yapılmaktadır.

Son zamanlarda bilişim sistemlerine ait saldırı ve güvenlik ihlalleri hızla artmaktadır. Yapılan araştırmalarda bilişim teknolojilerinin birer saldırı unsuru, kullandığımız sistemler de birer hedef haline geldiği vurgulanmıştır. Özellikle iletişim, banka hizmetleri, kamu faaliyetleri, savunma sistemleri, askeri sistemler ve ağ sistemleri gibi unsurlar ana hedef haline gelmiştir. Bu kapsamda bilgi güvenliğinin temel prensiplerine hâkim olma ve bunları pratik hayatta kullanmak oldukça önem kazanmaktadır.

Tanımlara bakılarak; “siber” kavramı için, bilgisayar ve buna bağlı elektronik sistemlerden meydana gelen ortam, “bilişim” için ise bu meydana gelen teknolojik ortamlardan faydalanma anlamlarının çıkarılabileceği görülmektedir. Siber güvenlik (Cyber Security); siber ortamda kurum kuruluş ve kullanıcıların varlıklarını korumak amacıyla kullanılan araç, politika, güvenlik kavramları, risk yönetim yaklaşımları, güvenlik teminatları, faaliyetler, eğitimler, uygulamalar ve teknolojiler bütünüdür. Bu tanım kurum ve kuruluşların bilgi işlem

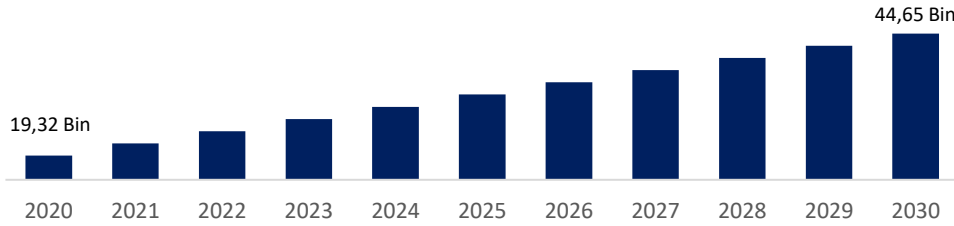
donanımları, personel, altyapı, uygulamalar, hizmetler, elektronik haberleşme sistemleri ve siber ortamda iletilen ve saklanan tüm bilgileri kapsamaktadır.

Siber saldırılar herhangi bir kullanıcının bilgilerini çalmaktan, ülkelerin stratejik önem arz eden sistemlerinin çalışmalarını engellemeye kadar çok geniş bir alanı risk altında bırakmaktadır. Bunun yapılması kasıtlı olabileceği gibi kasıtsız bir şekilde de olabilir. Siber tehditlerin virüs, casuslar, bilgisayar korsanları, terörist gruplar, yabancı ulusların istihbarat birimleri gibi birçok kaynaktan gelmesi muhtemeldir.

Küresel Endüstriyel Siber Güvenlik Pazarı büyüklüğünün 2022 yılında 22,91 milyar ABD doları değerinde olduğu ve 2030 yılına kadar 44,65 milyar ABD dolarına ulaşarak 2023'ten 2030'a kadar %8,54'lük bir Bileşik Büyüme Oranı ile büyüyeceği tahmin edilmektedir. Endüstriyel siber güvenlik pazarının büyümesi, artan sayıda Üstün siber güvenlik platformlarını teşvik eden politika ve prosedürlerin uygulanması da dahil olmak üzere güçlü bir siber güvenlik ağının yatırımları ve sürekli geliştirilmesi. KOBİ'ler arasında bulut tabanlı güvenlik çözümlerine olan artan ihtiyaç, pazarın büyümesini daha da artırıyor. Çalışma kapsamında raporda ABS Group of Companies, Inc., Bechtel Corporation, Cisco Systems, Inc., Fortinet, Inc., Honeywell International Inc., Microsoft, Rockwell Automation, Schneider Electric, Siemens, Thales, IBM ve diğerleri yer almaktadır.

Nesnelerin İnterneti (IoT) ve bulut bilişim gibi yeni teknolojilerin kullanıma sunulması, siber saldırılara ve veri ihlallerine karşı koruma sağlamak üzere tasarlanmış çeşitli endüstriyel sektörlerde artan siber güvenlik ihtiyacını da hızlandırdı. Ancak eğitilmiş profesyonellerin eksikliği pazarın genişlemesini sınırlıyor. Siber güvenlik hizmetlerine ilişkin yanlış kanılar ve Nesnelerin İnterneti cihazlarıyla ilgili duyarlılık sorunları, pazarın büyümesi önünde önemli engeller teşkil ediyor.

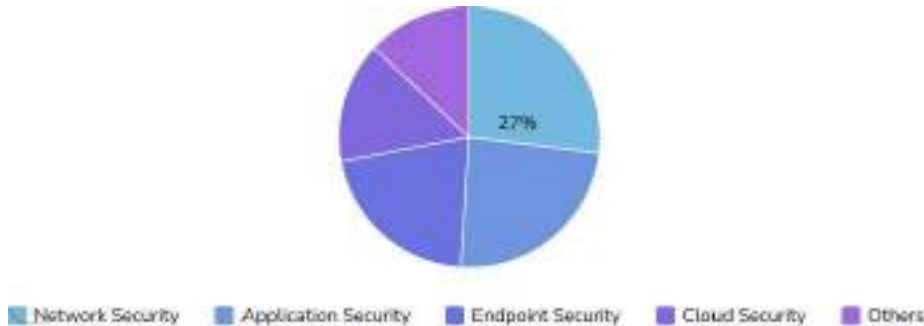
Küresel Endüstriyel Siber Güvenlik Pazarı Büyüklüğü
2020-2030 (Milyar ABD Doları)



Bağlantılı cihazların güvenliğini sağlama ihtiyacına ilişkin artan farkındalık ve genelinde güvenliği artırmak için bilgi teknolojisi (IT) ile operasyonel teknoloji (OT) ekipleri arasında daha iyi koordinasyon ihtiyacı Endüstriyel sistemler ve ağlar, endüstriyel siber güvenlik pazarının büyümesini hızlandırıyor. CAraç korsanlığı, mobil cihaz güvenliği ve yapay zekanın (AI) siber saldırılar için olası kullanımına ilişkin endişeler de gündeme geldi ve bu da endüstriyel siber güvenlik platformlarına olan ihtiyacı hızlandırdı.

Küresel endüstriyel siber güvenlik pazarı türe, bileşene, son kullanıcıya ve coğrafyaya göre bölümlere ayrılmıştır. Türe göre pazar, ağ güvenliği, uç nokta güvenliği, bulut güvenliği, uygulama güvenliği ve diğerleri olarak sınıflandırılır. Ağ güvenliği segmenti, 2022 yılında 6,28 milyar ABD doları piyasa değeriyle hakim segment oldu. Segmentin büyük piyasa değeri, ağ güvenlik cihazlarının sayısındaki artışa ve çeşitli kurumsal ağların güvenliğine yönelik artan talebe bağlıdır.

Küresel Endüstriyel Siber Güvenlik Pazar Payı Türe Göre, 2022 (%)



Son kullanıcıya dayalı olarak pazar, enerji ve kamu hizmetleri, ulaşım sistemleri, kimyasallar ve imalat ve diğer kategorilere ayrılmıştır. Enerji ve kamu hizmetleri segmenti, 2022'de 8,63 milyar ABD doları piyasa değeriyle hakim segment oldu. Segment büyümesi, endüstriyel kontrol sistemlerini siber saldırılardan korumaya yönelik

endüstriyel siber güvenlik çözümlerine olan artan ihtiyaçtan kaynaklanıyor. Enerji ve hizmet çözümleri, endüstriyel ortamlarda entegre, otomatik koruma sağlayarak sektör genelinde güvenliğe yardımcı oluyor.

Kuzey Amerika Endüstriyel Siber Güvenlik Pazarı'nın küresel pazardaki payı 2022 yılında 9,71 milyar ABD doları değerlendirme ile %42 civarında gerçekleşti. Pazar büyümesi, ABD ve Kanada'da özellikle enerji, su, ulaşım ve üretim sistemleri dahil olmak üzere kritik altyapılara ilişkin siber güvenlikle ilgili artan endişelerden kaynaklanıyor. ABD hükümeti politikalar, düzenlemeler ve en iyi uygulamaları geliştirerek endüstriyel siber güvenliği ele almak için adımlar atıyor.

Ayrıca ülkenin kritik altyapısını siber tehditlerden korumak amacıyla Siber Güvenlik ve Altyapı Ajansı (CISA) devreye alındı. Ayrıca bölgedeki kuruluşlar, sistemlerini güvence altına almak için güvenli kodlama uygulamaları, düzenli yazılım güncellemeleri, izinsiz giriş tespit ve önleme sistemleri ve çalışanların eğitimi gibi önde gelen uygulamaları kullanma çabalarını inceliyor. Federal hükümet, kuruluşlara siber güvenliklerini iyileştirmeleri için kaynak ve rehberlik sağlama çabalarını sürdürüyor ve kuruluşları, bölge genelinde pazar büyümesini teşvik eden sistemlerini güvence altına almak için en iyi uygulamaları benimsemeye teşvik edecek teşvikler sağlıyor.

Asya Pasifik, hükümetin risk değerlendirmeleri, güvenlik açığı değerlendirmeleri, düzenli güvenlik denetimleri ve olay müdahale planlamasını içeren siber güvenliğe yönelik proaktif bir yaklaşıma yönelik artan odağının etkisiyle 2022'de %20'lik pazar payıyla en hızlı büyüyen bölge oldu. Bölgedeki hükümet, bölgenin kritik altyapısının güvenliğinin iyileştirilmesine odaklanmayı teşvik eden girişimler sağlıyor.

Örneğin, Avustralya hükümeti yakın zamanda kritik altyapı sektörlerinde siber güvenliği iyileştirmeye yönelik girişimleri içeren Siber Güvenlik Stratejisi 2020'yi başlattı. Benzer şekilde Singapur hükümeti, ülkenin kritik altyapısının siber tehditlere karşı dayanıklılığını güçlendirmek için bir Siber Güvenlik Yasası geliştirdi. Bölgedeki pazar tedarikçileri yenilikçi siber yetenekler başlatıyor, güvenlik veri merkezlerinin kapladığı alanı genişletiyor ve kuruluşların savunmalarını güçlendirmelerine ve tahmini zaman dilimi boyunca pazar payını artıran dijital dönüşümlerini katalize etmelerine yardımcı olmak için özel bir mühendislik ekibi kurmaya devam ediyor.

Dünya Çapında Siber Tehdit

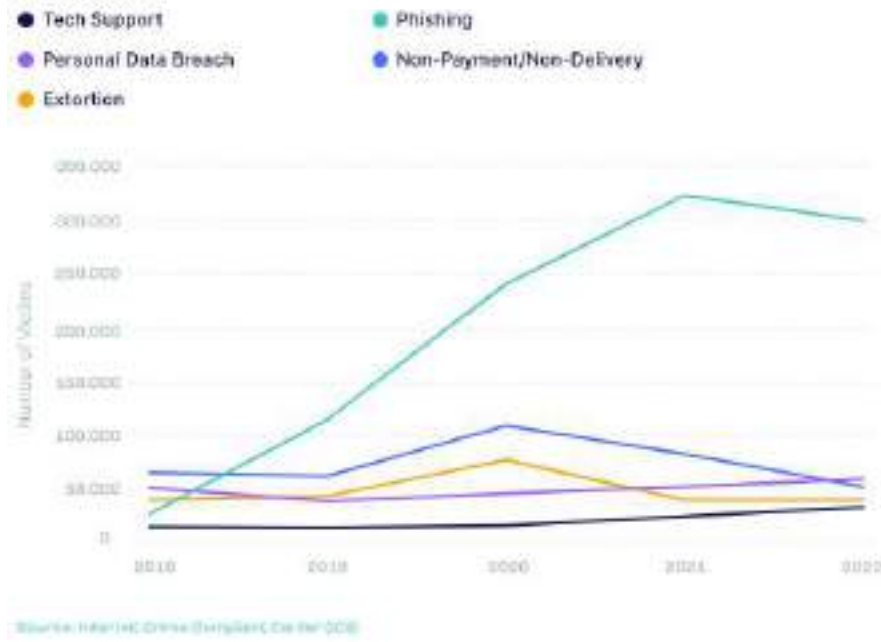
Siber Güvenlik Puanları, NCSI, GCI ve CEI'nin en son puanlarının toplanması ve ardından bu üç veri noktasının ortalamasının hesaplanmasıyla hesaplanır. Ölçeğin diğer ucunda siber suçlara karşı en az korumayı sunan ülkeler yer alır. Bu ülkelerin siber suçlarla ilgili çok zayıf mevzuatları vardır hatta hiç yoktur ve bu nedenle hassas işlemleri işlerken en büyük riski taşırlar.

Ülke	Ulusal Siber Güvenlik Endeksi (NCSI) 2020	Siber Güvenlik Risk Endeksi, 2020	Siber Güvenlik Puanı (NCSI, GCI ve CEI'nin Ortalaması)
Belçika	94.81	96.25	90.69
Finlandiya	85.71	95.78	90.16
İspanya	88.31	98.52	88.61
Danimarka	84.42	92.60	88.44
Almanya	90.91	97.41	88.07
Litvanya	93.51	97.93	87.25
Fransa	84.42	97.60	86.41
İsveç	84.42	94.55	85.99
Birleşik Krallık	77.92	99.54	85.59
Portekiz	89.61	97.32	85.54

İlk üç sırada sırasıyla 90.69, 90.16 ve 88.61 Siber Güvenlik Puanıyla Belçika, Finlandiya ve İspanya yer almaktadır. Siber Güvenlik Puanı düşük olan ilk üç ülke sırasıyla 5.63'lük Siber Güvenlik Puanı ile Afganistan, 18.60'lık Siber Güvenlik Puanı ile Myanmar ve 19.72'lik Namibya oldu.

Aşağıdaki tabloda 2022'nin en sık bildirilen siber suçlarını ve 2018'e kadar uzanan süreci görülmektedir. Bu rakamlar FBI tarafından yönetilen ABD İnternet Suç Şikâyet Merkezi'nden (IC3) gelmektedir. Muhtemelen vakaların azınlığı göz önüne alındığında yalnızca ABD'de işlenen siber suçlarla sınırlı ve yalnızca gerçekten bildirilen suçları yansıtır. Ancak, siber suçluların izlediği güncel eğilimlere dair fikir vermekte ve internetin yasadışı faaliyetler için en yaygın olarak hangi şekillerde kullanıldığını göstermektedir.

Önceki 5 Yıl Karşılaştırıldığında İlk 5 Suç Türü



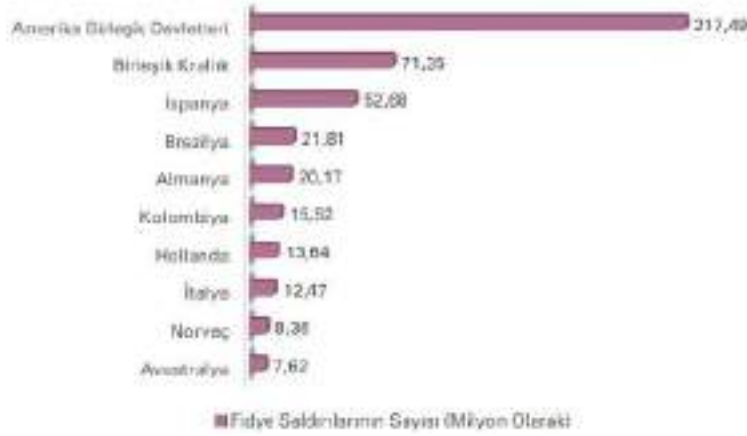
Siber Suçlar

2022 verileri, siber saldırı maliyetlerinin global çapta önemli bir artış gösterdiğini belirtiyor. Bu durum, siber güvenlik önlemlerinin sürekli güncellenmesinin ve yeni tehditlere karşı hızla uyum sağlayabilmenin gerekliliğini vurgulamaktadır. Risk yönetimi ve erken müdahale yatırımlarının maliyeti, saldırı sonrası finansal kayıplara kıyasla daha düşük olduğundan, kurumların güvenlik politikalarını güncel tutmaları finansal açıdan hayati önem taşımaktadır.



Grafik incelendiğinde de görülmektedir. Bu durum, siber güvenlik önlemlerinin sürekli güncellenmesi ihtiyacını ortaya koyuyor. Birleşik Krallık ve İspanya'nın da yüksek sayıda saldırıyla karşılaştığı göz önüne alındığında, uluslararası düzeyde siber güvenlik iş birliğinin ve koordinasyonun öneminin daha da arttığı görülmektedir.

Fidye Saldırılarının En Çok Hedef Aldığı Ülkeler



2022'de 493 milyondan fazla fidye yazılımı saldırısı girişi görüldü. Fidye saldırısı girişimlerinde bir önceki yıla göre bir düşüş gözlenmiş olmasına rağmen, bu girişimlerin sayısı hala yarım milyara yakın bir seviyededir. Bu durum, fidye yazılımlarının devam eden ciddi bir siber tehdit olduğunu ve savunma stratejilerinin sürekli güncellenmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Kamu ve hizmet sektörlerinin fidye saldırıları karşısında en yüksek etkiyi aldığını, finans ve BT sektörlerinin ise görece daha az etkilendiğini ortaya koyuyor. Bu durum, finans ve BT sektörlerinin siber güvenlik önlemlerinde daha ileri seviyede olabileceğine işaret ederken, diğer sektörlerin izleme ve savunma mekanizmalarına daha fazla yatırım yapmalarının gerekliliğini vurgulamaktadır.

Güvenlik Açıkları ve İhlaller

İşletmeler giderek daha fazla dijital teknoloji ve platform benimserken, veri temas noktalarındaki patlama güvenlik açıklarını artırdı. Ulusal Güvenlik Açığı Veritabanı (NVD), yarısı yüksek veya kritik öneme sahip olarak sınıflandırılan 30.000'den fazla yeni Ortak Güvenlik Açığı ve Maruziyet (CVE) kaydetti.

2023 MoveIt güvenlik açığı ve açık kaynak dünyasındaki Log4j gibi siber olaylar, dünya çapındaki kuruluşlar için birçok zorluğa neden oldu. Ayrıca, veri ihlalleri son on yılda %200 artarak artış eğilimi gösterdi.

- Her 17 dakikada bir yeni bir güvenlik açığı tanımlanıyor ve yayınlanıyor. Tüm güvenlik açıklarının yarısı son beş yılda yayınlandı
- Veri ihlallerinin sayısı 2013 ile 2022 arasında %200 arttı. Araştırmalara göre 2021 ile 2023 arasında 2,6 milyardan fazla kişisel kayıt tehlikeye atıldı
- 2024 yılında, küresel bir veri ihlalinin ortalama maliyeti, bir önceki yıla göre %10 artışla 4,88 milyon dolardı
- Güvenlik ekiplerinin bir veri ihlalini tespit edip kontrol altına alması ortalama 277 gün sürerken, kaybolan veya çalınan kimlik bilgilerini içeren ihlallerin tespit edilip kontrol altına alınması 328 gün sürüyor
- Verizon'un "Veri İhlali Araştırma Raporu"na göre, veri ihlallerinin %68'inin ortak temel nedeni insan unsurudur

IMF'ye (Uluslararası Para Fonu) göre, siber saldırıların sıklığı COVID-19 salgınından bu yana iki katına çıktı. Siber saldırıların bildirilen maliyetleri değişiyor; Cybersecurity Ventures, 2025 yılına kadar değeri 10,5 trilyon dolar olarak tahmin ederken, başka bir tahmin, siber suçun maliyetinin 2027 yılına kadar 23 trilyon dolar olacağını belirtiyor. Siber saldırıların maliyeti ve sıklığı bağlamında bazı ilgili siber güvenlik istatistikleri aşağıdaki gibidir.

- Avrupa ve ABD'de 1.000'den fazla çalışanı olan şirketlere yönelik siber saldırıların ortalama maliyetinin 53.000 dolardan fazla olduğu tahmin ediliyor
- Yarı iletken endüstrisi tedarikçisi MKS Instruments, fidye yazılımı saldırısından dolayı gelirinin 200 milyon dolar olumsuz etkilendiğini bildirdi
- 2024 yılında bir veri ihlalinin küresel ortalama maliyeti, bir önceki yıla göre %10 artışla 4,88 milyon dolardır
- Veri ihlallerini önlemek için güvenlik yapay zekâsı ve otomasyonunu kapsamlı bir şekilde kullanan kuruluşlar, bunu kullanmayanlara kıyasla yıllık ortalama 2,22 milyon dolar maliyet tasarrufu elde ediyor

- Kuruluş başına düşen ortalama siber saldırı sayısı yılda üçten dörde %25 arttı
- Ciro su 5,5 milyar dolardan fazla olan büyük kuruluşların %75'inin siber sigortası bulunurken, ciro su 250 milyon dolardan az olan kuruluşların sadece %25'inin bu poliçesi bulunuyor.

Siber suçlular daha da karmaşık hale gelirken, işletme kuruluşları ve tüketiciler, AI odaklı saldırılar gibi en son tehditler konusunda kendilerini güncel tutarak risk konusunda bilinçlendiler. Ancak, saldırının maliyetlerini ve sonuçlarını, saldırıları önleme teknolojisini ve saldırı gerçekleştiğinde sonuçları sınırlamak için hafifletme planlarını anlamak için siber güvenlik verilerini analiz etmek de aynı derecede önemlidir.

- 2024 yılında, tedarik zinciri siber saldırılarından etkilenen müşteri sayısı 183.000 oldu; bu bir önceki yıla göre %33'lük bir artış anlamına geliyor
- Gartner'a göre tedarik zinciri kuruluşlarının %60'ı üçüncü taraf iş ilişkileri ve işlemleri için kritik değerlendirme kriteri olarak siber güvenlik risklerini kullanacak
- Şifreli tehditler 2024'te %92 oranında arttı ve bu da siber suçluların giderek daha karmaşık hale geldiğini gösteriyor
- Kötü amaçlı yazılımlar 2024'ün ilk yarısında %30 arttı. Tüm kötü amaçlı yazılımların %15'i birincil MITRE TTP olarak yazılım paketlemesinden yararlanıyor
- Küresel olarak, Cryptojacking Hindistan hariç %60 azaldı, Hindistan'da ise %409 arttı.

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

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş TMS/TFR bazlı finansal tablolarına göre 2025 yılının ilk yarısında bir önceki yılın aynı dönemine göre cirosu %130,2 artışla 1,3 milyar TL'ye yükselmiştir. Şirket, 1,2 milyar TL satışların maliyeti sonrası 122,2 brüt kar elde ederken brüt kâr marjı %25 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 222,7 milyon TL'si genel yönetim, 20,5 milyon TL'si pazarlama ve 52,8 milyon TL'si araştırma ve geliştirme giderleri olmak üzere 296 milyon TL faaliyet gideri sonrası net esas faaliyet zararı 173,9 milyon TL olurken net faaliyet kâr marjı -%12,9 olarak gerçekleşmiştir. Şirket 2025 yılının ilk yarısında -80,9 milyon TL FAVÖK üretirken FAVÖK marjı -%6 olmuştur.

Şirket'in 75,8 milyon TL esas faaliyetlerden diğer geliri ve 80,8 milyon TL esas faaliyetlerden diğer gideri sonrası 178,8 milyon TL esas faaliyet zararı bulunurken esas faaliyet kâr marjı -%13,3 olarak gerçekleşmiştir. Şirketin 705,4 milyon TL yatırım faaliyetlerinden geliri, 29.645 TL yatırım faaliyetlerinden gideri bulunmaktadır.

Şirket'in 157,3 milyon TL finansman gideri ve 108,3 milyon TL net parasal pozisyon kazançları sonrası 477,6 milyon TL vergi öncesi karı mevcuttur. Şirket 232,4 milyon TL vergi gideri sonrası 2025 yılının ilk yarısında 245,2 milyon TL net dönem karı olmuştur.

Pasifik Teknoloji Gelir Tablosu, TMS/TFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2024/06	2025/06
Brüt Satışlar	1.506,68	1.291,23	1.200,09	585,52	1.369,44
Yurtiçi Satışlar	1.504,49	1.291,20	1.193,32	584,09	1.362,78
Yurtdışı Satışlar	2,19	0,00	0,00	0,00	0,00
Diğer Satışlar	0,00	0,03	6,77	1,43	6,65
Satışlardan İndirimler (-)	-257,20	-26,73	-1,14	-0,70	-22,92
Satıştan İadeler (-)	-257,10	-26,73	-1,14	-0,70	-22,92
Satış İskontoları (-)	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00
Hasılat	1.249,48	1.264,50	1.198,95	584,82	1.346,52
Yıllık Değişim		1,2%	-5,2%		130,2%
Satışların Maliyeti	1.102,24	-1.192,86	-1.197,64	-576,24	-1.224,36
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	147,24	71,64	1,31	8,58	122,16
Yıllık Değişim		-51,3%	-98,2%		1324,6%
Brüt Kar Marjı	11,8%	5,7%	0,1%	1,5%	9,1%
Brüt Kar (Zarar)	147,24	71,64	1,31	8,58	122,16
Yıllık Değişim		-51,3%	-98,2%		1324,6%
Brüt Kar Marjı	11,8%	5,7%	0,1%	1,5%	9,1%
Faaliyet Giderleri (-)	-95,40	-133,86	-202,08	-90,59	-296,02
Yıllık Değişim		40,3%	51,0%		226,8%
Gelire Oranı	7,6%	10,6%	16,9%	15,5%	22,0%
Genel Yönetim Giderleri	-75,12	-101,47	-139,33	-62,60	-222,67
Yıllık Değişim		35,1%	37,3%		255,7%
Gelire Oranı	6,0%	8,0%	11,6%	10,7%	16,5%
Pazarlama Giderleri	-19,58	-23,19	-36,07	-19,19	-20,54
Yıllık Değişim		18,4%	55,5%		7,1%
Gelire Oranı	1,6%	1,8%	3,0%	3,3%	1,5%
Araştırma Ve Geliştirme Giderleri	-0,70	-9,20	-26,68	-8,80	-52,81
Yıllık Değişim		1212,9%	189,9%		500,0%
Gelire Oranı	0,1%	0,7%	2,2%	1,5%	3,9%
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	51,84	-62,22	-200,78	-82,01	-173,86
Yıllık Değişim			222,7%		112,0%
Gelire Oranı	4,1%	-4,9%	-16,7%	-14,0%	-12,9%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	263,04	191,35	77,10	32,43	75,78
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-297,52	-230,28	-116,05	-37,23	-80,76
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	17,36	-101,15	-239,72	-86,81	-178,84
Yıllık Değişim			137,0%		106,0%
Gelire Oranı	1,4%	-8,0%	-20,0%	-14,8%	-13,3%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0,15	0,62	206,85	81,22	705,41
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0,00	-2,92	-0,28	-0,12	-0,03

Pasifik Teknoloji Gelir Tablosu, TMS/TFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2024/06	2025/06
Tfrs 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zararları) Ve Değer Düşüklüğü Zararlarının İptalleri (-)	0,00	-0,21	0,72	1,32	0,00
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından (Zararlarından) Paylar	-1,59	0,00	0,00	0,00	0,00
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	15,92	-103,24	-33,87	-7,03	526,54
Finansman Gelirleri	0,00	0,00	0,00	0,58	0,00
Finansman Giderleri	-15,65	-23,20	-133,06	-28,42	-157,26
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	-2,14	181,51	24,58	-3,86	108,28
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	-1,87	55,07	-142,34	-38,73	477,57
<i>Yıllık Değişim</i>					
<i>Gelire Oranı</i>	-0,2%	4,4%	-11,9%	-6,6%	35,5%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-27,56	-3,63	-14,73	-33,77	-232,38
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-15,14	-53,07	-1,16	-4,95	-18,72
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-12,43	49,44	-13,57	-28,82	-213,66
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)	-29,44	51,44	-157,08	-72,50	245,19
<i>Yıllık Değişim</i>					
<i>Gelire Oranı</i>	-2,4%	4,1%	-13,1%	-12,4%	18,2%
Dönem Karı (Zararı)	-29,44	51,44	-157,08	-72,50	245,19
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-7,50	-1,60	-18,67	-13,17	-128,44
Ana Ortaklık Payları	-21,94	53,03	-138,40	-59,33	373,63
Amortisman Giderleri , İtfa Ve Tükenme Payları	9,37	24,92	70,92	36,28	92,92
FAVÖK1	61,21	-37,30	-129,85	-45,74	-80,94
<i>Yıllık Değişim</i>			248,1%		77,0%
<i>Gelire Oranı</i>	4,9%	-2,9%	-10,8%	-7,8%	-6,0%
FAVÖK2	26,73	-76,23	-168,80	-50,54	-85,92
<i>Yıllık Değişim</i>			121,4%		70,0%
<i>Gelire Oranı</i>	2,1%	-6,0%	-14,1%	-8,6%	-6,4%

2.2. Bilanço

Şirket, 30 Haziran 2025 bilançosuna göre %75'i dönen varlıklardan oluşan 6,8 milyar TL'lik aktif büyüklüğe sahiptir. 5,1 milyar TL olan dönen varlıkları içindeki en büyük pay 1,8 milyar TL ile finansal yatırımlara aittir. 840,7 milyon TL olan ticari alacakların 81,5 milyon TL'si ilişkili taraflara, 759,3 milyon TL'si ise ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar bakiyesine aittir. 489 milyon TL olan diğer alacakların 473 milyon TL'si ilişkili taraflardan ve 16 milyon TL'si ilişkili olmayan taraflardan diğer alacaklardır.

Şirket'in 873,8milyon TL olan stoklarının 286,6 milyon TL'si ilk madde ve malzeme, 522,3 milyon TL'si yarı mamuller, 64 milyon TL'si ticari mallar ve 968.750 TL'si diğer stoklardan oluşmaktadır.

Şirket'in 1,6 milyar TL olan duran varlıklarının büyük bir kısmı 1,1 milyar TL'si maddi olmayan duran varlıklardan oluşmaktadır. Maddi olmayan duran varlıkların 285,3 milyon TL'si şerefiye ve 806,7 milyon TL diğer haklara aittir.

Şirket kaynaklarının 4,6 milyar TL'si kısa vadeli, 490,2 milyon TL'si uzun vadeli yükümlülüklerden ve 1,7 milyar TL'si özkaynaklardan oluşmaktadır.

Kısa vadeli yükümlülüklerinin 2,5 milyar TL'si diğer borçlar hesabını kayıtlı olup 2,4 milyar TL'si ilişkili taraflara ve 100,8 milyon TL'si ilişkili olmayan taraflara olan diğer borçlardır. Şirket'in 703,3 milyon TL'si ilişkili taraflara ve 596,2 milyon TL'si ilişkili olmayan taraflara olan borçlardan oluşan 1,3 milyar TL ticari borcu bulunmaktadır.

Şirketin uzun vadeli yükümlülükleri içindeki en büyük pay 146,4 milyon TL ile diğer borçlar hesabına aittir.

Şirket'in 600 milyon TL ödenmiş sermayesi bulunmaktadır. Enflasyon muhasebesi nedeniyle 346,5 milyon TL sermaye düzeltmesi farkları bulunmaktadır. 31,8 milyon TL paylara ilişkin primler, 261.078 TL ortak kontrole tabi işletmelerin birleşme etkisi, 3 milyon TL kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler, 725.848 TL kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler, 151,9 milyon TL geçmiş yıllar zararları, 373,6 milyon TL net dönem zararı ve 484,4 milyon TL kontrol gücü olmayan payları bulunan şirket, 1,7 milyar TL özkaynağa sahiptir.

Pasifik Teknoloji Bilanço, TMS/TFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06
DÖNEN VARLIKLAR	1.123,86	623,51	1.800,14	5.083,86
Nakit ve Nakit Benzerleri	105,70	20,64	7,73	43,23
Finansal Yatırımlar	0,00	0,00	0,05	1.790,84
Ticari Alacaklar	485,28	460,46	342,19	840,74
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	157,05	298,05	55,33	81,47
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	328,23	162,41	286,87	759,27
Diğer Alacaklar	46,94	51,41	445,44	489,01
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	45,63	46,72	434,87	473,00
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1,31	4,69	10,57	16,01
Devam Eden İnşaat, Taahhüt veya Hizmet Sözleşmelerinden Alacaklar	239,60	0,00	126,99	60,74
Devam Eden İnşaat ve Taahhüt İşlerinden Doğan Sözleşme Varlıkları	239,60	0,00	126,99	60,74
Stoklar	130,74	36,39	584,41	873,83
Peşin Ödenmiş Giderler	38,02	13,13	163,68	822,86
İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	0,00	0,00	1,48	617,78
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	38,02	13,13	162,20	205,08
Diğer Dönen Varlıklar	77,57	41,49	129,65	162,62
DURAN VARLIKLAR	195,46	331,68	1.271,58	1.720,95
Finansal Yatırımlar	0,00	0,00	4,09	4,63
Diğer Alacaklar	0,67	0,56	0,23	0,28
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	0,67	0,56	0,00	0,00
Maddi Duran Varlıklar	26,36	74,68	169,16	165,92
Kullanım Hakkı Varlıkları	49,10	48,21	71,29	103,26
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	109,34	196,25	684,49	1.092,02
Şerefiye	25,54	25,54	179,88	285,30
Diğer Haklar	0,00	0,00	504,61	806,72
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	83,80	170,71	0,00	0,00
Peşin Ödenmiş Giderler	0,48	0,00	335,22	335,22
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	0,48	0,00	0,00	0,00
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0,00	11,97	0,00	6,62
Diğer Duran Varlıklar	9,51	0,01	7,09	13,00
TOPLAM VARLIKLAR	1.319,32	955,19	3.071,72	6.804,81
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.011,80	652,32	1.496,17	4.626,82
Kısa Vadeli Borçlanmalar	8,02	6,24	154,72	313,47
İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	8,02	6,24	154,72	313,47
Diğer Finansal Yükümlülükler	0,00	0,86	0,00	0,00
Ticari Borçlar	318,71	270,06	473,15	1.299,47
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	0,56	16,28	18,15	703,27
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	318,15	253,78	454,99	596,19
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	6,55	9,67	38,48	66,98
Diğer Borçlar	140,25	162,10	554,87	2.456,20
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	135,55	122,39	481,23	2.355,37
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	4,71	39,71	73,64	100,83
Devam Eden İnşaat, Taahhüt veya Hizmet Sözleşmelerinden Borçlar	0,00	6,09	0,00	0,00
Devam Eden İnşaat ve Taahhüt İşlerinden Doğan Sözleşme Yükümlülükleri	0,00	6,09	0,00	0,00
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	522,38	167,12	260,12	444,89
İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	401,40	27,69	124,49	161,99
İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	120,98	139,43	135,63	282,89
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	12,08	23,55	1,16	18,72
Kısa Vadeli Karşılıklar	3,68	6,58	13,56	26,82
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	3,32	6,27	11,77	21,47
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	0,36	0,31	1,79	5,35
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,13	0,07	0,11	0,29
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	109,66	49,67	299,52	490,22
Uzun Vadeli Borçlanmalar	40,00	26,62	70,00	88,63
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	40,00	26,62	70,00	88,63

Pasifik Teknoloji Bilanço, TMS/TFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06
Diğer Borçlar	0,00	0,00	200,95	146,41
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	11,96	0,00	0,00	0,00
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)</i>	<i>11,96</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Uzun Vadeli Karşılıklar	15,69	18,71	24,33	30,87
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	<i>15,69</i>	<i>18,71</i>	<i>24,33</i>	<i>30,87</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	42,01	4,34	4,25	224,31
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	1.121,46	701,99	1.795,69	5.117,04
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	197,86	253,19	1.276,03	1.687,77
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	35,12	254,71	796,63	1.203,41
Ödenmiş Sermaye	1,68	140,01	134,00	600,00
Sermaye Düzeltme Farkları	4,20	86,29	113,44	346,45
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	0,00	0,00	692,32	31,78
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	53,10	-0,26	-0,26	-0,26
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-0,16	-0,65	8,34	3,00
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0,00	0,00	0,73	0,73
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	-1,77	-23,71	-13,53	-151,91
Net Dönem Karı veya Zararı	-21,94	53,03	-138,40	373,63
KONTROL GÜCÜ OLMAYAN PAYLAR	162,75	-1,51	479,40	484,36
TOPLAM KAYNAKLAR	1.319,32	955,19	3.071,72	6.804,81

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 ve bağımsız denetimden 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 iletmiş 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 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 değerleme 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_e = Özsermaye Maliyeti

r_d = 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_f = Risksiz Getiri Oranı (devletin en uzun vadeli ve likit tahvil getirisi)

r_m = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

r_m - r_f = 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 Sonrasında 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 rayıç 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: İndirgenmiş Nakit Akımları ile Piyasa Yaklaşımı: Borsa Değeri** 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.

4. GELİR YAKLAŞIMI: İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI DEĞERLEMESİ

4.1. Genel Varsayımlar

- Pasifik Teknoloji'nin 30.06.2025 tarihi itibarıyla piyasa değeri, şirketin önümüzdeki dönemde üreteceği nakitlerin "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" ile değerlendirme tarihine indirgenmesi suretiyle hesaplanmıştır.
- Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 1 Temmuz 2025 ve 2032 yıl sonu ile sınırlı tutulmuş olup 2032 yılındaki gelir/gider/yatırım varsayımları uç değer büyüme oranı olan %5 ile artırılarak 2032 yılı nakit akımları hesaplanmıştır. 2032 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.
- Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, şirket yönetimi tarafından verilen finansal ve operasyonel bilgiler, geleceğe dönük tahminler ve projeksiyonlara dayalı olarak yapılmıştır.
- 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.
- Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan projeksiyonlar, tarafımızdan yorumlanarak kullanılmıştır.
- 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 öngörülemeyen değişiklikler 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.
- 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.

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

Şirketin gelir projeksiyonları IT donanım hizmet, siber güvenlik, yazılım, altyapı hizmetleri, yazılım geliştirme, üretim & teknoloji ve yazılım hizmet olmak üzere 7 başlıkta tahmin edilmiştir.

IT donanım hizmet gelir projeksiyonları oluşturulurken kendi içinde bilgi teknolojileri ve veri merkezi olmak üzere 2 alt başlıkta tahmin edilmiştir. Bilgi teknolojileri gelirinin 2025 yılında 1.870 milyon TL olacağı öngörülürken 2026-2029 döneminde her yıl BMD'nin tahmini yıllık ortalama enflasyonu kadar artacağı varsayılmıştır. Veri merkezi gelirleri kolokasyon ve enerji gelirleri olmak üzere 2 alt başlıkta tahmin edilmiştir. Veri merkezi gelirlerinin 2027 yılında oluşmaya başlayacağı varsayılmıştır. Veri Merkezi yatırımı devreye alındıktan sonra Şirket, veri depolama hizmeti kapsamında kolokasyon gelirleri ve ek olarak, verinin depolanması için kullanılan sunucuların harcadığı elektrik giderlerinin üzerine belirli bir kâr marjı ekleyip, veri depolama hizmeti alan müşterilerine fatura ederek enerji geliri elde edecektir. Buna göre kolokasyon gelirlerinin 2027, 2028 ve 2029

yıllarında sırasıyla 414, 776 ve 936 milyon TL olacağı, enerji gelirlerinin ise 2027, 2028 ve 2029 yıllarında sırasıyla 134, 250 ve 302 milyon TL olacağı öngörülmüştür.

Yukarıdaki varsayımlar sonrası IT donanım hizmet gelirlerinin 2025 yılında 1,9 milyar TL olması, 2029 yılında ise 4,6 milyar TL'ye ulaşması beklenmektedir.

Siber güvenlik gelirlerinin 2025 yılında 1,2 milyar TL olacağı varsayılırken 2026-2029 döneminde her yıl BMD'nin tahmini yıllık ortalama enflasyonuna ek olarak %25 reel büyüme olacağı varsayımıyla hesaplanmıştır.

Yazılım gelirleri, Şirket'in bağlı ortaklığı olan Ditravo'nun TCDD Taşımacılık A.Ş. için geliştirdiği Yolcu Hizmetleri Sistemi ve tüm alt sistemlerini içeren bir Yolcu Taşıma Platformu (YTP) için aldığı ödemelerden oluşmaktadır. TCDD Taşımacılık A.Ş. için geliştirilen YTP Projesi sözleşme kapsamında 10 yıl boyunca sürdürüleceği belirtilmiştir. Yazılım gelirlerinin 2025 yılında 101 milyon TL olacağı 2026-2029 döneminde ise her yıl BMD'nin tahmini yıllık ortalama enflasyonu kadar artacağı varsayımında bulunulmuştur.

Altyapı hizmet gelirlerinin 2025 yılında 580 milyon TL olacağı varsayılırken 2026-2029 döneminde her yıl BMD'nin tahmini yıllık ortalama enflasyonuna ek olarak %25 proje artış katsayısı kadar büyüme olacağı varsayımıyla hesaplanmıştır.

Yazılım geliştirme gelirleri Bytesec ve Net Core Genesis olmak üzere 2 alt başlıkta tahmin edilmiştir. Net Core Genesis, müşterilere kodlama ihtiyacı olmadan (LCNC: Low Code No Code) yazılım geliştirme imkânı sunmaktadır. ByteSec, verilerin blokzincir tabanlı olarak dağıtık veri altyapısı üzerinde güvenli şekilde saklanmasına olanak sağlamaktadır. Şirket'in belirlediği lisans fiyatı ve satış adetleri baz alınarak hesaplama yapılmıştır. Bu gelirler Şirket'in bağlı ortaklığı iCredible üzerinden elde ettiği gelirler olup Pasifik Teknoloji'nin ortaklık oranı olan %55 ile çarpılarak projeksiyona dahil edilmiştir. Buna göre yazılım geliştirme gelirlerinin 2025 yılında 101 milyon TL olacağı öngörülmürken 2029 yılında 945 milyon TL'ye ulaşacağı varsayılmıştır.

Pasifik Teknoloji'nin 12 Aralık 2024 tarihli KAP açıklamasında "Şirketimiz bağlı ortaklığı TİTRA Teknoloji A.Ş. ile Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Savunma Sanayii Başkanlığı (SSB) arasında muhtelif adette İnsansız Helikopter tedarikine ilişkin Döner Kanatlı Kargo İHA Projesi sözleşmesi imzalanmıştır." denilmektedir. Bu bağlamda SSB'nin onaylı tedarikçisi olması Şirket'in ürünlerinin belirli akreditasyonları karşıladığı anlamına gelmekte olup Şirket yönetimi yurtdışında birçok devlet ve özel sektör şirketleriyle satış görüşmeleri yürüttüğünü ve projeksiyonda BMD olarak dikkate aldığımız ürün satışlarının oldukça üzerinde bir satış beklentileri olduğunu beyan etmiştir.

Üretim ve teknoloji gelirleri, Şirket'in bağlı ortaklığı Titra Teknoloji üzerinden elde edeceği gelirlerdir. Alpin, Deli, Dumrul, Pars ve Merküt gelirleri olmak üzere 5 başlıkta tahmin edilmiştir. Kalem bazında öncelikle satış adedi ve fiyat tahmini yapılmış olup fiyat ve satış adedi çarpılarak kalem bazında gelir hesaplaması yapılmıştır. Alpin, Deli, Dumrul, Pars ve Merküt satış fiyatlarının 2025 yılında sırasıyla 2,05 milyon dolar, 30.750 dolar, 256.250 dolar, 410.000 dolar ve 3.075 dolar olacağı ve 2026-2029 döneminde her yıl BMD'nin tahmini ABD enflasyonu oranında artacakları öngörüsüyle fiyat hesaplaması yapılmıştır. Alpin, Deli, Dumrul, Pars ve Merküt satış adetlerinin 2025 yılında sırasıyla 4, 1.100, 30, 0 ve 600 olacağı varsayımında bulunulmuştur. Yukarıdaki varsayımlar sonrası şirketin gelirlerinin 2025 yılında 52 milyon dolar olacağı ve 2029 yılında 276 milyon dolara yükseleceği öngörülmektedir. Titra'nın satış gelirleri öncelikle dolar olarak hesaplanmış olup sonrasında her yıl için BMD'nin tahmini ortalama Dolar/TL kuru baz alınarak Türk Lirası'na çevrilmiştir. Buna göre Titra'nın cirosunun 2025 yılında 2,1 milyar TL olacağı ve 2029 yılında 21 milyar TL'ye ulaşacağı öngörülmüştür. Titra'nın gelirleri Pasifik Teknoloji'nin ortaklık oranı olan %48,37 ile çarpılarak projeksiyona dahil edilmiştir.

Yazılım hizmet gelirleri Şirket'in bağlı ortaklığı Proline üzerinden elde ettiği gelirlerdir. Yazılım hizmet gelirleri ulusal ve global olmak üzere 2 başlıkta tahmin edilmiştir. Ulusal gelirlerin 2025 yılında 767 milyon TL olacağı ve 2026-2029 döneminde her yıl BMD'nin tahmini enflasyonu kadar artacağı varsayılmıştır. Global gelirler öncelikle dolar olarak hesaplanmış olup sonrasında her yıl için BMD'nin tahmini ortalama Dolar/TL kuru baz alınarak Türk Lirası'na çevrilmiştir. 2025 yılında gelir üretmeyeceği, 2026 yılında 1,96 milyar TL olacağı 2029 yılında ise 3,3 milyar TL'ye ulaşacağı öngörülmüştür. Proline'nın gelirleri Pasifik Teknoloji'nin ortaklık oranı olan %51 ile çarpılarak projeksiyona dahil edilmiştir.

2030 ve 2031 yıllarında cironun sırasıyla %10 ve %7,5 artacağı varsayılırken 2032 yılında tüm gelir ve gider kalemleri %5 artırılarak uç değer öncesi normalizasyon sağlanmaya çalışılmıştır.

Yukarıdaki varsayımlar sonrası şirketin cirosunun 2025 yılında 5,2 milyar TL olacağı ve 2032 yılında ise 32,9 milyar TL'ye kadar yükseleceği hesaplanmaktadır.

Gelir Varsayımları (Mn TL)	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T
Yıllık Enflasyon	29,8%	20,4%	15,0%	12,3%	9,8%
Yıllık Ortalama Enflasyon	33,9%	21,8%	17,4%	13,5%	10,9%
1. IT Donanım Hizmet	1.869,8	2.277,0	3.221,1	4.060,7	4.605,6
Yıllık Değişim		21,8%	41,5%	26,1%	13,4%
1.1. Bilgi Teknolojileri	1.869,8	2.277,0	2.673,1	3.034,8	3.366,9
Yıllık Değişim		21,8%	17,4%	13,5%	10,9%
1.2. Veri Merkezi			548,0	1.026,0	1.238,8
Yıllık Değişim				87,2%	20,7%
Kolokasyon Geliri			414,2	775,5	936,4
Yıllık Değişim				87,2%	20,7%
Enerji Geliri			133,8	250,4	302,4
Yıllık Değişim				87,2%	20,7%
2. Siber Güvenlik	1.208,8	1.840,0	2.700,1	3.831,9	5.314,0
Yıllık Değişim		52,2%	46,7%	41,9%	38,7%
Reel Büyüme		25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
3. Yazılım	100,7	122,7	144,0	163,5	181,4
Yıllık Değişim		21,8%	17,4%	13,5%	10,9%
4. Altyapı Hizmetleri	580,4	883,5	1.296,5	1.839,9	2.551,5
Yıllık Değişim		52,2%	46,7%	41,9%	38,7%
Proje Artış Katsayısı		25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
5. Yazılım Geliştirme (Icredible)	100,9	272,1	455,7	629,2	945,4
Yıllık Değişim		169,6%	67,5%	38,0%	50,3%
Bytesec	49,4	111,5	214,4	304,2	506,1
Yıllık Değişim		125,6%	92,3%	41,9%	66,3%
Net Core Genesis	51,5	160,6	241,4	324,9	439,3
Yıllık Değişim		212,0%	50,3%	34,6%	35,2%
6. Üretim & Teknoloji	1.001,5	4.026,9	6.671,4	8.375,5	10.170,8
Yıllık Değişim		302,1%	65,7%	25,5%	21,4%
7. Yazılım Hizmet	391,0	1.706,6	2.751,6	2.203,8	2.688,9
Yıllık Değişim		336,5%	61,2%	-19,9%	22,0%
Toplam Gelirler	5.253,1	11.128,7	17.240,4	21.104,4	26.457,7
Yıllık Değişim		111,9%	54,9%	22,4%	25,4%

Şirket'in satışların maliyetleri IT donanım hizmet, siber güvenlik, yazılım, altyapı hizmetleri, yazılım geliştirme, üretim & teknoloji ve yazılım hizmet olmak üzere 7 başlıkta tahmin edilmiştir.

IT donanım hizmet maliyetleri bilgi teknolojileri ve veri merkezi olmak üzere 2 alt başlıkta tahmin edilmiştir. Bilgi teknolojileri maliyetinin 2026-2029 döneminde her yıl BMD'nin tahmini yıllık ortalama enflasyonu kadar artacağı varsayılmıştır. Veri merkezi maliyetlerinin 2027 yılında oluşmaya başlayacağı varsayılmış olup 2027, 2028 ve 2029 yıllarında sırasıyla 121, 228 ve 275 milyon TL olacağı öngörülmüştür. Buna göre IT donanım hizmet maliyetlerinin 2025 yılında 1,3 milyar TL olacağı 2029 yılında 2,4 milyar TL'ye kadar yükseleceği öngörülmektedir.

Siber güvenlik maliyetinin 2025-2029 döneminde her yıl BMD'nin tahmini yıllık ortalama enflasyonuna ek olarak reel büyümenin %20'si kadar artacağı varsayımında bulunarak hesaplama yapılmıştır.

Yazılım maliyetleri personel maliyetinden oluşmakta olup yazılım kısmında çalışan personel sayısı ile ortalama yıllık maliyet çarpılarak hesaplama yapılmıştır. Yazılım bölümünde çalışan sayısının 2025 yılında 24, 2026-2029 döneminde 11 olacağı öngörülmüştür. Ortalama yıllık maliyet 2025-2029 döneminde her yıl BMD'nin tahmini yıllık enflasyonu kadar artacağı varsayımıyla hesaplanmıştır. Buna göre yazılım maliyetlerinin 2025 yılında 25 milyon TL olacağı 2026 yılında ise çalışan sayısındaki azalışa bağlı olarak 14 milyon TL'ye gerileceği ve 2029 yılında 19 milyon TL'ye yükseleceği öngörülmektedir.

Altyapı hizmetleri maliyetleri, altyapı hizmetleri ve personel maliyetleri olmak üzere 2 alt başlıkta tahmin edilmiştir. Alt yapı maliyetlerinin 2025-2029 döneminde her yıl BMD'nin tahmini yıllık enflasyonuna ek olarak proje artış katsayısı olan %25 oranı kadar daha artış olacağı öngörülmüştür. Personel maliyeti altyapı hizmetleri bölümünde çalışan personel sayısı ile ortalama yıllık maliyet çarpılarak hesaplanmıştır. Altyapı hizmetleri bölümünde çalışan sayısının 2025-2029 döneminde 60 olacağı öngörülmüştür. Ortalama yıllık maliyet ise 2025-2029 döneminde her yıl BMD'nin tahmini yıllık enflasyonu kadar artacağı varsayımıyla hesaplanmıştır. Buna göre

toplam altyapı hizmetleri maliyetinin 2025 yılında 557,7 milyon TL olacağı ve 2029 yılında 2,2 milyar TL'ye yükseleceği öngörülmektedir.

Yazılım geliştirme maliyetleri sunucu ve lisans giderleri ile personel olmak üzere 2 alt başlıkta tahmin edilmiştir. Sunucu ve lisans giderlerinin 2025 yılında 11 milyon TL olacağı varsayılırken 2026-2029 döneminde her yıl BMD'nin tahmini yıllık ortalama enflasyonu kadar artacağı varsayılmıştır. Personel maliyeti yazılım geliştirme çalışan sayısı ile ortalama yıllık maliyet çarpılarak hesaplanmıştır. Yazılım geliştirme çalışan sayısının 2025 yılında 35, 2026 yılında 41, 2027 yılında 51, 2028 ve 2029 yıllarında ise 64 olacağı öngörülmüştür. Ortalama yıllık maliyet ise 2025-2029 döneminde her yıl BMD'nin tahmini yıllık enflasyonu kadar artacağı varsayımıyla hesaplanmıştır. Yazılım geliştirme maliyetleri Şirket'in bağlı ortaklığı iCredible ilişkin maliyetler olup Pasifik Teknoloji'nin ortaklık oranı olan %55 ile çarpılarak projeksiyona dahil edilmiştir. Buna göre yazılım geliştirme maliyetinin 2025 yılında 26,1 milyon TL olacağı 2029 yılında ise 73,1 milyon TL'ye yükseleceği öngörülmektedir.

Üretim ve teknoloji maliyetleri, Alpin, Deli, Dumrul, Pars ve Merküt giderleri olmak üzere 5 başlıkta tahmin edilmiştir. Titra'nın satış maliyetleri öncelikle dolar olarak hesaplanmış olup sonrasında her yıl için BMD'nin tahmini ortalama Dolar/TL kuru baz alınarak Türk Lirası'na çevrilmiştir. Titra'nın maliyetleri Pasifik Teknoloji'nin ortaklık oranı olan %48,37 ile çarpılarak projeksiyona dahil edilmiştir. Buna göre Titra'da satışların maliyetinin 2025 yılında 450,7 milyon TL olacağı ve 2029 yılında 4,1 milyar TL'ye yükseleceği öngörülmüştür.

Yazılım hizmet maliyetleri ulusal ve global maliyetler olmak üzere 2 başlıkta tahmin edilmiştir. Ulusal maliyetin cironun 2025 yılında %85'i, 2026 yılında %83'ü, 2027 yılında %81 ve 2028-2029 yıllarında %80'i olacağı varsayılmış olup global maliyetlerin cironun 2025-2029 döneminde %45'i olacağı varsayılmıştır. Global maliyetler öncelikle dolar olarak hesaplanmış olup sonrasında her yıl için BMD'nin tahmini ortalama Dolar/TL kuru baz alınarak Türk Lirası'na çevrilmiştir. Proline'nın maliyetleri Pasifik Teknoloji'nin ortaklık oranı olan %51 ile çarpılarak projeksiyona dahil edilmiştir. Buna göre yazılım hizmet maliyetlerinin 2025 yılında 332,4 milyon TL olacağı ve 2029 yılında ise 1,6 milyar TL'ye ulaşacağı öngörülmüştür.

Yukarıdaki varsayımlar sonrası şirketin satışlarının maliyetinin 2025 yılında 3,7 milyar TL olacağı 2029 yılında ise 12,6 milyar TL'ye yükseleceği öngörülmüştür.

Satışların Maliyeti (Mn TL)	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T
1. IT Donanım Hizmet	1.323,6	1.611,8	2.013,6	2.376,3	2.658,8
Yıllık Değişim	5465,9%	21,8%	24,9%	18,0%	11,9%
2. Siber Güvenlik	930,4	1.189,7	1.466,5	1.748,2	2.036,5
Yıllık Değişim	47,1%	27,9%	23,3%	19,2%	16,5%
3. Yazılım	90,0	13,7	15,7	17,6	19,4
Yıllık Değişim	101,2%	-84,8%	15,0%	12,3%	9,8%
4. Altyapı Hizmetleri	557,7	824,2	1.167,1	1.619,6	2.201,0
Yıllık Değişim	78,0%	47,8%	41,6%	38,8%	35,9%
5. Yazılım Geliştirme (Icredible)	26,1	35,6	48,9	66,5	73,1
Yıllık Değişim	1149,2%	36,4%	37,6%	36,0%	9,9%
6. Üretim & Teknoloji	450,7	1.731,6	2.802,0	3.350,2	4.068,3
Yıllık Değişim	4214,0%	284,2%	61,8%	19,6%	21,4%
7. Yazılım Hizmet	332,4	1.036,2	1.530,4	1.310,7	1.560,2
Yıllık Değişim	-72,3%	211,8%	47,7%	-14,4%	19,0%
Toplam Satışların Maliyeti	3.710,8	6.442,7	9.044,2	10.489,2	12.617,2
Yıllık Değişim	66,6%	73,6%	40,4%	16,0%	20,3%

4.3. Faaliyet Giderleri & FAVÖK Projeksiyonu

Faaliyet giderleri, genel yönetim, pazarlama ve ARGE giderleri olmak üzere 3 başlıkta tahmin edilmiştir.

Genel yönetim ve ARGE giderlerinin 2025 yılında sırasıyla 383 milyon TL ve 106 milyon TL olacağı varsayılmış olup 2026-2029 döneminde her yıl BMD'nin tahmini yıllık ortalama enflasyonuna ek olarak cirodaki artışın %20'si kadar daha artacağı varsayılmıştır.

Pazarlama giderlerinin 2025 yılında 41 milyon TL olacağı varsayılırken 2026-2029 döneminde her yıl ilgili yılın cirosundaki artış oranı kadar artacağı varsayımıyla hesaplanmıştır.

2030 ve 2031 yıllarında faaliyet giderlerinin sırasıyla %10 ve %7,5 artacağı varsayılırken 2032 yılında %5 artırılarak uç değer öncesi normalizasyon sağlanmaya çalışılmıştır.

Yukarıdaki varsayımlar sonrası faaliyet giderlerinin 2025 yılında 529,4 milyon TL olacağı, 2029 yılında 1,5 milyar TL'ye yükseleceği ve 2032 yılında ise 1,88 milyar TL olacağı öngörülmüştür.

Faaliyet Giderleri (Mn TL)	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T
Genel Yönetim Giderleri	383	570,3	743,0	881,3	1.027,4
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>220,4%</i>	<i>49,0%</i>	<i>30,3%</i>	<i>18,6%</i>	<i>16,6%</i>
Pazarlama Giderleri	41	87,0	134,9	165,1	206,9
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>32,9%</i>	<i>111,9%</i>	<i>54,9%</i>	<i>22,4%</i>	<i>25,4%</i>
Araştırma & Geliştirme Giderleri	106	157,4	205,1	243,2	283,5
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>361,8%</i>	<i>49,0%</i>	<i>30,3%</i>	<i>18,6%</i>	<i>16,6%</i>
Toplam Faaliyet Giderleri	529,4	814,7	1.082,9	1.289,6	1.517,9
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>205,6%</i>	<i>53,9%</i>	<i>32,9%</i>	<i>19,1%</i>	<i>17,7%</i>
<i>Ciroya Oranı</i>	<i>10,1%</i>	<i>7,3%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,1%</i>	<i>5,7%</i>

Şirketin faaliyet karının 2025 yılında 859,4 milyon TL olacağı 2030 yılında ise 13 milyar TL'ye yükseleceği hesaplanmaktadır. Faaliyet kâr marjının 2025 yılında %16,4 olacağı, 2029 yılında %44,7 seviyesine kadar yükseleceği, 2030 ve sonrasında ise projeksiyon dönemi boyunca %44,8 olması beklenmektedir.

Şirket'in 2025 yılında 1 milyar TL FAVÖK elde edeceği 2029 yılında ise 12,3 milyar TL FAVÖK üreteceği hesaplanmaktadır. FAVÖK marjının 2025 yılında %19,3 olacağı sonrasında kademeli olarak artarak 2029 yılında %46,6'ya yükseleceği öngörülmektedir. 2030 yılı ve sonrasında ise projeksiyon dönemi boyunca FAVÖK marjının 2029 yılı FAVÖK marjı olan %46,6 seviyesinde sabit kalacağı varsayımıyla FAVÖK hesaplaması yapılmıştır. Buna göre şirketin 2030 yılında 13,6 milyar TL FAVÖK üreteceği 2032 yılında ise FAVÖK'ünün 15,3 milyar TL'ye ulaşacağı öngörülmüştür.

4.4. Kurumlar Vergisi

Faaliyet karı üzerinden kurumlar vergisi hesaplanmış olup Şirket'in 2024 Şubat ayında halka arz olması nedeniyle 5 yıl boyunca 2 puanlık vergi avantajı dikkate alınarak 2025-2028 yıllarında %23 ve 2029-2032 yıllarında %25 kurumlar vergi oranıyla vergi hesaplanarak nakit akımlarından düşülmüştür.

4.5. İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Şirketin işletme sermayesi hesaplanırken geçmiş dönemde gerçekleşen gün süreleri incelenmiş ve 2025-2029 dönemi boyunca alacaklarını 120 günde tahsil edeceği, stok gün süresinin 30 olacağı, borçlarını 120 günde ödeyeceği ve alınan avans gün süresinin 63 gün olacağı varsayılmıştır. 2030-2032 döneminde ise her yıl cironun %4'ü kadar işletme sermayesine ihtiyaç duyacağı varsayımıyla işletme sermayesi hesaplanmıştır. Her yıl için gereken ilave işletme sermayesi nakit akımlarından düşülmüştür.

Pasifik Teknoloji İndirgenmiş Nakit Akımları												
Mn TL	2022	2023	2024	6A25	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T
Ticari Alacak+Müşteri Sözleşmeleri	724,9	460,5	469,2	901,5	1.727,0	3.658,8	5.668,1	6.938,4	8.698,4			
Stok + Peşin Ödenmiş Giderler	169,2	49,5	1.083,3	2.031,9	305,0	529,5	743,4	862,1	1.037,0			
Ticari Borç	318,7	276,1	473,1	1.299,5	1.220,0	2.118,1	2.973,4	3.448,5	4.148,1			
Alınan Avanslar	534,3	167,1	260,1	444,9	900,6	1.907,9	2.955,7	3.618,1	4.535,8			
İşletme Sermayesi	41,1	66,7	819,2	1.189,0	-88,5	162,3	482,4	734,0	1.051,5	1.156,6	1.243,4	1.305,5
İşletme Sermayesi/Gelir	3,3%	5,3%	68,3%	44,2%	-1,7%	1,5%	2,8%	3,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
NİS Değişimi		25,6	752,5	369,8	-907,8	250,8	320,1	251,6	317,5	105,1	86,7	62,2
Ticari Alacak Gün Süresi	211,8	132,9	142,8	122	120	120	120	120	120			
Peşin Ödenmiş Giderler Gün Süresi	56,0	15,2	330,2	303	30	30	30	30	30			
Ticari Borç Gün Süresi	105,5	84,5	144,2	194	120	120	120	120	120			
Alınan Avanslar Gün Süresi	156,1	48,2	79,2	60	63	63	63	63	63			

4.6. Yatırım Harcamaları

Şirket yetkilileri tarafından Veri Merkezi yatırımı için 2025 yılında 33,3 milyon dolar ve 2026 yılında 29,99 milyon dolar yatırım yapılacağı varsayımında bulunmuş olup BMD'nin tahmini ortalama Dolar/TL kuru baz alınarak 2025 yılında 1,3 milyar TL ve 2026 yılında 1,6 milyar TL yatırım yapacağı varsayılmıştır. Şirket yetkilileri tarafından başka bir yatırım öngörüsünde bulunulmazken BMD olarak ihtiyatlı tarafta kalmak adına 2027-2030 döneminde her yıl cironun %1'i kadar yatırım yapılacağı 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, 2029-2032 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 değerlendirilmede, %5,5 olarak kabul edilmiştir.

Özsermaye maliyeti için kaldıraçlı beta hesabı yapılmıştır.

Kaldıraçlı Beta = Kaldıraçsız Beta X (1 + (1 – Kurumlar Vergisi Oranı) X Borçlanma Oranı / Özsermaye Oranı)

formülüne göre $0,60 \times (1 + (1 - 0,60) \times 0,25) = 0,84$ hesaplanmaktadır.

Pasifik Teknoloji 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 = Risksiz Getiri Oranı + (Beta X Sermaye Piyasası Risk Primi) + İlave Risk Primi

formülüne göre özsermaye maliyeti 2025 yılı için %51,40 hesaplanırken sonraki yıllarda enflasyon oranında beklenen düşüş neticesinde azalmakta olup uç değer indirgemesinde %21,86 hesaplanmıştır.

Şirket'in borçlanma maliyetinin, risksiz getiri oranının %15 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	2031 T	2032 T	Uç Değer
Risksiz Faiz Oranı	40,66%	26,13%	20,87%	16,24%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	
Kaldıraçsız Beta	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	
Kaldıraçlı Beta	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	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%	2,3%	2,3%	
Özkaynak Maliyeti	51,40%	34,70%	28,65%	23,32%	21,86%	21,86%	21,86%	21,86%	
Kaldıraç Oranı (Borç/(borç+Özkaynak))						29,12%	29,12%	29,12%	
Borçlanma Maliyeti	46,76%	30,05%	24,01%	18,67%	17,25%	17,25%	17,25%	17,25%	
Kurumlar Vergisi Oranı	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	36,00%	23,14%	18,48%	14,38%	12,94%	12,94%	12,94%	12,94%	
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	46,92%	31,33%	25,69%	20,71%	19,26%	19,26%	19,26%	19,26%	
Dönem Ortası İndirgeme Faktörü	1,10	1,15	1,12	1,10	1,09	1,09	1,09	1,09	
Dönem Sonu İndirgeme Faktörü	1,21	1,31	1,26	1,21	1,19	1,19	1,19	1,19	
Kümülatif İndirgeme Faktörü	1,10	1,39	1,78	2,20	2,64	3,15	3,75	4,47	4,8860

4.8. Net Borç

Pasifik Teknoloji'nin 30.06.2025 itibarıyla net borç/nakit hesabı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Net Borç (Nakit), TL	30.06.2025
Nakit ve Nakit Benzerleri	43.230.287
Finansal Yatırımlar	1.790.839.716
Diğer Alacaklar	489.005.764
Diğer Dönen Varlıklar	162.617.575
Finansal Yatırımlar	4.633.624
Diğer Alacaklar	281.096
Kısa Vadeli Borçlanmalar	313.467.295
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	66.978.828
Diğer Borçlar	2.456.199.725

Net Borç (Nakit), TL	30.06.2025
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	18.715.187
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	5.349.609
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	288.325
Uzun Vadeli Borçlanmalar	88.628.696
Diğer Borçlar	146.407.005
Net Borç	605.426.608,0

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 **36.389.446.704 TL** firma değeri hesaplanmıştır. Firma değerinden 605.426.608 TL net borç düşülerek 30.06.2025 itibariyle **35.784.020.096 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır.

Pasifik Teknoloji İNA Değeri, TL	30.06.2025
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	19.464.471.746
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	5,00%
İndirgenmiş Devam Eden Değer	16.924.974.958
Firma Değeri	36.389.446.704
Net Borç (Nakit)	605.426.608
Piyasa Değeri	35.784.020.096

Pasifik Teknoloji İndirgenmiş Nakit Akımları										
Mn TL	6A25	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T	Uç Değer
Yıllık Enflasyon		29,8%	20,4%	15,0%	12,3%	9,8%	9,8%	9,8%	5,0%	
Yıllık Ortalama Enflasyon		33,9%	21,8%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	5,0%	
Net Satışlar	1.346,5	5.253,1	11.128,7	17.240,4	21.104,4	26.457,7	29.103,4	31.286,2	32.850,5	
Yıllık Değişim	130,2%	338,1%	111,9%	54,9%	22,4%	25,4%	10,0%	7,5%	5,0%	
Satışların Maliyeti (-)	1.224,4	3.710,8	6.442,7	9.044,2	10.489,2	12.617,2	14.403,7	15.475,9	16.254,8	
Yıllık Değişim	112,5%	209,8%	73,6%	40,4%	16,0%	20,3%	14,2%	7,4%	5,0%	
Brüt Kar	122,2	1.542,3	4.686,0	8.196,3	10.615,2	13.840,4	14.699,7	15.810,3	16.595,7	
Yıllık Değişim	70,5%	117944,2%	203,8%	74,9%	29,5%	30,4%	6,2%	7,6%	5,0%	
Brüt Kar Marjı	9,1%	29,4%	42,1%	47,5%	50,3%	52,3%	50,5%	50,5%	50,5%	
Faaliyet Giderleri (-)	296,0	529,4	814,7	1.082,9	1.289,6	1.517,9	1.669,7	1.794,9	1.884,6	
Yıllık Değişim	226,8%	162,0%	53,9%	32,9%	19,1%	17,7%	10,0%	7,5%	5,0%	
Ciraya Oranı	21,98%	10,08%	7,32%	6,28%	6,11%	5,74%	5,74%	5,74%	5,74%	
FVÖK	-173,9	859,4	3.595,4	6.645,2	8.834,7	11.826,9	13.030,1	14.015,4	14.711,1	
Yıllık Değişim	112,0%	A.D.	318,4%	84,8%	32,9%	33,9%	10,2%	7,6%	5,0%	
FVÖK Marjı	-12,9%	16,4%	32,3%	38,5%	41,9%	44,7%	44,8%	44,8%	44,8%	
Amortisman	92,9	153,5	275,9	468,1	490,9	495,7	524,8	556,1	588,9	
FAVÖK	-80,9	1.012,9	3.871,3	7.113,4	9.325,6	12.322,6	13.554,8	14.571,4	15.300,0	
Yıllık Değişim	77,0%	A.D.	282,2%	83,7%	31,1%	32,1%	10,0%	7,5%	5,0%	
FAVÖK Marjı	-6,0%	19,3%	34,8%	41,3%	44,2%	46,6%	46,6%	46,6%	46,6%	
Vergi (-)	-40,0	197,7	826,9	1.528,4	2.032,0	2.956,7	3.257,5	3.503,8	3.677,8	
Ticari Alacak+Müşteri Sözleşmeleri	901,5	1.727,0	3.658,8	5.668,1	6.938,4	8.698,4				
Stok + Peşin Ödenmiş Giderler	2.031,9	305,0	529,5	743,4	862,1	1.037,0				
Ticari Borç	1.299,5	1.220,0	2.118,1	2.973,4	3.448,5	4.148,1				
Alınan Avanslar	444,9	900,6	1.907,9	2.955,7	3.618,1	4.535,8				
İşletme Sermayesi	1.189,0	-88,5	162,3	482,4	734,0	1.051,5	1.156,6	1.243,4	1.305,5	
İşletme Sermayesi/Gelir	44,2%	-1,7%	1,5%	2,8%	3,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
NİS Değişimi	369,8	-907,8	250,8	320,1	251,6	317,5	105,1	86,7	62,2	
Ticari Alacak Gün Süresi	122	120	120	120	120	120				
Peşin Ödenmiş Giderler Gün Süresi	303	30	30	30	30	30				
Ticari Borç Gün Süresi	194	120	120	120	120	120				
Alınan Avanslar Gün Süresi	60	63	63	63	63	63				
Yatırımlar	93	1.336,3	1.594,8	172,4	211,0	264,6	291,0	312,9	328,5	
Yatırımlar/Ciro	6,9%	25,4%	14,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Serbest Nakit Akımı	-503,8	386,7	1.198,8	5.092,5	6.831,0	8.783,8	9.901,1	10.668,0	11.231,6	82.695,7
AOSM		46,92%	31,33%	25,69%	20,71%	19,26%	19,26%	19,26%	19,26%	19,26%
İndirgenmiş Nakit Akımları		808,8	863,0	2.853,5	3.107,4	3.330,2	3.147,6	2.843,6	2.510,4	16.925,0

5. PİYASA YAKLAŞIMI: BORSA DEĞERİ

5.1. Genel Varsayımlar

- Değerlemeye konu şirketin piyasa değeri, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görüyor olması göz önünde bulundurularak Borsa Değeri üzerinden hesaplanmıştır.
- 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.
- Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- 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.
- Ekonomik şartlarda kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
- Bu değerlendirme çalışması, bir özel durum tespit (due-dilligence) çalışması değildir.
- Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve raporda belirtilenlerin dışında bu bilgilerin doğruluğu denetlenmemiştir.

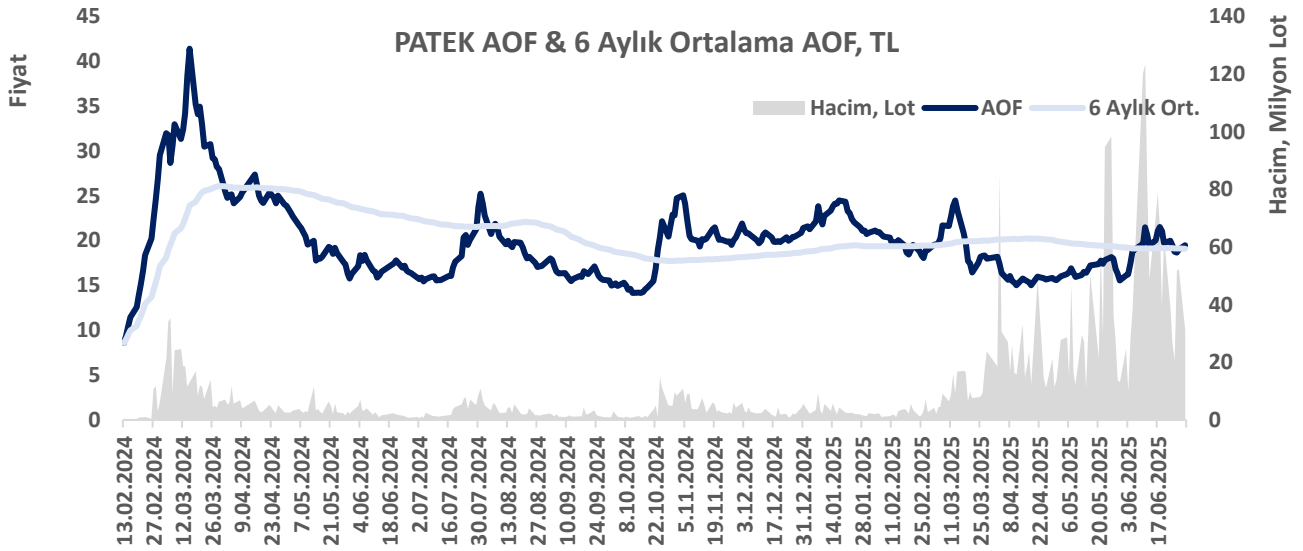
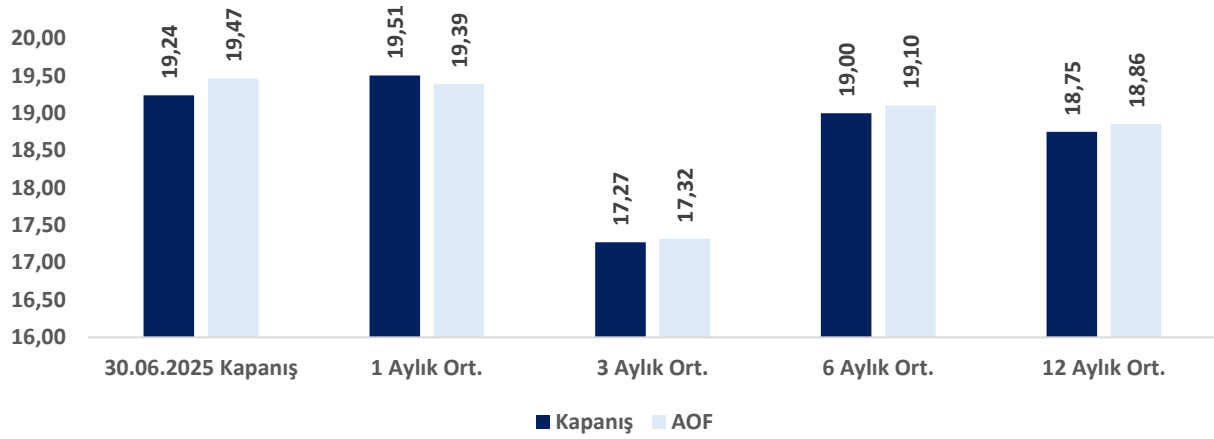
5.2. Borsa Değeri

Şirket'in halka açık olması ve paylarının "PATEK" koduyla Borsa İstanbul'da işlem görmesi göz önünde bulundurularak değerlendirme tarihi olan 30.06.2025 itibarıyla kapanış, 1 aylık ortalama, 3 aylık ortalama, 6 aylık ortalama ve Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarih olan 13.02.2024'ten itibaren ortalama günlük ağırlıklı ortalama fiyatları incelenerek Şirket'in değeri tespit edilmeye çalışılmıştır. Şirket pay senedinin 30.06.2025 itibarıyla 13.02.2024 tarihinden itibaren günlük ağırlıklı ortalama fiyatları (AOF) ile 6 aylık hareketli ortalaması aşağıdaki grafiklerde gösterilmektedir. 30.06.2025 tarihinde PATEK AOF'si 19,47 TL olup son 1 aylık ortalaması 19,39 TL, 3 aylık ortalaması 17,32 TL, 6 aylık ortalaması 19,10 TL ve 12 aylık ortalaması 18,86 TL'dir. **Pasifik Teknoloji'nin borsa değeri güncel finansal gelişmeler, tüketici güven endeksi, kredi faizleri, alternatif getirili enstrümanlar olan mevduat faizi ve tahvil faizlerinden bütün borsa şirketleri gibi etkilenmektedir. Bu sebeple yatırımcı bakış açısı Şirketlerin potansiyelini ve gelecek dönem beklentilerinden oluşacak değerini kısa vadeli fiyatlamalarda her zaman dikkate alamamaktadır.**

Yatırımcıların Şirket özelinde biçmiş olduğu fiyatlamaların değerlendirme tarihi ve 1 aylık ortalama güncel beklentileri yansıttığı düşünülerek 30.06.2025 tarihli piyasa değerine %40, 1 aylık ortalama piyasa değerine %30 ağırlık verilirken orta-uzun vadede oluşan ortalama piyasa değerlerinin de uzun vadeli yatırımcı bakış açısını yansıttığı göz önünde bulundurularak 3 aylık, 6 aylık ve 12 aylık ortalama piyasa değerlerine %10'ar ağırlık verilerek Pasifik Teknoloji'nin Borsa değeri olarak 11.479.783.710 TL takdir edilmiştir. Borsa'da oluşan 30.06.2025 kapanış, son 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 12 aylık ağırlıklı ortalama fiyatlar ile oluşan piyasa değerleri ve ilgili ağırlıklandırmalar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

PATEK Kapanış ve Ortalama Fiyatlara Göre Hesaplanan Piyasa Değeri, TL				
Tarih	Kapanış	AOF	Piyasa Değeri	Ağırlık
30.06.2025 Kapanış	19,24	19,47	11.680.200.000	40%
1 Aylık Ort.	19,51	19,39	11.635.617.799	30%
3 Aylık Ort.	17,27	17,32	10.392.991.012	10%
6 Aylık Ort.	19,00	19,10	11.462.403.367	10%
12 Aylık Ort.	18,75	18,86	11.314.789.327	10%
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		19,13	11.479.783.710	100%

PATEK 30.06.2025 İtibariyle 1-3-6-12 Aylık Kapanış ve AOF Ortalamaları, TL



6. NİHAİ DEĞER

İşbu değerleme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ile Piyasa Yaklaşımı: Borsa Değeri dikkate alınmıştır. Maliyet yaklaşımı (özkaynak veya net aktif değer) şirketin gayrifaal 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.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları metodundan hesaplanan **35.784.020.096 TL değere %60** ağırlık verilirken Borsa Değeri'nden hesaplanan **11.479.783.710 TL değere %40** ağırlık verilerek yatırımcı bakış açısıyla oluşan fiyatlamada nihai değer bir parçası yapılmıştır. **Böylelikle Pasifik Teknoloji için kullanılan metodolojiler ve varsayımlar dahilinde 26.062.325.541 TL nihai piyasa değerine ulaşılmıştır.** Farklı varsayımlar ve ağırlıklandırmalar kullanılması halinde nihai değer değişebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Pasifik Teknoloji Nihai Piyasa Değeri, TL		
Metodoloji	İNA	Borsa Değeri
Hesaplanan Değer	35.784.020.096	11.479.783.710
Ağırlık	60%	40%
Nihai Piyasa Değeri	26.062.325.541	

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 Birliğinin 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 Değerlemelerde 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



Pasifik Madencilik 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 veya Pasifik Madencilik Ticaret A.Ş. arasında sermaye ilişkisi bulunmamaktadır. İş bu rapora eş anlı olarak Pasifik Holding'in ortağı olduğu şirketlere BMD tarafından değerlendirme hizmeti verilmiştir.
- Değerlemeye konu olan "Pasifik Madencilik 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 tarihlerinde değerlendirme hizmeti verilmiş olup değerlendirme raporlarında sırasıyla 886.305.313 TL, 1.046.080.654 TL ve 1.211.154.444 TL piyasa değeri hesaplanmıştır. İş bu raporda tespit edilen 1.242.728.900 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.



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Pasifik Holding A.Ş.'ye

Pasifik Madencilik Ticaret A.Ş. ("Pasifik Madencilik" veya "Şirket") değerini içeren "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 raporu hazırlayan kişilerden 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 Şirket'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, değerlendirilmesi 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 gereken 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 1.351.704.996 TL firma değeri hesaplanmıştır. Firma değerinden 111.913.516 TL kısa vadeli yükümlülükler düşülerek ve 2.937.420 TL dönen varlıklar eklenerek 30.06.2025 itibarıyla 1.242.728.900 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Pasifik Madencilik İNA Değeri, TL	30.06.2025
Firma Değeri	1.351.704.996
Dönen Varlıklar	2.937.420
Kısa Vadeli Yükümlülükler	111.913.516
Piyasa Değeri	1.242.728.900

Nihai Değer Görüşü

Değerleme, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi üzerinden yapılmış olup Şirket için 1.242.728.900 TL piyasa değeri hesaplanmıştır. Değerlemede sadece gelir yaklaşımı İNA metodunun kullanılmasının sebebi Şirket'in yatırım sürecinde olması nedeniyle 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 (özkaynak 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.

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.

Şirket 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 uyumaz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemez değişiklikler 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

  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

İçindekiler

1. ŞİRKET & SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ.....	- 6 -
1.1. Kısaca Pasifik Madencilik	- 6 -
1.2. Sektör Hakkında	- 7 -
2. MALİ VERİLER	- 13 -
2.1. Gelir Tablosu	- 14 -
2.2. Bilanço	- 14 -
3. DEĞERLEME.....	- 16 -
3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar;	- 16 -
3.2. Değerleme Yöntemleri	- 18 -
3.2.1. Maliyet Yaklaşımı.....	- 18 -
3.2.2. Gelir Yaklaşımı	- 18 -
3.2.3. Pazar Yaklaşımı	- 20 -
3.3. İşbu Değerleme Raporunda Kullanılan Yöntemler	- 21 -
4. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI DEĞERLEMESİ.....	- 22 -
4.1. Genel Varsayımlar	- 22 -
4.2. Gelir & Maliyet & FAVÖK	- 22 -
4.3. Kurumlar Vergisi	- 23 -
4.4. İşletme Sermayesi Projeksiyonu	- 23 -
4.5. Yatırım Harcamaları	- 23 -
4.6. İndirgeme Oranı Tespiti - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	- 24 -
4.7. Net Borç	- 24 -
4.8. İNA Değeri	- 25 -
5. NİHAİ DEĞER GÖRÜŞÜ	- 25 -
Ekler	- 26 -
Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı	- 26 -
Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı	- 26 -
Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri	- 26 -
Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ'e Uyum Beyanı	- 27 -
Ek5: Bizim Menkul Değerler Sorumluluk Uyum Beyanı	- 28 -
Ek6: Bizim Menkul Değerler Etik İlkeler'e Uyum Beyanı	- 28 -
Ek7: UMREK Raporu	- 28 -

1. ŞİRKET & SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ

PASİFİKMADEN

1.1. Kısaca Pasifik Madencilik

Pasifik Madencilik Ticaret A.Ş. ("Şirket") Ankara Ticaret Sicilinde 361727 sicil numarasıyla kayıtlı olup Ankara'da kurulmuştur. Şirket 14 Ekim 2013 tarih ve 8425 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde Pasifik Perakende Sinema ve Spor Hizmetleri Anonim Şirketi unvanı ile kurulmuştur. Şirket 2 Kasım 2023 tarih ve 10949 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde tür ve unvan değişikliği yaparak "Pasifik Madencilik Ticaret A.Ş." olarak tescil edilmiştir.

Şirket'in merkezi, Kızılırmak Mah. Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu) Next Level No: 3A İç Kapı No:1 Çankaya/Ankara'da adresinde bulunmaktadır.

Şirketin faaliyet konusu; her türlü maden arama işine, geliştirme ve işletmeye ilişkin faaliyette bulunmak, her türlü maden ve ocağı devir almak, maden ihraç ve ithal etmek, lisanslı alanlarda veya jeofizik arama veya sondaj yapılan benzeri yerlerden her tür maden tetkik işlemi yapmak olarak tanımlanmıştır.

Pasifik Maden öncelikle Türkiye'nin doğal kaynaklarını keşfederek değerlendirmeyi, saklı potansiyelini ortaya çıkarmayı tüm paydaşları için sürdürülebilir değer yaratmayı hedeflemektedir.

Şirketin Sivas'ın Zara, İmranlı ve Suşehri ilçeleri üçgenini sınırları dahilinde 4 adet IV. Grup maden arama ruhsatı bulunmaktadır. Sivas'ta bulunan 3 maden sahasında yapılan karotlu sondaj çalışmaları sonrasında maden varlığı tespit edilmesi üzerine Maden ve Petrol İşleri Genel Müdürlüğü'ne işletme projesi verilmesi için başvuru yapılmıştır. Diğer işlemlerinin devamı için kurumdan onay beklenmektedir.

Erzincan Tercan'da yer alan maden sahasında jeolojik arama ve geliştirme çalışmaları kapsamında anomali değeri gelebilecek bölgelerde kayaç ve soil numuneleri alınma çalışmaları devam etmektedir.

Şirket alanında uzmanlaşmış olan ekibiyle hızla büyürken, madencilikteki en son teknolojileri ve en iyi uygulamaları kullanarak performansını sürekli iyileştirmeyi, sürdürülebilir verimlilik sağlamayı, aynı zamanda yatırım yaptığı bölgedeki toplulukları ve çevreyi korumayı da amaçlamaktadır. Ayrıca, ISG Belgesi kapsamında çalışanlarını korumak için riskleri minimuma indiren sağlıklı iş ortamları sağlamaktadır.

Şirketin devraldığı maden arama ruhsatlarının yanı sıra yeni arama ve işletme ruhsatlarını da hızla tamamlayarak doğal zenginlikleri ülkemize ve ekonomiye kazandırmaya çalışmaktadır.



Madenköy Polimetal Projesinin Şirkete Geçiş Sürecindeki Denetim Aşamasından

UMREK RAPORU

16 Temmuz 2024 tarihinde Şirket'in Sivas Maden Köy PB-Zn Projesi için "UMREK Maden Kaynakları ve Arama Hedefleri Raporu" Caka Madencilik bünyesinde Oğuz Turunç yetkin kişisi tarafından Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Komisyonu (UMREK) Raporu hazırlanmıştır. İlgili rapor işbu değerleme raporunun bir eki olup özetle Maden Köy Projesi'nde Mümkün Rezervin 3,05 milyon ton Tüvenan cevheri içerisinde %0,81 oranında 25 bin ton Pb (kurşun) madeni ve %1,26 oranında 38 bin ton Zn (çinko) madeninin mümkün rezerv olduğu ifade edilmiştir. Yine aynı raporda arama hedefleri belirtilmiş olup toplamda 2,56 – 6,59 milyon ton tüvenan rezerv içerisinde %0,84-%1,27 oranında Pb ve %1,25-%1,27 oranında Zn olabileceği belirtilmiş olmasına rağmen "Bir Maden Kaynağını tahmin etmek için yeterli arama faaliyeti tamamlanmamış olup ilgili potansiyelin Maden

Kaynağına dönüşüp dönüşmeyeceği belirsizdir” ifadesi de eklenmiştir. Arama Hedefleri çalışmaları sırasında fark edilen bir diğer husus ise, sondajlara ait analiz sonuçlarında belirlenen Cu (Bakır) ve Ag (Gümüş) anomalileridir. Bahsi geçen anomaliler, belirli sondajların belirli aralıklarında münferit olarak bulunsun da, analiz sonuçlarında görülen değerler göz ardı edilemeyecek kadar yüksektir. Cu ve Ag için hem kaynak zonunda hem de arama hedefleri zonunda gözlemlenen yüksekliklerin bulunması, ekonomik olarak değeri olabilecek olası bir Cu ve Ag zenginleşmesine karşılık bölgede yapılan sondajlarda Cu ve Ag arama faaliyetleri de göz önünde bulundurulmasını gerektirmektedir.

İşbu değerleme raporunda UMREK raporunda tespit edilen mümkün rezervler dikkate alınmış olup arama hedefleri verilen cevherleşme alanlarındaki potansiyel Pb ve Zn ile Cu ve Ag anomalileri dikkate alınmamıştır. Sonraki dönemlerde yapılacak çalışmalarda ilave rezervlerin çıkma olasılığı bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Şirketin 16.01.2024 tarihinde tescil edilen ve 16.01.2024 tarihli ve 11001 sayılı Türk Ticaret Sicil Gazetesine göre sermayesi beheri 1 TL değerinde 25.000.000 adet paya ayrılmış toplam 25.000.000 TL değerindedir. Bu payların tamamı nama yazılıdır. 25.000.000 adet paya karşılık olan 25.000.000 TL’si Pasifik Holding A.Ş.’ne aittir. Eski sermayenin tamamı ödenmiş olup bu defa arttırılan 22.000.000 TL ortaklara borçlar (331) cari hesabından karşılanmıştır.

Şirket, 04.03.2024 tarihinde tescil edilen ve 04.03.2024 tarihli ve 11035 sayılı Türk Ticaret Sicil Gazetesine göre Şirketin tek pay sahipliği durumu sona ermiştir.

Pasifik Madencilik Ticaret A.Ş. Ortaklık Yapısı		
Ortak	Sermaye (TL)	Oran
Pasifik Holding A.Ş.	17.500.000	70%
Diğer	7.500.000	30%
Toplam	25.000.000	100%

1.2. Sektör Hakkında

Madencilik Sektörü

İnsan ve toplum hayatında vazgeçilmez bir yer tutan “Madencilik” sektörü, tarih boyunca gelişmiş ülkelerin sahip oldukları teknoloji ve refah düzeyine ulaşmalarında en etkin rol oynayan faktörlerden biri olmuştur. Madencilik, özellikle tarım ile birlikte toplumların hammadde ihtiyaçlarını sağlayan iki temel üretim alanından birisi konumundadır. Doğal kaynaklarını etkin bir biçimde kullanan gelişmiş ülkeler, var olan ekonomik güçlerini büyük anlamda buna borçludur. Sektör gerek ekonomiye doğrudan yaptığı katkılar gerekse ekonominin diğer alanlarına, özellikle imalat sektörüne sağladığı girdiler nedeniyle özel bir öneme sahiptir. Sektörler arasında en yüksek katma değer ve istihdam yaratma kapasitesine sahip olan madencilik sektörü, daha çok kırsal alanlara yakın yerlerde gerçekleştirildiği için kente olan göçü önlemekte ve bölgesel kalkınmayı da hızlandırmaktadır.

Dünya maden rezervlerinde önemli payları olduğu gibi dünya maden üretiminde de rol oynayan ülkelerin başında ABD, Çin, Güney Afrika, Kanada, Avustralya ve Rusya gelmektedir. Bunun yanı sıra maden grubuna girmeyen petrol üretiminde Suudi Arabistan, Kuveyt, İran, Rusya ve Türk Cumhuriyetleri önemli rezervlere sahiptir. Dünya ticaretinde madencilik ürünleri arasında ihracat değerlerine göre ham petrol, demir dışı metaller ve endüstriyel mineraller önemli yere sahiptir. Dünya ticaret rakamları incelendiğinde çelik, bakır, kurşun ve kalay gibi geleneksel metallerin kullanımı düşerken, ileri seramik malzemeleri, plastik ve polimer kökenli malzemeler gibi yüksek teknoloji malzemelerinin kullanımının giderek arttığı görülmektedir. Sektör birçok endüstrinin ilk tedarikçisi konumunda olması sebebiyle küresel ekonominin temel taşlarından biridir. Örneğin dünya ekonomisinin lokomotif konumundaki ABD’de maden ve madencilığa dayalı sanayilerin toplam üretimi 27,6 milyar dolar olup ABD ekonomisine sağladığı toplam katma değer 2,28 trilyon dolara kadar ulaşmaktadır. Yine dünya madencilğinde önemli bir yeri olan Kanada’da ise toplam madencilik üretimi 2009 yılında 45,3 milyar dolar civarında olup, sektörden elde edilen vergi geliri ise yıllık 13,5 milyar dolar civarındadır. Ekonomiye sağladığı katkılar açık olan madencilik sektörüne; yatırımcıların ilgisi de her geçen gün artmaktadır. Maden arama faaliyetlerine en çok yatırım yapan ülkelerin başında Kanada, Avustralya ve ABD gelmektedir. Sektör fiyatları, metal ve mineral pazarlarındaki arz ve talebe dayalı olarak dönemsel hareket etmektedir. 2001’den beri özellikle Çin, Brezilya ve Hindistan gibi büyümekte olan ekonomilerdeki yüksek talep düzeyleri, küresel madencilik endüstrisinin yoğun büyüme sürecinin arkasındaki itici güç olmuştur. Bu güçlü talep artışına dayalı olarak metal fiyatlarında da 2002–2008 yılları arasındaki önemli artışlar gerçekleşmiştir. Nitekim dünyanın 40 büyük

madencilik Şirketi ile gerçekleştirilen bir araştırmada; özellikle 2006 yılında maden sektöründe faaliyet gösteren firmaların karlarının rekor bir düzeye ulaştığı ve piyasa değerlerinin de ciddi oranda arttığı görülmüştür. Bütün bu olumlu gelişmeler 2008 yılı sonlarına doğru etkisini artıran küresel kriz nedeniyle durma noktasına gelirken, 2009 yılından itibaren dünya ekonomisinin düzelmeye hızına ve talebin artmasına bağlı olarak sektörün tekrar bir düzelmeye sürecine girdiği gözlemlenmiştir.

Türkiye’de Madencilik

2024 yılında 262,3 milyar USD olarak gerçekleşen ülkemiz toplam ihracatından %2,7 pay alan madencilik sektörü ihracatı, bir önceki yıla göre %4,6’lık artışla 6 milyar USD olarak gerçekleşmiştir.

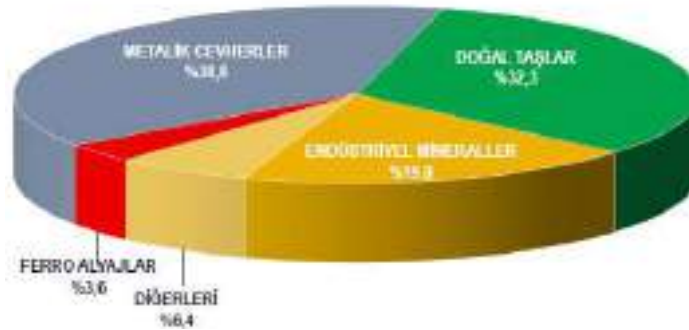
Türkiye İhracatı ile Maden İhracatının Karşılaştırılması (1.000 USD)

	2020	2021	2022	2023	2024
Toplam İhracat (1000 FOB USD)	169.514.167	225.367.676	254.209.535	255.808.922	261.925.235
Maden İhracatı (1000 FOB USD)	4.272.391	5.930.165	6.469.002	5.748.304	6.011.734
Maden İhracatı Payı (%)	2,5	2,6	2,5	2,6	2,7

Kaynak: Türkiye İhracatçıları Meclisi (TİM)

2024 yılında en fazla ihraç edilen maden ürün grupları arasında metalik cevherler 12 milyon ton ve 2,3 milyar USD ile ilk sırada yer alırken bu ürün grubunu 6,1 milyon ton ve 1,9 milyar USD ile Doğal Taşlar, 11,9 milyon ton ve 1,1 milyar USD ile endüstriyel mineraller, 94,8 bin ton ve 214,5 milyon USD ile ferro alyajlar, 546,5 milyon ton ve 78,9 milyon USD ile mineral yakıtlar ile diğer ürünlerin ihracatı takip etmektedir.

2024 Yılı Maden Türkiye’de İhracatının Mal Gruplarına Göre Payları (%)



Kaynak: İMMİB

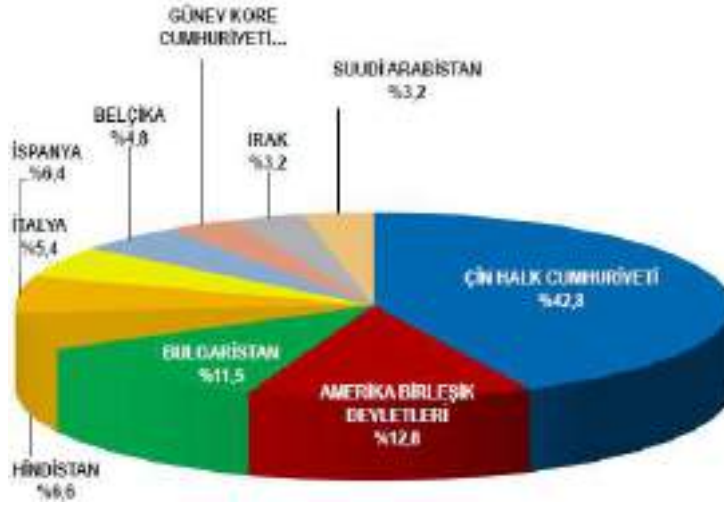
Bu dönemde işlenmiş mermer 1,82 milyon ton ve 907,6 milyon USD ile 2024 yılında toplam maden ihracatımız içinde en fazla ihraç edilen ürün olurken; bakır cevherleri 47 milyon ton ve 663,6 milyon USD ile ikinci; blok mermer - traverten 3.168,17 milyon ton ve 616,07 milyon USD ile üçüncü; krom cevherleri 1.370,36 milyon ton ve 404,56 milyon USD ile dördüncü; çinko cevherleri ise 744,7 milyon ton ve 402,35 milyon USD ile beşinci sırada yer almıştır.

Çin Halk Cumhuriyeti, Hindistan, Güney Kore, Japonya, Endonezya gibi ülkelerin yer aldığı Diğer Asya ülkeleri 2,3 milyar USD ile 2024 yılında maden ihracatımızın en fazla yapıldığı ülke grupları arasında ilk sırada yer alırken, bu ülkelere yönelik ihracatımızda 2023 yılının eş dönemine göre değerinde %8,1 oranında bir artış gözlenmiştir. Avrupa Birliği ülkeleri 1,8 milyar USD ile ikinci (%12,1 artış), Kuzey Amerika 534,6 milyon USD ile (%2,5 artış) üçüncü, Yakın, Orta Doğu Asya ülkeleri 509,9 milyon USD ile dördüncü (%14,7 azalış), Diğer Avrupa ülkeleri 312,8 milyon USD ile (%2,3 artış) beşinci sırada yer almıştır.

2024 yılında maden ihracatının gerçekleştirildiği önemli ülkeler arasında, Çin Halk Cumhuriyeti (ÇHC) 1,7 milyar USD ile ilk sırada yer alırken, bu ülkeye olan ihracatımızda bir önceki yılın aynı dönemine oranla %5,2 oranda artış kaydedilmiştir.

Çin’i sırasıyla, 506,4 milyon USD ile ABD (%2,96 artış), 455,7 milyon USD ile Bulgaristan (%56,3 artış), 259,2 milyon USD ile Hindistan (%1,5 artış), 250,1 milyon USD ile İspanya (%23,9 artış) ve 213,7 milyon USD ile İtalya (%4,2 azalış) takip etmiştir.

2024 Yılı Maden İhracatımızda İlk 10 Ülke (%)



Kaynak: İMMİB

2024 yılında doğal taş ihracatımız 2023 yılına göre değerinde de %0,2 oranında artış kaydederek, 6,1 milyon ton karşılığı 1,9 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Aşağıda bulunan grafikte, son 10 yılda gerçekleşen doğal taş ihracatımız gösterilmektedir.

Dünya doğal taş ticareti potansiyelinin büyük bir kısmını oluşturan işlenmiş doğal taş ürünleri 2023 yılında, doğal taş ihracatımızdan yaklaşık %46,3 pay alırken, blok ürünler ise %34,4 pay almıştır.

Söz konusu dönemde, doğal taş ihracatının yapıldığı ülkelerin başında 432,1 milyon USD ile Çin Halk Cumhuriyeti gelmektedir. Bu ülkeye olan ihracatımızda bir önceki yılın aynı dönemine oranla %11,2 oranında artış kaydedilmiştir. Çin Halk Cumhuriyeti'ni sırasıyla 389,4 milyon USD ile ABD, 145,3 milyon USD ile Hindistan, 116,2 milyon USD ile Suudi Arabistan ve 103,4 milyon USD ile Irak izlemektedir.

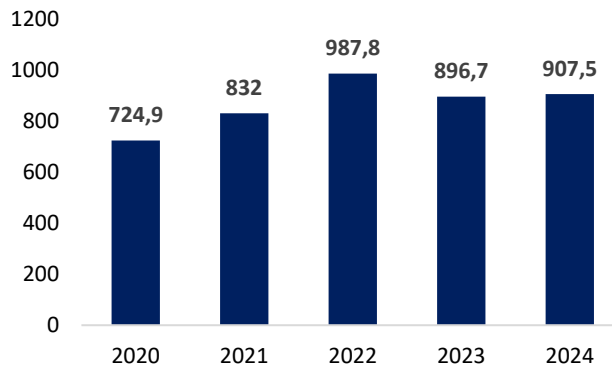
Ürün Bazında İnceleme (İlk 10 Ürün)

İşlenmiş Mermer

2024 yılında işlenmiş mermer ihracatımız bir önceki yılın aynı dönemine göre miktarda %3,28 azalış gösterirken değerinde ise %1,21 oranında artış göstererek 1,82 milyon ton karşılığı 907,6 milyon USD olarak gerçekleşmiştir.

İşlenmiş Mermer ihracatımızda Amerika Birleşik Devletleri 290,87 milyon USD ile (%10,14 artış) ilk sırada yer alırken, bu ülkenin ardından 96,1 milyon USD ile (%1,66 azalış) Irak, 89,5 milyon USD ile (%12,11 azalış) Suudi Arabistan gelmekte, bu ülkeleri sırasıyla Birleşik Arap Emirlikleri, Libya ve Avustralya takip etmektedir.

Son 5 Yıllık İşlenmiş Mermer İhracatımız (Milyon USD)



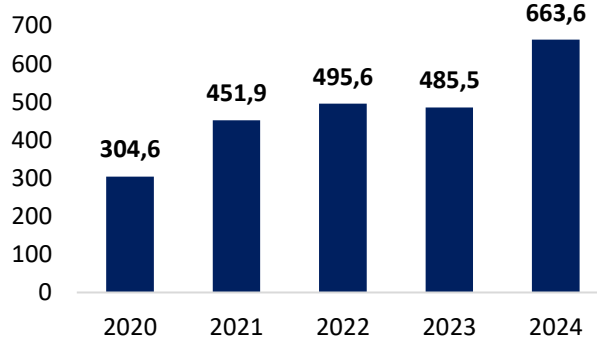
Kaynak: İMMİB

Bakır Cevherleri

2024 yılında bakır cevherleri ihracatımız bir önceki yılın aynı dönemine göre miktarda %18,67 ve değerde %36,67 oranında artış göstererek 473,48 bin ton karşılığı 663,6 milyon USD olarak gerçekleşmiştir.

Bakır Cevherleri ihracatımızda Bulgaristan 388,2 milyon USD ile (%71,15 artış) ilk sırada yer alırken, bu ülkenin ardından 251,37 milyon USD ile (%10,52 artış) Çin Halk Cumhuriyeti, 19,15 milyon USD ile (%55,98 artış) Almanya gelmekte; bu ülkeleri sırasıyla Malezya, Hong Kong ve İtalya takip etmektedir.

**Son 5 Yıllık Bakır Cevherleri İhracatımız
(Milyon USD)**



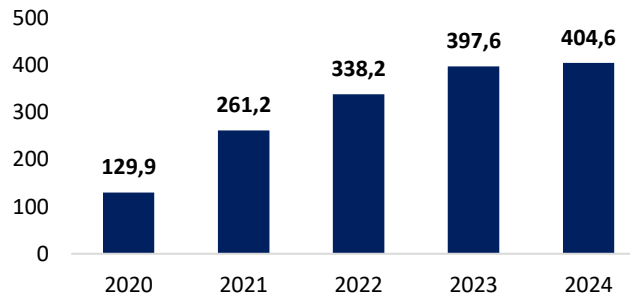
Kaynak: İMMİB

Krom Cevherleri

2024 yılında krom cevherleri ihracatımız bir önceki yılın aynı dönemine göre miktarda %6,33 azalış gösterirken değerde ise %1,75 oranında artış göstererek 1,37 milyon ton karşılığı 404,56 milyon USD olarak gerçekleşmiştir.

Krom Cevherleri ihracatımızda Çin Halk Cumhuriyeti 305,63 milyon USD ile (%93 artış) ilk sırada yer alırken, bu ülkenin ardından 41,34 milyon USD ile (%26,41 azalış) İsveç, 32,13 milyon USD ile (%77,69 artış) Endonezya gelmekte; bu ülkeleri sırasıyla Belçika, Gürcistan ve Almanya takip etmektedir.

Son 5 Yıllık Krom Cevheri İhracatımız (Milyon USD)



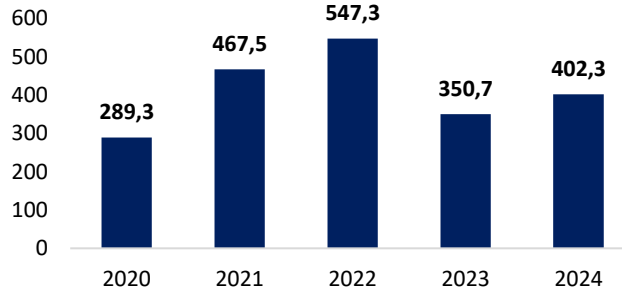
Kaynak: İMMİB

Çinko Cevherleri

2024 yılında çinko cevherleri ihracatımız bir önceki yılın aynı dönemine göre miktarda %12,88 azalış gösterirken değerde ise %14,73 oranında artış göstererek 744,7 bin ton karşılığı 402,35 milyon USD olarak gerçekleşmiştir.

Çinko Cevherleri ihracatımızda Belçika 145,84 milyon USD ile (%52,7 artış) ilk sırada yer alırken, bu ülkenin ardından 48,92 milyon USD ile (%40,7 artış) Güney Kore Cumhuriyeti, 43,85 milyon USD ile (%34,94 artış) Çin Halk Cumhuriyeti yer almakta; bu ülkeleri sırasıyla İran (İslam Cum.), İspanya ve Finlandiya takip etmektedir.

**Son 5 Yıllık Çinko Cevherleri İhracatımız
(Milyon USD)**



Kaynak: İMMİB

Endüstriyel Hammaddeler

2023 yılı endüstriyel hammadde ihracatı toplamda 2022 yılına göre %19,80 oranındaki düşüş ile 1.191.692.652\$ olarak gerçekleşmiştir. Bu madenlerden başlıcalarının ihracat değeri; tuzlar 70,90 milyon \$, kükürt 61,54 milyon \$, kuvars 36,71 milyon \$, bentonit 162,71 milyon \$, barit 38,75 milyon \$, pomza 31 milyon \$ manyezit 82,25 milyon \$, alçıtaşı 88,44 milyon \$, tabii boratlar ve konsantreleri 190,51 milyon \$, feldispat 242,72 milyon \$, perlit 39,49 milyon \$, kıymetli taşlar 26,56 milyon \$'dır.

Endüstriyel Hammaddeler İhracatı Yapılan Ülkeler (2023)

Ülkeler	İhracat Miktar (Ton)	İhracat Değer (\$)
İtalya	2.880.376	134.959.715
İspanya	1.645.803	110.385.279
Çin	431.840	102.835.890
Rusya Federasyonu	690.092	60.605.249
Hindistan	251.460	51.883.433
Avusturya	135.671	49.122.543
Hollanda	444.380	45.916.780
ABD	509.866	39.676.949
Nijerya	480.844	39.277.613
Diğer Ülkeler (182*)	7.481.893	557.029.201
Genel Toplam	14.952.225	1.191.692.652

Kaynak: TÜİK, 2024 *Ülke sayısıdır.

Enerji Hammaddeleri: 2023 yılı enerji hammaddeleri ihracatı toplamda 2022 yılına göre %24,89 oranında düşerek 136.796.795\$ olarak gerçekleşmiştir. Bu madenlerden başlıcalarının ihracat değeri, taşkömürü 59,70 milyon \$, linyit 2,08 milyon \$, koklaşabilir kömürler 70 milyon \$'dır.

Enerji Hammaddeleri İhracatı Yapılan Ülkeler (2023)

Ülkeler	İhracat Miktar (Ton)	İhracat Değer (\$)
Romanya	56.403	24.181.835
Bulgaristan	125.013	22.471.216
Belçika	68.511	17.820.108
Yumurtalık Serbest Bölgesi	78.565	10.286.053
Hırvatistan	59.496	8.028.484
Yunanistan	50.870	6.025.031
İtalya	26.922	5.929.488
Hollanda	23.995	5.365.397
Lübnan	28.974	3.890.721
Diğer Ülkeler (93*)	146.237	32.798.462
Genel Toplam	664.986	136.796.795

Kaynak: TÜİK, 2024 *Ülke sayısıdır.

Doğal Taşlar: 2023 yılı doğal taş ihracatı toplamda önceki yıla göre %7,92 oranında düşüş göstererek 1.944.308.817\$ olarak gerçekleşmiştir. Bu madenlerden başlıcalarının ihracat değeri, ham blok ve plakalar halinde mermer ve traverten 673,37 milyon \$, işlenmiş mermer 1,08 milyar \$, işlenmiş traverten 106,11 milyon \$, yontulmaya ve inşaat elverişli diğer taşlar 51,25 milyon \$'dır.

Metalik Cevherler: 2023 yılı metalik cevherler ihracatı toplamda önceki yıla göre %9,28 oranındaki düşüş ile 1.982.647.901\$ olarak gerçekleşmiştir. Bu madenlerden başlıcalarının ihracat değeri, demir cevheri 211,97 milyon \$, bakır cevheri 487,22 milyon \$, krom cevheri 397,50 milyon \$, kurşun cevheri 193,85 milyon \$, diğer kıymetli metal cevherleri ve zenginleştirilmiş kıymetli metal cevherleri 168,15 milyon \$'dır.

Maden İthalatı

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre 2023 yılında 339.053.071.567\$ olan ülkemiz toplam ithalatından %2,36 oranında pay alan madencilik sektörü ithalatı, 2022 yılına göre %31,11 oranında azalarak 8.028.131.768\$ olarak gerçekleşmiştir.

Maden ithalatının %75,13'si enerji hammaddeleri, %15,17'si metalik cevherler, %8,51'i endüstriyel hammaddeler ve %1,19'u doğal taşlardan oluşmaktadır. 2023 yılında en fazla ithal edilen maden grubu 41,19 milyon ton ve 6 milyar \$ ile enerji hammaddeleri olmuştur. Bu maden grubunu sırasıyla 9 milyon ton ve 1,2 milyar \$ ile metalik cevherler, 3 milyon ton ve yaklaşık 683 milyon \$ ile endüstriyel hammaddeler ve 304 bin ton ve 95,8 milyon \$ ile doğal taşlar takip etmiştir.

Taşkömürü 40 milyon ton ve 5,7 milyar \$ ile 2023 yılında toplam maden ithalatı içinde en fazla ithal edilen maden olmuştur. Demir cevheri 8,47 milyon ton ve 1,06 milyar \$ ile ikinci sırada yer almıştır.

Diğer madenler ise sırasıyla;

- Koklaşabilir kömürler 911 bin ton ve 284 milyon \$,
- Kıymetli taşlar (süs taşları) 67 ton ve 149 milyon \$,
- Fosfatlar 746 bin ton ve yaklaşık 99 milyon \$,
- Kaolin ve Kaolinli killeri 361 bin ton ve 89 milyon \$ ile altıncı sırada yer almıştır.

2023 yılında madencilik sektörü ithalatının gerçekleştirildiği önemli ülkeler arasında olan Rusya Federasyonu 3,7 milyar \$ ve %46,15 pay oranı ilk sırada yer alırken, bu ülkeden yapılan ithalat 2022 yılının aynı dönemine göre %14,85 oranında düşüş kaydetmiştir.

Rusya Federasyonu'nu sırasıyla;

- 820 milyon \$ ile Kolombiya (2022 yılına göre %68,06 düşüş),
- 797 milyon \$ ile Avusturalya (2022 yılına göre %24,58 düşüş),
- 577 milyon \$ ile Brezilya (2022 yılına göre %12,77 artış),
- 403 milyon \$ ile ABD (2022 yılına göre %36,60 düşüş),
- 237 milyon \$ ile İsveç (2022 yılına göre %24,27 düşüş),
- 177 milyon \$ ile Hindistan (2022 yılına göre %44,23 düşüş),
- 163 milyon \$ ile Kırgızistan (2022 yılına göre %6576,82 artış) takip etmiştir.

Madencilik sektörü, gelişmiş ülkelerin kalkınmalarında rol oynayan en önemli sektörlerden birisi konumundadır. Madencilik, özellikle tarım ile birlikte toplumların hammadde ihtiyaçlarını sağlayan iki ana üretim alanından birisi olarak gelişmiş ülkelerin kalkınmasında ihtiyaç duyulan temel itici güçlerden birisi olmuştur. Genellikle ülkelerin maden tüketimi ile gelişmişlik düzeyleri arasında doğrudan bir ilişki olduğu gözlemlenmekte olup, gelişmiş ülkelerin var olan ekonomik güçlerine sahip olmalarında, doğal kaynakları etkin bir şekilde kullanmalarının büyük rol oynadığı görülmektedir. Madencilik, istihdam oluşturmada; enerji ihtiyacını karşılamada, hizmetler, imalat ve yan sanayi sektörlerini teşvik etmesi; bölgesel kalkınmayı ön plana çıkarması ve ülkeye döviz sağlaması açısından ayrıca bir öneme sahiptir.

Bu nedenledir ki ülkemizde de madencilik sektörünün yeri ve önemi gün geçtikçe artmakta, konuya ilişkin yapılan yeni düzenleme ve girişimler, sektörün gelişmesine katkı sağlamaktadır. Tüm bu gelişme ve gayretlere rağmen, bugün itibarıyla madencilik sektörü, ülkemizin kalkınmasına yapabileceği büyük katkısı kendisinden beklenen düzeyde sağlayamaz durumdadır. Kaldı ki ülkemizdeki madencilik faaliyetleri üretim, finansman olanakları, yetişmiş insan gücü, bilgi ve tecrübe birikimi, verimlilik, ölçek ekonomisi ve teknoloji gibi kriterler açısından değerlendirildiğinde, dünyadaki madencilik konusunda gelişmiş ülkelerle henüz rekabet edecek düzeyde bulunmamaktadır. Ülkemiz madenciliğinin ekonomimize katkısının artırılması, istikrarlı bir büyümenin sağlanması ve istihdamın artırılması gibi sosyal yararların elde edilmesi için, arama ve işletme süreçleri başta olmak üzere tüm madencilik yatırımları ve faaliyetleri daha fazla teşvik edilmelidir. Ayrıca ülkemizin madencilik

geleceği açısından, çıkarılan madenlerin herhangi bir katma değer eklenmeksizin doğrudan satışa konu edilmesinden ziyade katma değeri yüksek madencilik ürünlerinin üretilmesine ve işlenmiş ürün kapasitesinin, ürün çeşitliliğinin ve ürün kalitesinin geliştirilmesine yönelik entegre madencilik yatırımların desteklenmesine önem verilmesi gerekmektedir.

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

Pasifik Maden'in 2025 yılının ilk yarısında cirosu bulunmamaktadır. 4,02 milyon TL genel yönetim gideri, 105.437 TL esas faaliyetlerden diğer geliri ve 1.682 TL esas faaliyetlerden diğer gideri bulunan Şirket, 3,92 milyon TL esas faaliyet zararı elde etmiştir.

Şirketin 41.733 TL finansman gideri ile 15,18 milyon TL parasal kazancı sonrası 11,2 milyon TL vergi öncesi karı bulunmaktadır. 6,02 milyon TL ertelenmiş vergi gideri sonrası 2025 yılının ilk yarısında 5,19 milyon TL net dönem karı bulunmaktadır.

Pasifik Madencilik Ticaret A.Ş. Gelir Tablosu		
TL	31.12.2024	30.06.2025
Hasılat	0	0
Satışların Maliyeti (-)	0	0
Brüt Kar (Zarar)	0	0
Genel Yönetim Giderleri (-)	0	-4.021.667
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	175.028	105.437
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-19.753	-1.682
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	155.275	-3.917.912
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	155.275	-3.917.912
Finansman Gelirleri	528.793	0
Finansman Giderleri (-)	0	-41.733
Parasal Kazanç/Kayıp	-4.483.307	15.175.171
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	-3.799.239	11.215.526
Sürdürülen faaliyetler vergi gelir/gideri	-1.284.447	-6.022.378
- Ertelenmiş vergi geliri/gideri	-1.284.447	-6.022.378
Dönem Karı (Zararı)	-5.083.686	5.193.148

2.2. Bilanço

Şirket, 30 Haziran 2025 bilançosuna göre %98,13'ü duran varlıklardan %1,87'si dönen varlıklardan oluşan 157,3 milyon TL aktif büyüklüğe sahiptir. 2,9 milyon TL olan dönen varlıkları içindeki en büyük pay 2,7 milyon TL ile diğer dönen varlıklara aittir.

32.379 TL olan diğer alacaklar hesabındaki tutarın tamamı ilişkili olmayan taraflardan diğer alacaklarda bulunmaktadır. Nakit ve nakit benzerleri hesabında 110.796 TL ve olan peşin ödenmiş giderler hesabında ise 80.616 TL mevcuttur.

Şirket'in 154,4 milyon TL olan duran varlıklarının büyük bir kısmı olan 149,8 milyon TL ile maddi olmayan duran varlıklarda izlenmektedir. Maddi duran varlıklar hesabında ise 4,6 milyon TL bakiye bulunmaktadır.

Şirket kaynaklarının 111,9 milyon TL'si kısa vadeli yükümlülükler, 7,5 milyon TL'si uzun vadeli kaynaklarla ve 37,9 milyon TL'si özkaynaklarla fonlanmaktadır.

Kısa vadeli kaynaklar hesabının 344.032 TL'si ilişkili olmayan taraflara ticari borçlardan, 628.752 TL'si çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlardan, 110,3 milyon TL'si ilişkili taraflara diğer borçlardan, 109.974 TL'si ilişkili olmayan taraflara diğer borçlardan, 494.568 TL'si kısa vadeli karşılıklardan ve 4.251 TL'si diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır.

Uzun vadeli yükümlülüklerin 345.414 TL'si çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar ve 7,1 milyon TL'si ertelenmiş vergi yükümlülükleridir.

Şirket'in 25 milyon TL ödenmiş sermayesi ve 26,3 milyon TL sermaye düzeltmesi farkları bulunmaktadır. 12.562 TL kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirleri ve 18,6 milyon TL geçmiş yıllar zararları sonrasında ana ortaklığa ait özkaynakları 37,9 milyon TL olarak kaydedilmiştir.

Pasifik Madencilik Ticaret A.Ş. Bilanço, TL		
VARLIKLAR	31.12.2024	30.06.2025
Dönen Varlıklar	1.861.874	2.937.420
Nakit ve Nakit Benzerleri	57.098	110.796
Diğer Alacaklar	37.777	32.379
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	37.777	32.379
Peşin Ödenmiş Giderler	43.301	80.616
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	1.723.698	2.713.629
Duran Varlıklar	136.282.596	154.387.982
Maddi Duran Varlıklar	3.162.673	4.562.244
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	133.119.923	149.825.738
TOPLAM VARLIKLAR	138.144.470	157.325.402

Pasifik Madencilik Ticaret A.Ş. Bilanço, TL		
KAYNAKLAR	31.12.2024	30.06.2025
Kısa Vadeli Yükümlülükler	103.933.779	111.913.516
Ticari Borçlar	87.709.594	344.032
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	87.213.883	-
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	495.711	344.032
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	615.860	628.752
Diğer Borçlar	15.368.489	110.441.913
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	15.246.764	110.331.939
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	121.725	109.974
Kısa Vadeli Karşılıklar	228.681	494.568
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	228.681	494.568
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	11.155	4.251
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.476.335	7.471.820
Uzun Vadeli Karşılıklar	191.888	345.414
- Çalışanlara Sağ. Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Kar.	191.888	345.414
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.284.447	7.126.406
Toplam Yükümlülükler	105.410.114	119.385.336
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	32.734.356	37.940.066
Ödenmiş Sermaye	25.000.000	25.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	26.344.448	26.344.448
Kar veya Zararda Yen. Sınıflandırılmayacak Bir. Diğ. Kapsamlı Gel. veya Gid. (+/-)	-	12.562
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları (+/-)	-13.526.406	-18.610.092
Dönem Net Karı/Zararı (+/-)	-5.083.686	5.193.148
TOPLAM KAYNAKLAR	138.144.470	157.325.402

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_e = Özsermaye Maliyeti

r_d = 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_f = Risksiz Getiri Oranı (devletin en uzun vadeli ve likit tahvil getirisi)

r_m = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

r_m - r_f = Piyasa Risk Primi

b = Beta = ilgili 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 Sonrasında 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 rayıç 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 metod 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

- Pasifik Madencilik'in 30.06.2025 tarihi itibarıyla piyasa değeri, şirketin önümüzdeki dönemde üreteceği nakitlerin "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" ile değerlendirme tarihine indirgenmesi suretiyle hesaplanmıştır.
- Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 2025 ve 2037 yıl sonu ile sınırlı tutulmuş olup uç değer hesabı yapılmamıştır.
- Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, şirket yönetimi tarafından verilen finansal ve operasyonel bilgiler, geleceğe dönük tahminler ve projeksiyonlara dayalı olarak yapılmıştır.
- 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.
- Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan projeksiyonlar, tarafımızdan yorumlanarak kullanılmıştır.
- 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 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.
- 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, 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.

4.2. Gelir & Maliyet & FAVÖK

UMREK Raporu'nda öngörülen mümkün tüvenan rezervi olan 3,05 milyon tonun 2027 yılından 2037 yılına kadar çıkarılacağı Şirket Yönetimi tarafından beyan edilmiştir. 2025-2026 ve 2027 yıllarında yatırım yapılması öngörülmüştür. 2027'de çıkarılması planlanan tüvenan miktarının 50.000 ton olması öngörülmüşken sonraki 10 yılda yıllık 300.000 ton olacağı beklenmektedir. Şirket yönetimi çıkarılan tüvenan cevherini işlemeyen doğrudan ham olarak ton başına çinko için 2024 fiyatlarıyla 23 USD'ye ve kurşun için ton başına 11 USD'ye satıldığını beyan etmiştir. 2028 yılından itibaren ise %50 konsantre cevher satışı yapılacağı ve ton başına fiyatın Londra Metal Borsası'nda oluşan spot fiyat ve UMREK raporunda belirtilen uzun vadeli ortalama fiyat olan çinko için 3.100 USD/ton ve kurşun için 2500 USD/ton baz alınarak %50 konsantre çinko için 2024 fiyatlarıyla 1.800 USD/ton ve kurşun için 1.260 USD/ton olacağı ve sonraki yıllarda USD enflasyon beklentisi olan %2 kadar yıllık artış göstereceği öngörülmüştür.

2027 yılında 50.000 ton tüvenan cevher satışından 1.230.480 USD çinko ve 588.490 USD kurşun satış geliri elde etmesi öngörülmüşken 2028 yılında 7.600 ton çinko satışından 1.964 USD/ton fiyatla 14.930.108 USD ve 5.000 ton kurşun satışından 1.375 USD fiyatla 6.875.707 USD olmak üzere toplam 21.805.815 USD gelir elde edilmesi

öngörülmektedir. Sonraki yıllarda satılacak maden tonajı sabit kalacak olup fiyatlarda öngörülen %2'lik artış neticesinde satış gelirlerinin yıllık %2 artacağı varsayılmıştır.

Tüvenan çıkarma ve işleme maliyetinin toplamda ton başına 2024 fiyatlarıyla 630 USD olduğu beyan edilmiş olup sonraki yıllarda %2 USD enflasyonu ile artacağı varsayılarak maliyet hesabı yapılmıştır.

Şirket'in 2028 yılından itibaren %60,3 brüt kar marjıyla çalışacağı öngörülmürken genel yönetim giderlerinin satış gelirlerinin %2'si olacağı öngörülmüş ve FAVÖK marjının %58,3 seviyesinde gerçekleşeceği hesaplanmıştır.

Pasifik Madencilik Projeksiyon, USD		2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
Tüvenan Üretim Miktarı	Ton/yıl			50.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
Çinko %50 Konsantre	Ton/yıl			50.000	7.600	7.600	7.600	7.600	7.600	7.600	7.600	7.600	7.600	7.600
Kurşun %50 Konsantre	Ton/yıl			50.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Toplam Konsantre Üretim	Ton/yıl	0	0	50.000	12.600	12.600	12.600	12.600	12.600	12.600	12.600	12.600	12.600	12.600
Fiyat (Tüvenan)														
Çinko %50 Konsantre	USD/ton	23,61	24,13	24,61	25,10	25,60	26,12	26,64	27,17	27,71	28,27	28,83	29,41	30,00
Kurşun %50 Konsantre	USD/ton	11,29	11,54	11,77	12,01	12,25	12,49	12,74	12,99	13,25	13,52	13,79	14,07	14,35
Fiyat (Konsantre)														
Çinko %50 Konsantre	USD/ton	1.848	1.888	1.926	1.964	2.004	2.044	2.085	2.126	2.169	2.212	2.257	2.302	2.348
Kurşun %50 Konsantre	USD/ton	1.293	1.322	1.348	1.375	1.403	1.431	1.459	1.488	1.518	1.549	1.580	1.611	1.643
Fiyat														
Çinko %50 Konsantre	USD/ton	23,61	24,13	24,61	1.964	2.004	2.044	2.085	2.126	2.169	2.212	2.257	2.302	2.348
Kurşun %50 Konsantre	USD/ton	11,29	11,54	11,77	1.375	1.403	1.431	1.459	1.488	1.518	1.549	1.580	1.611	1.643
Gelir														
Çinko %50 Konsantre	USD	0	0	1.230.480	14.930.108	15.228.710	15.533.284	15.843.950	16.160.829	16.484.045	16.813.726	17.150.001	17.493.001	17.842.861
Kurşun %50 Konsantre	USD	0	0	588.490	6.875.707	7.013.222	7.153.486	7.296.556	7.442.487	7.591.337	7.743.163	7.898.027	8.055.987	8.217.107
Toplam Gelir	USD	0	0	1.818.970	21.805.815	22.241.931	22.686.770	23.140.505	23.603.316	24.075.382	24.556.889	25.048.027	25.548.988	26.059.968
Yıllık Değişim						2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Gider														
SMM	USD			0	8.663.391	8.836.659	9.013.392	9.193.660	9.377.533	9.565.084	9.756.386	9.951.514	10.150.544	10.353.555
Toplam Maliyet	USD	0	0	0	8.663.391	8.836.659	9.013.392	9.193.660	9.377.533	9.565.084	9.756.386	9.951.514	10.150.544	10.353.555
Brüt Kar	USD	0	0	1.818.970	13.142.424	13.405.272	13.673.378	13.946.845	14.225.782	14.510.298	14.800.504	15.096.514	15.398.444	15.706.413
Brüt Kar Marjı				100,0%	60,3%	60,3%	60,3%	60,3%	60,3%	60,3%	60,3%	60,3%	60,3%	60,3%
Genel Yönetim Gideri	USD	0	0	36.379	436.116	444.839	453.735	462.810	472.066	481.508	491.138	500.961	510.980	521.199
Gelire Oranı				2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
FAVÖK	USD	0	0	1.782.591	12.706.307	12.960.434	13.219.642	13.484.035	13.753.716	14.028.790	14.309.366	14.595.553	14.887.464	15.185.214
FAVÖK Marjı				98,0%	58,3%	58,3%	58,3%	58,3%	58,3%	58,3%	58,3%	58,3%	58,3%	58,3%

4.3. Kurumlar Vergisi

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

4.4. İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Şirketin işletme sermayesi hesaplanırken projeksiyon dönemi boyunca alacaklarını 28 günde tahsil edeceği, stok gün süresinin 58 olacağı ve borçlarını 35 günde ödeyeceği varsayılmıştır. Tahmin edilen gün sürelerine göre işletme sermayesi hesaplanmış ve gelirinin %14'ü kadar işletme sermayesine ihtiyaç duyacağı öngörülmüştür. Her yıl için gereken ilave işletme sermayesi nakit akımlarından düşülmüştür.

4.5. Yatırım Harcamaları

Şirket yatırımlarına 2025 yılında başlayacağını beyan etmiş olup en yüksek tutarlı harcamaların 2026 ve 2027'de gerçekleşeceğini öngörmüştür. Yıllara göre kalem bazında öngörülen yatırım harcamaları aşağıdaki tabloda özetlenmiş olup en yüksek montanlı harcamanın 20.000.000 USD ile tesis yatırımı olacağı beklenmektedir.

Pasifik Madencilik Yatırım Takvimi		2025	2026	2027	2028	Toplam
Çed ve Orman İzinleri	USD	100.000	200.000			300.000
Maden Sahası Şantiye Kurulumu	USD	100.000	300.000			400.000
Labaratuar Ar-ge Çalışmaları	USD	100.000	100.000			200.000
Taşa Galeri Açma	USD		400.000	400.000	500.000	1.300.000
Havalandırma Bağlantısı	USD		100.000	100.000	100.000	300.000
Yeraltı Sondaj	USD		500.000	500.000	500.000	1.500.000
Yeraltı Kamyon	USD		500.000	500.000	500.000	1.500.000
Yeraltı LHD	USD		500.000	500.000	500.000	1.500.000
Kompresör	USD		300.000	300.000	200.000	800.000
Diğer	USD	200.000	200.000	200.000	200.000	800.000
Tesis	USD		8.000.000	8.000.000	4.000.000	20.000.000
Toplam	USD	500.000	11.100.000	10.500.000	6.500.000	28.600.000

4.6. 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 sonraki yıllarda 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 değerlendirilmede, %5,5 olarak kabul edilmiştir.

Şirket özelinde sermaye piyasası risk priminin üzerine her yıl için risksiz faiz oranının %10'u 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 %50,22 hesaplanırken sonraki yıllarda enflasyon oranında beklenen düşüş neticesinde azalmakta olup 2029 yılından itibaren %22,00 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, TL	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T	2033 T	2034 T	2035 T	2036 T	2037 T
Risksiz Faiz Oranı	40,66%	26,13%	20,87%	16,24%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	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%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Şirket Risk Primi	4,1%	2,6%	2,1%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Özkaynak Maliyeti	50,22%	34,25%	28,46%	23,36%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Kaldıraç Oranı	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%
Borçlanma Maliyeti	44,72%	28,75%	22,96%	17,86%	16,50%	16,50%	16,50%	16,50%	16,50%	16,50%	16,50%	16,50%	16,50%
Kurumlar Vergisi Oranı	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Düzeltilmiş Borçlanma Maliyeti	33,54%	21,56%	17,22%	13,40%	12,38%	12,38%	12,38%	12,38%	12,38%	12,38%	12,38%	12,38%	12,38%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	43,55%	29,17%	23,97%	19,38%	18,15%	18,15%	18,15%	18,15%	18,15%	18,15%	18,15%	18,15%	18,15%
Dönem Ortası İndirgeme Faktörü	1,09	1,14	1,11	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09
Dönem Sonu İndirgeme Faktörü	1,20	1,29	1,24	1,19	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18
Kümülatif İndirgeme Faktörü	1,09	1,36	1,72	2,10	2,49	2,94	3,48	4,11	4,85	5,73	6,77	8,00	9,45

4.7. Net Borç

Şirket'in 30.06.2025 itibariyle kısa vadeli yükümlülüklerinden dönen varlıklar düşülerek 108.976.096 TL net borç hesaplanmıştır.

4.8. 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 **1.351.704.996 TL** firma değeri hesaplanmıştır. Firma değerinden 111.913.516 TL kısa vadeli yükümlülükler düşülerek ve 2.937.420 TL dönen varlıklar eklenerek 30.06.2025 itibarıyla **1.242.728.900 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır.

Pasifik Madencilik İNA Değeri, TL	30.06.2025
Firma Değeri	1.351.704.996
Dönen Varlıklar	2.937.420
Kısa Vadeli Yükümlülükler	111.913.516
Piyasa Değeri	1.242.728.900

Pasifik Madencilik İNA, mTL	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T	2033 T	2034 T	2035 T	2036 T	2037 T
Brüt Satışlar	-	-	114	1.527	1.696	1.861	2.043	2.242	2.461	2.702	2.965	3.255	3.573
Satıştan İadeler (-)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Satıştan İndirimler (-)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Satışlar	-	-	114	1.527	1.696	1.861	2.043	2.242	2.461	2.702	2.965	3.255	3.573
<i>Yıllık Değişim</i>				1235,7%	11,1%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Satışların Maliyeti (-)	-	-	14,0	777	845	910	983	1.062	1.149	1.244	1.349	1.464	1.590
Amortisman	-	-	14,0	171	171	171	171	171	171	171	171	171	171
Brüt Kar	-	-	100	749	851	951	1.060	1.181	1.313	1.457	1.616	1.791	1.982
<i>Brüt Kar Marjı</i>			87,7%	49,1%	50,2%	51,1%	51,9%	52,6%	53,3%	53,9%	54,5%	55,0%	55,5%
Faaliyet Gideri (-)	-	-	2	31	34	37	41	45	49	54	59	65	71
FVÖK	-	-	98	719	817	914	1.020	1.136	1.263	1.403	1.557	1.726	1.911
FAVÖK	-	-	112	890	988	1.085	1.190	1.307	1.434	1.574	1.728	1.897	2.082
<i>Yıllık Değişim</i>				694,2%	11,1%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
<i>FAVÖK Marjı</i>			98,0%	58,3%	58,3%	58,3%	58,3%	58,3%	58,3%	58,3%	58,3%	58,3%	58,3%
Vergi (-)	-	-	24	180	204	228	255	284	316	351	389	431	478
İşletme Sermayesi	-	-	16	213	237	260	285	313	343	377	414	454	-
<i>İşletme Sermayesi/Gelir</i>			14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	0,0%
İşletme Sermayesi Değişimi	-	-	16	197	24	23	25	28	31	34	37	40	(498)
Yatırımlar	20	590	660	455	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımı	(20)	(590)	(588)	58	760	833	910	995	1.088	1.190	1.302	1.425	2.102
AOSM	43,55%	29,17%	23,97%	19,38%	18,15%	18,15%	18,15%	18,15%	18,15%	18,15%	18,15%	18,15%	18,15%
İndirgeme Dönemi	0,250	1,250	2,250	3,250	4,250	5,250	6,250	7,250	8,250	9,250	10,250	11,250	12,250
İndirgeme Faktörü	0,91	0,73	0,58	0,48	0,40	0,34	0,29	0,24	0,21	0,17	0,15	0,12	0,11
İndirgenmiş Nakit Akımları	(18)	(433)	(341)	28	305	283	262	242	224	208	192	178	222

5. NİHAİ DEĞER GÖRÜŞÜ

Değerleme, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi üzerinden yapılmış olup Şirket için **1.242.728.900 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır. Değerlemede sadece gelir yaklaşımı İNA metodunun kullanılmasının sebebi Şirket'in yatırım sürecinde olması nedeniyle 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 (özkaynak 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.

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 Birliğinin 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
 - Ayrı 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 İlan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde 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.

Ek7: UMREK Raporu

Ayrı bir dosya olarak işbu raporun ekidir.

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



Sermaye Piyasası Kurulu

Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na

Pasifik Holding A.Ş.'nin halka arzına yönelik hazırlanan izahnamenin bir parçası olan ve Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından Pasifik Holding A.Ş.'nin iştirakleri Pasifik Yenilenebilir Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş., Aden Pelet ve Orman Ürünleri Yenilenebilir Enerji İthalat İhracat Sanayi Ticaret A.Ş., Pasifik Eurasia Lojistik Dış Ticaret A.Ş., Pasifik Madencilik Ticaret A.Ş., Pasifik Teknoloji A.Ş. ve Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 30.06.2025 tarihindeki piyasa değerlerine yönelik görüşümüzü içeren 26.08.2025 tarihinde imzalanan şirket değerlendirme raporlarındaki yer alan bilgilerin 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 gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

26 Agosto 2025

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Değerler A.Ş.