

# Green Insurance Georgia JSC 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**

**15/06/2026**

**Rapor Bilgileri**

- a) **Raporun Tarihi:** 15 Haziran 2026
- b) **Raporun Türü:** Şirket Değerleme Raporu
- c) **Değerleme Para Birimi:** Gürcistan Lari (GEL, ₾)
- d) **Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve Adresi:** Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) 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) **Müşteri:** Cumhuriyet Mahallesi Reşadiye Cad. No:16/- Beykoz/İstanbul adresinde mukim, İstanbul Ticaret Sicil Memurluğu'nda kayıtlı 597335-0 sicil numaralı, Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş., (bundan böyle "Metro Holding" olarak anılacaktır.)
- g) **Değerlemeyi Yapanın Değerlemeye Konu Varlık ve Müşteri İle Olan İlişkisi:** Bizim Menkul Değerler A.Ş. ile Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş. arasında iştirak veya ortaklık ilişkisi bulunmamaktadır. Son 3 yıldır Metro Holding'in iştirak etmiş olduğu şirketlere BMD tarafından değerlendirme hizmeti verilmiştir.
- Değerlemeye konu olan Green Insurance Georgia JSC ile BMD arasında herhangi bir sermaye ilişkisi bulunmamaktadır. İlgili şirkete son 3 yılda BMD tarafından herhangi bir hizmet verilmemiştir.
- h) **Değerleme Tarihi:** 10 Haziran 2026
- i) **Dayanak Sözleşme Tarihi:** 1 Haziran 2026

**Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş.’ye, İstanbul, Türkiye**

Green Insurance Georgia JSC (“Green Insurance” veya “Şirket”) değerini içeren “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 Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş.’nin 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 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 değerlendirme çalışmasında Şirket yetkililerinin tarafımıza iletmiş olduğu verilerden, projeksiyonlardan ve raporlardan yararlanılmıştır. Şirketimiz, bu bilgilerin makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşmamıştır. 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 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 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 değerlendirme çalışması, Şirket yetkililerinin sağladığı projeksiyonları baz alarak Green Insurance Georgia JSC’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. Green Insurance Georgia JSC’nin projeksiyon döneminde ulaşılması öngörülen nakit akışlarının ve diğer finansal verilerin makul bir geçmiş dönemde gerçekleşen ilgili nakit akışları ve diğer finansal verileri ile uyumlu, tutarlı ve bu veriler çerçevesinde öngörülebilir olduğunu beyan etmekteyiz. 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 değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. İşbu değerlendirme raporunun hazırlanması kapsamında Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ve Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi 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.

### 1. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA'da, ilgili bölümlerde yer alan varsayımlar sonrası 1 Ocak 2026 tarihinden itibaren üretilmesi planlanan FAVÖK rakamından, Kurumlar Vergisi, Sabit Kıymet Yatırımı ve her yıl için gerekecek ilave işletme sermayesi düşülerek serbest nakit akımları hesaplanmıştır. 2031 yılına kadar projeksiyon kurgulanırken 2031 yılındaki gelir ve gider parametreleri %3 artırılarak 2032 yılı için uç değerde kullanılacak olan nakit akımları normalize edilerek tahmin edilmiş ve %3 uç değer büyüme oranı varsayımıyla uç değer hesabında dikkate alınmıştır.

2032 yılında hesaplanan nakit akımları ile %3 uç değer büyüme oranı kullanılarak uç değer hesabı yapılmıştır. Uç değer büyüme oranı belirlenirken Gürcistan'ın uzun vadeli enflasyon tahmini olan %3 oranı baz alınmıştır

Serbest nakit akımları değişken AOSM ile 31.12.2025 tarihine indirgenmiş ve net borç nakit öncesi firma değeri 15.191.950 GEL olarak tespit edilmiştir. Firma Değeri'ne 12.721.000 GEL temettü ödemesi sonrası hesaplanan düzeltilmiş net nakit eklenerek Şirketin 31 Aralık 2025 tarihindeki piyasa değeri 27.912.950 GEL hesaplanmıştır. Değerleme tarihi olan 10 Haziran 2026 tarihli piyasa değeri ise 31.12.2025 tarihli hesaplanan piyasa değeri AOSM hesabında dikkate alınan özsermaye maliyeti ile 10 Haziran 2026 tarihine 161 gün bileşiklendirilerek  $(27.912.950 * ((1 + 32,29)^{(161/365)}))$  31.579.569 GEL hesaplanmıştır.

Green Insurance İNA Değeri, GEL	10.06.2026
Uç Değer Büyüme Oranı	3,0%
<b>Firma Değeri</b>	<b>15.191.950</b>
Düzeltilmiş Net Borç (Nakit)	-12.721.000
<b>Piyasa Değeri, \$ @ 31.12.2025</b>	<b>27.912.950</b>
<b>Piyasa Değeri, \$ @ 10.06.2026</b>	<b>31.579.569</b>

### İNA Duyarlılık Analizi

Şirket için İNA'dan baz senaryoda değişken AOSM kullanılarak 31.579.569 GEL piyasa değeri tespit edilmiştir.

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

*AOSM ve 2027 yılında öngörülen hasar maliyet giderinin trafik sigorta gelirine oranının duyarlılık analizinde, hasar maliyet giderinin trafik sigorta gelirine oranının %40-%60 bandında olması ve AOSM'nin her yıl için  $\pm 2$  değişmesi durumunda şirket değerinin 23.268 Bin GEL ile 43.112 Bin GEL arasında değişebileceği tespit edilmiştir.*

*AOSM ve FAVÖK duyarlılık analizinde, FAVÖK gerçekleştirmelerinin beklentilere göre %20 sapma göstermesi ve AOSM'nin  $\pm 2$  değişmesi durumunda şirket değerinin 27.147 Bin GEL ile 37.330 Bin GEL arasında oluşabileceği hesaplanmıştır.*

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

İNA Piyasa Değerinin AOSM & Hasar Maliyet Oranı Duyarlılık Analizi						
Bin GEL	Baz Değer 31.580	Hasar Maliyet Oran				
		40,00%	45,00%	50,00%	55,00%	60,00%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	2%	36.365	33.091	29.816	26.542	23.268
	1%	37.713	34.177	30.641	27.105	23.569
	0%	39.254	35.417	<b>31.580</b>	27.743	23.906
	-1%	41.033	36.846	32.660	28.473	24.286
	-2%	43.112	38.514	33.917	29.319	24.721

İNA Piyasa Değerinin AOSM & FAVÖK Duyarlılık Analizi						
Bin GEL	Baz Değer 31.580	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti				
		2,00%	1,00%	0,00%	-1,00%	-2,00%
Öngörülen FAVÖK'te Sapma	-20%	27.176	27.846	28.608	29.484	30.503
	-10%	28.496	29.243	30.094	31.072	32.210
	0%	29.816	30.641	31.580	32.660	33.917
	10%	31.137	32.038	33.065	34.247	35.623
	20%	32.457	33.436	34.551	35.835	37.330

İNA Piyasa Değerinin Uç Değer & Hasar Maliyet Oranı Duyarlılık Analizi						
Bin GEL	Baz Değer 31.580	Hasar Maliyet Oran				
		40,00%	45,00%	50,00%	55,00%	60,00%
Uç Değer Büyüme Oranı	1,0%	37.490	33.970	30.451	26.931	23.411
	2,0%	38.312	34.645	30.977	27.309	23.642
	3,0%	39.254	35.417	31.580	27.743	23.906
	4,0%	40.342	36.309	32.276	28.243	24.210
	5,0%	41.614	37.352	33.091	28.829	24.567

İNA Piyasa Değerinin Uç Değer & FAVÖK Duyarlılık Analizi						
Bin GEL	Baz Değer 31.580	Öngörülen FAVÖK'te Sapma				
		-20,00%	-10,00%	0,00%	10,00%	20,00%
Uç Değer Büyüme Oranı	1,0%	27.666	29.059	30.451	31.843	33.235
	2,0%	28.106	29.541	30.977	32.413	33.849
	3,0%	28.608	30.094	31.580	33.065	34.551
	4,0%	29.189	30.733	32.276	33.820	35.363
	5,0%	29.869	31.480	33.091	34.702	36.313

## 2. Piyasa Yaklaşımı: Çarpan Analizi

Çarpan analizinde kullanılan Green Insurance verileri aşağıdaki gibidir.

Green Insurance Son 12 Ay Mali Veriler, ₺	31.12.2025
Net Kar	2.199.000
Düzeltilmiş Özkaynak	13.359.000

Şirket'in çarpan analizi yapılırken Borsa İstanbul'da işlem gören faaliyet alanı Green Insurance ile benzer olan BİST Sigorta Endeksi'nde yer alan şirketlerin en güncel son 12 aylık finansalları ve 10 Haziran 2026 tarihli piyasa verileri ile Finnet Analiz Expert data sağlayıcıdan hesaplanan F/K ve PD/DD çarpanlarının medyan değerleri kullanılmıştır. Şirket'in 31.12.2025 tarihli özkaynağı 20.762.000 GEL olup 06 Şubat 2026 tarihinde, 7.403.000 GEL tutarında kâr payı (temettü) dağıtımı dikkate alınarak özkaynağı düzeltilmiş ve 13.359.000 GEL olarak dikkate alınmıştır.

Gürcistan borsasının yeterince derinlikli olmaması ve piyasa verilerine erişimdeki zorluklar göz önünde bulundurularak çarpan analizinde Borsa İstanbul Sigorta Endeksi'ndeki şirketler dikkate alınmıştır.

Borsa İstanbul Sigorta Endeksi'nde yer alan 6 şirketin 10 Haziran 2026 tarihi itibarıyla hesaplanan 30x'dan küçük ve 0x'dan büyük F/K ve 10x'dan küçük PD/DD çarpanlarının medyanlarıyla Green Insurance için piyasa değeri hesaplanmıştır. Medyan kullanılmasının sebebi uç değerler olarak kabul edilen aşırı yüksek ve aşırı düşük değerleri elimine etmesidir.

F/K çarpanlarının medyanı 6,45x olup Green Insurance için F/K çarpanından 14.184.659 GEL değer hesaplanmıştır.

PD/DD çarpanlarının medyanı 2,89x olup şirket için PD/DD çarpanından 38.573.773 GEL değer hesaplanmıştır.

Sigorta sektöründe özkaynak bazlı değerlendirme göstergelerinin anlamlı olduğu ve Türkiye’de süregelen sıkı para politikası nedeniyle faizlerin yüksek seyretmesinin karlılık göstergeleri üzerindeki etkisi dikkate alınarak F/K çarpanından hesaplanan değere %40 ve PD/DD çarpanından hesaplanan değere %60 ağırlık verilmiştir. Sigorta Endeksi çarpan analizinden Green Insurance için 10.06.2026 itibarıyla 28.818.127 GEL piyasa değeri hesaplanmıştır.

BİST Sigorta Şirketleri Çarpanları,📊		10.06.2026	
Borsa Kodu	Unvan	F/K	PD/DD
AGESA	AGESA Hayat Emeklilik	7,65	4,50
AKGRT	Aksigorta	4,74	1,46
ANHYT	Anadolu Hayat Emek.	7,01	4,11
ANSGR	Anadolu Sigorta	3,82	1,29
RAYSG	Ray Sigorta	8,67	3,56
TURSG	Türkiye Sigorta	5,89	2,22
<b>Medyan</b>		<b>6,45</b>	<b>2,89</b>
<b>Ortalama</b>		<b>6,30</b>	<b>2,86</b>
<b>5'ten Büyük &amp; 30'dan Küçük Medyan</b>		<b>6,45</b>	<b>2,89</b>
<i>Büyük Eşit</i>		0	0
<i>Küçük Eşit</i>		30	15
<b>Çarpan Değeri</b>		<b>14.184.659</b>	<b>38.573.773</b>
<b>Ağırlık</b>		<b>40,0%</b>	<b>60,0%</b>
<b>Ortalama Çarpan Değeri</b>		<b>28.818.127</b>	

### Nihai Değer Görüşü

Green Insurance nihai değer takdiri yapılırken İNA’dan hesaplanan 31.579.569 GEL değere %50, BİST Sigorta Endeksi Çarpan analizinden hesaplanan 28.818.127 GEL değere %50 ağırlık verilerek 30.198.848 GEL nihai değere ulaşılmıştır. **Gürcistan borsasının yeterince derinlikli olmaması ve piyasa verilerine erişimdeki zorluklar göz önünde bulundurularak çarpan analizinde Borsa İstanbul Sigorta Endeksi’ndeki şirketler 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.**

Green Insurance Nihai Değer Görüşü, GEL		10.06.2026	
Metod	İNA	Çarpan	
Hesaplanan Değer	31.579.569	28.818.127	
Ağırlık	50,00%	50,00%	
<b>Nihai Değer</b>	<b>30.198.848</b>		

### Çekince

Şirketin gelecek dönem iş planını gerçekleştirebilmek adına projeksiyon dönemi boyunca ilave fonlamaya ihtiyaç duymayacağı işbu raporun 4.12 numaralı İNA başlığı altındaki nakit akım tablosundan anlaşılmaktadır. Şirket’in 31.12.2025 tarihi itibarıyla 20,1 milyon GEL net nakit pozisyonu bulunmakta olup 2026 Şubat ayında dağıtılan 7,4 milyon GEL temettü sonrasında 12,7 milyon GEL düzeltilmiş net nakit pozisyonu bulunmaktadır. Öngörülenin dışında gerçekleşecek nakit akımları nedeniyle Şirket’in ilave özkaynak veya borçlanma yoluyla dış kaynak bulması gerekebilir. Bu dış kaynak ortaklar tarafından sermaye şeklinde olabileceği gibi borç olarak da sağlanabilir veya doğrudan kredi kullanmak suretiyle de temin edilebilir. Ortakların veya finans kuruluşlarının Şirket’e ilave kaynak sağlamamaya karar vermesi durumunda Şirket’in öngördüğü iş planının sektöre uğraması muhtemel olup oluşacak nakit sıkışıklığının operasyonları olumsuz etkilemesi ve Şirketin operasyonlarını durdurması riski bulunmaktadır. Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak hazırlamış olduğumuz bu raporda Şirket yönetiminin beyanlarına istinaden Şirket’in iş planlarını gerçekleştirirken ortaklardan veya finans kurumlarından kaynak temin

etmede herhangi bir aksaklık olmayacağı varsayılmış olup gelecek dönemde böyle bir aksaklık olması ve neticesinde Şirket'in operasyonlarında bozulma olması halinde herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. İşbu raporun muhatapları bu durumu göz önünde bulundurarak işbu raporu okumalı ve yorumlamalıdır.

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.

Bu raporda hesaplanan değerler birçok varsayım ve parametreye bağlı olup kullanılan varsayım ve parametrelerde yaşanabilecek değişiklikler şirketin değeri üzerinde aşağı ya da yukarı yönlü etkide bulunabilir. Faaliyetleri olgunlaşma seviyesindeki şirketlerin gelecek dönem nakit akışlarının tahmin edilmesinin oldukça zor olması ve olgun şirketlere göre tahminlerde sapma olasılığının daha fazla olması önemli bir risk unsurudur.

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 2026 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.

15 Haziran 2026

## İçindekiler

1. DEĞERLEMEYE KONU ŞİRKET VE SEKTÖR .....	- 9 -
1.1. Kısaca Green Insurance .....	- 9 -
1.2. Sigorta Sektörü .....	- 11 -
2. MALİ VERİLER – BAĞIMSIZ DENETİM RAPORU’NDAN TEMİN EDİLMİŞTİR.....	- 15 -
2.1. Gelir Tablosu (UFRS Bazlı, Gürcistan Lari - ₾) .....	- 15 -
2.2. Bilanço (UFRS Bazlı, Gürcistan Lari - ₾) .....	- 16 -
3. DEĞERLEME.....	- 17 -
3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar; .....	- 17 -
3.2. Değerleme Yöntemleri .....	- 19 -
3.2.1. Maliyet Yaklaşımı.....	- 19 -
3.2.2. Gelir Yaklaşımı .....	- 19 -
3.2.3. Pazar Yaklaşımı .....	- 21 -
3.3. İşbu Değerleme Raporunda Kullanılan Yöntemler .....	- 22 -
4. GELİR YAKLAŞIMI: İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI DEĞERLEMESİ .....	- 23 -
4.1. Genel Varsayımlar .....	- 23 -
4.2. İndirgeme Oranı Tespiti.....	- 23 -
4.3. Net Borç .....	- 24 -
4.4. Gelirler .....	- 24 -
4.5. Satışların Maliyeti & Brüt Kar .....	- 25 -
4.6. Faaliyet Giderleri .....	- 26 -
4.7. Faaliyet Karı & FAVÖK.....	- 28 -
4.8. Kurumlar Vergisi .....	- 28 -
4.9. Yatırım Harcamaları .....	- 28 -
4.10. Net İşletme Sermayesi .....	- 28 -
4.11. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri .....	- 28 -
4.12. İNA Duyarlılık Analizi.....	- 31 -
5. PAZAR YAKLAŞIMI: ÇARPAN ANALİZİ.....	- 32 -
5.1. Benzer Şirketler Çarpan Analizi.....	- 32 -
6. NİHAİ DEĞER .....	- 33 -
ÇEKİNCE .....	- 33 -
EKLER.....	- 34 -
Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı .....	- 34 -
Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı.....	- 34 -
Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri .....	- 35 -
Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ’e Uyum Beyanı .....	- 35 -
Ek5: Bizim Menkul Değerler Sorumluluk Uyum Beyanı.....	- 36 -
Ek6: Bizim Menkul Değerler Etik İlkeler’e Uyum Beyanı .....	- 36 -

## 1. DEĞERLEMEYE KONU ŞİRKET VE SEKTÖR



### 1.1. Kısaca Green Insurance

Green Insurance, 13 Mayıs 2013 yılında kurulmuş olup Gürcistan'da faaliyet göstermektedir. Firma 404990435 kimlik numarasıyla kayıtlıdır. Şirketin faaliyet gösterdiği yasal adresi Tiflis, Saburtalo bölgesi, A. Kalandadze st., No:4 Gürcistan'dır.

Şirketin faaliyet modeli, sigorta poliçeleri kapsamında prim üretimi gerçekleştirilmesi, oluşabilecek risklerin reasürans mekanizmaları ile yönetilmesi ve elde edilen fonların finansal enstrümanlarda değerlendirilmesi esasına dayanmaktadır. Bu kapsamda şirket, teknik sigortacılık faaliyetlerinden elde ettiği gelirlerin yanı sıra bankalarda tutulan mevduatlar ve finansal varlıklardan faiz geliri de elde etmektedir.

Green Insurance Georgia JSC tarafından paylaşılan bilgi notlarına göre şirket, sigortacılık faaliyetlerine devam etmektedir. Ancak ilgili kurumlardan gelen resmî bilgi notlarına göre, 24 Aralık 2020 tarihinde Gürcistan Menkul Kıymetler Borsası'nda işleme açılan şirket, önce Gürcistan Menkul Kıymetler Borsası Gözetim Kurulu'nun 30 Aralık 2024 tarihli resmî bilgi notuyla borsadan çıkarılmıştır. Ardından Gürcistan Ulusal Bankası'nın 19 Mayıs 2025 tarihli resmî bilgi notuyla da şirketin "halka açık menkul kıymet ihraççısı" statüsü tamamen iptal edilmiştir.

Şirket faaliyetleri

Şirketin sigorta ürünleri/hizmetleri şu şekilde sınıflandırılabilir:

#### 1) Sorumluluk sigortası

- Sivil/Genel Sorumluluk Sigortası
- Mesleki sorumluluk sigortası
- İşveren sorumluluk sigortası
- Taşıyıcının sorumluluk sigortası
- Uluslararası Nakliye Komisyoncusu Sorumluluk Sigortası
- Çalışan kaza sigortası
- Denetçilerin mesleki sorumluluk sigortası

#### 2) Araç sigortası

- Araç sigortası
- Üçüncü şahıs sorumluluk sigortasını da içeren araç sigortası
- Sürücü ve yolcu sigortasını kapsayan araç sigortası

#### 3) Motosiklet sigortası

- Motosiklet sigortası
- Üçüncü şahıs sorumluluk sigortasını da içeren motosiklet sigortası
- Sürücü ve yolcu sigortasını kapsayan motosiklet sigortası

#### 4) Mülk sigortası

- Mülk sigortası (binalar, yazlıklar, apartmanlar, evler, ofisler, depolar, ürünler, mallar, malzemeler, mobilyalar, stoklar)

#### 5) Kargo sigortası

- Kargo sigortası

#### 6) Seyahat sigortası

- Seyahat sigortası Sağlık hizmetleri
- Kayıp/hasarlı bagaj için seyahat sigortası
- Seyahat sigortası bagaj hasarı
- Uçuş gecikmeleri için seyahat sigortası
- Seyahat sigortası Sağlık hizmetleri

Kamuoyu açıklamalarında başlangıçta 1 Temmuz 2025'e kadar kabul edilip 1 Ocak 2026'da yürürlüğe girmesi planlanan Gürcistan'da kayıtlı araçlar için zorunlu üçüncü şahıs sorumluluk sigortası yasa tasarısı, kanun metnine göre ertelenmiştir. Yapılan son yasal düzenlemeler doğrultusunda, bu zorunlu sigorta uygulamasının 2027 yılı itibarıyla kesin olarak yürürlüğe girmesi öngörülmektedir.

Şirket'in sermayesi 10.051.059 Gürcistan Lari olup her biri 1 GEL nominal değerinde toplam 10.051.059 adet paya bölünmüştür. Green Insurance Georgia JSC ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Green Insurance Ortaklık Yapısı	Sermaye Payı (₾)	Pay Oranı
Metro Avrasya Investment Georgia JSC	6.000.000	59,70%
Metro Avrasya Investment JSC	3.769.956	37,51%
Metro Atlas Georgia JSC	179.989	1,79%
Metro Construction JSC	99.980	0,99%
Diğer Ortaklar	1.134	0,01%
<b>Toplam</b>	<b>10.051.059</b>	<b>100%</b>

20 Ocak 2026 tarihinde, Şirket'in Gözetim Kurulu, Şirket sermayesinin %97,2037'sine sahip hissedarı olan "Metro Avrasya Investment Georgia" JSC'ye 6.500.000 GEL tutarında borç verilmesini onaylamıştır. İlgili tutar, 22 Ocak 2026 tarihinde kullanılmıştır. 06 Şubat 2026 tarihinde, Gözetim Kurulu, Şirket'in 31 Aralık 2024 tarihi itibarıyla denetlenmiş geçmiş yıl kârlarının %100'ünü temsil eden 7.403.000 GEL tutarında bir kâr payı (temettü) dağıtımını onaylamıştır. Aynı toplantıda, "Metro Avrasya Investment Georgia" JSC'den olan mevcut kredi alacağının, söz konusu hissedara ödenecek kâr payı borcu ile mahsup edilmesine karar verilmiştir.

## 1.2. Sigorta Sektörü

Gürcistan Sigorta Birliği'nin "Gürcistan'da Kayıtlı Motorlu Taşıtların Zorunlu Üçüncü Şahıs Sorumluluk Sigortası Kapsamında Toplanacak Primler ve Beklenen Zararların 2022-2026 Dönemi İçin Tahmini " raporuna göre, Gürcistan araç filosunun hacmini tahmin ederken üç senaryo dikkate alınmıştır: iyimser, temel ve kötümser. 2026 yılı için araç filosunun hacmi sırasıyla 2.591.535; 2.261.899; ve 1.973.415 adet olarak tahmin edilmektedir. Bu değerlendirmeden özellikle önemli olan gerçek araç filosu, temel veya iyimser seçeneklerden ziyade kötümser senaryoya daha yakındır. Bu, piyasa büyüklüğünü üst sınıra göre tahmin eden belgenin bölümünün pratikte aşırı iyimser olduğu, daha muhafazakar seçeneğin ise gerçeğe daha yakın olduğu anlamına gelir. Dolayısıyla, bu kaynağı kullanırken, araç filosuna ilişkin temel veya iyimser, ancak daha temkinli, kötümser varsayımlara daha yakın tahminlerde bulunmak tavsiye edilir.

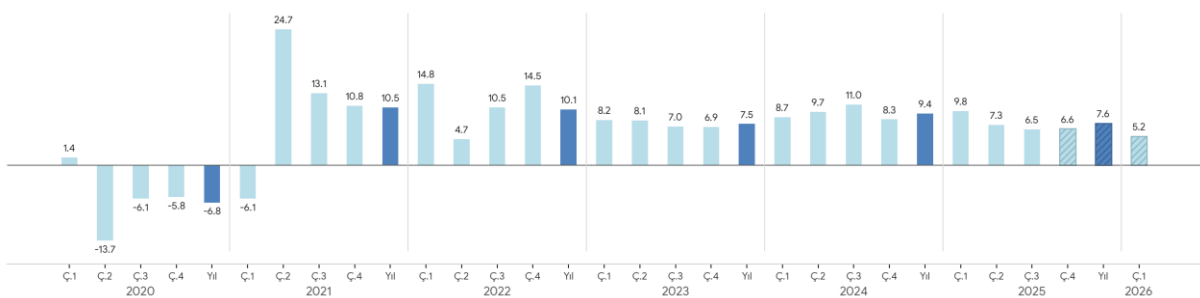
Primler açısından, Gürcistan Sigorta Birliği'nin analizi, gönüllü primin 23 euro, mevcut primin ise 39 euro olduğu 2018 Dünya Bankası çalışmasına dayanmaktadır. Bu temelde iki çalışma senaryosu oluşturulmuştur: risk priminde %50 artış ve %100 artış. Ardından, yükler ve enflasyon dikkate alınarak, belge araç başına beklenen yıllık brüt primi şu şekilde tahmin etmektedir: 2022'de 241 ve 321 GEL; 2023'te 248 ve 331 GEL; 2024'te 255 ve 340 GEL; 2025'te 302 ve 403 GEL; 2026'da 311 ve 415 GEL. Bu aralık çok önemlidir çünkü sektörel bir kaynaktan desteklenen üstün bir çerçeve sunmakta ve derneğin analizindeki 2025-2026 yılları için araç başına düşen primin rasyonel aralığının, 230-GEL varsayımından daha yüksek olduğunu göstermektedir.

Analiz ayrıca, piyasa genelinde toplanması beklenen toplam primlere ilişkin bir tahmin de sunmaktadır. Belge, 2026 yılı için kötümser senaryoda %50 büyüme senaryosunda 614,4 milyon GEL ve %100 büyüme senaryosunda 819,2 milyon GEL prim toplanacağını tahmin etmektedir.

Zararlar açısından, Gürcistan Sigorta Birliği'nin belgesi özellikle ilgi çekicidir, çünkü metodolojiyi doğrudan açıklamaktadır: risk primi, brüt primin doğrudan sigorta tazminatı için ayrılan ve idari, edinim veya kar bileşenlerini içermeyen kısmı olarak kabul edilir. Bu temelde, beklenen toplam zararlar elde edilir. 2022-2026 yılları için, enflasyon dikkate alınarak, risk primi %50 büyüme senaryosunda 160, 165, 170, 175 ve 180 GEL, %100 büyüme senaryosunda ise 214, 220, 227, 234 ve 241 GEL olarak belirlenmiştir. Aynı belgenin temel senaryosuna göre, 2025 yılında beklenen toplam zararlar %50 büyüme senaryosunda 373,5 milyon GEL, %100 büyüme senaryosunda ise 497,9 milyon GEL; 2026 yılı için ise sırasıyla 408,2 milyon ve 544,3 milyon GEL'dir. Bu verilerden elde edilen örtük net zarar oranı yaklaşık %58-%67 aralığında değişmektedir.

Ekonomik ortam, işletmelerin finansal sonuçlarını, talep dinamiklerini, sermaye maliyetini ve nihayetinde işletmenin piyasa değerini doğrudan etkiler. Makroekonomik durum analiz edilirken, gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH), enflasyon, faiz oranları, istihdam seviyeleri ve reel hane halkı gelirlerinin dinamiklerine özel önem verilir. Bu göstergeler, hem nihai tüketimin ölçeğini hem de işletmelerin yatırım faaliyetlerini ve devletin mali kapasitesini belirler. Buna göre, ekonomik büyümedeki, fiyat istikrarındaki ve para politikasındaki değişiklikler, sanayi ve ticari faaliyet hacmini, maliyet yapısını ve karlılığı doğrudan etkiler.

GSYH'nin Reel Büyüme Oranı



Kaynak: geostat.ge ve iset-pi.ge

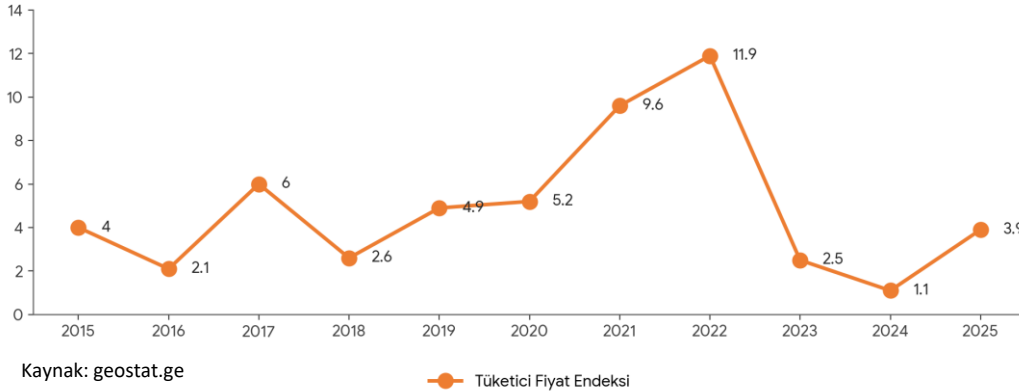
31 Aralık 2025 itibarıyla Gürcistan ekonomisi, büyüme oranı kademeli olarak normalleşmeye doğru ilerlese de, yüksek ekonomik aktivite belirtilerini korumaya devam etmektedir. (ISET) Araştırmaya göre, 2025 yılında reel GSYİH büyümesi % 7,6 olarak gerçekleşti ve sadece dördüncü çeyrekte yıllık ekonomik büyüme % 6,6 oldu. Çeyrek bazında bakıldığında, 2025 yılının birinci, ikinci ve üçüncü çeyreklerindeki reel GSYİH büyümesi sırasıyla % 9,8, % 7,3 ve % 6,5 olarak gerçekleşti; bu da yıl boyunca yüksek, ancak kademeli olarak azalan bir büyüme eğiliminin oluştuğunu gösteriyor.

Tahminlere göre, ekonomik büyümenin yapısal temeli esas olarak iç talebe dayanıyordu. Uluslararası Para Fonu'na göre, Gürcistan'da 2025 yılında ekonomik büyüme %7,2'ye ulaştı; bu büyüme, sürdürülebilir iç talebin yanı sıra turizm, bilgi teknolojisi ve ulaştırma sektörlerindeki faaliyetlerle desteklendi. İstatistik Servisi'ne göre, yıl için ekonomik büyüme tahmini %7,5 olarak belirlendi. Bu ortam, 2023-2024 yıllarındaki olağanüstü yüksek büyümenin ardından nispeten daha dengeli bir seviyeye geçmesine rağmen, ekonomik faaliyetin 2025 yılında güçlü kaldığını göstermektedir.

2025 yılının sonuna doğru fiyat dinamikleri orta düzeyde enflasyonistti. İstatistik Servisi'ne göre, Aralık 2025'te yıllık enflasyon %4,0, 2025 yılı ortalama yıllık enflasyonu ise %3,9 olarak gerçekleşti. Ayrıca, Gürcistan Ulusal Bankası'nın Kasım ayındaki güncellenmiş senaryosuna göre, 2025 yılı ortalama enflasyonunun %4 civarında olması bekleniyordu. %3'lük enflasyon hedef seviyesinden sapma, esas olarak gıda fiyatlarındaki artıştan kaynaklanırken, çekirdek enflasyon nispeten ılımlı bir seviyede kaldı; örneğin, Kasım 2025'te yıllık çekirdek enflasyon %2,6, tütün hariç çekirdek enflasyon ise %2,3 olarak gerçekleşti. Bu durum, enflasyonist baskıların geniş, talebe dayalı emtialardan ziyade, bireysel emtia gruplarından kaynaklandığını göstermektedir.

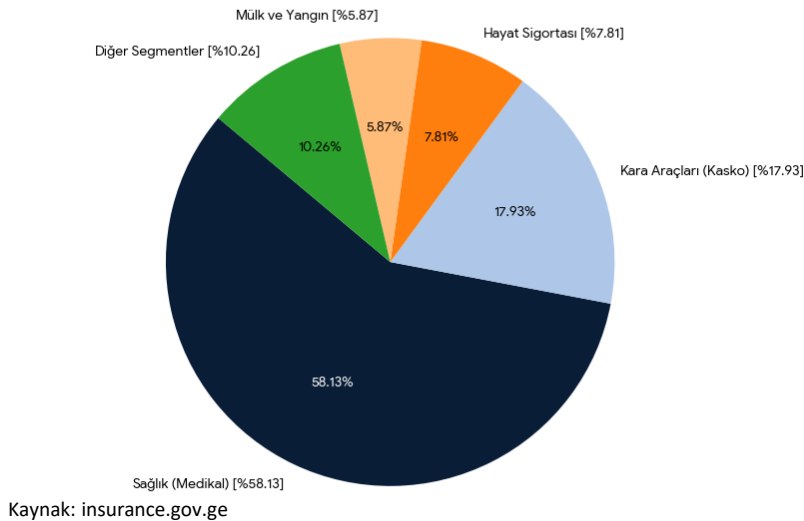
Yukarıdakilere dayanarak, 31 Aralık 2025 itibarıyla Gürcistan, yüksek ancak kademeli olarak normalleşen ekonomik büyüme, orta düzeyde artmış ancak kontrol altında tutulan enflasyon ve istikrarlı para politikası koşullarıyla karakterize edilmiştir. Bu tür bir makroekonomik ortam, kural olarak, talep için nispeten istikrarlı bir temel sağladığı ve aynı zamanda keskin bir şekilde istikrarsızlaştırıcı enflasyon veya faiz oranı şokları yaratmadığı için iş faaliyetleri için genellikle elverişlidir. Buna ek olarak, yüksek faiz oranının korunması sermaye maliyetini artırır ve finansal kaynak çekmeyi nispeten pahalı hale getirir; bu da bireysel sektörler ve şirketler için sınırlayıcı bir faktör haline gelebilir.

### Tüketici Fiyat Endeksi (Enflasyon Oranı)



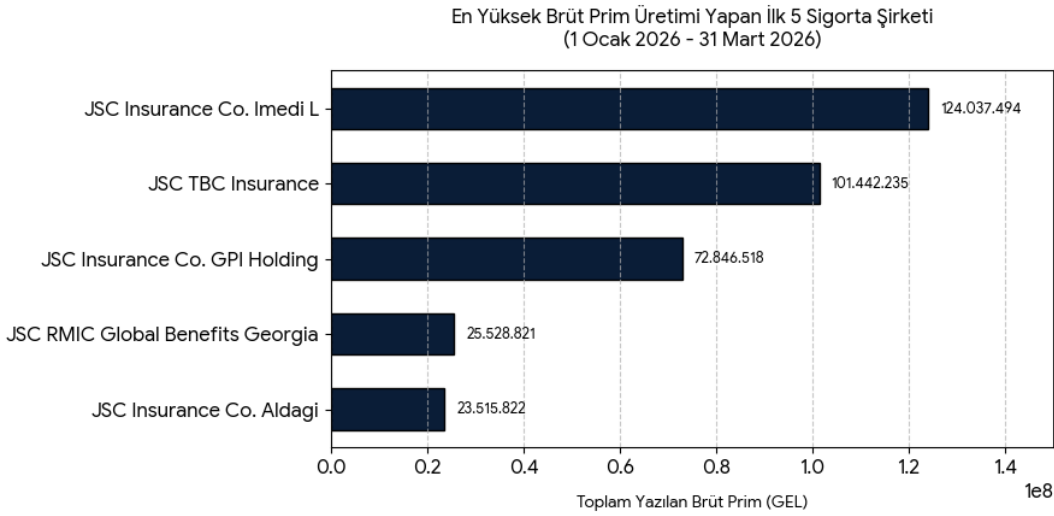
Toplam 521.335.787 GEL pazar büyüklüğünün segment bazlı dağılımı:

Brüt Yazılan Primlerin Segmentlere Göre Dağılımı  
(1 Ocak 2026 - 31 Mart 2026)



Prim Üretimi ve Segment Dağılımı 1 Ocak 2026 - 31 Mart 2026 dönemine ait konsolide finansal sonuçlara göre, Gürcistan sigorta pazarında üretilen toplam brüt prim hacmi 521.335.787 GEL seviyesine ulaşmıştır. Sektörün en büyük taşıyıcı gücü, tek başına 303.054.097 GEL prim üretimi ve %58,13'lük pazar payıyla Sağlık (Medikal) sigortaları kategorisidir. Sağlık branşını 93.490.606 GEL (%17,93) ile Kara Araçları (Kasko) ve 40.711.763 GEL (%7,81) ile Hayat Sigortası takip etmektedir. 2. Şirket Performansları ve Operasyonel Dağılımı ilgili dönemde pazar liderliğini 124.037.494 GEL brüt prim üretimiyle JSC Insurance Company Imedi L üstlenirken; JSC TBC Insurance 101.442.235 GEL ile ikinci, JSC Insurance Company GPI Holding ise 72.846.518 GEL ile üçüncü sırada yer almaktadır. Sektörün niş oyuncularından biri olan JSC Green Insurance Georgia ise 1.092.361 GEL prim üretimiyle yaklaşık %0,35'lik bir paya sahiptir. Şirketin, pazarın yarısından fazlasını oluşturan sağlık segmentinde faaliyet göstermemesi büyüme ve portföy çeşitlendirme esnekliğini sınırlayan en belirgin faktördür.

1 Ocak 2026 - 31 Mart 2026 döneminde en yüksek prim hacmine (Written Premium Gross) ulaşan ilk 5 şirketin sektörel dağılımı:



Kaynak: insurance.gov.ge

1 Ocak 2026 ile 31 Mart 2026 tarihleri arasında kapsayan cari yılın ilk çeyreğinde, Gürcistan sigorta pazarının ürettiği toplam konsolide brüt yazılan prim (Gross Written Premium) hacmi 521.335.787 GEL olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam, pazarın makroekonomik dinamiklere olan adaptasyonunu ve finansal genişleme ivmesini net bir şekilde ortaya koymaktadır.

Sektörün segment bazlı alt kırılımları incelendiğinde, portföy konsantrasyonunun tek bir branş üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir. Sağlık (Medikal) Sigortaları, tek başına 303.054.097 GEL prim üretimi gerçekleştirerek pazarın %58,13'ünü tek başına domine etmiştir. Sağlık sigortalarının toplam pazarın yarısından fazlasını oluşturması hem kurumsal şemaların hem de bireysel farkındalığın bu alanda kümelendiğini göstermektedir. Sağlık branşını makul bir farkla takip eden ikinci en büyük hacimli segment, 93.490.606 GEL brüt prim ve %17,93 pazar payı ile Kara Araçları (Kasko) sigortaları olmuştur. Üçüncü sırada ise 40.711.763 GEL hacim ve %7,81'lik pazar payı ile Hayat Sigortası (Life) branşı yer almaktadır. Kalan pazar payı ise Mülk/Yangın (%5,87) ve diğer alternatif alt sigorta ürünleri (%10,26) arasında dağılmaktadır.

Sektörün bu yapısı, can ve araç sigortalarının Gürcistan finansal risk yönetiminde temel lokomotif olduğunu kanıtlamaktadır. 2. Rekabet Ortamı, Şirket Performansları ve Pazar Yoğunlaşması (Oligopol Yapı) Gürcistan sigorta sektörü yapısal olarak yüksek yoğunlaşma oranına (Concentration Ratio) sahip, oligopolistik rekabet özellikleri gösteren bir pazar mimarisine sahiptir. Toplam 19 lisanslı oyuncunun faaliyet gösterdiği ekosistemde, üretilen toplam primin yaklaşık %68'i en büyük 5 oyuncunun kontrolü altındadır.

Dönemsel finansal performanslara göre pazar liderliği, 124.037.494 GEL brüt prim üretimi ve pazarın yaklaşık %23,8'ini tek başına elinde bulunduran JSC Insurance Company Imedi L şirketine aittir. Imedi L'in bu yüksek finansal hacme ulaşmasındaki en büyük etken, pazarın lokomotifi olan sağlık sigortalarındaki güçlü acente ve portföy ağından kaynaklanmaktadır.

Pazarın ikinci sırasını 101.442.235 GEL üretim ile JSC TBC Insurance alırken, üçüncü sırada 72.846.518 GEL ile sektörün köklü oyuncularından JSC Insurance Company GPI Holding yer almaktadır. Bu üç şirketi sırasıyla Global Benefits Georgia (25,5 Milyon GEL) ve Aldagi (23,5 Milyon GEL) takip etmektedir. Bu finansal piramidin tabanında

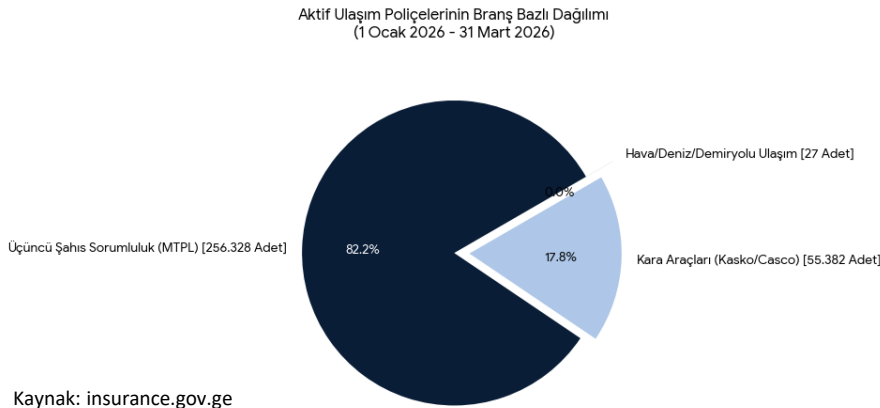
yer alan JSC Green Insurance Georgia ise 1.092.361 GEL prim üretimiyle pazarın ancak %0,35'ini temsil etmektedir. Şirketin finansal kırılabilirliğini ve büyüme sınırlılığını analiz ettiğimizde, pazarın %58'inden fazlasını oluşturan "Sağlık Sigortası" kategorisinde hiçbir operasyonunun bulunmadığı görülmektedir. Sağlık sigortası gibi hacimli bir branşta yer almamak, şirketin organik büyüme ve çapraz satış yoluyla portföy çeşitlendirme esnekliğini yapısal olarak bloke etmekte, onu niş ve sınırlı branşlara mahkum etmektedir.

Raporlama dönemi boyunca ulaşılan aktif poliçe sayıları, ülkede sigorta bilincinin ve penetrasyon (pazara nüfuz etme) oranlarının gelişme potansiyeline muhtaç olduğunu göstermektedir. İlk çeyrekte toplam sigortalanan ulaşım aracı sayısı 311.737 adet olarak gerçekleşmiştir. İlginç olan stratejik detay şudur: Bu poliçelerin 256.328 adedi Üçüncü Şahıs Mali Mesuliyet (MTPL / İsteğe Bağlı-Zorunlu Trafik Sorumluluk) branşında üretilirken, araçların kendi hasarlarını güvenceye alan Kasko (Casco) poliçe sayısı sadece 55.382 adette kalmıştır. Araç sigortaları segmentinde adet bazlı pazar lideri, 209.695 adet aktif poliçe yazmayı başaran JSC Insurance Company Aldagi'dir. Ülke genelindeki makro verilere bakıldığında; 741.174 adet aktif poliçeye sahip olan sağlık sigortası segmenti toplam ülke nüfusunun sadece %19'unu kapsamaktadır. Karayolu taşıt sigortalarında ise kayıtlı toplam araçların yalnızca %7 ila %8'inin kasko korumasına sahip olduğu görülmektedir. Bu rasyolar, Gürcistan'ın batı standartlarına göre hala ciddi bir "sigorta penetrasyon açığı" barındırdığını doğrulamaktadır. Ancak bu durum, karamsar bir tablodan ziyade, orta ve uzun vadede pazara erken giren veya doğru branş çeşitlendirmesi yapan şirketler için çok ciddi bir bakir büyüme alanı ve organik pazar potansiyeli anlamına gelmektedir. Sektörün teknik karlılığını ve sürdürülebilirliğini tehdit eden en önemli risk unsuru, hasar ödeme eğilimlerindeki artış ve reasürans bağımlılığıdır.

2026 yılı 1. Çeyrek itibarıyla şirketlerin cebinden çıkan ve fiilen ödenen toplam brüt hasar tazminat hacmi 2.531.119 GEL seviyesindedir. Şirket bazında hasar üstlenim maliyetleri incelendiğinde, JSC Insurance Company Aldagi'nin 1.003.055 GEL brüt hasar ödemesi gerçekleştirerek pazarın tazminat yükünü en çok göğüsleyen lider kuruluşu olduğu görülmektedir. Toplam pazar hasarının neredeyse %40'ını tek başına eriten Aldagi'yi, 630.014 GEL hasar ödeme hacmiyle GPI Holding izlemektedir.

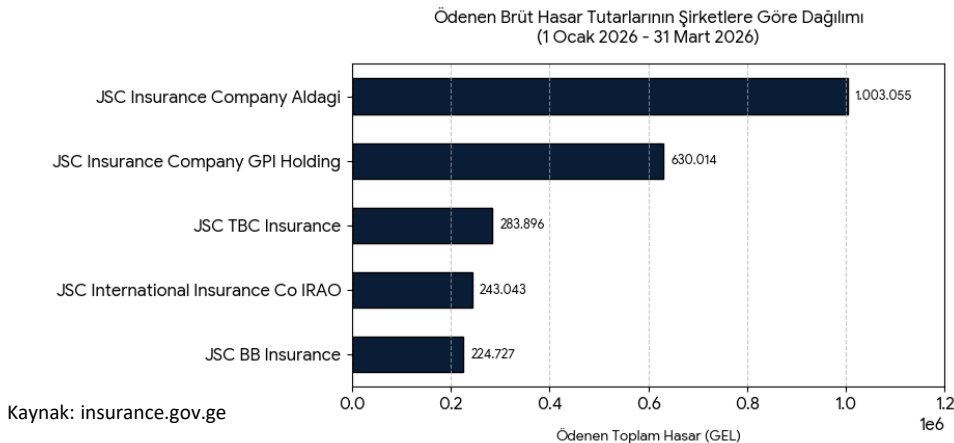
#### Araç Sigortası Poliçe Adetlerinin Branş Bazlı Dağılımı:

Toplam 311.737 adet aktif araç poliçesinin sorumluluk (MTPL) ve kasko (Casco) arasındaki keskin dağılımını gösterir:



#### Şirket Bazında Ödenen Brüt Hasar Dağılımı:

Dönem içinde en çok hasar ve tazminat ödemesi (Claims Paid Gross) gerçekleştirerek sektörün finansal yükünü üstlenen ilk 5 şirket aşağıdaki grafikte yer almaktadır.



## 2. MALİ VERİLER – BAĞIMSIZ DENETİM RAPORU'NDAN TEMİN EDİLMİŞTİR

## 2.1. Gelir Tablosu (UFRS Bazlı, Gürcistan Lari - ₾)

Green Insurance Gelir Tablosu, ₾	2022	2023	2024	2025
<b>Sigorta Geliri</b>	<b>3.671</b>	<b>4.291</b>	<b>3.826</b>	<b>3.780</b>
Zorunlu Trafik Sigortası	2.243	2.673	2.485	2.362
Kasko Sigortası	753	879	760	757
Devlet İhalelerine İliş. Kefalet Sigortaları ve Diğer Yük.	168	186	107	97
İnşaat Risk Sigortası	29	44	40	44
MTPL	66	76	87	66
Kargo/Nakliye Sigortası	49	90	13	
Yangın ve Doğal Afetler (Mal) Sigortası	108	54	47	45
Makine Kırılması Sigortası	19	12	18	9
Mesleki Sorumluluk Sigortası	9	19	11	15
Kara Taşımacılığı Sorumluluk Sigortası	4	1	2	
Seyahat Sigortası		1		
Diğer Sorumluluk Sigortaları	223	256	256	385
<b>Sigorta Hizmet Giderleri</b>	<b>-1.236</b>	<b>-962</b>	<b>-653</b>	<b>-586</b>
Hasar ve Doğrudan İlişkilendirilebilen Diğer Giderler	-978	-637	-491	-388
Sigorta Edinimi Nakit Akışlarının İtfası	-238	-323	-150	-215
Risk ayarlamasındaki net değişim	-20	-2	-12	17
<b>Reasürans Sözleşmelerinden Kaynaklanan Giderler</b>	<b>-141</b>	<b>-333</b>	<b>-372</b>	<b>-340</b>
PAA kapsamında ölçülen sözleşmelerden kaynaklanan reasürans gideri	-397	-732	-646	-584
Reasürörlerden geri alınabilecek tutarlar	139	136	92	59
Reasürans komisyon gelirleri	117	263	182	185
<b>Sigorta Faaliyetleri Brüt Karı</b>	<b>2.294</b>	<b>2.996</b>	<b>2.801</b>	<b>2.854</b>
<b>Genel Yönetim Giderleri</b>	<b>-1.402</b>	<b>-1.513</b>	<b>-1.539</b>	<b>-1.724</b>
Personel Ücret ve Yan Hakları	818	762	896	1.045
Üyelik Aidatları	217	283	257	376
Amortisman ve İtfa Payları	86	89	96	102
Reklam ve Tanıtım Giderleri	134	187		
Gözetim ve Denetim Katkı Payı	37	43	38	38
Enerji ve Hizmet Giderleri	25	26	24	25
Danışmanlık Giderleri	24	26	42	39
Bağımsız Denetim Giderleri	23	27	28	28
Haberleşme ve İletişim Giderleri	7	9	17	17
Banka Komisyon ve Masrafları	3	5		
Diğer Genel Yönetim Giderleri	28	56	46	36
Değer Düşüklüğü Karşılığı			95	18
<b>Diğer Faaliyet Gelirleri</b>	<b>3</b>	<b>22</b>	<b>14</b>	<b>3</b>
<b>Diğer Faaliyet Giderleri</b>	<b>-15</b>	<b>-11</b>	<b>-16</b>	<b>-46</b>
<b>Finansman Gelir/Gideri Öncesi Kar</b>	<b>880</b>	<b>1.494</b>	<b>1.260</b>	<b>1.087</b>
Faiz Gelirleri, Net	448	870	1.367	1.593
<b>Net Kambiyo Kârı / (Zararı)</b>	<b>-1.522</b>	<b>-41</b>	<b>479</b>	<b>-481</b>
<b>Kambiyo Kârları</b>	<b>1.163</b>	<b>1.139</b>	<b>1.165</b>	<b>396</b>
Bankalar (veya Bankalardan Alacaklar)	911	872	1.059	371
Nakit ve Nakit Benzerleri	80	3	37	1
Sigorta ve Reasürans Sözleşmeleri	68	143	69	24
Ticari Borçlar	34	13		
Sigorta Sözleşmesi Yükümlülükleri	70	108		
<b>Kambiyo Zararları</b>	<b>-2.685</b>	<b>-1.180</b>	<b>-686</b>	<b>-877</b>
Bankalar (veya Bankalardan Alacaklar)	-2.485	-911	-630	-827
Nakit ve Nakit Benzerleri	-61	-3	-8	-16
Sigorta ve Reasürans Sözleşmeleri	-109	-49	-48	-34
Ticari Borçlar	-20	-15		
Sigorta Sözleşmesi Yükümlülükleri	-10	-202		
<b>Dönem Karı</b>	<b>-194</b>	<b>2.323</b>	<b>3.106</b>	<b>2.199</b>
Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
<b>Net Dönem Karı</b>	<b>-194</b>	<b>2.323</b>	<b>3.106</b>	<b>2.199</b>

## 2.2. Bilanço (UFRS Bazlı, Gürcistan Lari - ₾)

Green Insurance Gelir Tablosu, ₾			
VARLIKLAR	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Nakit ve nakit benzerleri	2.409	3.490	6.515
Bankalardaki mevduatlar	11.629	13.415	11.744
Sigorta sözleşmesi varlıkları	86	109	302
Reasürans sözleşmesi varlıkları	224	223	97
Peşin ödemeler			38
Verilen krediler	2.035	1.873	1.930
Vergi avansları	0	20	16
Maddi duran varlıklar	49	37	32
Maddi olmayan duran varlıklar	40	29	27
Kullanım hakkı varlıkları	51	143	61
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>16.523</b>	<b>19.339</b>	<b>20.762</b>
YÜKÜMLÜLÜKLER			
Sigorta sözleşmesi yükümlülükleri	927	862	592
Kiralama yükümlülükleri	53	145	65
Ticari borçlar	859	827	401
Vergi Yükümlülüğü	285	0	0
<b>Toplam yükümlülükler</b>	<b>2.124</b>	<b>1.834</b>	<b>1.058</b>
ÖZKAYNAKLAR			
Sermaye	10.051	10.051	10.051
Hisse senedi ihraç primi	51	51	51
Geçmiş yıl karları	4.297	7.403	9.602
<b>Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar</b>	<b>16.523</b>	<b>19.339</b>	<b>20.762</b>

### 3. DEĞERLEME

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

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

Yapılan değerlendirme 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, değerlendirme 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 değerler, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir.

BMD değerlendirme 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 değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen Şirket yönetiminin sağladığı bilgilere, finansal verilere, kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgilere ve bulgulara dayanmaktadır.

**BMD olarak, iş bu değerlendirme 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 değerlendirme 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, işbu raporun 2 numaralı başlığı altında yer alan 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.
- 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 değer 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. Bazı şirketler için bilançolarında yer alan hesapların kayıtlı değeri rayiç değerine yakınsa en güncel özkaynak tutarı maliyet yaklaşımına esas oluştururken diğer birçok şirket için bilanço hesaplarının rayiç değerinin tekrar hesaplandığı Düzeltilmiş Net Aktif Değer kullanılmaktadır.

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

#### 3.2.2. Gelir Yaklaşımı

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

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

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

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

#### İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

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

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

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

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

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

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

**Net Bugünkü Değer:**

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

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

Şirkete Olan Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı:

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

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

AOSM hesaplamasının ayrıntıları aşağıdaki gibidir.

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

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

r = AOSM

r<sub>e</sub> = Özsermaye Maliyeti

r<sub>d</sub> = Borçlanma Maliyeti

E = Özsermaye Değeri

D = Finansal Borç Değeri

t = Kurumlar Vergisi Oranı

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

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

Sermaye maliyeti ise aşağıdaki formülle hesaplanır:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 3.2.3. Pazar Yaklaşımı

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

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde ana amaç belirli durumlara istinaden en uygun değerlendirme metodunun bulunması ve uygulanmasıdır. Bu çerçevede Şirket değerlendirme 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) değerlendirilmesinde 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 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 değeri tespiti.

Uygun değerler normal bazda değerlendirilmesi yapılan şirketin gelecekte büyümesi beklenen gelirleri olarak tanımlanır. Uygun değerlerin tespitinde değerlendirilmesi 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 metodlardan biridir.

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

Piyasa çarpanları metodu, değerlendirilmesi 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 Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ve Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi 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

- Şirket'in 10.06.2026 tarihi itibarıyla piyasa değeri şirketin önümüzdeki dönemde elde etmeyi hedeflediği operasyonel nakitlerin "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" (İNA) kullanılarak hesaplanmıştır.
- Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 2026 ve 2032 yıl sonu ile sınırlı tutulmuş olup 2032 yılındaki serbest nakit akımlarıyla %3 büyüme varsayımıyla 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 öngörülemez değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerlendirme çalışmamız 2026 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.
- 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.
- Nakit akımları analizi şirket tarafından sağlanan VUK bazlı mali veriler ve projeksiyonlar üzerinden yapılmış olup UFRS rakamlarıyla farklılık arz edebilir.

**Şirket'in 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. İndirgeme Oranı Tespiti

Şirket'in faaliyetlerinden üretmesi beklenen nakit akımları projeksiyon dönemi boyunca tespit edilerek Finansal Varlıkları Fiyatlandırma 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 GEL bazında uzun vadeli devlet tahvillerinin getirileri kullanılmıştır. Gürcistan devletinin 2026 yılındaki GEL bazlı uzun vadeli borçlanma maliyetleri ortalaması göz önünde bulundurularak risksiz getiri oranı %9,41 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 teamül %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 2026 yılı için  $0,60 \times (1 + (1 - 0,195) \times 0,15) = 0,67$  hesaplanmasına rağmen 1,0x kabul edilmiştir.

Şirket'in gelecek dönem yüksek reel gelir büyüme öngörüsü bulunmaktadır. Bu büyüme İNA'da gelir ve nakit akımlarında dikkate alınmış olmakla birlikte büyümenin gerçekleşmeme riskinin değerlendirilmemesine adina

gelir büyümesinin %30'u kadar ilave risk primi özsermaye maliyetinde dikkate alınmıştır. Büyüme oranına bağlı olarak hesaplanan ilave risk priminin risksiz getiri oranının %20'nden düşük kaldığı dönemlerde ise ihtiyatlı yaklaşım çerçevesinde risksiz getiri oranının %20'si tutarında risk primi dikkate alınmıştır.

Özsermaye maliyeti = Risksiz Getiri Oranı + (Beta X Sermaye Piyasası Risk Primi) + Şirket Risk Primi formülüne göre 2026 yılı için %23,60 hesaplanırken sonraki yıllarda gelir büyümesinde beklenen düşüş neticesinde azalmakta olup uç değer indirgemesinde %16,79 hesaplanmıştır.

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

Green Insurance AOSM, ₾	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	Uç Değer
Risksiz Faiz Oranı	9,41%	9,41%	9,41%	9,41%	9,41%	9,41%	9,41%	
Kaldıraçsız Beta	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	
Kaldıraçlı Beta	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%	
Şirket Risk Primi	17,4%	25,4%	17,6%	6,5%	2,7%	1,9%	1,9%	
<b>Özkaynak Maliyeti</b>	<b>32,29%</b>	<b>40,30%</b>	<b>32,48%</b>	<b>21,43%</b>	<b>17,64%</b>	<b>16,79%</b>	<b>16,79%</b>	
Özkaynak Oranı (Özkaynak/(Borç+Özkaynak))	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	
<b>Borçlanma Maliyeti</b>	<b>10,82%</b>	<b>10,82%</b>	<b>10,82%</b>	<b>10,82%</b>	<b>10,82%</b>	<b>10,82%</b>	<b>10,82%</b>	
Kaldıraç Oranı (Borç/(Borç+Özkaynak))	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Kurumlar Vergisi Oranı	19,50%	19,50%	19,50%	19,50%	19,50%	19,50%	19,50%	
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	8,71%	8,71%	8,71%	8,71%	8,71%	8,71%	8,71%	
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>	<b>32,29%</b>	<b>40,30%</b>	<b>32,48%</b>	<b>21,43%</b>	<b>17,64%</b>	<b>16,79%</b>	<b>16,79%</b>	
Dönem Ortası İndirgeme Faktörü	1,15	1,18	1,15	1,10	1,08	1,08	1,08	
Dönem Sonu İndirgeme Faktörü	1,32	1,40	1,32	1,21	1,18	1,17	1,17	
<b>Kümülatif İndirgeme Faktörü</b>	<b>1,15</b>	<b>1,57</b>	<b>2,14</b>	<b>2,71</b>	<b>3,24</b>	<b>3,80</b>	<b>4,43</b>	<b>4,79</b>

#### 4.3. Net Borç

31.12.2025 itibariyle Şirket'in kiralama yükümlülüklerinden nakit ve nakit benzerleri, bankalardaki mevduatlar, verilen krediler toplamı düşülerek şirket için **20.124.000 GEL** net nakit hesaplanmıştır. 06 Şubat 2026 tarihinde, 7.403.000 GEL tutarında onaylanan kâr payı (temettü) dağıtımını düşülerek 12.721.000 GEL düzeltilmiş net nakit hesaplanmış ve değerlendirilme bu tutar dikkate alınmıştır.

Net Borç (Nakit), bin GEL	31.12.2025
Nakit ve nakit benzerleri	6.515
Bankalardaki mevduatlar	11.744
Verilen krediler	1.930
Kiralama yükümlülükleri	65
<b>Net Borç (Nakit)</b>	<b>-20.124</b>
2026 Şubat'ta Ödenen Temettü	7.403
<b>Düzeltilmiş Net Borç (Nakit)</b>	<b>-12.721</b>

#### 4.4. Gelirler

Şirketin sigorta gelirlerinden zorunlu trafik sigortası, kasko sigortası, inşaat risk sigortası, MTPL, kargo/nakliye sigortası, yangın ve doğal afetler (mal) sigortası, makine kırılması sigortası, mesleki sorumluluk sigortası, kara taşımacılığı sorumluluk sigortası, seyahat sigortası, diğer sorumluluk sigortaları olarak toplam 12 başlık altında incelenmiştir. Şirket yönetimi tarafından öngörülen gelir ve gider projeksiyonları BMD tarafından yorumlanarak kullanılmıştır.

Zorunlu trafik sigortası gelirleri Gürcistan'da uygulamasının 2027 yılı itibariyle kesin olarak yürürlüğe gireceği beklentisinden dolayı 2026 yılında ilk 5 ay gerçekleşmeleri dikkate alınarak 2026 yılında %80, 2027 yılında %100, 2028 yılında %75, 2029 yılında %25, 2030 yılında %10, 2031 yılında %5 artacağı varsayılmıştır. 2032 yılında %3 artacağı varsayılarak uç değer öncesi normalizasyon sağlanmaya çalışılmıştır.

Kasko sigortası, inşaat risk sigortası, MTPL, kargo/nakliye sigortası, yangın ve doğal afetler (mal) sigortası, makine kırılması sigortası, mesleki sorumluluk sigortası, kara taşımacılığı sorumluluk sigortası, diğer sorumluluk sigortaları gelirleri Gürcistan'ın ortalama enflasyon oranı kadar her yıl %3 arttırılarak tahmin edilmiştir.

MTPL gelirlerinde Şirket Yönetiminin tarafından çeşitli sigorta şirketiyle anlaşma yapılarak acente sayısını arttırılması ve buna bağlı gelirin artırılması yönünde planlanma yapıldığı ifade edilmiştir. Buna göre 2026 yılında %15, 2027 yılında %12,5, 2028 yılında %10, 2029 yılında %7,5, 2030 yılında %5 ve 2031-2032 yıllarında %3 artacağı öngörülmüştür.

Seyahat sigortası gelirleri, Şirket Yönetimi tarafından yapılan görüşmede 1 Ocak 2026 tarihi itibarıyla Gürcistan'a giriş yapan yabancı ziyaretçiler için seyahat sağlık ve kaza sigortası zorunlu hale gelmesi nedeniyle seyahat sigortaları alanında büyüme potansiyeli bulunduğu ifade edilmiştir. Bu kapsamda müşterilerin dijital platform üzerinden kendi poliçelerini oluşturabileceği olanak sağlayan yapay zeka destekli alt yapı çalışmalarının yürütüldüğünü seyahat sigortası ürünlerinin dijital kanallar üzerinden satışa yönelik hazırlıkların devam ettiği belirtilmiştir. Ayrıca Şirketin Batum'da faaliyet gösteren oteller ile işbirliği imkanlarını değerlendirdiği, söz konusu oteller aracılığıyla rezervasyon gerçekleştiren müşterilere seyahat sigortası ürünlerinin sunulmasına yönelik acente işbirliklerinin geliştirilmesinin hedeflendiği ifade edilmiştir. Bu kapsamda seyahat sigortası gelirlerinin 2026 yılında 250 bin GEL, 2027 yılında 1,0 milyon GEL olacağı ve sonraki yıllarda %3 artış göstererek 2032 yılında 1,2 milyon GEL olacağı varsayılmıştır.

Bu varsayımlar sonrası Şirket'in toplam gelirlerinin 2026 yılında 5,97 milyon GEL olacağı 2032'de 25,1 milyon GEL'e ulaşacağı öngörülmüştür.

#### Green Insurance Nakit Akım Tablosu

Bin GEL	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
<b>Sigorta Geliri</b>										
Zorunlu Trafik Sigortası	2.673	2.485	2.362	4.252	8.503	14.881	18.601	20.461	21.484	22.128
Yıllık Değişim	19,2%	-7,0%	-4,9%	80,0%	100,0%	75,0%	25,0%	10,0%	5,0%	3,0%
Kasko Sigortası	879	760	757	780	803	827	852	878	904	931
Yıllık Değişim	16,7%	-13,5%	-0,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Devlet İhalelerine İliş. Kefalet Sig. ve Diğer Yük.	186	107	97	100	103	106	109	112	116	119
Yıllık Değişim	10,7%	-42,5%	-9,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
İnşaat Risk Sigortası	44	40	44	45	47	48	50	51	53	54
Yıllık Değişim	51,7%	-9,1%	10,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
MTPL	76	87	66	76	85	94	101	106	109	112
Yıllık Değişim	15,2%	14,5%	-24,1%	15,0%	12,5%	10,0%	7,5%	5,0%	3,0%	3,0%
Kargo/Nakliye Sigortası	90	13	0	0	0	0	0	0	0	0
Yıllık Değişim	83,7%	-85,6%	-100,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Yangın ve Doğal Afetler (Mal) Sigortası	54	47	45	46	48	49	51	52	54	55
Yıllık Değişim	-50,0%	-13,0%	-4,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Makine Kırılması Sigortası	12	18	9	9	10	10	10	10	11	11
Yıllık Değişim	-36,8%	50,0%	-50,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Mesleki Sorumluluk Sigortası	19	11	15	15	16	16	17	17	18	18
Yıllık Değişim	111,1%	-42,1%	36,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Kara Taşımacılığı Sorumluluk Sigortası	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0
Yıllık Değişim	-75,0%	100,0%	-100,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Seyahat Sigortası	1	0	0	250	1.000	1.030	1.061	1.093	1.126	1.159
Yıllık Değişim					300,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Diğer Sorumluluk Sigortaları	256	256	385	397	408	421	433	446	460	474
Yıllık Değişim	14,8%	0,0%	50,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Toplam Gelirler</b>	<b>4.291</b>	<b>3.826</b>	<b>3.780</b>	<b>5.970</b>	<b>11.023</b>	<b>17.482</b>	<b>21.284</b>	<b>23.227</b>	<b>24.333</b>	<b>25.063</b>
Yıllık Değişim	16,9%	-10,8%	-1,2%	57,9%	84,6%	58,6%	21,8%	9,1%	4,8%	3,0%

#### 4.5.Satışların Maliyeti & Brüt Kar

Şirket'in maliyetleri sigorta hizmet giderleri ve reasürans sözleşmelerinden kaynaklanan giderler olarak 2 başlıkta hesaplanmıştır.

Sigorta hizmet giderleri, hasar ve doğrudan ilişkilendirilebilen diğer giderler ve sigorta edimini nakit akışlarının itfasi olarak 2 alt başlıkta incelenmiştir. Zorunlu trafik sigortasına ilişkin hasar ve doğrudan ilişkilendiren diğer giderlerin söz konusu faaliyetlerden elde edilen gelirlerin temel maliyet unsurlarını oluşturduğu şirket tarafından ifade edilmiştir. Bu kapsamda 2026 yılına ilişkin hasar ve doğrudan ilişkilendirilen diğer giderler tahmin edilen gelirin %25,9'u olacak şekilde tahmin edilmiştir. Söz konusu %25,9 oran 2022-2025 dönemlerinde gerçekleşen hasar ve doğrudan ilişkilendirilebilen diğer giderlerin zorunlu trafik sigortası gelirin oranının ortalaması dikkate

alınarak belirlenmiştir. 2026 yılında %25,9 olarak tahmin edilen hasar ve doğrudan ilişkilendirilebilen diğer giderlerin zorunlu trafik sigortası gelirin oranının, 2027 yılında %50, 2028 yılında %61,3, 2029 yılında %65,1, 2030-2032 yıllarında %66,4 olacağı varsayılmıştır.

Sigorta Edinimi Nakit Akışlarının İtfası sigorta gelirlerinin her yıl gelirdeki artış kadar artacağı varsayılmıştır.

Reasürans sözleşmelerinden kaynaklanan giderler, PAA kapsamında ölçülen sözleşmelerden kaynaklanan reasürans giderler ve reasürans komisyon gelirlerinden oluşmaktadır. PAA kapsamında ölçülen sözleşmelerden kaynaklanan reasürans giderler Şirket yönetimi tarafından zorunlu trafik sigortası ve seyahat sigortası ürünlerinde veya reasürans uygulamasının bulunmadığı diğer sigorta gelirlerinde riskin bir kısmını reasürans şirketlerine devredebileceği ifade edilmiştir. Reasürans sözleşmelerinden kaynaklanan giderlerin her yıl gelirlerdeki artış kadar artış göstereceği varsayılmıştır.

Yukarıda varsayımlar sonrası Şirket'in toplam satış maliyetleri 2025 yılında 2,6 milyon GEL 'den 19,1 milyon GEL ulaşacağı hesaplanmaktadır.

Şirket'in brüt kâr marjı 2023-2025 arasında sırasıyla %69,8 - %73,2 - %75,5 olarak kaydedilmişken 2026 yılında %66,9 olacağı ve sonraki yıllarda Hasar ve Doğrudan İlişkilendirilebilen Diğer Giderlerin gelire oranında varsayılan yükselişin etkisiyle kademeli düşüş göstererek 2031 yılına kadar %26,7 seviyesine gerileyeceği hesaplanmıştır.

Green Insurance İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu										
Bin GEL	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
<b>Satış Maliyeti</b>	<b>-1.295</b>	<b>-1.025</b>	<b>-926</b>	<b>-1.978</b>	<b>-5.870</b>	<b>-11.681</b>	<b>-15.230</b>	<b>-16.992</b>	<b>-17.834</b>	<b>-18.369</b>
Yıllık Değişim	-6,0%	-20,8%	-9,7%	113,6%	196,8%	99,0%	30,4%	11,6%	5,0%	3,0%
Ciroya Oranı		-26,8%	-24,5%	-33,1%	-53,3%	-66,8%	-71,6%	-73,2%	-73,3%	-73,3%
<b>Sigorta Hizmet Giderleri</b>	<b>-962</b>	<b>-653</b>	<b>-586</b>	<b>-1.441</b>	<b>-4.879</b>	<b>-10.109</b>	<b>-13.316</b>	<b>-14.903</b>	<b>-15.645</b>	<b>-16.114</b>
Yıllık Değişim	-22,2%	-32,1%	-10,3%	145,9%	238,6%	107,2%	31,7%	11,9%	5,0%	3,0%
Gelire oranı	-22,4%	-17,1%	-15,5%	-24,1%	-44,3%	-57,8%	-62,6%	-64,2%	-64,3%	-64,3%
Hasar ve Doğrudan İlişkilendirilebilen Diğer Giderler	-637	-491	-388	-1.101	-4.252	-9.114	-12.105	-13.582	-14.261	-14.689
Zorunlu Trafik Sigortası Gelirine Oranı	23,8%	19,8%	16,4%	25,9%	50,0%	61,3%	65,1%	66,4%	66,4%	66,4%
Yıllık Değişim	-34,9%	-22,9%	-21,0%	183,9%	286,0%	114,4%	32,8%	12,2%	5,0%	3,0%
Sigorta Edinimi Nakit Akışlarının İtfası	-323	-150	-215	-340	-627	-994	-1.211	-1.321	-1.384	-1.426
Yıllık Değişim	35,7%	-53,6%	43,3%	57,9%	84,6%	58,6%	21,8%	9,1%	4,8%	3,0%
Risk ayarlamadaki net değişim	-2	-12	17	0	0	0	0	0	0	0
Yıllık Değişim	-90,0%	500,0%	-241,7%	-100,0%						
<b>Reasürans Sözleşmelerinden Kaynaklanan Giderler</b>	<b>-333</b>	<b>-372</b>	<b>-340</b>	<b>-537</b>	<b>-991</b>	<b>-1.572</b>	<b>-1.914</b>	<b>-2.089</b>	<b>-2.189</b>	<b>-2.254</b>
Yıllık Değişim	136,2%	11,7%	-8,6%	57,9%	84,6%	58,6%	21,8%	9,1%	4,8%	3,0%
Gelire oranı	-7,8%	-9,7%	-9,0%	-8,5%	-8,1%	-9,0%	-9,0%	-9,0%	-9,0%	-9,0%
PAA kapsamında ölçülen sözleşmelerden kaynaklanan reasürans gideri	-732	-646	-584							
Yıllık Değişim	84,4%	-11,7%	-9,6%							
Reasürörlerden geri alınabilecek tutarlar	136	92	59							
Yıllık Değişim	-2,2%	-32,4%	-35,9%							
Reasürans komisyon gelirleri	263	182	185							
Yıllık Değişim	124,8%	-30,8%	1,6%							
<b>Brüt Kar</b>	<b>2.996</b>	<b>2.801</b>	<b>2.854</b>	<b>3.992</b>	<b>5.153</b>	<b>5.801</b>	<b>6.054</b>	<b>6.235</b>	<b>6.499</b>	<b>6.694</b>
Yıllık Değişim	30,6%	-6,5%	1,9%	39,9%	29,1%	12,6%	4,4%	3,0%	4,2%	3,0%
Brüt Kar Marjı	69,8%	73,2%	75,5%	66,9%	46,7%	33,2%	28,4%	26,8%	26,7%	26,7%

#### 4.6. Faaliyet Giderleri

Faaliyet giderleri genel yönetim giderlerinden oluşmakta olup personel ücret ve yan hakları, üyelik aidatları, reklam ve tanıtım giderleri, gözetim ve denetim katkı payı, enerji ve hizmet giderleri, danışmanlık giderleri, bağımsız denetim giderleri, haberleşme ve iletişim giderleri, banka komisyon ve masrafları, diğer genel yönetim giderleri, değer düşüklüğü karşılığı olmak üzere 10 alt başlıkta incelenmiştir.

Üyelik aidatları, gözetim ve denetim katkı payı, enerji ve hizmet giderleri, danışmanlık giderleri, bağımsız denetim giderleri, haberleşme ve iletişim giderleri, banka komisyon ve masrafları, diğer genel yönetim giderleri, değer düşüklüğü karşılığı giderleri her yıl %3 artacağı varsayılmıştır.

Personel giderlerinin 2026-2032 yıllarında sırasıyla %10, %9, %8, %7, %6, %5, %4,8 ve %3 artacağı öngörülmüştür.

Reklam ve tanıtım giderleri, Şirket yönetimi beklentileri dikkate alınarak 2026 yılında 75 bin GEL, 2027-2030 yıllarında %10 artacağı ve 2031-2032 yıllarında sigorta gelirlerindeki artış kadar artacağı hesaplanmıştır.

Diğer gelirlerin, projeksiyon dönemi boyunca sigorta gelirindeki artış kadar her yıl artacağı varsayılmıştır. Bu hesaplama ile 2026 yılında 5 bin GEL, 2032 yılında 20 bin GEL olacağı tahmin edilmiştir.

Diğer giderleri projeksiyon dönemi boyunca sigorta gelirindeki artış kadar her yıl artacağı varsayılmıştır. Bu hesaplama ile 2026 yılında 44 bin GEL kabul edilerek 2032 yılında 185 bin GEL olacağı tahmin edilmiştir.

## Green Insurance İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu

Bin GEL	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>1.424</b>	<b>1.443</b>	<b>1.622</b>	<b>1.823</b>	<b>1.952</b>	<b>2.079</b>	<b>2.202</b>	<b>2.319</b>	<b>2.417</b>	<b>2.490</b>
Yıllık Değişim	8,2%	1,3%	12,4%	12,4%	7,1%	6,5%	5,9%	5,3%	4,2%	3,0%
Ciroya Oranı		37,7%	42,9%	30,5%	17,7%	11,9%	10,3%	10,0%	9,9%	9,9%
<b>Genel Yönetim Giderleri</b>	<b>1.424</b>	<b>1.443</b>	<b>1.622</b>	<b>1.823</b>	<b>1.952</b>	<b>2.079</b>	<b>2.202</b>	<b>2.319</b>	<b>2.417</b>	<b>2.490</b>
Yıllık Değişim	8,2%	1,3%	12,4%	12,4%	7,1%	6,5%	5,9%	5,3%	4,2%	3,0%
Ciroya Oranı	33,2%	37,7%	42,9%	30,5%	17,7%	11,9%	10,3%	10,0%	9,9%	9,9%
Personel Ücret ve Yan Hakları	762	896	1045	1.149,5	1.253,0	1.353,2	1.447,9	1.534,8	1.607,9	1.656,1
Yıllık Değişim	-6,8%	17,6%	16,6%	10%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%	4,8%	3,0%
Ciroya Oranı	17,8%	23,4%	27,6%	19,3%	11,4%	7,7%	6,8%	6,6%	6,6%	6,6%
Üyelik Aidatları	283	257	376	387,3	398,9	410,9	423,2	435,9	449,0	462,4
Yıllık Değişim	30,4%	-9,2%	46,3%	3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ciroya Oranı	6,6%	6,7%	9,9%	6,5%	3,6%	2,4%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%
Reklam ve Tanıtım Giderleri	187	0	0	75,0	82,5	90,8	99,8	109,8	115,0	118,5
Yıllık Değişim	39,6%				10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	4,8%	3,0%
Ciroya Oranı	4,4%	0,0%	0,0%	1,3%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Gözetim ve Denetim Katkı Payı	43	38	38	39,1	40,3	41,5	42,8	44,1	45,4	46,7
Yıllık Değişim	16,2%	-11,6%	0,0%	3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ciroya Oranı	1,0%	1,0%	1,0%	0,7%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Enerji ve Hizmet Giderleri	26	24	25	25,8	26,5	27,3	28,1	29,0	29,9	30,7
Yıllık Değişim	4,0%	-7,7%	4,2%	3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ciroya Oranı	0,6%	0,6%	0,7%	0,4%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Danışmanlık Giderleri	26	42	39	40,2	41,4	42,6	43,9	45,2	46,6	48,0
Yıllık Değişim	8,3%	61,5%	-7,1%	3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ciroya Oranı	0,6%	1,1%	1,0%	0,7%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Bağımsız Denetim Giderleri	27	28	28	28,8	29,7	30,6	31,5	32,5	33,4	34,4
Yıllık Değişim	17,4%	3,7%	0,0%	3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ciroya Oranı	0,6%	0,7%	0,7%	0,5%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Haberleşme ve İletişim Giderleri	9	17	17	17,5	18,0	18,6	19,1	19,7	20,3	20,9
Yıllık Değişim	28,6%	88,9%	0,0%	3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ciroya Oranı	0,2%	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Banka Komisyon ve Masrafları	5	0	0	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6	5,8	6,0
Yıllık Değişim	66,7%				3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ciroya Oranı	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	56	46	36	37,1	38,2	39,3	40,5	41,7	43,0	44,3
Yıllık Değişim	100,0%	-17,9%	-21,7%	3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ciroya Oranı	1,3%	1,2%	1,0%	0,6%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Değer Düşüklüğü Karşılığı	0	95	18	18,0	18,5	19,1	19,7	20,3	20,9	21,5
Yıllık Değişim			-81,1%	0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ciroya Oranı	0,0%	2,5%	0,5%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Diğer Gelirler</b>	<b>22</b>	<b>14</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>20</b>
Yıllık Değişim	633,3%	-36,4%	-78,6%	57,9%	84,6%	58,6%	21,8%	9,1%	4,8%	3,0%
Ciroya Oranı	0,5%	0,4%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Diğer Giderler</b>	<b>-11</b>	<b>-16</b>	<b>-46</b>	<b>-44</b>	<b>-81</b>	<b>-129</b>	<b>-157</b>	<b>-171</b>	<b>-179</b>	<b>-185</b>
Yıllık Değişim	-26,7%	45,5%	187,5%	-4,3%	84,6%	58,6%	21,8%	9,1%	4,8%	3,0%
Ciroya Oranı	-0,3%	-0,4%	-1,2%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
<b>FAVÖK</b>	<b>1.583</b>	<b>1.356</b>	<b>1.189</b>	<b>2.130</b>	<b>3.128</b>	<b>3.607</b>	<b>3.712</b>	<b>3.764</b>	<b>3.922</b>	<b>4.040</b>
Yıllık Değişim	63,9%	-14,3%	-12,3%	79,1%	46,9%	15,3%	2,9%	1,4%	4,2%	3,0%
FAVÖK Marjı	36,9%	35,4%	31,5%	35,7%	28,4%	20,6%	17,4%	16,2%	16,1%	16,1%

## Green Insurance İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu

Bin GEL	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Amortisman ve İtfa Payları	89	96	102	111,0	120,3	129,8	139,7	149,8	160,2	171,0
Yıllık Değişim	3,5%	7,9%	6,3%	9%	8,4%	7,9%	7,6%	7,3%	7,0%	6,7%
Ciroya Oranı	2,1%	2,5%	2,7%	1,9%	1,1%	0,7%	0,7%	0,6%	0,7%	0,7%
<b>Faaliyet Karı</b>	1.494	1.260	1.087	2.019	3.008	3.477	3.573	3.614	3.762	3.869
Yıllık Değişim				60,2%	49,0%	15,6%	2,8%	1,2%	4,1%	2,8%
Faaliyet Kar Marjı		32,9%	28,8%	33,8%	27,3%	19,9%	16,8%	15,6%	15,5%	15,4%
Kurumlar Vergisi Matrahı				2.019	3.008	3.477	3.573	3.614	3.762	3.869
Kurumlar Vergisi Oranı			0,0%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
Kurumlar Vergisi			0	394	587	678	697	705	734	754

#### 4.7. Faaliyet Karı & FAVÖK

Şirketin yatırımlarını 10 yılda amorti edeceği varsayımıyla amortisman hesaplanmış olup FAVÖK'ünden amortisman düşülerek faaliyet karı hesaplanmıştır. Şirketin 2026 yılında 2,1 milyon GEL faaliyet karı elde edeceği öngörüldükçe 2027 yılında 3,0 milyon GEL faaliyet karı elde edeceği ve 2032 yılında faaliyet karının 3,9 milyon GEL'e ulaşacağı tahmin edilmektedir. Faaliyet kâr marjının ise 2027-2032 döneminde %33,8'ten başlayarak %15,4'e kadar gerileyeceği öngörülmektedir.

Şirket'in 2026 yılında FAVÖK'ünün 2,1 milyon GEL olacağı, 2027 yılında ise 3,1 milyon GEL FAVÖK üreteceği tahmin edilirken 2032 yılında FAVÖK'ünün 4,0 milyon GEL olması beklenmektedir. FAVÖK marjının ise 2026 yılında %35,7 olması beklenirken sonraki yıllarda brüt kar marjında öngörülen düşüşün etkisiyle 2032 yılında %16,1'e gerileyeceği öngörülmektedir.

#### 4.8. Kurumlar Vergisi

Şirket Gürcistan'da faaliyet göstermekte Gürcistan vergi mevzuatı uyarınca dönem karının dağıtılmaması veya dağıtılsa dahi Gürcistan'da yerleşik bir tüzel kişiye dağıtılması halinde, bir başka deyişle karın Gürcistan dışına çıkmayacak şekilde tutulması halinde kurumlar vergisi yükü oluşmamaktadır. Ancak değerlendirme çalışmasında ihtiyatlı yaklaşım benimsenerek Şirket'in kârının Türkiye'de bulunan Metro Grup şirketlerine dağıtılması durumun da oluşacak %15 kurumlar vergisi ve %4,5 oranında yurtdışı stopajı dikkate alınmıştır. Şirket için %19,5 kurumlar vergi oranıyla vergi hesaplanarak nakit akımlarından düşülmüştür.

#### 4.9. Yatırım Harcamaları

Şirketin yatırımlarının 2026 yılında 90 bin GEL olacağı ve sonraki yıllarda %3 artacağı öngörülmüştür

#### 4.10. Net İşletme Sermayesi

31 Aralık 2025 bilançosuna göre işletme sermayesi -556 bin GEL olarak hesaplanmıştır. Şirket yetkilileri tarafından verilen bilgiler sonrası projeksiyon dönemi boyunca ticari alacak gün süresinin 39 gün seviyesinde kalacağı ve ticari borç ödeme süresinin 137 gün olacağı varsayımıyla işletme sermayesi hesaplanmış olup her yıl için gereken ilave işletme sermayesi nakit akımlarından düşülmüştür.

#### 4.11. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri

Önceki maddelerdeki varsayımlar sonrası 1 Ocak 2026 tarihinden itibaren üretilmesi planlanan FAVÖK rakamından, Kurumlar Vergisi, Sabit Kıymet Yatırımı ve her yıl için gereken ilave işletme sermayesi düşülerek serbest nakit akımları hesaplanmıştır. 2031 yılına kadar projeksiyon kurgulanırken 2031 yılındaki gelir ve gider parametreleri %3 artırılarak 2032 yılı için uç değerde kullanılacak olan nakit akımları normalize edilerek tahmin edilmiş ve %3 uç değer büyüme oranı varsayımıyla uç değer hesabında dikkate alınmıştır.

2032 yılında hesaplanan nakit akımları ile %3 uç değer büyüme oranı kullanılarak uç değer hesabı yapılmıştır. Uç değer büyüme oranı belirlenirken Gürcistan'ın uzun vadeli enflasyon tahmini olan %3 oranı baz alınmıştır

Serbest nakit akımları değişken AOSM ile 31.12.2025 tarihine indirgenmiş ve net borç nakit öncesi firma değeri 15.191.950 GEL olarak tespit edilmiştir. Firma Değeri'ne 12.721.000 GEL temettü ödemesi sonrası hesaplanan düzeltilmiş net nakit eklenerek Şirketin 31 Aralık 2025 tarihindeki piyasa değeri 27.912.950 GEL hesaplanmıştır. Değerleme tarihi olan 10 Haziran 2026 tarihli piyasa değeri ise 31.12.2025 tarihli hesaplanan piyasa değeri AOSM

hesabında dikkate alınan özsermaye maliyeti ile 10 Haziran 2026 tarihine 161 gün bileşiklendirilerek  $(27.912.950 * ((1 + \%32,29)^{(161/365)}))$  31.579.569 GEL hesaplanmıştır.

Green Insurance İNA Değeri, ₺	10.06.2026
Uç Değer Büyüme Oranı	3,0%
<b>Firma Değeri</b>	<b>15.191.950</b>
Düzeltilmiş Net Borç (Nakit)	-12.721.000
<b>Piyasa Değeri, \$ @ 31.12.2025</b>	<b>27.912.950</b>
<b>Piyasa Değeri, \$ @ 10.06.2026</b>	<b>31.579.569</b>

İndirgenmiş Nakit Akımları tablosu bir sonraki sayfada yer almaktadır.

Green Insurance İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu												
Bin GEL	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	Uç Değer
<b>Toplam Gelirler</b>	<b>3.671</b>	<b>4.291</b>	<b>3.826</b>	<b>3.780</b>	<b>5.970</b>	<b>11.023</b>	<b>17.482</b>	<b>21.284</b>	<b>23.227</b>	<b>24.333</b>	<b>25.063</b>	
<i>Yıllık Değişim</i>		16,9%	-10,8%	-1,2%	57,9%	84,6%	58,6%	21,8%	9,1%	4,8%	3,0%	
<b>Satış Maliyeti</b>	<b>-1.377</b>	<b>-1.295</b>	<b>-1.025</b>	<b>-926</b>	<b>-1.978</b>	<b>-5.870</b>	<b>-11.681</b>	<b>-15.230</b>	<b>-16.992</b>	<b>-17.834</b>	<b>-18.369</b>	
<i>Yıllık Değişim</i>		-6,0%	-20,8%	-9,7%	113,6%	196,8%	99,0%	30,4%	11,6%	5,0%	3,0%	
<i>Ciroya Oranı</i>			-26,8%	-24,5%	-33,1%	-53,3%	-66,8%	-71,6%	-73,2%	-73,3%	-73,3%	
<b>Brüt Kar</b>	<b>2.294</b>	<b>2.996</b>	<b>2.801</b>	<b>2.854</b>	<b>3.992</b>	<b>5.153</b>	<b>5.801</b>	<b>6.054</b>	<b>6.235</b>	<b>6.499</b>	<b>6.694</b>	
<i>Yıllık Değişim</i>		30,6%	-6,5%	1,9%	39,9%	29,1%	12,6%	4,4%	3,0%	4,2%	3,0%	
<i>Brüt Kar Marjı</i>	62,5%	69,8%	73,2%	75,5%	66,9%	46,7%	33,2%	28,4%	26,8%	26,7%	26,7%	
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>1.316</b>	<b>1.424</b>	<b>1.443</b>	<b>1.622</b>	<b>1.823</b>	<b>1.952</b>	<b>2.079</b>	<b>2.202</b>	<b>2.319</b>	<b>2.417</b>	<b>2.490</b>	
<i>Yıllık Değişim</i>		8,2%	1,3%	12,4%	12,4%	7,1%	6,5%	5,9%	5,3%	4,2%	3,0%	
<i>Ciroya Oranı</i>			37,7%	42,9%	30,5%	17,7%	11,9%	10,3%	10,0%	9,9%	9,9%	
<b>Diğer Gelirler</b>	<b>3</b>	<b>22</b>	<b>14</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	
<b>Diğer Giderler</b>	<b>-15</b>	<b>-11</b>	<b>-16</b>	<b>-46</b>	<b>-44</b>	<b>-81</b>	<b>-129</b>	<b>-157</b>	<b>-171</b>	<b>-179</b>	<b>-185</b>	
<b>FAVÖK</b>	<b>966</b>	<b>1.583</b>	<b>1.356</b>	<b>1.189</b>	<b>2.130</b>	<b>3.128</b>	<b>3.607</b>	<b>3.712</b>	<b>3.764</b>	<b>3.922</b>	<b>4.040</b>	
<i>Yıllık Değişim</i>		63,9%	-14,3%	-12,3%	79,1%	46,9%	15,3%	2,9%	1,4%	4,2%	3,0%	
<i>FAVÖK Marjı</i>	26,3%	36,9%	35,4%	31,5%	35,7%	28,4%	20,6%	17,4%	16,2%	16,1%	16,1%	
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>880</b>	<b>1.494</b>	<b>1.260</b>	<b>1.087</b>	<b>2.019</b>	<b>3.008</b>	<b>3.477</b>	<b>3.573</b>	<b>3.614</b>	<b>3.762</b>	<b>3.869</b>	
<i>Yıllık Değişim</i>					60,2%	49,0%	15,6%	2,8%	1,2%	4,1%	2,8%	
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>			32,9%	28,8%	33,8%	27,3%	19,9%	16,8%	15,6%	15,5%	15,4%	
<i>Kurumlar Vergisi Matrahı</i>					2.019	3.008	3.477	3.573	3.614	3.762	3.869	
<i>Kurumlar Vergisi Oranı</i>				0,0%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	
<i>Kurumlar Vergisi</i>				0	394	587	678	697	705	734	754	
<b>İşletme Sermayesi</b>		<b>-1.476</b>	<b>-1.357</b>	<b>-556</b>	<b>-795</b>	<b>-1.768</b>	<b>-3.312</b>	<b>-4.287</b>	<b>-4.786</b>	<b>-5.022</b>	<b>-5.172</b>	
<i>İşletme Sermayesi /Ciro</i>			-35,5%	-14,7%	-13,3%	-16,0%	-18,9%	-20,1%	-20,6%	-20,6%	-20,6%	
<b>İşletme Sermayesi Değ.</b>			<b>119</b>	<b>801</b>	<b>-239</b>	<b>-974</b>	<b>-1.544</b>	<b>-975</b>	<b>-499</b>	<b>-236</b>	<b>-151</b>	
<b>Yatırım Harcamaları</b>					<b>90</b>	<b>93</b>	<b>95</b>	<b>98</b>	<b>101</b>	<b>104</b>	<b>107</b>	
<i>Yıllık Değişim</i>						3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
<i>Ciroya Oranı</i>					1,5%	0,8%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	
<b>Serbest Nakit Akımı</b>				<b>388</b>	<b>1.885</b>	<b>3.423</b>	<b>4.377</b>	<b>3.892</b>	<b>3.457</b>	<b>3.320</b>	<b>3.329</b>	<b>24.869</b>
AOSM					32,3%	40,3%	32,5%	21,4%	17,6%	16,8%	16,8%	16,8%
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>					<b>1.638</b>	<b>2.184</b>	<b>2.049</b>	<b>1.436</b>	<b>1.067</b>	<b>875</b>	<b>751</b>	<b>5.191</b>

#### 4.12. İNA Duyarlılık Analizi

Şirket için İNA'dan baz senaryoda değişken AOSM kullanılarak 31.579.569 GEL piyasa değeri tespit edilmiştir.

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

*AOSM ve 2027 yılında öngörülen hasar maliyet giderinin trafik sigorta gelirin oranının duyarlılık analizinde, hasar maliyet giderinin trafik sigorta gelirin oranının %40-%60 bandında olması ve AOSM'nin her yıl için  $\pm 2$  değişmesi durumunda şirket değerinin 23.268 Bin GEL ile 43.112 Bin GEL arasında değişebileceği tespit edilmiştir.*

*AOSM ve FAVÖK duyarlılık analizinde, FAVÖK gerçekleştirmelerinin beklentilere göre %20 sapma göstermesi ve AOSM'nin  $\pm 2$  değişmesi durumunda şirket değerinin 27.147 Bin GEL ile 37.330 Bin GEL arasında oluşabileceği hesaplanmıştır.*

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

İNA Piyasa Değerinin AOSM & Hasar Maliyet Oranı Duyarlılık Analizi						
Bin GEL	Baz Değer	Hasar Maliyet Oran				
		40,00%	45,00%	50,00%	55,00%	60,00%
	31.580					
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	2%	36.365	33.091	29.816	26.542	23.268
	1%	37.713	34.177	30.641	27.105	23.569
	0%	39.254	35.417	31.580	27.743	23.906
	-1%	41.033	36.846	32.660	28.473	24.286
	-2%	43.112	38.514	33.917	29.319	24.721

İNA Piyasa Değerinin AOSM & FAVÖK Duyarlılık Analizi						
Bin GEL	Baz Değer	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti				
		2,00%	1,00%	0,00%	-1,00%	-2,00%
	31.580					
Öngörülen FAVÖK'te Sapma	-20%	27.176	27.846	28.608	29.484	30.503
	-10%	28.496	29.243	30.094	31.072	32.210
	0%	29.816	30.641	31.580	32.660	33.917
	10%	31.137	32.038	33.065	34.247	35.623
	20%	32.457	33.436	34.551	35.835	37.330

İNA Piyasa Değerinin Uç Değer & Hasar Maliyet Oranı Duyarlılık Analizi						
Bin GEL	Baz Değer	Hasar Maliyet Oran				
		40,00%	45,00%	50,00%	55,00%	60,00%
	31.580					
Uç Değer Büyüme Oranı	1,0%	37.490	33.970	30.451	26.931	23.411
	2,0%	38.312	34.645	30.977	27.309	23.642
	3,0%	39.254	35.417	31.580	27.743	23.906
	4,0%	40.342	36.309	32.276	28.243	24.210
	5,0%	41.614	37.352	33.091	28.829	24.567

İNA Piyasa Değerinin Uç Değer & FAVÖK Duyarlılık Analizi						
Bin GEL	Baz Değer	Öngörülen FAVÖK'te Sapma				
		-20,00%	-10,00%	0,00%	10,00%	20,00%
	31.580					
Uç Değer Büyüme Oranı	1,0%	27.666	29.059	30.451	31.843	33.235
	2,0%	28.106	29.541	30.977	32.413	33.849
	3,0%	28.608	30.094	31.580	33.065	34.551
	4,0%	29.189	30.733	32.276	33.820	35.363
	5,0%	29.869	31.480	33.091	34.702	36.313

## 5. PAZAR YAKLAŞIMI: ÇARPAN ANALİZİ

Çarpan analizinde kullanılan Green Insurance verileri aşağıdaki gibidir.

Green Insurance Son 12 Ay Mali Veriler, ₺	31.12.2025
Net Kar	2.199.000
Düzeltilmiş Özkaynak	13.359.000

Şirket'in çarpan analizi yapılırken Borsa İstanbul'da işlem gören faaliyet alanı Green Insurance ile benzer olan BİST Sigorta Endeksi'nde yer alan şirketlerin en güncel son 12 aylık finansalları ve 10 Haziran 2026 tarihli piyasa verileri ile Finnet Analiz Expert data sağlayıcıdan hesaplanan F/K ve PD/DD çarpanlarının medyan değerleri kullanılmıştır. Şirket'in 31.12.2025 tarihli özkaynağı 20.762.000 GEL olup 06 Şubat 2026 tarihinde, 7.403.000 GEL tutarında kâr payı (temettü) dağıtımı dikkate alınarak özkaynağı düzeltilmiş ve 13.359.000 GEL olarak dikkate alınmıştır.

### 5.1. Benzer Şirketler Çarpan Analizi

Gürcistan borsasının yeterince derinlikli olmaması ve piyasa verilerine erişimdeki zorluklar göz önünde bulundurularak çarpan analizinde Borsa İstanbul Sigorta Endeksi'ndeki şirketler dikkate alınmıştır.

Borsa İstanbul Sigorta Endeksi'nde yer alan 6 şirketin 10 Haziran 2026 tarihi itibarıyla hesaplanan 30x'dan küçük ve 0x'dan büyük F/K ve 10x'dan küçük PD/DD çarpanlarının medyanlarıyla Green Insurance için piyasa değeri hesaplanmıştır. Medyan kullanılmasının sebebi uç değerler olarak kabul edilen aşırı yüksek ve aşırı düşük değerleri elimine etmesidir.

F/K çarpanlarının medyanı 6,45x olup Green Insurance için F/K çarpanından 14.184.659 GEL değer hesaplanmıştır.

PD/DD çarpanlarının medyanı 2,89x olup Şirket için PD/DD çarpanından 38.573.773 GEL değer hesaplanmıştır.

Sigorta sektöründe özkaynak bazlı değerlendirme göstergelerinin anlamlı olduğu ve Türkiye'de süregelen sıkı para politikası nedeniyle faizlerin yüksek seyretmesinin karlılık göstergeleri üzerindeki etkisi dikkate alınarak F/K çarpanından hesaplanan değere %40 ve PD/DD çarpanından hesaplanan değere %60 ağırlık verilmiştir. Sigorta Endeksi çarpan analizinden Green Insurance için 10.06.2026 itibarıyla 28.818.127 GEL piyasa değeri hesaplanmıştır.

BİST Sigorta Şirketleri Çarpanları, ₺			10.06.2026
Borsa Kodu	Unvan	F/K	PD/DD
AGESA	AGESA Hayat Emeklilik	7,65	4,50
AKGRT	Aksigorta	4,74	1,46
ANHYT	Anadolu Hayat Emek.	7,01	4,11
ANSGR	Anadolu Sigorta	3,82	1,29
RAYSG	Ray Sigorta	8,67	3,56
TURSG	Türkiye Sigorta	5,89	2,22
<b>Medyan</b>		<b>6,45</b>	<b>2,89</b>
<b>Ortalama</b>		<b>6,30</b>	<b>2,86</b>
<b>5'ten Büyük &amp; 30'dan Küçük Medyan</b>		<b>6,45</b>	<b>2,89</b>
<i>Büyük Eşit</i>		0	0
<i>Küçük Eşit</i>		30	15
<b>Çarpan Değeri</b>		<b>14.184.659</b>	<b>38.573.773</b>
<b>Ağırlık</b>		<b>40,0%</b>	<b>60,0%</b>
<b>Ortalama Çarpan Değeri</b>		<b>28.818.127</b>	

## 6. NİHAİ DEĞER

Green Insurance nihai değer takdiri yapılırken İNA'dan hesaplanan 31.579.569 GEL değere %50, BİST Sigorta Endeksi Çarpan analizinden hesaplanan 28.818.127 GEL değere %50 ağırlık verilerek 30.198.848 GEL nihai değere ulaşılmıştır. **Gürcistan borsasının yeterince derinlikli olmaması ve piyasa verilerine erişimdeki zorluklar göz önünde bulundurularak çarpan analizinde Borsa İstanbul Sigorta Endeksi'ndeki şirketler 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.**

Green Insurance Nihai Değer Görüşü, GEL		10.06.2026
Metod	İNA	Çarpan
Hesaplanan Değer	31.579.569	28.818.127
Ağırlık	50,00%	50,00%
<b>Nihai Değer</b>	<b>30.198.848</b>	

## ÇEKİNCE

Şirketin gelecek dönem iş planını gerçekleştirebilmek adına projeksiyon dönemi boyunca ilave fonlamaya ihtiyaç duymayacağı işbu raporun 4.12 numaralı İNA başlığı altındaki nakit akım tablosundan anlaşılmaktadır. Şirket'in 31.12.2025 tarihi itibarıyla 20,1 milyon GEL net nakit pozisyonu bulunmakta olup 2026 Şubat ayında dağıtılan 7,4 milyon GEL temettü sonrasında 12,7 milyon GEL düzeltilmiş net nakit pozisyonu bulunmaktadır. Öngörülenin dışında gerçekleşecek nakit akımları nedeniyle Şirket'in ilave özkaynak veya borçlanma yoluyla dış kaynak bulması gerekebilir. Bu dış kaynak ortaklar tarafından sermaye şeklinde olabileceği gibi borç olarak da sağlanabilir veya doğrudan kredi kullanmak suretiyle de temin edilebilir. Ortakların veya finans kuruluşlarının Şirket'e ilave kaynak sağlamamaya karar vermesi durumunda Şirket'in öngördüğü iş planının sektöre uğraması muhtemel olup oluşacak nakit sıkışıklığının operasyonları olumsuz etkilemesi ve Şirketin operasyonlarını durdurması riski bulunmaktadır. Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak hazırlamış olduğumuz bu raporda Şirket yönetiminin beyanlarına istinaden Şirket'in iş planlarını gerçekleştirirken ortaklardan veya finans kurumlarından kaynak temin etmede herhangi bir aksaklık olmayacağı varsayılmış olup gelecek dönemde böyle bir aksaklık olması ve neticesinde Şirket'in operasyonlarında bozulma olması halinde herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. İşbu raporun muhatapları bu durumu göz önünde bulundurarak işbu raporu okumalı ve yorumlamalıdır.

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 etkide bulunabilir. Faaliyetleri olgunlaşma seviyesindeki şirketlerin gelecek dönem nakit akışlarının tahmin edilmesinin oldukça zor olması ve olgun şirketlere göre tahminlerde sapma olasılığının daha fazla olması önemli bir risk unsurudur.

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 öngörülemez değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerlendirme çalışmamız 2026 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.

**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 gerçekleştiren bağımsızlık ilkelerine uyduğumu beyan ederim.

**Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı**



Sermaye Piyasası  
Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu

Tarih : 01.06.2016 No : 211071

## SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i (VII-128.7) uyarınca

### İlker ŞAHİN

Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansını almaya hak kazanmıştır.



Levent HANLIOĞLU  
LİSANSLAMA VE SİCİL MÜDÜRÜ



Tuba ERTUGAY YILDIZ  
GENEL MÜDÜR



**Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri**

Şirket'in Vergi Usul Kanunu'na göre hazırlanmış mali verileri üzerinden değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiştir. Şirketin mali verileri bu raporun 2 numaralı bölümü altında gösterilmektedir.

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

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

- Şirket 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 olarak beyan ederiz.
- Şirket değerlendirme 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 değerlendirme 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 değerlendirme hizmeti sunmak üzere oluşturulmuş benzer nitelikteki özel bir birime sahip olması,
  - Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, 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 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**

