

IDEAS | PEOPLE | TRUST

Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş. ve Kantur - Akdaş İnşaat Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Birleşmeye İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

23 Kasım 2026

ÖZEL VE GİZLİDİR

Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.
Kavacık Mah. Ertürk Sk. No: 3/1
İç Kapı No: 1
Beykoz/İstanbul

Kantur - Akdaş İnşaat Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Yukarı İmrohor Mah. Natoyolu Cad. İdari Bina Sit. No: 190 G
Mamak/Ankara

BDO Denet Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş.
Eski Büyükdere Caddesi No:14 Park Plaza Kat:4 34398, Maslak
İstanbul/Türkiye

Sunuş ve Yönetici Özeti

Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş. Yönetim Kurulu'na,

Konu: Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.'nin ("Müşteri") talebi üzerine ve 19.10.2026 tarihli sözleşmeye istinaden Biotrend ve ITC Kantur'un birleşmesine ilişkin 30.06.2026 tarihi itibarıyla Bilirkişi Uzman Kuruluş Raporu'nu yazmak amacıyla görevlendirilmiş bulunmaktayız.

Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş. ("Biotrend" veya "Devralan") ve Kantur - Akdaş İnşaat Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.("ITC Kantur" veya "Devrolan") Yönetim Kurulları, (birlikte "Şirketler" olarak anılacaktır), ITC Kantur'un aktif ve pasifi ile birlikte mukayyet değerler üzerinden bir bütün halinde Biotrend'e devredilmesi yoluyla birleştirilmesine karar vermişlerdir.

İşbu Uzman Kuruluş Raporu'nun amacı, Biotrend ve ITC Kantur'un şirket değerleme çalışmalarını gerçekleştirmek, birleşme işlemi için birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynaklarını tespit etmek, birleşme işleminde uygulanabilecek yöntemlere göre hesaplanacak birleşme oranları ve değiştirme oranlarını hesaplamak, birleşme işlemi nedeniyle gerçekleştirilecek sermaye artırımının tutarlarını tespit etmek, birleşme ve değiştirme oranının hesaplanmasında kullanılacak yöntemin seçimi ve bu yöntemin seçilme gerekçesini ortaya koymak, birleşme ve değiştirme oranının adil ve makul olup olmadığına ilişkin görüş oluşturmaktır.

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Uluslararası Değerleme Standartları Kurulu tarafından yayımlanan "Uluslararası Değerleme Standartları (UDS)" hükümlerine uygun hareket edilmiştir.

Değerleme Uzmanı olarak,

- Raporda sunulan bulguların Değerleme Uzmanı'nın bildiği kadarıyla doğru olduğunu,
- Analizler ve sonuçların sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerleme konusunu oluşturan şirketle herhangi bir ilgisinin olmadığını,
- Değerleme Uzmanı'nın ücretinin, raporun herhangi bir bölümüne bağlı olmadığını,
- Değerlemenin ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirildiğini,
- Değerleme Uzmanı'nın mesleki eğitim şartlarına haiz olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerlemesi yapılan şirketin türü ve faaliyetleri konusunda daha önceden deneyimi olduğunu,
- Raporda belirtilenlerin haricinde hiç kimsenin bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmadığını,

beyan ederiz.

BDO Türkiye Deal Advisory

İçindekiler

	Raporun Kapsamı	4
1	**Makroekonomik Görünüm ve Sektör Analizi**	**6**
	Dünya Ekonomisi	7
	Ülke Ekonomisi	9
	Enerji Sektör Analizi	11
	Biyoenerji Sektör Analizi	14
2	**Değerleme Yaklaşımı**	**17**
	Şirket Değerleme ve Yaklaşım Yöntemleri	18
3	**Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.**	**19**
	Şirket Özeti	20
	Mali Tablolar	22
	Değerleme Analizleri	23
	Pazar Yaklaşımı - Emsal Değer Yöntemi	24
	Pazar Yaklaşımı - Borsa Değeri	25
	Varlık Yaklaşımı- Net Aktif Değer Yöntemi	26
	Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	27
	Değerleme Sonuçları	34
4	**Kantur - Akdaş İnşaat Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.**	**35**
	Şirket Özeti	36
	Mali Tablolar	38
	Değerleme Analizleri	39
	Pazar Yaklaşımı - Emsal Değer Yöntemi	40
	Pazar Yaklaşımı - Benzer İşlemler Analizi Yöntemi	41
	Varlık Yaklaşımı- Net Aktif Değer Yöntemi	42
	Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	43
	Değerleme Sonuçları	50
5	**Değerleme Sonuçları**	**51**
	Birleşmeye Esas Özkaynak Değeri	52
	Seçilen Yöntem ve Gerekçesi	53
6	**Ekler**	**54**
	Emsal Şirket Bilgileri	55
	Sektör Analizi Kaynakça	56
	Proforma Bilanço	57
	Değerleme Uzmanının Belgesi	58

Raporun Kapsamı (1/2)

Hazırlanış Temeli

BDO Denet Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. (“BDO Denet”), Biotrend ve ITC Kantur’un 30.06.2026 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") şirket değerleme çalışmalarını gerçekleştirmek, birleşme işlemi için birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynaklarını tespit etmek, birleşme işleminde uygulanabilecek yöntemlere göre hesaplanacak birleşme oranları ve değiştirme oranlarını hesaplamak, birleşme işlemi nedeniyle gerçekleştirilecek sermaye artırımının tutarlarını tespit etmek ("Proje") üzere uzman kuruluş olarak görevlendirilmiştir.

Değerleme Tarihi’nden sonra ortaya çıkabilecek strateji ve/veya fiziksel veya işgücü kaynaklarındaki değişiklikler dikkate alınmayacaktır.

Değerleme çalışmasında Biotrend ve ITC Kantur yönetimleri tarafından hazırlanan, onaylanan ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar esas alınmıştır. Temin edilen tüm mali ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir. Mali tabloların sorumluluğu Biotrend ve ITC Kantur yönetimlerine aittir.

Bulgularımızın, Biotrend ve ITC Kantur'a teklif edilen işin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır. Projenin amacı, Biotrend ve ITC Kantur’un şirket değerleme çalışmasını gerçekleştirmek ve ITC Kantur’un Biotrend’e devredilmesi suretiyle gerçekleştirilecek birleşme işlemi için birleşme ve değiştirme oranını tespit etmektir.

Raporumuz, Biotrend ve ITC Kantur’un dahili kullanımı ve birleşme işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. Aksi durumlarda, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez. Böyle bir durumla karşılaşıldığı takdirde, BDO Denet hiçbir sorumluluk yüklenmeyecektir ve taraflar hakkında, bu raporun izinsiz kullanımı ve dağıtımı nedeniyle doğacak ihtilaflar için gerekli her türlü yasal işleme başvurabilecektir.

Değerleme Para Birimi

Raporda aksi belirtilmedikçe bütün rakamlar bin Amerikan Doları (binUSD) olarak ifade edilmiştir.

Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi, ara hesap dönemi sonu olması ve değerleme sürecinde yararlanılan çeşitli tipte bilgilerin kolaylıkla ulaşılabilir olması nedeniyle 30.06.2026 olarak belirlenmiştir.

Kısıtlayıcı Koşullar

Raporumuz aşağıda belirtilen olası ve kısıtlayıcı koşullara dayanmaktadır:

- Raporda aksi belirtilmediği takdirde, şirketin ve varlıklarının hiçbir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda, değerleme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir. Raporda belirtilen değerleme tarihinden sonra doğan hukuki işlemlerden dolayı BDO Denet Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. (BDO Denet) tarafından sorumluluk kabul edilmeyecektir.
- Raporda kullanılan veriler Şirket Yönetimi, kamu kurumları (Merkez Bankası, Türkiye İstatistik Kurumu, BIST vb.), medya kuruluşları ve değerleme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen diğer kaynaklardan sağlanmaktadır. Raporda kullanılan mali tablolar Şirket yönetiminden temin edilen mali tablolardır. Yapılan analizler, tüm verilerin doğru olduğu kabulüne dayanarak gerçekleştirilmiştir.

Raporun Kapsamı (2/2)

- Tarafımıza sunulan verilerin raporda belirtilen nihai değeri ve analiz sonuçlarını etkileyebilecek nitelikte eksik ve/veya yanlış olması durumunda BDO Denet sorumluluk kabul etmeyecektir.
- Müşteri, raporu kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemelere sunabilir. Raporun teslimi ile Müşteri, raporda yer verilen bilgilerin yasal talepler haricinde gizli tutulacağını taahhüt eder. Rapor BDO Denet'in bilgisi ve onayı olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.

Bilgi Kaynakları

Şirketlerin finansal bilgileri Şirket Yönetimi'nden temin edilmiştir. Bilgilerin temin edildiği kişiler ve görevleri aşağıdaki gibidir;

- Burak Yurtsever Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş. – CFO

ITC Kantur ve Biotrend'e ilişkin BDO Denet tarafından hazırlanan işbu uzman kuruluş raporu, Şirket yetkilileri tarafından BDO Denet'e iletilmiş olan belge ve bilgilere ve Şirket yetkililerinin sorularımıza verdiği yanıtlara dayanılarak hazırlanmış olup, bu belge, bilgi ve yanıtların tamlığı ve doğruluğundan BDO Denet'in herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İşbu Rapor, Şirket yönetimi tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Şirket tarafından verilen bütün mali ya da diğer bilgiler ile taşınmaz ya da taşınırlara ilişkin bilgiler, yetkililerin yanıtları kontrol edilmemiş ve denetime tabi tutulmamıştır. İncelememize sunulan belgelerin orijinal olup olmadıkları ayrıca tetkik edilmemiştir.

Raporun hazırlanmasında mümkün olduğunca Şirket tarafından yazılı biçimde sağlanan bilgilere dayanarak çıkarımlar yapmaya; fakat, yazılı biçimde bilgi edinilmesi imkânı bulunmayan hallerde Şirket yetkilileri tarafından sözlü olarak iletilen bilgilere dayanarak tespitler yapmaya gayret edilmiştir. Rapordaki bilgiler, Şirket yetkilileri tarafından tarafımıza "tam ve doğru" olarak verildiğini varsaydığımız bilgi ve belgelere dayanmaktadır. BDO Denet Rapordaki bilgilerin yetersiz, eksik olması kat'i ya da tam olmaması nedeniyle sorumlu tutulamaz. Bilgiler ya da bilgilerin değerlendirilmesi ile elde edilen herhangi bir sonuçtan dolayı 3. kişilerin doğrudan ya da dolaylı olarak uğradıkları zarardan dolayı BDO Denet sorumlu olmayacaktır.

Bu dokümanın gönderilmesi bu dokümanın içeriğinin tam, uygun veya geçerli olduğu anlamında yorumlanamayacağı gibi, bilgilerin doğruluğu hakkında açık veya dolaylı garanti oluşturduğu anlamına gelmez. Bu doküman ileriye dönük tahminleri de kapsamaktadır. BDO Denet, bu tahminlere ulaşılamaması ya da Rapordaki bilgilerin tam ve doğru olmamasından sorumlu tutulamaz.

Bölüm 1

Makroekonomik Görünüm ve Sektör Analizi



Makroekonomik Görünüm ve Sektör Analizi	Sayfa
Dünya Ekonomisi	7
Ülke Ekonomisi	9
Enerji Sektör Analizi	11
Biyoenerji Sektör Analizi	14

Küresel Ekonomi (1/2)

Genel Değerlendirme

Türkiye İş Bankası'nın Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler Temmuz 2026 raporunda belirtildiği üzere, ABD ile İran arasında Orta Doğu'daki gerginliği sona erdirmeye ve Hürmüz Boğazı'nı yeniden trafiğe açmaya yönelik mutabakat zaptı imzalanmıştır.

ABD'de ilk çeyreğe ilişkin yıllıklandırılmış büyüme verisi nihai olarak %2,1'e revize edilirken, yıllık tüketici enflasyonu Mayıs'ta %4,2 ile Nisan 2023'ten bu yana en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

Kevin Warsh başkanlığındaki ilk toplantısında Fed, piyasa beklentileri paralelinde politika faizini değiştirmeyerek %3,50-%3,75 aralığında tutmuştur.

ECB ve BoJ politika faizlerinde beklentilere paralel şekilde 25'er baz puan artışa gitmiş, BoE ve PBoC ise faiz oranlarını değiştirmemiştir.

Nihai verilere göre Euro Alanı ekonomisi yılın ilk çeyreğinde çeyreklik bazda %0,2 ile 2022 yılının son çeyreğinden bu yana ilk kez daralmış, yıllık büyüme oranı ise %0,3 düzeyinde kaydedilmiştir.

Japonya ekonomisinin ilk çeyreğe ilişkin yıllıklandırılmış büyüme oranı nihai okumada %2,1'den %1,8'e revize edilmiştir.

Hürmüz Boğazı'nın trafiğe açılmasıyla Brent türü ham petrolün varil fiyatı Haziran'da aylık bazda %20,8 düşerek gerginlik öncesi seviyelerine inmiştir.

Fed'in daha sıkı bir para politikası izleyebileceği beklentilerinin güçlenmesiyle DXY endeksi Haziran'da bir yılı aşkın sürenin en yüksek düzeyine çıkmış, güçlenen dolar karşısında altın fiyatlarındaki gerileme eğilimi ise devam etmiştir.

Euro Alanı ekonomisinde zayıf seyir devam ediyor.

Euro Alanı ekonomisinde zayıf seyir devam ediyor.

Nihai verilere göre Euro Alanı'nda yılın ilk çeyreğine ilişkin GSYH verisi çeyreklik bazda %0,1 büyümeden %0,2 daralmaya revize edilmiştir.

Böylece bölge ekonomisi 2022 yılının dördüncü çeyreğinden bu yana ilk çeyreklik daralmasını kaydetmiş, yıllık büyüme oranı da %0,8'den %0,3'e revize edilmiştir.

Öncü göstergeler ikinci çeyrekte de ekonomik aktivitede zayıf seyrin sürdüğüne işaret etmiştir.

Bölgede Mayıs ayının ardından Haziran'da da öne çekilen sevkiyatlar sayesinde imalat PMI 51,4 ile eşik seviyenin üzerinde kalmaya devam etmiş, ancak bir önceki aya göre 0,2 puan gerilemiştir.

Aynı dönemde hizmetler PMI ise 49,4 ile art arda üçüncü ayında da 50 eşik düzeyinin altında gerçekleşmiştir.

Öte yandan, Haziran'da ABD ile İran arasındaki müzakerelerin yarattığı olumlu havanın da etkisiyle bölgede güven endekslerinin toparlandığı görülmüştür.

Euro Alanı'nda yıllık TÜFE enflasyonu Mayıs'ta %3,2 ile ulaştığı 32 ayın zirvesinden Haziran'da öncü verilere göre %2,8'e gerilemiştir.

Gıda ve enerji fiyatları hariç tutularak hesaplanan yıllık çekirdek enflasyon da 0,2 puan düşüşle %2,4'e inmiştir.

Küresel Ekonomi (2/2)

Fed, politika faizinde değişikliğe gitmedi.

Fed, 17 Haziran'da tamamladığı Kevin Warsh başkanlığındaki ilk toplantısında politika faizini piyasa beklentileri paralelinde değiştirmeyerek %3,50-%3,75 aralığında tutmuştur.

Toplantının ardından paylaşılan projeksiyonlara göre Fed üyelerinin yıl sonu çekirdek kişisel tüketim harcamaları (PCE) enflasyonu tahmini %2,7'den %3,3'e yükselmiş, 2026 yılına ilişkin büyüme beklentileri %2,4'ten %2,2'ye, işsizlik oranı tahminleri ise %4,4'ten %4,3'e gerilemiştir.

Başkan Warsh'un oylamaya katılmadığı projeksiyonlarda, diğer 18 Fed yetkilisinin 9'unun yıl içerisinde en az bir faiz artışı öngördüğü izlenmiştir. Warsh'un toplantının ardından basına verdiği demeçte Fed'in sözlü yönlendirme (forward guidance) stratejisinden vazgeçtiğini açıklaması dikkat çekmiştir.

Warsh ayrıca, para politikası çerçevesini güçlendirmek amacıyla Fed bünyesinde iletişim, bilanço yönetimi, veri analizi, üretkenlik ve istihdam ile enflasyon dinamiklerine odaklanan çalışma gruplarının oluşturulacağını açıklamıştır.

Fed toplantısının ardından piyasalarda Fed'in 2026'da faiz artırımına gideceği yönündeki fiyatlamalar güçlenmiştir.

İlerleyen günlerde açıklanan enflasyon verilerinin de bu beklentileri desteklemesiyle birlikte Temmuz başı itibarıyla Fed'in 2026 sonuna kadar 25 baz puanlık faiz artışı gerçekleştirme ihtimali %84 seviyelerine kadar çıkmıştır.

Beklenti altı gelen tarım dışı istihdam verisinin ardından ise bu olasılık %77 civarına gerilemiştir.

BoJ politika faizini %1'e yükseltti.

Japonya'da ilk çeyreğe ilişkin yıllıklandırılmış büyüme verisi %2,1'den %1,8'e aşağı yönlü revize edilmiş, ancak önceki çeyreğin üzerindeki performansını korumuştur.

İkinci çeyreğe ilişkin göstergeler, jeopolitik endişeler kaynaklı stoklama eğiliminin de etkisiyle ekonomik aktivitenin canlı seyrini sürdürdüğüne işaret etmiştir.

Mayıs ayında perakende satışlar yıllık bazda %5,3 ile Kasım 2023'ten bu yana en hızlı artışını kaydetmiş, Haziran ayında imalat PMI genişleme bölgesindeki seyrini altıncı ayına taşımış, hizmetler PMI ise yükselmiştir.

Küresel piyasalar...

Haziran ayında ABD ile İran arasındaki müzakereler piyasalara yön vermiştir.

Müzakerelerin olumlu ilerlediğine ilişkin işaretler ve Hürmüz Boğazı'nda artan gemi trafiğinin etkisiyle Brent türü ham petrolün varil fiyatı Haziran'da aylık bazda %20,8 gerilemiş, böylece Mart sonunda 118,4 USD'ye kadar çıkan fiyat Haziran kapanışında 72,9 USD ile gerilim öncesi seviyelerine inmiştir.

Diğer taraftan, ABD'de enflasyondaki artış eğilimi Fed'in para politikasında sıkılaşma beklentilerini güçlendirmiş, bu durum hisse senedi piyasaları, ABD doları ve değerli metal fiyatları üzerinde etkili olmuştur.

Haziran ayında MSCI Dünya ve MSCI GOÜ borsa endeksleri sırasıyla %0,8 ve %1,7 gerilemiş, DXY endeksi %2,3 artışla bir yılı aşkın sürenin en yüksek seviyelerine çıkmıştır.

Aynı dönemde altın ve gümüşün ons fiyatları ise sırasıyla %11,7 ve %22,2 oranlarında düşmüştür.

Yurt İçi Ekonomi (1/2)

Genel Değerlendirme

Türkiye İş Bankası'nın Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler Temmuz 2026 raporunda belirtildiği üzere, Mayıs'ta işsizlik oranı aylık bazda değişim göstermeyerek %8,2 olmuş, atıl işgücü oranı ise %31'e yükselmiştir.

Takvim etkisinden arındırılmış verilere göre Nisan'da sanayi üretimi yıllık bazda %6,0 yükselerek son sekiz ayın en hızlı artışını kaydetmiştir. Aynı dönemde hizmet üretimi %2,2, inşaat üretimi ise %2,1 artmıştır.

İSO Türkiye imalat PMI, Mayıs'taki 49,8 seviyesinden Haziran'da 47,1'e gerileyerek eşik değerin altındaki seyrini 27. ayına taşımıştır.

Cari işlemler hesabı Nisan ayında 5,7 milyar USD açık vermiştir. 12 aylık kümülatif cari açık bir önceki aya kıyasla gerileyerek 37 milyar USD düzeyinde gerçekleşmiştir.

Merkezi yönetim bütçesi Mayıs ayında 298,2 milyar TL açık vermiş, faiz dışı açık ise 169,3 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Ocak-Mayıs döneminde bütçe açığı yıllık bazda %62,5 artarak 1,1 trilyon TL olmuştur.

Haziran'da TÜFE aylık bazda %0,99 artmış, yıllık TÜFE enflasyonu ise %32,11 düzeyine gerilemiştir. Yİ-ÜFE enflasyonu aylık bazda %1,80, yıllık bazda ise %28,09 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Yılın dördüncü toplantısında politika faizini değiştirmeyerek %37 düzeyinde tutan TCMB, Haziran ayı boyunca da haftalık repo ihalesi açmayarak AOFM'nin %40 düzeyinde oluşmasını sağlamaya devam etmiştir.

BIST-100 endeksi Haziran'da gelişmekte olan diğer ülke borsalarından olumlu yönde ayrışarak ayı %3,4'lük yükselişle 14.122 düzeyinde tamamlamıştır.

İSO İmalat PMI Haziran'da 47,1'e geriledi.

İstanbul Sanayi Odası tarafından yayımlanan Türkiye imalat PMI, Mayıs'taki 49,8 seviyesinden Haziran'da 47,1 düzeyine gerilemiştir. Böylece art arda 27. ayında 50 düzeyindeki eşik değerin altında kalan endeks, bu dönemde faaliyet koşullarında belirgin bir yavaşlamaya işaret etmiştir.

Mayıs ayında hafif artış kaydeden üretim, Haziran'da yeni siparişlerdeki düşüş, fiyat artışları ve jeopolitik gerilim kaynaklı belirsizlikler nedeniyle tekrar gerilemiş, istihdam ve satın alma faaliyetleri de azalmıştır. Haziran ayında firmalar ham madde tedarikinde zorluklarla karşılaşmaya devam etmiş, ancak Orta Doğu'daki gerilimin azalması paralelinde girdi maliyetleri enflasyonu Kasım 2025'ten bu yana, nihai ürün fiyatları enflasyonu ise yıl başından bu yana en düşük düzeyine inmiştir.

Sektörel bazda incelendiğinde; kimyasal, plastik ve kauçuk ürünler Haziran'da eşik değerin üzerinde PMI değerine sahip olan tek sektör olmuştur. Tekstil ürünleri ise 45,2 ile en düşük PMI değerini almaya devam etmiştir. Bu dönemde faaliyet koşullarındaki en belirgin zayıflama ise Temmuz 2025'ten bu yana en sert üretim daralmasının kaydedildiği gıda sektöründe gözlenmiştir.

Haziran'da aylık TÜFE enflasyonu %0,99 oldu.

Haziran'da aylık TÜFE enflasyonu %0,99 ile piyasa beklentileri paralelinde ve bu yılın en düşük seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde yıllık TÜFE enflasyonu Mayıs ayındaki %32,61 seviyesinden %32,11 düzeyine gerilemiştir. 2025 yılında %16,67 düzeyinde gerçekleşen yılın ilk yarısındaki toplam TÜFE artışı ise bu yıl %17,76 düzeyinde kaydedilmiştir.

Yİ-ÜFE'deki aylık artış Mayıs'taki %2,75 seviyesinden Haziran'da %1,80 düzeyine gerilemiştir. Böylece, yıllık Yİ-ÜFE enflasyonu dört aylık yükselişinin ardından Haziran'da %28,09 seviyesine inmiştir. Yılın ilk yarısında Yİ-ÜFE'deki artış %16,09 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Yurt İçi Ekonomi (2/2)

TCMB politika faizini %37 düzeyinde tuttu.

TCMB, 11 Haziran'da gerçekleştirdiği yılın dördüncü Para Politikası Kurulu toplantısında politika faizini piyasa beklentileri doğrultusunda değiştirmeyerek %37 düzeyinde tutmuştur. Kurul ayrıca, gecelik borç verme faiz oranını %40, gecelik borçlanma faiz oranını da %35,5 seviyelerinde korumuştur. Karar metninde, yılın ilk aylarındaki yükselişinin ardından enerji fiyatlarının da etkisiyle Nisan'da artan enflasyonun ana eğiliminin Mayıs ayında bir miktar gerilediği belirtilmiştir.

Ayrıca, ilk çeyreğe ilişkin verilerin iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın sürdüğünü gösterdiği, takip eden döneme ilişkin öncü verilerin ise iç talepteki zayıf seyrin devam ettiğine işaret ettiği vurgulanmıştır. Bununla birlikte metinde, enflasyon görünümünde belirgin ve kalıcı bir bozulma olması durumunda para politikası duruşunun sıkılaştırılacağı yönündeki ifade korunmuştur. Son üç toplantısında faiz oranlarında değişiklik yapmayan TCMB, Şubat sonundan bu yana haftalık repo ihalesi açmayarak AOFM'nin %40 düzeyinde oluşmasını sağlamaya devam etmiştir.

BIST-100 endeksi Haziran'da %3,4 yükseldi.

Haziran ayının ilk yarısında jeopolitik risklerdeki azalışın desteklediği risk iştahıyla yükselen BIST-100 endeksi, ayın ikinci yarısında küresel merkez bankalarından gelen şahin para politikası mesajlarının etkisiyle satış baskısı altında kalmıştır.

Buna rağmen, BIST-100 endeksi MSCI gelişmekte olan ülkeler borsa endeksinden olumlu yönde ayrışarak aylık bazda %3,4 yükselişle Haziran ayını 14.122 düzeyinde tamamlamıştır. Türkiye'nin 5 yıllık CDS priminin bir önceki ay sonuna göre 19 baz puanlık düşüşle 221 baz puan seviyesine gerilediği Haziran ayında USD/TL kuru %2,0 yükselmiş, EUR/TL kuru ise nispeten yatay seyretmiştir.

İki yıl vadeli tahvilin faiz oranı aylık bazda 378 baz puan azalarak %39,96'ya, on yıl vadeli tahvilin faiz oranı ise 248 baz puan azalarak %33,17 seviyesine gerilemiştir.

Haziran'da güven endeksleri olumlu bir görünüm sundu.

Haziran'da güven endeksleri olumlu bir görünüm sunmuştur. Haziran ayında tüketici güven endeksi bir önceki aya göre %2,5 oranında artarak 87,9 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Böylece, artış eğilimini üçüncü ayına taşıyan endeks, Mayıs 2023'ten bu yana en yüksek değerini almıştır.

Mayıs ayında gerileyen mevcut dönemde hanenin maddi durumu alt endeksi bu dönemde hızlı şekilde artmış, önümüzdeki döneme ilişkin maddi durum ve ekonomik durum değerlendirmelerinde de iyileşme kaydedilmiştir.

Haziran'da reel kesim güven endeksi de aylık bazda 1 puan artışla 102 seviyesine çıkarak Şubat'tan bu yana en yüksek değerini almıştır.

Aynı dönemde sektörel güven hizmet sektöründe %1,4, perakende ticaret sektöründe %0,3, inşaat sektöründe ise %1,1 artmıştır.

Böylece, ekonomik güven endeksi Haziran'da %1,8 yükselerek 98,9 değerini almıştır.

Haziran'da aylık TÜFE enflasyonu %0,99 oldu.

Mayıs ayında eşel mobil uygulamasının devam eden etkilerinin yanı sıra bayram tatili nedeniyle vergi ödemelerinin Haziran'a ertelenmesi, vergi gelirlerinde düşüşe ve yılbaşından bu yana kaydedilen bütçe açığının Nisan'daki 759 milyar TL düzeyinden Mayıs'ta 1,1 trilyon TL'ye yükselmesine neden olmuştur.

Böylece, Ocak-Mayıs döneminde bütçe açığı 2026 yılının tamamına ilişkin hedefin %39'unu oluşturmuştur.

ABD ile İran arasında sağlanmış olan ön mutabakatın ardından önümüzdeki dönemde Orta Doğu'daki gelişmeler, eşel mobil uygulamasının, ekonomik aktivitenin ve dolayısıyla merkezi yönetim bütçesinin seyri açısından yakından takip edilecektir.

Enerji Sektör Analizi (1/3)

Genel Değerlendirme

Türkiye'de 2025 yılında elektrik tüketimi 360.929 GWh, elektrik üretimi ise 362.992 GWh olarak gerçekleşmiş ve her iki gösterge de tüm zamanların en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Aralık 2025 sonu itibarıyla toplam kurulu güç 122.519 MW düzeyindedir; bu gücün 76.281 MW'lık kısmı, yani %62,3'ü yenilenebilir kaynaklardan oluşmaktadır [K1].

Elektrik tüketimi 2025 yılında bir önceki yıla kıyasla yaklaşık %2 oranında artış göstermiştir. Daha uzun bir dönem olan 2019-2024 aralığında ise tüketim yıllık ortalama %2,9 büyümüştür [K2].

Yenilenebilir kaynakların elektrik üretimindeki payı 2025 yılında %43,2 olarak gerçekleşmiş, ancak yenilenebilir kaynaklı üretim 2024 yılına göre %2,5 azalmıştır. SHURA, bu gerilemenin ana nedeni olarak kuraklığı göstermektedir: hidroelektrik üretimi %5,6 oranında gerilerken, doğal gaz santrallerinin üretimi %24,9, ithal kömür santrallerinin üretimi ise %1,8 oranında artmıştır [K2].

Kapasite Gelişimi

2025 yılında sisteme eklenen yeni kurulu gücün %99'u yenilenebilir kaynaklardan oluşmuştur. Bu eklemenin kaynak bazındaki dağılımı 4.899,5 MW güneş, 1.903 MW rüzgâr ve 93 MW hidroelektrik şeklindedir [K2].

Güneş enerjisinin kurulu gücü 25.109 MW ile toplam gücün %20,5'ine, rüzgârın kurulu gücü ise 14.774 MW ile %12,1'ine ulaşmıştır [K1].

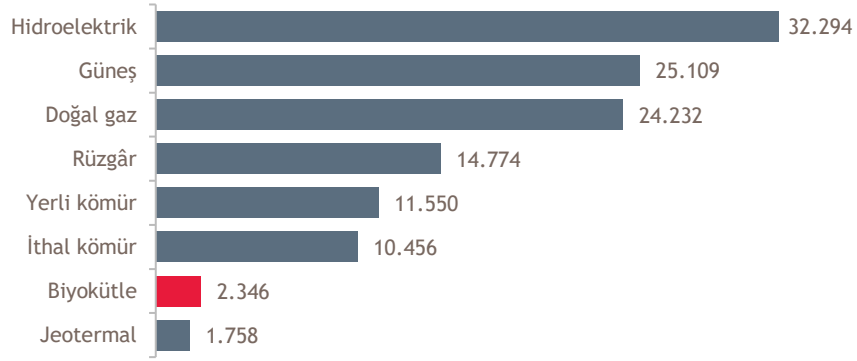
Ağustos 2026 sonunda ise toplam kurulu güç 126.944 MW düzeyine, yenilenebilir kapasite 79.902 MW'a (%62,9) yükselmiştir. Bu tablo içinde güneş enerjisi 27.914 MW ile toplam kurulu gücün %22'sini oluşturmaktadır [K20].

Kurulu Gücün Kaynak Dağılımı

Kurulu gücün kaynaklara göre dağılımında hidroelektrik 32.294 MW ile en büyük kalemdir; bunu güneş (25.109 MW) ve doğal gaz (24.232 MW) izlemektedir. Yerli ve ithal kömür santralleri birlikte değerlendirildiğinde toplam yaklaşık 22.006 MW'a ulaşılmaktadır (hesaplama; 11.550 + 10.456 MW). Biyokütle 2.346 MW ile toplam kurulu gücün %1,9'unu, jeotermal ise 1.758 MW ile %1,4'ünü oluşturmaktadır [K1].

SHURA/EPDK derlemesinde biyokütlenin elektrik üretimindeki payı yaklaşık %3, kurulu güç payı ise %1,7 olarak gösterilmektedir [K2]; ETKB'nin %1,9'luk payı ile aradaki farkın sınıflandırma kaynaklı olabileceği düşünülmektedir. Değerlendirme: üretim payının kapasite payını aşması, biyokütle santrallerinin yüksek kapasite faktörüyle çalıştığına işaret etmektedir.

Kaynak bazında kurulu güç, Aralık 2025 (MW) [K1]



Hedefler ve Planlama

Ulusal Enerji Planı'na göre elektrikte toplam kurulu gücün 2025'te 116.200 MW, 2030'da 149.100 MW ve 2035'te 189.700 MW düzeyine ulaşması hedeflenmektedir [K5]. Kaynak bazındaki 2035 hedefleri ise güneşte 52.900 MW, rüzgârda 29.600 MW, hidroelektrikte 35.100 MW, jeotermal ve biyokütlede ise toplamda 5.100 MW olarak belirlenmiştir [K5].
Ekim 2024 tarihli Yenilenebilir Enerji Yol Haritası ile birlikte rüzgâr ve güneş kurulu gücü hedefi 2035 için 120 GW'a yükseltilmiştir. YEKA kapsamında 2035 yılına kadar her yıl en az 2.000 MW kapasite için ihale yapılması planlanmaktadır. Bugüne kadar tahsis edilen 7.650 MW'lık kapasitenin 3.160 MW'ı (%41,3) devreye girmiştir [K2].
Elektriğin nihai enerji tüketimi içindeki payı 2024 yılında %20 düzeyindedir. Bu payın 2035'te %25'e, 2053'te ise %55,6'ya çıkarılması hedeflenmektedir [K2].

Değerlendirme

Planlanan kapasite artışının ağırlığı güneş ve rüzgâr üzerindedir. Jeotermal ve biyokütle için ayrılan 2035 hedefi (5.100 MW), Aralık 2025'te biyokütle (2.346 MW) ve jeotermalin (1.758 MW) toplam kurulu gücü olan 4.104 MW'ın (hesaplama) yaklaşık 1.000 MW üzerindedir. Bununla birlikte, biyokütlenin kendi başına bir hedefi planda ayrıştırılmamıştır.

Enerji Sektör Analizi (2/3)

Destek Mekanizmaları ve Düzenleme

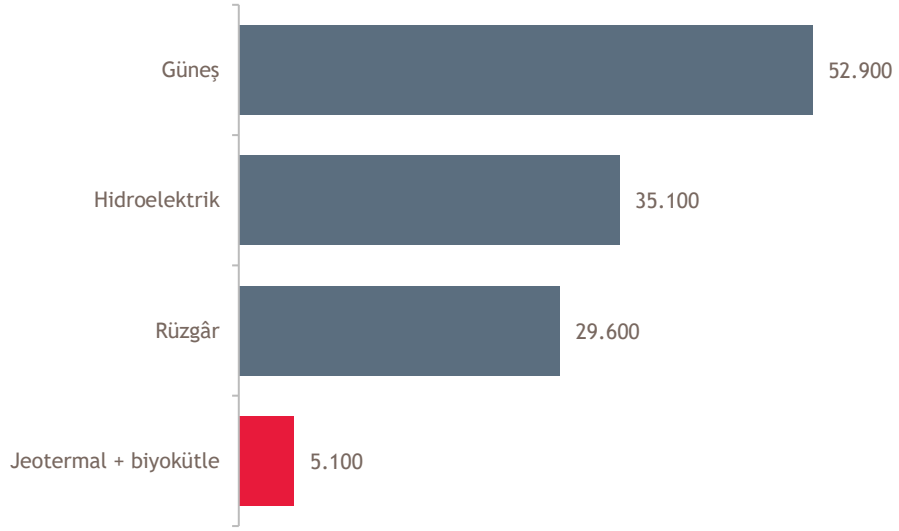
YEKDEM: EPDK, 2026 yılı için YEKDEM birim maliyetini 201,41 TL/MWh ile 617,89 TL/MWh arasında öngörmüştür [K4].

1.7.2021-31.12.2030 arasında işletmeye giren YEK belgeli tesislerin fiyat ve süreleri 7189 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı (30.04.2023) ile belirlenmektedir [K16].

YEK Yönetmeliği'nde 29.12.2025 tarihli (RG 33122) değişiklikle, 7189 sayılı Karara atıflar güncellenmiş ve YEKDEM hesaplama kuralları yeniden düzenlenmiştir; değişiklik 1.1.2026'da yürürlüğe girmiştir [K16].

EPDK'nın 16.04.2026 tarihli ve 14482 sayılı kararıyla TEİAŞ'ın bildirdiği 1.500 MW hibrit dönüşüm kapasitesinin 1.300 MW'ı hidroelektrik, 100'er MW'ı biyokütle ve jeotermal santrallere tahsis edilmiştir [K19].

Ulusal Enerji Planı 2035 kurulu güç hedefleri (MW) [K5]



Fiyat ve Dışa Bağımlılık

Kasım 2025'te ortalama piyasa takas fiyatı (PTF) 2.784,1 TL/MWh seviyesinde gerçekleşmiştir [K3]. Doğal gaz tarafında ise EPDK, 2026 yılı için ulusal doğal gaz tüketim tahminini 58,51 milyar m^3 olarak belirlemiştir [K7].
Ember analizine göre Türkiye, son 10 yıl boyunca net enerji ithalatı için yılda ortalama 42 milyar ABD doları ödemiştir; bu tutar 2022 yılında 80 milyar doları aşmıştır. Aynı analiz, 2026 yılında fosil yakıt fiyatlarında yaşanan artışın enerji faturasını yıl sonuna kadar 14 milyar dolardan fazla yükseltebileceğini belirtmektedir [K6].

Söz konusu PTF değeri Kasım 2025'e ait tek bir aylık gözlemdir; bu nedenle yıl geneli için bir ortalama olarak yorumlanmamalıdır. Doğal gaz tüketim tahmininin yüksek düzeyde belirlenmesi, doğal gazın Türkiye'nin enerji arzındaki ağırlığını koruduğunu göstermektedir. Net enerji ithalatı için ödenen tutarın yıllık ortalamasının 42 milyar dolar iken 2022'de 80 milyar doları aşması, ithalat faturasının fiyat hareketlerine karşı oldukça duyarlı olduğuna işaret etmektedir . 2026 için öngörülen 14 milyar dolarlık ek yük ise dışa bağımlılığın yalnızca miktar değil, fiyat kanalıyla da maliyet yarattığını ortaya koymaktadır.

Değerlendirme

İthal yakıta olan bağımlılık ve fiyatlardaki dalgalanma, yerli ve yenilenebilir kaynaklardan üretilen elektrik ile yerli biyogaz/biyometan için arz güvenliği gerekçesini güçlendiren bir arka plan oluşturmaktadır. Ancak bu çıkarım kaynaklarda doğrudan biyoenerjiye atfedilmemiştir; dolayısıyla yorum niteliğindedir.

Bu bağlamda yerli kaynaklar, ithal yakıtın fiyat dalgalanmalarına karşı daha az maruz kalan bir alternatif olarak değerlendirilebilir. Biyogaz ve biyometan ise belediye atıkları gibi yerel hammaddelere dayandığı için, ithal gazın bir bölümünün yerini alabilecek yerli bir arz kaynağı sunmaktadır. Ancak BİYOYATDER'in 2040 için öngördüğü 10 bcm'lik biyometan potansiyeli ile 2026 yılı doğal gaz tüketim tahmini (58,51 milyar m^3) arasında belirgin bir ölçek farkı bulunmaktadır. Bu nedenle biyoenerjinin katkısı ithalatın tamamen ikamesinden çok, arz güvenliğine tamamlayıcı bir destek olarak okunmalıdır.

Enerji Sektör Analizi (3/3)

Birleşme ve Satın Alma Piyasası

PwC Türkiye'nin 18. raporuna göre 2025 yılında enerji sektöründe kamuya açık 38 işlem gerçekleşmiş; tahmini toplam işlem değeri 3 milyar ABD doları ile 2024 yılının üç katına ulaşmıştır. Ortalama işlem değeri 79 milyon dolar olup bu rakam %200'lük bir artışa karşılık gelmektedir. Yabancı yatırımcılar ise tahmini işlem değerinin %42'sinde alıcı konumunda yer almıştır [K8].

Rapor, el değiştiren işletmeler arasında 22 yenilenebilir enerji şirketini ve 1 atıktan enerji tesisini saymaktadır. 2026 yılı için ise finansman koşulları ile YEKA kapsamındaki projelerin işlem hedefi hâline gelmesi öne çıkan başlıklar arasında yer almaktadır [K8].

Değerlendirme

Bu veriler birlikte okunduğunda, 2025 yılının Türkiye enerji sektöründe işlem aktivitesinin belirgin biçimde canlandığı bir dönem olduğu görülmektedir. İşlem değerinin bir önceki yılın üç katına çıkması ve ortalama işlem büyüklüğündeki artış, sayıdan çok işlem büyüklüğünden kaynaklanıyor. Yabancı yatırımcıların tahmini işlem değerinin %42'sinde alıcı konumunda yer alması, sektörün uluslararası sermaye açısından ilgi çekmeye devam ettiğini göstermektedir. El değiştiren şirketler arasında 22 yenilenebilir enerji şirketinin bulunması ise, yenilenebilir enerji varlıklarının işlem piyasasındaki ağırlığını ortaya koymaktadır. Bu çerçevede, biyoenerji ağırlıklı şirketlerin yer aldığı bir birleşme işleminin sektördeki mevcut işlem eğilimiyle uyumlu bir zeminde gerçekleştiği söylenebilir. Bununla birlikte raporun işlem dağılımını biyoenerji özelinde ayrıştırmadığı, dolayısıyla bu eğilimin biyoenerji için ayrıca geçerli olup olmadığının mevcut kaynaklardan teyit edilemediği unutulmamalıdır.

Türkiye enerji sektörü işlem göstergeleri [K8]

Gösterge (2025)	Değer
Kamuya açık işlem sayısı	38
Tahmini işlem değeri	3 milyar ABD doları
Ortalama işlem değeri	79 milyon ABD doları
Yabancı alıcı payı (değer bazında)	%42
El değiştiren yenilenebilir enerji şirketi	22

Biyoenerji Sektör Analizi (1/3)

Küresel Biyoenerji Görünümü

World Bioenergy Association verilerine göre küresel enerji arzı 2023 yılında 622 EJ'e ulaşmış olup bunun 92 EJ'ini (%15) yenilenebilir kaynaklar oluşturmuştur. Biyoenerji 56 EJ ile toplam arzın %9'una karşılık gelmiş ve 2022 yılına kıyasla %2 oranında artmıştır. Biyokütle arzının dağılımına bakıldığında %83'ü katı biyokütleden, %9'u sıvı biyoyakıttan ve yaklaşık %3'ü biyogazdan oluşmaktadır [K10].

Biyoelektrik üretimi 2024 yılında 698 TWh ile yenilenebilir elektrik üretiminin %7,1'ine ulaşmıştır. Biyoelektrik kapasitesi ise 2015 yılındaki 95 GW düzeyinden 2024 yılında 151 GW'a yükselmiştir. Üretimde en büyük paya sahip ülkeler Çin (209 TWh, küresel biyoelektriğin %30'u), Brezilya (58 TWh) ve ABD'dir (47 TWh) [K10].

IEA, biyoenerjiyi yenilenebilir enerjinin en büyük kaynağı (%55) ve küresel enerji arzının %6'sından fazlası olarak tanımlamaktadır. Aynı kaynak, elektrik üretiminde kullanılan biyoenerjinin değişken yenilenebilir kaynakları tamamlayan, esnek ve düşük emisyonlu bir güç sağladığını da belirtmektedir [K11].

Bölgesel Dağılım

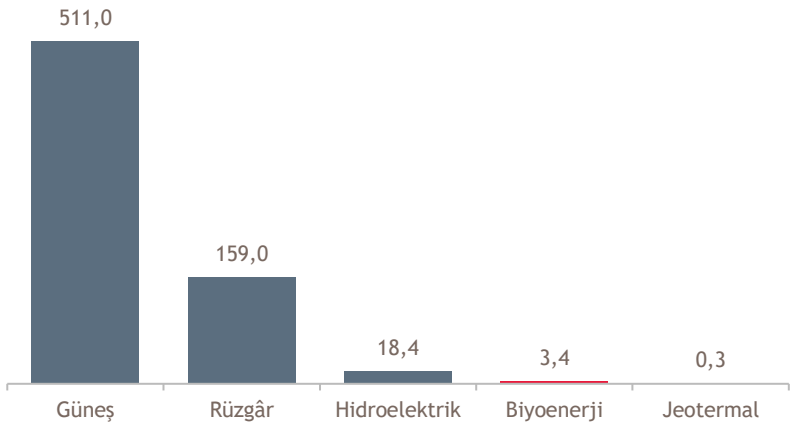
IRENA verilerine göre 2025 sonu itibarıyla biyoenerji kapasitesi Asya'da 66.024 MW, Avrupa'da ise 44.001 MW düzeyindedir [K9].

Kapasite Ekleri: Biyoenerjinin Konumu

IRENA'ya göre küresel yenilenebilir kapasite 2025 yılında 692 GW eklenerek 5.149 GW'a (%15,5 artış) ulaşmıştır. Net eklemelerin %96,8'i güneş ve rüzgârdan oluşmuştur. Biyoenerji kapasitesi ise 150.969 MW'tan 154.399 MW'a yükselmiş, başka bir ifadeyle yaklaşık 3,4 GW (%2,3) kapasite eklenmiştir [K9].

Değerlendirme: biyoenerji, yeni kapasite eklemelerinde güneş ve rüzgârın çok gerisinde kalmaktadır. Bu nedenle sektörün değer önermesi hacimden çok esneklik, atık yönetimi ve yerel arz güvenliği üzerinde yoğunlaşmaktadır.

2025 yıllık yenilenebilir kapasite eklemeleri (GW) [K9]



Küresel Biyogaz ve Biyometan

IEA Renewables 2026'ya göre biyogaz ve biyometanın küresel üretimi 2025 yılında 1.785 PJ'e ulaşmış olup bunun %78'i biyogazdan oluşmuştur. Avrupa Birliği küresel üretimin yaklaşık %38'ini (Birleşik Krallık ile birlikte %44) gerçekleştirmiştir. 2020-2025 döneminde AB biyometan üretimi yıllık ortalama %19 artarak 2025'te 4,2 bcme'ye (151 PJ) ulaşmıştır. Küresel biyogaz ve biyometan üretiminin ise 2031 yılına kadar %18 büyümesi beklenmiştir [K12].

Avrupa: Pazar Yapısı

EBA 2025 raporuna göre Avrupa'da 2024 yılında 22 bcm biyogaz ve biyometan üretilmiş (2023: 21,7 bcm) olup AB-27'nin payı 19 bcm'dir. Biyometan ise 5,2 bcm ile en hızlı büyüyen segmenttir. Biyometan 25 ülkede üretilmekte; ortalama tesis büyüklüğü 483 m^3/saat olup bu değer elektrik üreten geleneksel biyogaz tesislerinin yaklaşık dört katıdır [K13].

Biyoenerji Sektör Analizi (2/3)

Yatırım ve Düzenleyici Çerçeve

Avrupa'da 2030 öncesi dönemde biyometan için taahhüt edilen özel yatırım 28,4 milyar avrodur. AB-27'deki biyogaz ve biyometan üretimi, AB doğal gaz tüketiminin yaklaşık %6'sına denk gelmektedir. Sindirim sonrası yan ürün (digestat) 2024 yılında 25 milyon ton kuru madde düzeyindedir ve AB'deki azotlu gübre kullanımının %17'sini ikame edebilecek potansiyele sahiptir [K13].

EBA, büyüme ivmesinin yeniden kazanılabilmesi için hem Avrupa hem de ulusal düzeyde politika öngörülebilirliğinin kritik önem taşıdığını vurgulamaktadır [K13].

Biyogaz ve biyometan göstergeleri [K12], [K13]

Gösterge	Değer
Küresel biyogaz+biyometan üretimi, 2025	1.785 PJ
Avrupa biyogaz+biyometan üretimi, 2024	22 bcm
Avrupa biyometan üretimi, 2024	5,2 bcm
Avrupa biyometan tesisi sayısı, 2024	1.620 (+111)
Şebekeye bağlı tesis oranı	en az %86

Tesis Yapısı ve Hammadde

BİYOYATDER'e göre ülkede 101 biyogaz ve 97 çöp gazı (düzenli depolama) tesisi bulunmaktadır. Söz konusu 101 biyogaz tesisi yılda 10 milyon ton organik atık işlemektedir. Ayrıca biyogaz tesislerinin lisanslı olduğu belirtilmektedir [K14].
5346 sayılı Kanun'a göre biyokütle; ithal edilmemek kaydıyla belediye atıklarını (çöp gazı dâhil), bitkisel yağ atıklarını, gıda ve yem değeri olmayan tarımsal atıkları ve benzeri kaynakları kapsamaktadır [K16]. TÜİK verilerine göre belediyelerde 2024 yılında 32,3 milyon ton atık toplanmış, kişi başı günlük atık miktarı 1,09 kg olarak gerçekleşmiştir. Toplanan atığın %88,9'u atık işleme tesislerine, %10,9'u ise belediye çöplüklerine gitmiştir [K15].

Türkiye: Kurulu Güç ve Üretim

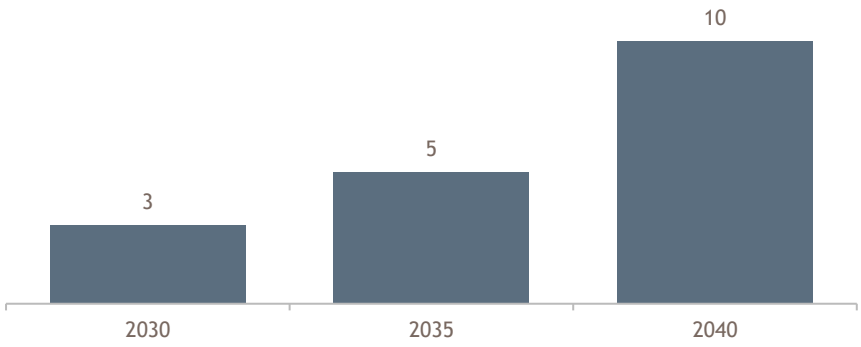
ETKB verilerine göre Aralık 2025 sonu itibarıyla biyokütle kurulu gücü 2.346 MW'tır (%1,9) [K1]. IRENA ise Türkiye'nin biyoenerji kapasitesini 2024 yılında 2.046 MW, 2025 yılında 1.999 MW olarak göstermektedir [K9]. İki kaynak arasındaki farkın kapsam veya tanım farkından kaynaklanması mümkündür; ancak bu farkın nedeni teyit edilmemiştir. Biyokütlenin elektrik üretimindeki payı ise yaklaşık %3'tür [K2].

Biyoenerji Sektör Analizi (3/3)

Biyometan Potansiyeli

BİYOYATDER projeksiyonuna göre Türkiye'de yerli biyometan üretimi 2030'da 3 bcm, 2035'te 5 bcm ve 2040'ta 10 bcm'ye ulaşabilir; bu projeksiyon tesislerin ideal kapasitede çalışması varsayımına dayanmaktadır. Mevcut 101 biyogaz ve 97 çöp gazı tesisinin biyometana dönüştürülmesi hâlinde yıllık 18 milyon ton, tam kapasitede ise 30 milyon ton CO2 azaltımı sağlanabileceği belirtilmektedir [K14].
Bu rakamlar sektör derneğinin öngörüsünü yansıtmaktadır. Dernek, henüz yürürlükte olmayan taleplerini şu şekilde sıralamaktadır: biyogaz tesisleri için en az 12 yıl alım garantisi, enflasyona endeksli 60 €/MWh taban fiyat ve doğrudan satış/ihracat hakkı [K14].

Türkiye biyometan potansiyeli, BİYOYATDER projeksiyonu (bcm) [K14]



YEKDEM Kapsamı ve Destek Süresi

Biyokütle ve çöp gazı kaynaklı üretim, 5346 sayılı Kanun kapsamındaki YEK belgeli tesisler arasında yer almaktadır. 1.1.2021-30.6.2021 tarihleri arasında işletmeye girmesi planlanan tesisler (2949 sayılı Karar) ise 31.12.2030 tarihine kadar YEKDEM'den yararlanabilmektedir [K16].

Destek Sonrası Dönem: Şirket Örneği

Biotrend'in 2026 yılı ilk yarısındaki elektrik satışlarının %97,36'sı eski YEKDEM tarifesi kapsamında gerçekleşmiştir. Şirketin ağırlıklı ortalama kalan YEKDEM süresi 3,7 yıl olarak belirtilmiştir. Düzenli depolama imtiyaz sözleşmelerinin ortalama kalan süresi ise 14,45 yıldır [K18].

Değerlendirme: destek süresi sona erdikten sonra gelirin piyasa fiyatına açılması, sektörde değerleme ve birleşme sonrası nakit akışı projeksiyonunun temel duyarlılık başlığıdır. Ancak sektör geneli için kaynaklı bir veri bulunamamıştır; bu nedenle değerlendirme yalnızca şirket örneğine dayanmaktadır.

Karbon Piyasası

İklim Kanunu Temmuz 2025'te yürürlüğe girmiştir. Türkiye Emisyon Ticaret Sistemi Yönetmeliği ise 27.08.2026 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Yönetmelik kapsamında yıllık emisyonu 50.000 tCO2e'nin üzerindeki Kategori B ve C tesisleri kapsanmakta olup sistem pilot dönemle başlamaktadır. Tahsisatların bir bölümü üretim ve emisyon yoğunluğuna göre ücretsiz dağıtılacak, kalan kısmı ise açık artırmayla satılacaktır. Piyasayı EPİAŞ işletecek olup piyasa işletimine ilişkin yönetmelik 21.10.2026 tarihinde yayımlanmıştır [K17].

Gönüllü Karbon Geliri

Biotrend, 2022 yılından bu yana karbon kredisi satmakta olup bu satışlardan elde edilen toplam gelir 8,1 milyon ABD dolarına ulaşmıştır. 2026 yılının ilk yarısında herhangi bir satış yapılmamış, yaklaşık 740 bin ton ise satışa hazır durumda bulunmaktadır [K18].

Bölüm 2

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme Yaklaşımı	Sayfa
Şirket Değerleme ve Yaklaşım Yöntemleri	18



Değerleme Yaklaşımı

Şirket Değerleme ve Yaklaşım Yöntemleri

Şirketlerin değerlemesinde temel olarak 3 yaklaşım kullanılmaktadır. Bu yaklaşımlar şunlardır:

· Pazar Yaklaşımı

· Varlık Esaslı Yaklaşım

· Gelir (İndirgeme) Yaklaşımı

Her bir yaklaşım içerisinde, farklı değerleme yöntemleri ile şirket değeri tespit edilebilmektedir. Kullanılan bu değerleme yöntemlerinin her biri şirket değerini belirlemek üzere kendine özgü hesaplama prosedürleri içerebilmektedir.

Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı, değerleme konusu şirketleri, piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmaktadır. Pazar yaklaşımında kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üçü, benzer nitelikteki şirketlerin mülkiyet haklarının alınıp satıldığı halka açık hisse senedi piyasaları, şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar ve değerleme konusu şirketin mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemlerdir.

Pazar yaklaşımında, benzer nitelikteki şirketlerle yapılan karşılaştırmaların makul bir esası olmalıdır. Bu benzer nitelikteki şirketler, değerleme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde olmalıdır. Bu karşılaştırma anlamlı bir şekilde gerçekleştirilmeli ve yanıltıcı olmamalıdır.

Varlık Esaslı Yaklaşım

Şirket değerlemelerinde varlık esaslı yaklaşım, farklı varlık tipleri için kullanılan maliyet yaklaşımı ile benzer niteliklere sahiptir. Varlık esaslı yaklaşımın temeli, ikame prensibine dayalıdır, yani bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenilenmesi maliyetinden daha fazla olmayacaktır.

Varlık esaslı yaklaşımın uygulanmasında maliyet esaslı bilanço yerine, maddi olan ve olmayan tüm varlıklar ve borçlar pazar değeri veya uygun olan bir başka cari değer üzerinden hesaplanmış bir bilanço kullanılmaktadır. Burada vergilerin de göz önüne alınması gerekebilir. Eğer pazar veya tasfiye değerleri uygulanırsa satış maliyetleri ile diğer giderlerin de dikkate alınması gerekmektedir.

Gelir (İndirgeme) Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı, bir şirketin, şirket mülkiyeti hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eder. En sık başvurulan iki gelir yaklaşımı yöntemi, doğrudan gelir indirgeme ve indirgenmiş nakit akışı analizi (ve/veya temettü) yöntemidir. İndirgeme oranı, kullanılan gelir tanımı için uygun olmalıdır.

Gelirin doğrudan indirgenmesinde bir temsili gelir seviyesi, geliri değere dönüştürmek amacıyla bir indirgeme oranına bölünür veya bir gelir çarpanıyla çarpılır. Teoride gelir, birçok farklı gelir ve nakit akışı tanımı şeklinde olabilir. Uygulamada ise ölçülen gelir genelde ya vergi öncesi gelirdir ya da vergi sonrası gelirdir. İndirgenmiş nakit akışı analizi (ve/veya temettü) yönteminde nakit akımları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu nakit akımları daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür. Birçok nakit akışı tanımı kullanılabilir. Uygulamada genellikle, net nakit akışı (hissedarlara dağıtılabilecek nakit akışı) veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki hissedarların durumunda) kullanılmaktadır.

Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntem veya Yöntemler

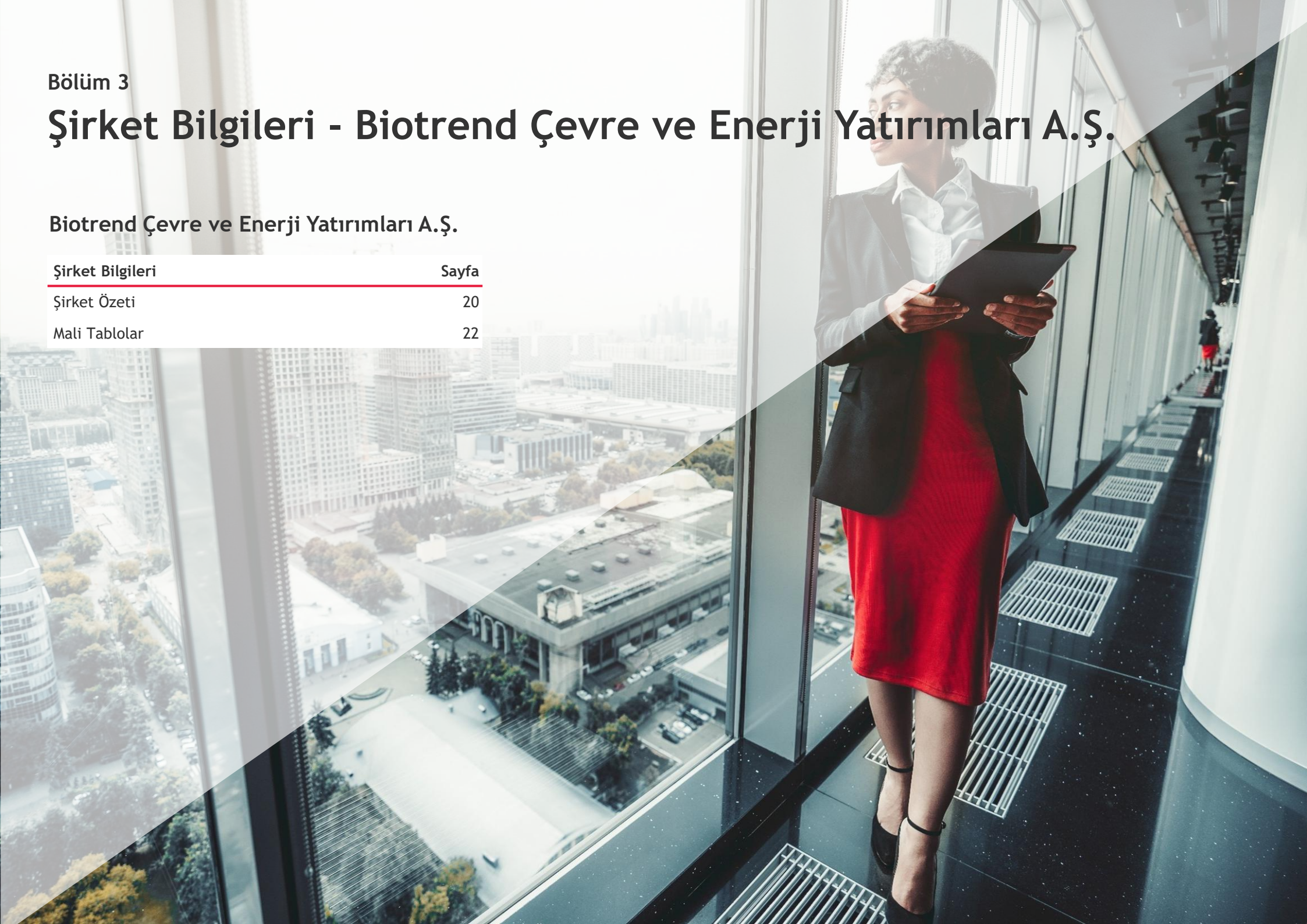
Değerleme çalışmasında "gelir yaklaşımı"nı temsilen ***indirgenmiş nakit akışları yöntemi***, "pazar yaklaşımı"nı temsilen ***emsal değer yöntemi, borsa değeri yöntemi, benzer işlemler analizi yöntemi*** *ve* "varlık yaklaşımı"nı temsilen ***net aktif değer yöntemi*** kullanılmıştır. Emsal Değer Yöntemi hesaplanmış olmakla birlikte nihai değerlemede ağırlıklandırmaya dahil edilmemiştir.

Bölüm 3

Şirket Bilgileri - Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.

Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.

Şirket Bilgileri	Sayfa
Şirket Özeti	20
Mali Tablolar	22



Şirket Özeti (1/2)

Şirket Adresi

Biotrend'in kayıtlı merkez adresi "Kavacık Mah. Ertürk Sk. No: 3/1 İç Kapı No: 1 Beykoz/İstanbul" dur.

Şirket'in Tarihçesi

Şirket, İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü'nde 0176041497600001 MERSİS numarası ve 291405-5 ticaret sicil numarasıyla kayıtlı bulunmaktadır. Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları Anonim Şirketi, 2017 yılında Ankara merkezli olarak kurulmuş olup 2021 yılında merkezini İstanbul'a taşımıştır. Şirket, elektrik enerjisi üretimi başta olmak üzere enerji sektöründe faaliyet göstermek, enerji üretim tesisleri kurmak, işletmek ve enerji yatırımlarında bulunmak amacıyla kurulmuştur.
Biotrend'in başlıca amaç ve konuları şunlardır;

- Hidroelektrik, termik, rüzgar, güneş, jeotermal, biyokütle, dalga, akıntı ve gel-git gibi yenilenebilir enerji kaynakları ile petrol, kömür ve doğal gaz gibi fosil yakıt kaynaklarına dayalı elektrik üretim tesislerinin kurulması, işletilmesi ve elektrik enerjisine dönüştürülmesini sağlayan santrallerin kurulması,
- Yerli ve yabancı elektrik enerjisi üretim şirketleri ile ortak teşebbüsler kurulması, mevcut veya kurulacak şirket ve işletmelerin sermayelerine iştirak edilmesi, devralınması, işletilmesi, kiralanması ve kiraya verilmesi,
- Enerji üretim tesisleri için gerekli lisans, ruhsat, izin, belge ve imtiyazların alınması; mevcut tesislerin devralınması ve devredilmesi,
- Elektrik enerjisi üretim tesislerinin tamamı veya bir kısmı için yardımcı tesisler dahil olmak üzere gerekli lisansların alınması ve söz konusu tesislerin kendi adına veya başkası adına inşa edilmesi,
- Enerji tesislerinin üretimi ve işletimi kapsamında elektrik, elektronik, makine, inşaat, mimarlık, çevre ve bilgisayar mühendisliği hizmetleri ile yurt içi ve yurt dışı mühendislik ve mimarlık hizmetlerinin verilmesi ve alınması,
- Enerji sektörüne yönelik mühendislik, mimarlık, taahhüt, danışmanlık, müşavirlik, pazarlama ve projelendirme hizmetlerinin sunulması,
- Faaliyet konusu ile ilgili makine, teçhizat, alet, edevat, malzeme ve yedek parçaların alım satımı, kiralanması, kiraya verilmesi, ithalatı ve ihracatının yapılması,
- Enerji tesislerine ilişkin imalat, montaj, bakım, onarım, revizyon, servis ve tadilat işlerinin gerçekleştirilmesi ve bu işlerin kısmen veya tamamen ihale edilmesi,
- Enerji tesislerine yönelik otomasyon sistemlerinin kurulması ve bunlarla ilgili sarf malzemesi ve yedek parçaların temin edilmesi,
- Üretilen elektrik enerjisi ve kapasitenin toptan satış ve perakende satış lisansı sahibi tüzel kişilere, serbest tüketicilere ve tedarik şirketlerine ikili anlaşmalar yoluyla satılması,
- Elektrik dağıtım şirketleri ve elektrik enerjisi üretim şirketleri ile iştirak ilişkisine girilmesi,
- Enerji üretimi, verimliliği ve iletimi projelerine yönelik mühendislik, etüt, danışmanlık ve taahhüt hizmetlerinin verilmesi; uzmanlık alanlarıyla ilgili Ar-Ge projeleri ve faaliyetlerinin yürütülmesi,
- Elektrik enerjisinin iletimi, dağıtımı, toptan ve perakende satışı, piyasa işletimi, ithalatı ve ihracatı faaliyetlerinde bulunulması,
- Enerji kaynaklarının depolanması, yüklenmesi ve boşaltılması amacıyla depolama, doğal gaz ve sıvı gaz tesisleri ile boru hatlarının inşa edilmesi, kiralanması ve kiraya verilmesi,
- Her nevi atığın bertarafı, geri dönüşümü ve ayrıştırılmasına yönelik tesislerin kurulması, işletilmesi ve ilgili lisansların alınması,
- Enerji sektörüne ilişkin etüt, plan, proje, fizibilite, kuruluş, genel sevk ve idare, danışmanlık, taahhüt, taşeronluk, mümessillik, müşavirlik, sorumlu mühendislik ve kontrol mühendisliği hizmetlerinin verilmesi,
- Faaliyet konusu ile ilgili personel seçimi, temini, eğitimi ve yetiştirilmesine yönelik sistem ve organizasyonların kurulması; yurt içi ve yurt dışında eğitim, seminer, fuar ve sempozyumlara katılım sağlanması,
- Mevzuat çerçevesinde yabancı uzman ve personel çalıştırılması, şirket yöneticileri ve çalışanlarının yetiştirilmesi ve faaliyet konularıyla ilgili araştırmalar yapmak üzere yurt dışına gönderilmesi,
- Yurt içinde ve yurt dışında sağlanan hukuki ve ekonomik yardım ve teşviklerden yararlanılması,
- Sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak borçlanma araçları dahil her türlü sermaye piyasası aracının yurt içinde ve yurt dışında ihraç edilmesi,
- Şirket faaliyetlerinin finansmanını sağlamak amacıyla kira sertifikası ihracına yönelik varlık kiralama şirketleri ile sözleşmeler imzalanması; bu kapsamda şirketin sahip olduğu menkul ve gayrimenkul malların devredilmesi, kiralanması ve geri alımına ilişkin işlemlerin gerçekleştirilmesi.

Şirket Özeti (2/2)

Şirket Logosu

Şirket'in Sermayesi ve Ortaklık Yapısı

Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.'nin son durum itibarıyla **500.000.000TL** sermayesi olup, sermayesinin dağılımı aşağıdaki gibidir;

Hissedar	Hisse Tutarı	Oran
Doğanlar Yatırım Holding A.Ş.	250.826.590	%50,17
Ziraat Portföy Üçüncü İstatistiksel Arbitraj Serbest (TL) Özel Fon	24.833.333	%4,97
Ziraat Portföy Yeşilköy Serbest Özel Fon	24.833.333	%4,97
Ziraat Portföy İkinci Serbest (TL) Fon	23.718.805	%4,74
Türkiye Hayat ve Emeklilik A.Ş. Katkı Emeklilik Yatırım Fonu	23.689.533	%4,74
Diğer	152.098.406	%30,41
Toplam (TL)	**500.000.000**	**100%**

Bilanço/Gelir Tablosu

Mali Tablolar

İlişikteki yıl sonları ve 30.06.2026 itibarıyla hazırlanmış konsolide mali tablolar TFRS'ye uygun olarak düzenlenmiştir.

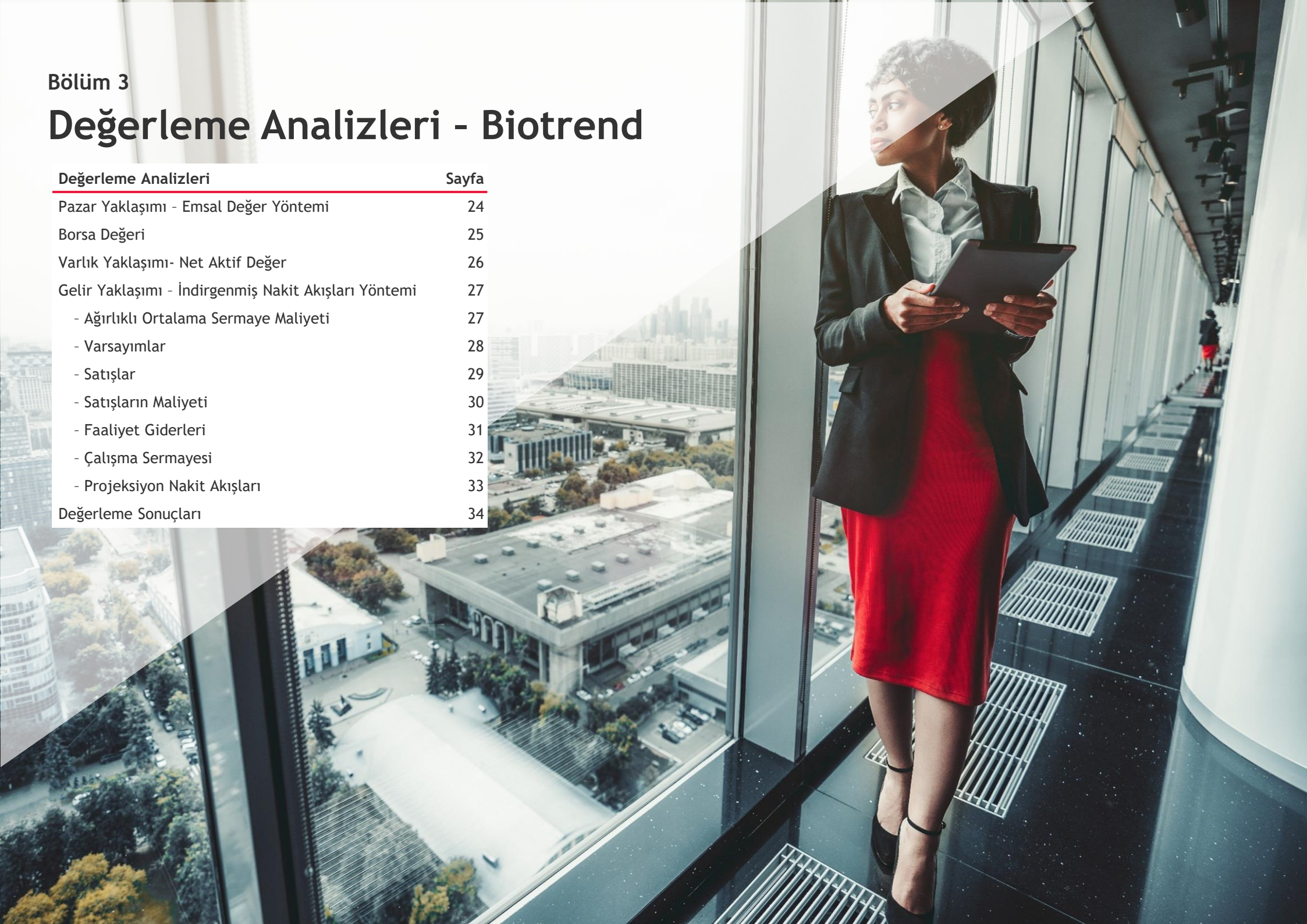
Biotrend Bilançosu (binUSD)	FY24/12	FY25/12	FY26/6
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.924	1.962	2.921
Ticari Alacaklar	6.026	4.631	6.383
Stoklar	10.459	5.913	5.759
Diğer Dönen Varlıklar	14.790	7.608	4.972
Dönen Varlıklar	**35.199**	**20.114**	**20.035**
Mali Duran Varlıklar	10.919	8.320	8.568
Duran Varlık Yatırımları	203.094	196.155	188.649
Ertelenmiş Vergi Varlığı	40.329	20.193	31.460
Duran Varlıklar	**254.342**	**224.669**	**228.677**
Toplam Varlıklar	**289.541**	**244.784**	**248.712**
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	37.826	41.639	43.336
Ticari Borçlar	12.554	16.843	15.074
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.285	5.846	3.829
Ödenecek Vergi	137	48	99
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**57.802**	**64.377**	**62.337**
Kıdem Tazminatı Karşılığı	743	528	424
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	93.081	90.107	91.242
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	24.794	19.262	24.466
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**118.618**	**109.897**	**116.133**
Ödenmiş Sermaye	10.735	10.735	10.735
Sermaye Düzeltmesi	76.542	76.542	76.542
Sermaye Yedekleri	(26.767)	(34.427)	(35.931)
Birikmiş Kar/(Zarar)	54.824	52.610	17.660
Dönem Net Karı/(Zararı)	(2.214)	(34.950)	1.237
Özkaynaklar	**113.120**	**70.510**	**70.242**
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	**289.541**	**244.784**	**248.712**

Biotrend Gelir Tablosu (binUSD)	FY24/12	FY25/12	FY26/6
Satışlar	90.007	74.409	31.827
Satışların Maliyeti	(90.627)	(71.884)	(34.171)
Brüt Kar	**(620)**	**2.525**	**(2.344)**
Satış Pazarlama Giderleri	(183)	(124)	(89)
Genel Yönetim Giderleri	(15.826)	(16.362)	(7.733)
Faaliyet Karı	**(16.628)**	**(13.961)**	**(10.166)**
Diğer Gelir/Giderler	1.467	(1.746)	(1.779)
Finansal Gelir/Giderler	(32.357)	(32.984)	(14.944)
Vergi Öncesi Kar	**(47.519)**	**(48.691)**	**(26.889)**
Vergi Karşılığı	764	(15.431)	5.546
Enflasyon Düzeltme Farkları	44.541	29.171	22.580
Net Dönem Karı	**(2.214)**	**(34.950)**	**1.237**

Bölüm 3

Değerleme Analizleri - Biotrend

Değerleme Analizleri	Sayfa
Pazar Yaklaşımı – Emsal Değer Yöntemi	24
Borsa Değeri	25
Varlık Yaklaşımı- Net Aktif Değer	26
Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	27
– Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	27
– Varsayımlar	28
– Satışlar	29
– Satışların Maliyeti	30
– Faaliyet Giderleri	31
– Çalışma Sermayesi	32
– Projeksiyon Nakit Akışları	33
Değerleme Sonuçları	34



Pazar Yaklaşımı

Biotrend

(*) İlgili FD/FAVÖK çarpanları 30.06.2026 tarihi itibarıyla olup S&P Capital IQ'dan temin edilmiştir.

Şirketlerin mukim bulundukları ülkeler ile Türkiye'nin Kredi Risk Primleri (CDS) farkı üzerinden ilgili FD/FAVÖK çarpanları düzeltilmiştir.

İlgili şirketlerin özet bilgileri ve faaliyet alanları işbu raporun ekinde görülebilir.

Emsal Değer Yöntemi

FD/FAVÖK

Emsal değer yönteminde, değerlemeye konu olan firma ile benzer faaliyet yapısında olan şirketler gruplandırılarak, bu şirketlerin verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanır. Bulunan piyasa çarpanlarının, değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına göre düzeltilmesi ile şirket değeri bulunmaktadır.

Türkiye'de Borsa İstanbul'da işlem gören firmalar dışındaki şirketlerin mali tablo ve faaliyet raporlarına ulaşma imkânı bulunmamaktadır. Dolayısıyla karşılaştırma yapabilmek amacıyla değerleme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde faaliyet gösteren firmalar, halka açık şirketler arasından tespit edilebilmektedir.

Borsada işlem gören ve faaliyet konusu ile sektörü değerlemeye konu şirketle benzerlikler arz eden söz konusu şirketlerin piyasa çarpanları emsal alınmıştır. Bu şirketler Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. (Türkiye), Galata Wind Enerji A.Ş. (Türkiye), Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş. (Türkiye), Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. (Türkiye), Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. (Türkiye), Aksa Enerji Üretim A.Ş. (Türkiye), Veolia Environnement S.A. (Fransa) ve MVV Energie AG (Almanya) olarak tespit edilmiştir. İlgili şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları Türkiye'nin kredi risk primine (CDS) göre düzeltilmiştir.

Biotrend'in FY26 FAVÖK değerinin olağan faaliyet performansını yansıtmayan istisnai bir seviye olarak değerlendirilmesi nedeniyle, 30.06.2026 tarihi itibarıyla FY26-FY30 dönemine ait indirgenmiş ortalama FAVÖK değeri ile emsal şirketlerin düzeltilmiş FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı esas alınarak şirket değeri hesaplanmıştır.

Emsal değer yöntemi ile tespit edilen Biotrend'in değeri aşağıdaki gibidir:

Emsal Şirketler	FD/FAVÖK	Düzeltilmiş FD/FAVÖK	İndirgenmiş Ort. FAVÖK (FY26-FY30)	Emsal Değer
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. (IBSE:AYDEM)	8,30	8,30	30.878	256.285
Galata Wind Enerji A.Ş. (IBSE:GWIND)	7,90	7,90	30.878	243.934
Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş. (IBSE:CONSE)	15,76	15,76	30.878	486.634
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. (IBSE:ZOREN)	18,61	18,61	30.878	574.635
Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. (IBSE:AKFYE)	11,61	11,61	30.878	358.491
Aksa Enerji Üretim A.Ş. (IBSE:AKSEN)	12,97	12,97	30.878	400.485
Veolia Environnement SA (ENXTPA:VIE)	7,52	6,57	30.878	202.821
MVV Energie AG (XTRA:MVV1)	8,40	7,12	30.878	219.805
Medyan Çarpan	**10,01**	**9,96**	**FD**	**307.388**
Net Nakit/(Borç) Pozisyonu				(131.657)
Özkaynak Değeri (binUSD)				**175.731**

Tespit edilen şirketlerin düzeltilmiş Firma Değeri/FAVÖK çarpanı dikkate alınarak Biotrend'in 30.06.2026 tarihi itibarıyla emsal değer yöntemine göre Biotrend özkaynak değeri ***175.731binUSD*** olarak hesaplanmıştır.

Pazar Yaklaşımı

Biotrend

Borsa Değeri Yöntemi

Birleşmeye taraf olan Biotrend SPK düzenlemelerine ve Sermaye piyasası mevzuatı'na tabi olup; hisseleri 28 Nisan 2021 tarihinde borsada işlem görmeye başlamıştır.

Piyasa değeri, hisselerin BİST'te oluşan birim fiyatının toplam hisse adediyle çarpılması suretiyle hesaplanmaktadır. Piyasada meydana gelen hareketler, şirketler hakkındaki haberler ve şirketlerin halka açıklık oranı gibi faktörler piyasa değerini etkilemektedir. Buna bağlı olarak, piyasa değerinin şirket değerini yansıtması şirketten şirkete değişiklik gösterebilmektedir.

Biotrend'in değerleme tarihinden geriye dönük olarak son 6 aylık kapanış hisse fiyatlarının ortalamalarına göre oluşan şirket değerleri aşağıdaki gibidir;

6-aylık ortalama fiyat	17,95
30.06.2026 kapanış fiyatı	19,11
BIOEN Ödenmiş Sermaye	500.000.000
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri (binTL)	**8.974.959**
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri (binUSD)*	**201.771**

(*) Şirket'in değeri TL para birimi üzerinden hesaplanmış olup, TCMB tarafından paylaşılan 1 Ocak 2026 - 30 Haziran 2026 dönemi 6 aylık ortalama USD/TL kuru: 44,4810 kullanılarak USD para birimine çevrilmiştir.

Biotrend'in borsadaki ortalama piyasa değeri dikkate alınarak 30.06.2026 tarihi itibarıyla borsa değeri yöntemine göre Biotrend özkaynak değeri ***201.771binUSD*** olarak hesaplanmıştır.

Varlık Yaklaşımı

Net Aktif Değer Yöntemi

Net aktif değer yöntemi ile şirketin değeri, şirketin sahip olduğu varlıklarının bugün itibarıyla serbest piyasa koşullarına göre talep bulması ve fiyatlandırılarak elden çıkarılması neticesinde sağlanacak para miktarı ile belirlenmektedir. Bu yöntemde özetle, şirketin gelecekte elde edebileceği potansiyel gelirlerini ve yaratacağı değeri dikkate almadan bugün itibarıyla sahip olunan varlıkların satılması ile sağlanacak gelirlerden, yapılan giderlerin çıkarılmasıyla şirket değerine ulaşılmaktadır.

Özetle, net aktif değeri, şirketin aktiflerinin tasfiye değeri toplamından borçların çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeridir. Bu yöntem ile şirketin minimum değerine yönelik bir tahminde bulunmak mümkündür. Net aktif değer yöntemi özellikle holdingler ve GYO değerlemelerinde ve faaliyetine son verecek şirketler tarafından, minimum değerini tespite olanak sağlayarak aktiflerinin elden çıkarılması durumlarında kullanılmaktadır.

(*) İlişikteki dönem sonu itibarıyla hazırlanmış mali tablo TFRS'ye uygun olarak düzenlenmiştir.

TFRS esaslarına uygun olarak düzenlenmiş ve denetimden geçmiş 30.06.2026 tarihli mali tablolarına göre Biotrend'in değeri aşağıdaki gibidir;

Biotrend Bilançosu (binUSD)	Kayıtlı Değer
Dönen Varlıklar	**20.035**
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.921
Ticari Alacaklar	6.383
Stoklar	5.759
Diğer Dönen Varlıklar	4.972
Duran Varlıklar	**228.677**
Mali Duran Varlıklar	8.568
Duran Varlık Yatırımları	188.649
Ertelenmiş Vergi Varlığı	31.460
Toplam Varlıklar	**248.712**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**62.761**
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	43.336
Ticari Borçlar	15.074
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.829
Kıdem Tazminatı Karşılığı	424
Ödenecek Vergi	99
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**115.708**
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	91.242
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	24.466
Toplam Yükümlülükler	**178.470**
Özkaynak Değeri	**70.242**

Biotrend'in 30.06.2026 tarihi itibarıyla TFRS mali tablolarına göre net aktif değeri ***70.242binUSD*** olarak hesaplanmıştır.

Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Biotrend

İndirgenmiş nakit akışı analizi yönteminde yaygın olarak, faaliyetlerden sağlanan nakit akışları temel alınmaktadır. Faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarına, firmanın satış hasılatından satılan malların maliyeti ile yönetim ve satış giderleri düşülerek ulaşılabilmektedir. Burada ele alınan nakit akışı, firmanın sermaye sağlayıcılarının tamamını (hem borç verenleri hem de ortakları) ilgilendiren nakit akışı olduğundan, iskonto (indirgeme) oranı olarak da firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir.

Faaliyetlerden sağlanan nakit akışları firmanın bir bütün olarak değerini ifade edeceğinden, bu değerden firmanın tüm borçlarının değeri düşülerek firmanın ortaklarına ait olan özsermayenin (veya onu temsil eden hisse senetlerinin) değerine ulaşmak mümkündür. Bu yöntem, işleyiş mekanizmasından da anlaşılacağı gibi, sermaye yapıları birbirinden farklı firmaların değer karşılaştırmasında çok kullanışlı bir model olarak ortaya çıkmaktadır.

Biotrend'in İNA yöntemine göre değeri tespit edilirken kullanılan varsayımlar ve hesaplamalar aşağıdaki gibidir:

İskonto Oranı

Biotrend'in FY26/6 dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ilişkin hesaplama parametreleri aşağıda özetlenmiştir:

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti		Notlar	
Risksiz Faiz Oranı	7,8%	a	20 yıllık Türkiye USD Eurobond Getirisi
Market Risk Primi	4,5%	b	Aswath Damodaran tarafından açıklanan market risk primi dikkate alınmıştır.
Şirket Beta	*0,63*	c	Aswath Damodaran tarafından açıklanan beta dikkate alınmıştır.
Şirket Risk Primi	3,0%	d	BDO analizi sonucunda %3,0 olarak dikkate alınmıştır
Sermaye Maliyeti	**13,6%**	**s=a+b*c+d**	**Sermaye Maliyeti: (Rfr) + Beta x (Market Risk Primi) + Şirkete Özgü Risk Primi**
Borç/Özsermaye Oranı	65,7%	e	Borç/Özsermaye Oranı Biotrend'in Borçluluk Oranı Dikkate Alınarak Hesaplanmıştır
Borç/(Borç+Özkaynak) Oranı	39,7%	f=(1/(1+1/e))	Gearing: Borç/(Borç+Özkaynak)
Ticari Kredi Faiz Oranları	10,8%	g	Risksiz Faiz Oranı + %3
Vergi Maliyeti	25,0%	h	Uzun Vadeli Geçerli Kurumlar Vergisi Oranı Dikkate Alınmıştır
Borçlanma Maliyeti	**8,1%**	**k=g*(1-h)**	
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	**11,4%**	**l=k*f+s*(1-f)**	**AOSM: [(Sermaye Maliyeti * (1-Borç/(Borç + Özsermaye)] + [Borçlanma Maliyeti * (Borç/(Borç + Özsermaye))]**

Projeksiyon dönemi ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %11,4 olarak dikkate alınmıştır.

Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Varsayımlar

Biotrend

Projeksiyonlarda Kullanılan Para Birimi

Projeksiyonlarda para birimi olarak bin Amerikan Doları (binUSD) kullanılmıştır.

Projeksiyonun Kapsadığı Süre

Projeksiyonlar FY26/6T – FY45 yıllarını kapsamaktadır. FY45 döneminden sonraki dönemler için Biotrend'in lisans süresi dikkate alınarak projeksiyon yapıldığından artık değer hesaplaması yapılmamıştır.

Projeksiyonların Dayanağı

Biotrend için kullanılan projeksiyon hesapları TFRS düzeltmelerini içermemekte olup, Biotrend yönetimi tarafından hazırlanan yönetim hesapları baz alınarak oluşturulmuştur.

Kurumlar Vergisi

Net Faaliyet Karı üzerinden,Türkiye'de geçerli uzun vadeli kurumlar vergisi oranında vergi hesaplanmıştır.

Gelir Yaklaşımı

Biotrend

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Satışlar

Biotrend'in gelir kalemleri; Elektrik Üretim ve Toptan Satış Gelirleri, Atık Bertaraf Gelirleri, Atık Ayrıştırma Gelirleri, Karbon Emisyon Sertifikası Satış Gelirleri ve Diğer Gelirlerden oluşmaktadır. Biotrend'in ana gelir kaynağını elektrik üretimi ve satışı oluşturmaktadır.

Biotrend'in projeksiyon döneminde öngörülen satış varsayımları aşağıdaki gibidir;

Satışlar (binUSD)	FY26/6T	FY27/12	FY28/12	FY29/12	FY30/12	FY31/12	FY32/12	FY33/12	FY34/12	FY35/12	FY36/12	FY37/12	FY38/12	FY39/12	FY40/12	FY41/12	FY42/12	FY43/12	FY44/12	FY45/12
Yurt İçi Satışlar	34.728	100.906	146.565	130.639	124.194	137.583	195.997	197.527	197.315	199.519	199.184	201.513	203.897	206.343	208.848	211.415	214.052	216.753	219.475	238.841
Büyüme Oranı	*-12,36%*	*54,73%*	*45,25%*	*-10,87%*	*-4,93%*	*10,78%*	*42,46%*	*0,78%*	*-0,11%*	*1,12%*	*-0,17%*	*1,17%*	*1,18%*	*1,20%*	*1,21%*	*1,23%*	*1,25%*	*1,26%*	*1,26%*	*8,82%*
Toplam	**34.728**	**100.906**	**146.565**	**130.639**	**124.194**	**137.583**	**195.997**	**197.527**	**197.315**	**199.519**	**199.184**	**201.513**	**203.897**	**206.343**	**208.848**	**211.415**	**214.052**	**216.753**	**219.475**	**238.841**

(*) İlgili projeksiyonlar ve FY26/6 dönemi bakiyeleri yönetim hesaplarından alınmış olup herhangi bir taahhüt içermemektedir. Projeksiyonlarda gerçekleşebilecek sapmalar Biotrend Değeri'ne önemli ölçüde etki edebilir.

(**) geçmiş detay kırılım temin edilemediğinden dolayı detayı verilmemiştir.

- Biotrend, Malatya, Bursa, Sivas, Hatay, İzmir, Balıkesir, Uşak, Aydın ve Çanakkale illerinde bulunan çöp gazı, biyogaz ve biyokütle enerji santralleri aracılığıyla elektrik üretimi gerçekleştirmekte olup, enerji üretiminin yanı sıra atık yönetimi, atık ayrıştırma ve karbon sertifikası ticareti alanlarında faaliyet göstermektedir.
- Projeksiyon döneminde, Biotrend'in satışlarının ortalama %7 oranında büyümesi öngörülmektedir.

Gelir Yaklaşımı

Biotrend

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Satışların Maliyeti

Biotrend'in satışlarının maliyeti; elektrik üretim tesislerinin işletme ve bakım giderleri, atık işleme ve bertaraf maliyetleri, amortisman giderleri ve diğer faaliyet maliyetleri gibi kalemlerden oluşmaktadır. Biotrend'in projeksiyon döneminde varsayılan satışlarının maliyeti aşağıdaki gibidir:

Satışların Maliyeti (binUSD)	FY26/6T	FY27/12	FY28/12	FY29/12	FY30/12	FY31/12	FY32/12	FY33/12	FY34/12	FY35/12	FY36/12	FY37/12	FY38/12	FY39/12	FY40/12	FY41/12	FY42/12	FY43/12	FY44/12	FY45/12
Satışların Maliyeti	30.822	66.016	74.931	73.189	71.080	66.776	67.154	68.052	68.948	69.862	69.996	70.928	71.875	72.800	73.715	74.639	75.548	76.472	78.834	81.270
Amortisman	9.603	22.268	25.572	25.859	26.131	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	19.433	12.843	12.843
Toplam Satışların Maliyeti	**40.425**	**88.284**	**100.503**	**99.048**	**97.212**	**89.803**	**90.181**	**91.078**	**91.974**	**92.888**	**93.022**	**93.955**	**94.901**	**95.827**	**96.742**	**97.665**	**98.575**	**95.904**	**91.677**	**94.113**

- Projeksiyon döneminde Biotrend'in satışlarının maliyetinin ortalama %77'sini satışların maliyeti, %23'ünü ise amortisman oluşturmaktadır.
- Biotrend'in FY28/12 dönemi itibari ile amortisman öncesi brüt kar marjının projeksiyon döneminde ortalama %61 olması öngörülmektedir.
- Biotrend'in mevcut duran varlıkları ve projeksiyon döneminde planlanan yatırım harcamaları üzerinden, faydalı ömürleri de dikkate alınarak amortisman giderleri tarafımızca hesaplanmıştır.

(*) İlgili projeksiyonlar ve FY26/6 dönemi bakiyeleri yönetim hesaplarından alınmış olup herhangi bir taahhüt içermemektedir. Projeksiyonlarda gerçekleşebilecek sapmalar Biotrend Değeri'ne önemli ölçüde etki edebilir.

(**) geçmiş detay kırılım temin edilemediğinden dolayı detayı yer almamaktadır.

Gelir Yaklaşımı

Biotrend

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Faaliyet Giderleri

Biotrend'in faaliyet giderleri; genel yönetim giderleri olarak sınıflanmıştır.

Biotrend'in projeksiyon döneminde beklenen faaliyet giderleri varsayımları aşağıdaki gibidir;

Faaliyet Giderleri (binUSD)	FY26/6T	FY27/12	FY28/12	FY29/12	FY30/12	FY31/12	FY32/12	FY33/12	FY34/12	FY35/12	FY36/12	FY37/12	FY38/12	FY39/12	FY40/12	FY41/12	FY42/12	FY43/12	FY44/12	FY45/12
Genel Yönetim Giderleri	2.539	3.980	4.147	4.188	4.230	4.181	4.222	4.265	4.307	4.350	4.394	4.438	4.482	4.527	4.572	4.618	4.664	4.711	4.853	5.000
Toplam Faaliyet Giderleri	**2.539**	**3.980**	**4.147**	**4.188**	**4.230**	**4.181**	**4.222**	**4.265**	**4.307**	**4.350**	**4.394**	**4.438**	**4.482**	**4.527**	**4.572**	**4.618**	**4.664**	**4.711**	**4.853**	**5.000**

- FY26/6T-FY31 dönemlerinde ortalama %35, FY32 döneminden sonra ise ortalama %63 olmak üzere, Biotrend'in projeksiyon döneminde ortalama %54 FAVÖK marjı ile çalışacağı öngörülmüştür.
- Faaliyet giderlerinin FY27 döneminden itibaren senelik ortalama %1,27 artış göstereceği öngörülmüştür.

(*) İlgili projeksiyonlar ve FY26/6 dönemi bakiyeleri yönetim hesaplarından alınmış olup herhangi bir taahhüt içermemektedir. Projeksiyonlarda gerçekleşebilecek sapmalar Biotrend Değeri'ne önemli ölçüde etki edebilir.

(**) geçmiş detay kırılım temin edilemediğinden dolayı detayı verilmemiştir.

Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Çalışma Sermayesi

Biotrend

Biotrend'in alacak tahsil süresinden, borç ödeme süresinden ve stok devir hızından hareketle projeksiyon döneminde tahmin edilen çalışma sermayesi ihtiyacı/fazlası aşağıdaki gibidir;

Dönen Varlıklar (binUSD)	FY26/6T	FY27/12	FY28/12	FY29/12	FY30/12	FY31/12	FY32/12	FY33/12	FY34/12	FY35/12	FY36/12	FY37/12	FY38/12	FY39/12	FY40/12	FY41/12	FY42/12	FY43/12	FY44/12	FY45/12
Ticari Alacaklar	4.756	6.967	10.119	9.019	8.574	9.499	13.532	13.638	13.623	13.775	13.752	13.913	14.077	14.246	14.419	14.596	14.778	14.965	15.153	16.490
Stoklar	5.834	6.422	7.311	7.205	7.072	6.533	6.560	6.626	6.691	6.757	6.767	6.835	6.904	6.971	7.038	7.105	7.171	6.977	6.669	6.846
Diğer Dönen Varlıklar	4.629	13.449	19.535	17.412	16.553	18.338	26.124	26.328	26.299	26.593	26.548	26.859	27.177	27.503	27.836	28.179	28.530	28.890	29.253	31.834
Toplam Dönen Varlıklar	**15.218**	**26.838**	**36.965**	**33.637**	**32.199**	**34.370**	**46.216**	**46.591**	**46.613**	**47.125**	**47.067**	**47.606**	**48.158**	**48.720**	**49.293**	**49.880**	**50.479**	**50.832**	**51.075**	**55.170**
Kısa Vadeli Yükümlülükler (binUSD)	**FY26/6T**	**FY27/12**	**FY28/12**	**FY29/12**	**FY30/12**	**FY31/12**	**FY32/12**	**FY33/12**	**FY34/12**	**FY35/12**	**FY36/12**	**FY37/12**	**FY38/12**	**FY39/12**	**FY40/12**	**FY41/12**	**FY42/12**	**FY43/12**	**FY44/12**	**FY45/12**
Ticari Borçlar	16.594	17.552	19.829	19.402	18.884	17.793	17.898	18.133	18.369	18.609	18.653	18.898	19.147	19.390	19.631	19.874	20.113	20.357	20.985	21.632
Ödenecek KDV	-	-	-	-	-	109	1.995	2.008	1.993	2.017	2.012	2.037	2.063	2.091	2.119	2.149	2.179	2.210	2.216	2.498
Ödenecek Vergi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Diğer K.V. Yükümlülükler	3.062	6.424	7.257	7.101	6.911	6.512	6.550	6.637	6.723	6.810	6.827	6.916	7.007	7.096	7.184	7.273	7.361	7.450	7.680	7.917
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	**19.656**	**23.975**	**27.086**	**26.503**	**25.796**	**24.413**	**26.443**	**26.778**	**27.084**	**27.436**	**27.492**	**27.852**	**28.217**	**28.577**	**28.934**	**29.296**	**29.654**	**30.017**	**30.881**	**32.047**
Net İşletme Sermayesi	**(4.438)**	**2.863**	**9.879**	**7.134**	**6.404**	**9.956**	**19.773**	**19.812**	**19.529**	**19.689**	**19.575**	**19.755**	**19.940**	**20.143**	**20.359**	**20.584**	**20.826**	**20.815**	**20.194**	**23.123**
Δ Net İşletme Sermayesi	**2.550**	**(7.301)**	**(7.016)**	**2.746**	**730**	**(3.553)**	**(9.816)**	**(40)**	**284**	**(161)**	**114**	**(179)**	**(186)**	**(203)**	**(216)**	**(225)**	**(242)**	**11**	**620**	**(2.929)**

- Projeksiyon döneminde Biotrend'in alacak tahsil süresinin geçmiş dönem verilerinin ortalaması dikkate alınarak 3 hafta olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir.
- Projeksiyon döneminde diğer dönen varlıkların net satışlara oranının FY24 ve FY25 dönemlerinin oranlarının ortalaması dikkate alınarak yaklaşık %13 olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir.
- Geçmiş dönem borç ödeme süresi dikkate alınarak, Biotrend'in projeksiyon dönemi için öngörülen borç ödeme süresinin yaklaşık 2,5 ay olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir.
- Projeksiyon döneminde diğer kısa vadeli yükümlülüklerin satışların maliyetine oranı FY24 ve FY25 dönemlerinin oranlarının ortalaması dikkate alınarak yaklaşık %9 olarak hesaplanmıştır.
- Geçmiş dönem stok devir hızı dikkate alınarak, Biotrend'in projeksiyon dönemi için öngörülen stok devir hızının yaklaşık 1 ay olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir.

Gelir Yaklaşımı

Biotrend

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Projeksiyon Nakit Akışları

Yukarıdaki varsayımlar ışığında Biotrend'in projeksiyon nakit akımları aşağıdaki gibidir;

İNA Analizi (binUSD)	FY26/6T	FY27/12	FY28/12	FY29/12	FY30/12	FY31/12	FY32/12	FY33/12	FY34/12	FY35/12	FY36/12	FY37/12	FY38/12	FY39/12	FY40/12	FY41/12	FY42/12	FY43/12	FY44/12	FY45/12
Net Satışlar	34.728	100.906	146.565	130.639	124.194	137.583	195.997	197.527	197.315	199.519	199.184	201.513	203.897	206.343	208.848	211.415	214.052	216.753	219.475	238.841
Büyüme Oranı	*-12,36%*	*54,73%*	*45,25%*	*-10,87%*	*-4,93%*	*10,78%*	*42,46%*	*0,78%*	*-0,11%*	*1,12%*	*-0,17%*	*1,17%*	*1,18%*	*1,20%*	*1,21%*	*1,23%*	*1,25%*	*1,26%*	*1,26%*	*8,82%*
Satışların Maliyeti	(30.822)	(66.016)	(74.931)	(73.189)	(71.080)	(66.776)	(67.154)	(68.052)	(68.948)	(69.862)	(69.996)	(70.928)	(71.875)	(72.800)	(73.715)	(74.639)	(75.548)	(76.472)	(78.834)	(81.270)
Değişim	*25,81%*	*11,45%*	*13,50%*	*-2,32%*	*-2,88%*	*-6,05%*	*0,57%*	*1,34%*	*1,32%*	*1,33%*	*0,19%*	*1,33%*	*1,33%*	*1,29%*	*1,26%*	*1,25%*	*1,22%*	*1,22%*	*3,09%*	*3,09%*
Brüt Kar	**3.906**	**34.891**	**71.635**	**57.450**	**53.113**	**70.807**	**128.843**	**129.476**	**128.367**	**129.658**	**129.188**	**130.585**	**132.022**	**133.543**	**135.133**	**136.776**	**138.503**	**140.281**	**140.641**	**157.570**
Brüt Kar Marjı	*11,25%*	*34,58%*	*48,88%*	*43,98%*	*42,77%*	*51,46%*	*65,74%*	*65,55%*	*65,06%*	*64,99%*	*64,86%*	*64,80%*	*64,75%*	*64,72%*	*64,70%*	*64,70%*	*64,71%*	*64,72%*	*64,08%*	*65,97%*
Faaliyet Giderleri	(2.539)	(3.980)	(4.147)	(4.188)	(4.230)	(4.181)	(4.222)	(4.265)	(4.307)	(4.350)	(4.394)	(4.438)	(4.482)	(4.527)	(4.572)	(4.618)	(4.664)	(4.711)	(4.853)	(5.000)
Satışlara Oranı	*7,31%*	*3,94%*	*2,83%*	*3,21%*	*3,41%*	*3,04%*	*2,15%*	*2,16%*	*2,18%*	*2,18%*	*2,21%*	*2,20%*	*2,20%*	*2,19%*	*2,19%*	*2,18%*	*2,18%*	*2,17%*	*2,21%*	*2,09%*
FAVÖK	**1.366**	**30.911**	**67.488**	**53.261**	**48.883**	**66.626**	**124.620**	**125.211**	**124.060**	**125.308**	**124.795**	**126.147**	**127.540**	**129.016**	**130.561**	**132.158**	**133.839**	**135.571**	**135.788**	**152.571**
FAVÖK Marjı	*3,93%*	*30,63%*	*46,05%*	*40,77%*	*39,36%*	*48,43%*	*63,58%*	*63,39%*	*62,87%*	*62,80%*	*62,65%*	*62,60%*	*62,55%*	*62,53%*	*62,51%*	*62,51%*	*62,53%*	*62,55%*	*61,87%*	*63,88%*
Amortisman Giderleri	(9.603)	(22.268)	(25.572)	(25.859)	(26.131)	(23.027)	(23.027)	(23.027)	(23.027)	(23.027)	(23.027)	(23.027)	(23.027)	(23.027)	(23.027)	(23.027)	(23.027)	(19.433)	(12.843)	(12.843)
FVÖK	**(8.236)**	**8.642**	**41.915**	**27.402**	**22.752**	**43.600**	**101.593**	**102.184**	**101.033**	**102.281**	**101.768**	**103.121**	**104.514**	**105.990**	**107.534**	**109.132**	**110.813**	**116.138**	**122.945**	**139.728**
FVÖK Marjı	*-23,72%*	*8,56%*	*28,60%*	*20,98%*	*18,32%*	*31,69%*	*51,83%*	*51,73%*	*51,20%*	*51,26%*	*51,09%*	*51,17%*	*51,26%*	*51,37%*	*51,49%*	*51,62%*	*51,77%*	*53,58%*	*56,02%*	*58,50%*
Vergi Gideri (-)	-	-	(390)	(6.851)	(5.688)	(10.900)	(25.398)	(25.546)	(25.258)	(25.570)	(25.442)	(25.780)	(26.128)	(26.497)	(26.884)	(27.283)	(27.703)	(29.035)	(30.736)	(34.932)
Amortisman Giderleri (+)	9.603	22.268	25.572	25.859	26.131	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	23.027	19.433	12.843	12.843
Operasyonel Nakit Akışlar	**1.366**	**30.911**	**67.097**	**46.411**	**43.195**	**55.726**	**99.222**	**99.665**	**98.801**	**99.737**	**99.353**	**100.367**	**101.412**	**102.519**	**103.677**	**104.876**	**106.136**	**106.536**	**105.052**	**117.639**
Net İşletme Sermayesi (Δ)	2.550	(7.301)	(7.016)	2.746	730	(3.553)	(9.816)	(40)	284	(161)	114	(179)	(186)	(203)	(216)	(225)	(242)	11	620	(2.929)
Yatırım Harcamaları (-)	(58.076)	(121.517)	(66.083)	(5.737)	(5.443)	(5.159)	(4.926)	(4.703)	(4.490)	(4.287)	(4.093)	(3.908)	(3.731)	(3.562)	(3.401)	(3.247)	(3.100)	(2.960)	(2.826)	(2.698)
Serbest Nakit Akışlar	**(54.160)**	**(97.908)**	**(6.002)**	**43.419**	**38.482**	**47.015**	**84.480**	**94.923**	**94.595**	**95.290**	**95.373**	**96.281**	**97.495**	**98.754**	**100.061**	**101.403**	**102.794**	**103.588**	**102.847**	**112.012**
İskonto Faktörü	0,97	0,90	0,81	0,72	0,65	0,58	0,52	0,47	0,42	0,38	0,34	0,30	0,27	0,25	0,22	0,20	0,18	0,16	0,14	0,13
İndirgenmiş Nakit Akışları	**(52.705)**	**(87.885)**	**(4.836)**	**31.404**	**24.984**	**27.399**	**44.193**	**44.572**	**39.872**	**36.053**	**32.391**	**29.352**	**26.679**	**24.258**	**22.062**	**20.070**	**18.262**	**16.519**	**14.722**	**14.393**

(*) İlgili projeksiyonlar herhangi bir taahhüt içermemekle birlikte, projeksiyonlarda gerçekleşebilecek sapmalar Biotrend Değeri'ne önemli ölçüde etki edebilir.

İndirgenmiş Nakit Akışı Analizleri (binUSD)		%
İndirgenmiş Nakit Akışları	321.758	100%
Net Nakit/(Borç) Pozisyonu	(131.657)	
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri	**190.101**	

Açıklanan varsayımlar altında Biotrend'in 30.06.2026 itibarıyla İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi'ne göre hesaplanan özkaynak değeri ***190.101binUSD***'dir.

Nihai Özkaynak Değeri

Biotrend

Değerleme Sonuçları

Çalışmalarımız sonucunda, 30.06.2026 tarihi itibarıyla hesaplanan Biotrend özkaynak değeri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
İndirgenmiş Nakit Akışları	190.101	50,00%	95.050
Emsal Değer (FD/FAVÖK)	175.731	0,00%	-
Borsa Değeri	201.771	20,00%	40.354
Net Aktif Değer	70.242	30,00%	21.073
Biotrend Özkaynak Değeri (binUSD)		**100,00%**	**156.477**

Değerleme çalışmalarında en verimli ve en iyi kullanım esası temel alındığından, nihai değerin belirlenmesinde yaygın uygulama, kullanılan değerleme yöntemleri arasında, değerlemeye konu Biotrend'in faaliyet yapısına en uygun olan yöntemin seçilmesi veya elde edilen sonuçların, güvenilirlik düzeyi dikkate alınarak ağırlıklandırılması yönündedir.

Biotrend'in büyüme potansiyelini ve gelecekte yaratacağı nakit akışlarını yansıtması amacıyla, Biotrend'in değeri hesaplanırken İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi kullanılmış ve nihai özkaynak değerinin tespitinde bu yönteme %50 oranında ağırlık verilmiştir.

Biotrend'in halka açık olması ve paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmesi dikkate alınarak, Borsa Değeri Yöntemi kullanılmış ve nihai özkaynak değerinin tespitinde bu yönteme %20 oranında ağırlık verilmiştir.

Biotrend'in varlık ve yükümlülüklerinin dikkate alınması amacıyla Net Aktif Değer Yöntemi kullanılmış ve nihai özkaynak değerinin tespitinde bu yönteme %30 oranında ağırlık verilmiştir.

Biotrend'in faaliyet gösterdiği sektördeki halka açık şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınarak Emsal Değer Yöntemi de uygulanmış olmakla birlikte, emsal şirketlerin faaliyet ve lisans sürelerinin farklılık gösterebilmesi ve yöntemin değerlemeye konu santrallerin sınırlı lisans sürelerini doğrudan yansıtmaması nedeniyle söz konusu yöntem nihai özkaynak değerinin tespitinde ağırlıklandırmaya dahil edilmemiştir (%0).

Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.'nin özkaynak değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam, İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Net Aktif Değer Yöntemi ve Borsa Değeri Yöntemlerinin ağırlıklandırılması sonucunda ***156.477binUSD*** olarak hesaplanmış olup bu değerin adil, uygun ve makul olduğunu düşünmekteyiz.

Bölüm 4

Şirket Bilgileri - Kantur - Akdaş İnşaat Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Kantur - Akdaş İnşaat Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Şirket Bilgileri	Sayfa
Şirket Özeti	36
Mali Tablolar	38



Şirket Özeti (1/2)

Şirket Adresi

ITC Kantur'un kayıtlı merkez adresi “Yukarı İmrohor Mah. Natoyolu Cad. İdari Bina Sit. No: 190 G Mamak/Ankara” dır.

Şirket’in Tarihçesi

Kantur-Akdaş İnşaat Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (“ITC Kantur”), 16.06.2005 tarihinde kurulmuştur ve 206724 ticaret sicil numarası ile 0497038496900001 MERSİS numarası ile kayıtlıdır. Şirket, kuruluş amacı olarak yurt içinde ve yurt dışında inşaat, taahhüt, yapı ve altyapı projelerinin gerçekleştirilmesi, inşaat malzemeleri üretimi ve ticareti ile yatırım faaliyetlerinde bulunmayı belirlemiş olmakla birlikte, fiilen çöp gazı, biyogaz ve biyokütle kaynaklarından elektrik üretimi ile entegre atık yönetimi alanında faaliyet göstermektedir.

Şirket'in başlıca amaç ve konuları şunlardır;

- Her türlü altyapı ve üst yapı inşaatlarını projelendirmek, inşaa etmek.
- Satın alacağı ve kiralayacağı arsalar üzerinde veya Devlete ait veya özel arsalarda genel ve özel amaçlı binalar, spor tesisler yapmak, yaptırmak bunları satmak, kiraya vermek amaca uygun olarak işletmek.
- Satın alacağı, kiralayacağı veya devlet ve özel kişilere ait arsalar üzerinde plan, proje ve mevzuata uygun olarak ağaç mamullerinden, prefabrik veya her türlü sıkıştırılmış malzemelerden genel olarak özel amaçlı konut ve tesisler inşa etmek, ettirmek bu tür konut ve tesisleri monte etmek, ettirmek bunlarla ilgili araç ve malzemeleri imal etmek ve ettirmek, ithalatını ve ihracatını yapmak ve yaptırmak. Bu konularda yurt içi ve yurt dışından temsilcilik, bayilik almak, vermek, ortaklık kurmak.
- Araziler, arsalar, binalar ve her türlü tesisi kiralamak, satın almak ve bu konuda aracılık yapmak.
- Her türlü inşaatın proje, yapım ve teslim ile işletmeleri konusunda danışmanlık yapmak.
- Mevcut binalardan ve inşaatlardan restorasyon ve tamirat dekorasyon ve bakım işlerini yapmak, elektrik tesisatı sıhhi tesisat merkezi ısıtma sistemleri plan ve projelendirme safhasında sonuna kadar gerçekleştirmek.
- Mevcut ve kiralanmış araziler üzerinde tatil köyü, kamp, bungalov, otel, motel işlerini inşa etmek veya ettirmek. İnşaatı devam eden veya tamamlanmış bu tür tesisleri satın almak satmak, kiralamak, kiraya vermek, amaca uygun olarak işletmek.
- Her türlü gıda, yaş sebze ve meyvelerin alımı satımı üretimi ithal ve ihracatını yapmak. Meyve ve sebze üretimi ile ilgili olarak seralar kurmak, işletmek, kiralamak ve kiraya vermek. Seracılık faaliyetinden elde edilen ürünlerin toptancı hallerinde pazarlanması, toptancı hal komisyoncularına tevdi edilmesi.
- Her türlü katı atık maddenin geri dönüşümünü yapmak, her türlü geri kazanılabilir atık toplamak, ayırmak, depolamak, alıp satmak, her türlü plastik hammadde alımı ve satımı yapmak faaliyetleri ile iştigal etmek ve şirket esas sözleşmesinin 3. maddesinde yazılı diğer hususlar

Şirket Özeti (2/2)

Şirket Logosu

Şirket'in Sermayesi ve Ortaklık Yapısı

Kantur - Akdaş İnşaat Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 30 Haziran 2026 tarihi itibarıyla **3.100.000TL** sermayesi olup, sermayesinin dağılımı aşağıdaki gibidir;

Hissedar	Hisse Tutarı	Oran
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Onsekizinci Karma GSYF	3.100.000	%100
Toplam (TL)	**3.100.000**	**100%**

Bilanço/Gelir Tablosu

Mali Tablolar

İlişikteki yıl sonları ve 30.06.2026 itibarıyla hazırlanmış konsolide mali tablolar TFRS'ye uygun olarak düzenlenmiştir.

ITC Kantur Bilançosu (binUSD)	FY23/12	FY24/12	FY25/12	FY26/6
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.862	4.036	15.211	8.166
Ticari Alacaklar	15.861	15.938	16.262	14.239
Stoklar	763	382	414	475
Devreden KDV	15	86	1	22
Diğer Dönen Varlıklar	1.611	1.477	3.769	3.008
Dönen Varlıklar	**25.112**	**21.919**	**35.658**	**25.910**
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	-	0,25	-	-
Mali Duran Varlıklar	14.877	25.377	-	-
Duran Varlık Yatırımları	237.249	224.930	207.399	195.696
Diğer Duran Varlıklar	1.350	1.637	614	926
Ertelenmiş Vergi Varlığı	16.582	8.562	1.513	12.516
Duran Varlıklar	**270.059**	**260.507**	**209.526**	**209.139**
Toplam Varlıklar	**295.171**	**282.426**	**245.184**	**235.048**
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	31.425	25.879	28.383	19.716
Ticari Borçlar	17.982	10.705	9.520	8.853
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9.273	4.757	9.181	6.076
Ödenecek Vergi	2.511	383	992	173
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**61.192**	**41.725**	**48.076**	**34.816**
Kıdem Tazminatı Karşılığı	1.015	1.447	3.674	3.730
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	19.722	11.624	6.884	7.090
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	6	4	-	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	439	2.373	2.141
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**20.743**	**13.514**	**12.931**	**12.961**
Ödenmiş Sermaye	67	67	67	67
Sermaye Düzeltmesi	1.431	1.431	1.626	1.626
Sermaye Yedekleri	5.864	7.294	6.418	6.354
Birikmiş Kar/(Zarar)	181.803	198.760	187.629	176.055
Dönem Net Karı/(Zararı)	17.950	13.109	(19.188)	3.170
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	**207.115**	**220.660**	**176.551**	**187.271**
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	6.121	6.528	7.625	-
Toplam Özkaynaklar	**213.236**	**227.187**	**184.177**	**187.271**
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	**295.171**	**282.426**	**245.184**	**235.048**

ITC Kantur Gelir Tablosu (binUSD)	FY23/12	FY24/12	FY25/12	FY26/6
Satışlar	144.481	129.204	129.943	58.427
Satışların Maliyeti	(122.181)	(110.072)	(115.473)	(52.322)
Brüt Kar	**22.301**	**19.132**	**14.470**	**6.105**
Genel Yönetim Giderleri	(14.344)	(17.003)	(20.678)	(8.329)
Faaliyet Karı	**7.957**	**2.128**	**(6.208)**	**(2.224)**
Diğer Gelir/Giderler	25.228	7.814	2.611	1.750
Finansal Gelir/Giderler	(4.860)	12.869	(4.017)	(6.427)
Vergi Öncesi Kar	**28.325**	**22.811**	**(7.614)**	**(6.901)**
Vergi Karşılığı	(3.387)	(1.388)	(2.873)	(849)
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	(6.988)	(8.314)	(8.701)	10.919
Ana Ortaklık Payı Net Dönem Karı	**17.950**	**13.109**	**(19.188)**	**3.170**

Bölüm 4

Değerleme Analizleri - ITC Kantur

Değerleme Analizleri	Sayfa
Pazar Yaklaşımı – Emsal Değer Yöntemi	40
Pazar Yaklaşımı – Benzer İşlemler Analizi Yöntemi	41
Varlık Yaklaşımı- Net Aktif Değer Yöntemi	42
Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	43
– Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	43
– Varsayımlar	44
– Satışlar	45
– Satışların Maliyeti	46
– Faaliyet Giderleri	47
– Çalışma Sermayesi	48
– Projeksiyon Nakit Akışları	49
Değerleme Sonuçları	50



Pazar Yaklaşımı

ITC Kantur

Emsal Değer Yöntemi

FD/FAVÖK

Emsal değer yönteminde, değerlemeye konu olan firma ile benzer faaliyet yapısında olan şirketler gruplandırılarak, bu şirketlerin verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanır. Bulunan piyasa çarpanlarının, değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına göre düzeltilmesi ile şirket değeri bulunmaktadır.

Türkiye'de Borsa İstanbul'da işlem gören firmalar dışındaki şirketlerin mali tablo ve faaliyet raporlarına ulaşma imkânı bulunmamaktadır. Dolayısıyla karşılaştırma yapabilmek amacıyla değerleme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde faaliyet gösteren firmalar, halka açık şirketler arasından tespit edilebilmektedir.

Borsada işlem gören ve faaliyet konusu ile sektörü değerlemeye konu şirketle benzerlikler arz eden söz konusu şirketlerin piyasa çarpanları emsal alınmıştır. Bu şirketler Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. (Türkiye), Galata Wind Enerji A.Ş. (Türkiye), Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş. (Türkiye), Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. (Türkiye), Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. (Türkiye), Aksa Enerji Üretim A.Ş. (Türkiye), Veolia Environnement S.A. (Fransa) ve MVV Energie AG (Almanya) olarak tespit edilmiştir. İlgili şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları Türkiye'nin kredi risk primine (CDS) göre düzeltilmiştir. ITC Kantur'un 30.06.2026 tarihi itibarıyla FAVÖK değeri ile emsal şirketlerin düzeltilmiş FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı esas alınarak şirket değeri hesaplanmıştır.

Emsal değer yöntemi ile tespit edilen ITC Kantur'un değeri aşağıdaki gibidir:

Emsal Şirketler	FD/FAVÖK	Düzeltilmiş FD/FAVÖK	FY26 FAVÖK*	Emsal Değer
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. (IBSE:AYDEM)	8,30	8,30	23.568	195.616
Galata Wind Enerji A.Ş. (IBSE:GWIND)	7,90	7,90	23.568	186.189
Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş. (IBSE:CONSE)	15,76	15,76	23.568	371.435
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. (IBSE:ZOREN)	18,61	18,61	23.568	438.604
Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. (IBSE:AKFYE)	11,61	11,61	23.568	273.627
Aksa Enerji Üretim A.Ş. (IBSE:AKSEN)	12,97	12,97	23.568	305.680
Veolia Environnement SA (ENXTPA:VIE)	7,52	6,57	23.568	154.808
MVV Energie AG (XTRA:MVV1)	8,40	7,12	23.568	167.772
Medyan Çarpan	**10,01**	**9,96**	**FD**	**234.621**
Net Nakit/(Borç) Pozisyonu				(18.640)
Özkaynak Değeri (binUSD)				**215.981**

Tespit edilen şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı dikkate alınarak ITC Kantur'un 30.06.2026 tarihi itibarıyla emsal değer yöntemine göre ITC Kantur özkaynak değeri ***215.981binUSD*** olarak hesaplanmıştır.

(*) İlgili FD/FAVÖK çarpanları 30.06.2026 tarihi itibarıyla olup S&P Capital IQ'dan temin edilmiştir.

İlgili şirketlerin özet bilgileri ve faaliyet alanları işbu raporun ekinde görülebilir.

(**) ITC Kantur'un FY26 FAVÖK değeri, FY26/6 dönemine ait gerçekleşen FAVÖK ile FY26/6T dönemine ait indirgenmiş FAVÖK değerlerinin toplamı olarak hesaplanmıştır.

(***) Şirketin Net Nakit/(Borç) pozisyonu; Nakit ve Nakit Benzerleri, Finansal Yatırımlar, Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler, Kısa Vadeli Kiralama Borçları ve Uzun Vadeli Kiralama Borçları kalemlerinden oluşmaktadır.

Benzer İşlemler Analizi Yöntemi

Benzer işlemler analizi yönteminde, değerlemeye konu olan şirketin paylarının devrine ilişkin gerçekleştirilen işlemlerde oluşan hisse başına değer esas alınmaktadır. Hesaplanan hisse başına değer üzerinden değerlemeye konu şirketin toplam özsermaye değeri belirlenmektedir.

Şirket'in son pay devri işleminde, payları devralan yatırımcılar/ortaklar tarafından ödenen tutarlar, bu tutarlar karşılığında devralınan hisse adetleri ve pay devri işlemi sonucunda hesaplanan şirket değeri aşağıda yer almaktadır:

Devredilen Pay (binTL)	3.100
Devredilen Pay Oranı	100%
Alım Bedeli (binUSD)	50.000
Hesaplanan Şirket Değeri (binUSD)	**50.000**

ITC Kantur'un Benzer İşlemler Analizi Yöntemi'ne göre hesaplanan şirket değeri ***50.000binUSD***'dir.

Varlık Yaklaşımı

Net Aktif Değer Yöntemi

Net aktif değer yöntemi ile şirketin değeri, şirketin sahip olduğu varlıklarının bugün itibarıyla serbest piyasa koşullarına göre talep bulması ve fiyatlandırılarak elden çıkarılması neticesinde sağlanacak para miktarı ile belirlenmektedir. Bu yöntemde özetle, şirketin gelecekte elde edebileceği potansiyel gelirlerini ve yaratacağı değeri dikkate almadan bugün itibarıyla sahip olunan varlıkların satılması ile sağlanacak gelirlerden, yapılan giderlerin çıkarılmasıyla şirket değerine ulaşılmaktadır.

(*) İlişikteki dönem sonu itibarıyla hazırlanmış mali tablo TFRS'ye uygun olarak düzenlenmiştir.

Özetle, net aktif değeri, şirketin aktiflerinin tasfiye değeri toplamından borçların çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeridir. Bu yöntem ile şirketin minimum değerine yönelik bir tahminde bulunmak mümkündür. Net aktif değer yöntemi özellikle holdingler ve GYO değerlemelerinde ve faaliyetine son verecek şirketler tarafından, minimum değerini tespite olanak sağlayarak aktiflerinin elden çıkarılması durumlarında kullanılmaktadır.

TFRS esaslarına uygun olarak düzenlenmiş ve denetimden geçmiş 30.06.2026 tarihli mali tablolarına göre ITC Kantur'un değeri aşağıdaki gibidir;

ITC Kantur Bilançosu (binUSD)	Kayıtlı Değer
Dönen Varlıklar	**25.910**
Nakit ve Nakit Benzerleri	8.166
Ticari Alacaklar	14.239
Stoklar	475
Devreden KDV	22
Diğer Dönen Varlıklar	3.008
Duran Varlıklar	**209.139**
Duran Varlık Yatırımları	195.696
Ertelenmiş Vergi Varlığı	12.516
Diğer Duran Varlıklar	926
Toplam Varlıklar	**235.048**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**34.816**
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	19.716
Ticari Borçlar	8.853
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.076
Ödenecek Vergi	173
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**12.961**
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	7.090
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.141
Kıdem Tazminatı Karşılığı	3.730
Toplam Yükümlülükler	**47.778**
Özkaynak Değeri	**187.271**

ITC Kantur'un 30.06.2026 tarihi itibarıyla TFRS mali tablolarına göre net aktif değeri ***187.271binUSD*** olarak hesaplanmıştır.

Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

ITC Kantur

İndirgenmiş nakit akışı analizi yönteminde yaygın olarak, faaliyetlerden sağlanan nakit akışları temel alınmaktadır. Faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarına, firmanın satış hasılatından satılan malların maliyeti ile yönetim ve satış giderleri düşülerek ulaşılabilmektedir. Burada ele alınan nakit akışı, firmanın sermaye sağlayıcılarının tamamını (hem borç verenleri hem de ortakları) ilgilendiren nakit akışı olduğundan, iskonto (indirgeme) oranı olarak da firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir.

Faaliyetlerden sağlanan nakit akışları firmanın bir bütün olarak değerini ifade edeceğinden, bu değerden firmanın tüm borçlarının değeri düşülerek firmanın ortaklarına ait olan özsermayenin (veya onu temsil eden hisse senetlerinin) değerine ulaşmak mümkündür. Bu yöntem, işleyiş mekanizmasından da anlaşılacağı gibi, sermaye yapıları birbirinden farklı firmaların değer karşılaştırmasında çok kullanışlı bir model olarak ortaya çıkmaktadır.

ITC Kantur'un İNA yöntemine göre değeri tespit edilirken kullanılan varsayımlar ve hesaplamalar aşağıdaki gibidir:

İskonto Oranı

ITC Kantur'un FY26/6 dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ilişkin hesaplama parametreleri aşağıda özetlenmiştir:

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti		Notlar	
Risksiz Faiz Oranı	7,8%	a	20 yıllık Türkiye USD Eurobond Getirisi
Market Risk Primi	4,5%	b	Aswath Damodaran tarafından açıklanan market risk primi dikkate alınmıştır.
Şirket Beta	*0,57*	c	Aswath Damodaran tarafından açıklanan beta dikkate alınmıştır.
Şirket Risk Primi	2,5%	d	BDO analizi sonucunda %2,5 olarak dikkate alınmıştır
Sermaye Maliyeti	**12,8%**	**s=a+b*c+d**	**Sermaye Maliyeti: (Rfr) + Beta x (Market Risk Primi) + Şirkete Özgü Risk Primi**
Borç/Özsermaye Oranı	12,5%	e	Borç/Özsermaye Oranı ITC Kantur'un Borçluluk Oranı Dikkate Alınarak Hesaplanmıştır
Borç/(Borç+Özkaynak) Oranı	11,1%	f=(1/(1+1/e))	Gearing: Borç/(Borç+Özkaynak)
Ticari Kredi Faiz Oranları	10,8%	g	Risksiz Faiz Oranı + %3
Vergi Maliyeti	25,0%	h	Uzun Vadeli Geçerli Kurumlar Vergisi Oranı Dikkate Alınmıştır
Borçlanma Maliyeti	**8,1%**	**k=g*(1-h)**	
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	**12,3%**	**l=k*f+s*(1-f)**	**AOSM: [(Sermaye Maliyeti * (1-Borç/(Borç + Özsermaye)] + [Borçlanma Maliyeti * (Borç/(Borç + Özsermaye))]**

Projeksiyon dönemi ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %12,3 olarak dikkate alınmıştır.

Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Varsayımlar

ITC Kantur

Projeksiyonlarda Kullanılan Para Birimi

Projeksiyonlarda para birimi olarak bin Amerikan Doları (binUSD) kullanılmıştır.

Projeksiyonun Kapsadığı Süre

Projeksiyonlar FY26/6T – FY45 yıllarını kapsamaktadır. FY45 döneminden sonraki dönemler için ITC Kantur'un lisans süresi dikkate alınarak projeksiyon yapıldığından artık değer hesaplaması yapılmamıştır.

Projeksiyonların Dayanağı

ITC Kantur için kullanılan projeksiyon hesapları TFRS düzeltmelerini içermemekte olup, ITC Kantur yönetimi tarafından hazırlanan yönetim hesapları baz alınarak oluşturulmuştur.

Kurumlar Vergisi

Net Faaliyet Karı üzerinden,Türkiye'de geçerli uzun vadeli kurumlar vergisi oranında vergi hesaplanmıştır.

Gelir Yaklaşımı

ITC Kantur

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Satışlar

ITC Kantur'un gelirleri; Elektrik Üretim ve Satış Gelirleri, Atık Bertaraf Gelirleri, Atık Ayrıştırma ve Geri Kazanım Gelirleri, Karbon Emisyon Sertifikası Gelirleri gibi kalemlerden oluşmaktadır.

ITC Kantur'un başlıca faaliyetleri arasında elektrik üretimi ve entegre atık yönetimi yer almaktadır. ITC Kantur'un gelirleri, yurt içi satışlar olarak sınıflandırılmıştır.

ITC Kantur'un projeksiyon döneminde öngörülen satış varsayımları aşağıdaki gibidir;

Satışlar (binUSD)	FY26/6T	FY27/12	FY28/12	FY29/12	FY30/12	FY31/12	FY32/12	FY33/12	FY34/12	FY35/12	FY36/12	FY37/12	FY38/12	FY39/12	FY40/12	FY41/12	FY42/12	FY43/12	FY44/12	FY45/12
Yurt içi Satışlar	65.681	156.429	144.873	130.008	126.618	121.479	122.414	120.113	121.239	123.920	126.889	129.528	124.296	118.867	121.494	100.772	102.701	104.755	107.054	109.079
Büyüme Oranı	*-4,49%*	*26,04%*	*-7,39%*	*-10,26%*	*-2,61%*	*-4,06%*	*0,77%*	*-1,88%*	*0,94%*	*2,21%*	*2,40%*	*2,08%*	*-4,04%*	*-4,37%*	*2,21%*	*-17,06%*	*1,91%*	*2,00%*	*2,19%*	*1,89%*
Toplam	**65.681**	**156.429**	**144.873**	**130.008**	**126.618**	**121.479**	**122.414**	**120.113**	**121.239**	**123.920**	**126.889**	**129.528**	**124.296**	**118.867**	**121.494**	**100.772**	**102.701**	**104.755**	**107.054**	**109.079**

- Projeksiyon döneminde, ITC Kantur'un satışlarının ortalama %1 oranında küçülmesi öngörülmektedir.

(*) İlgili projeksiyonlar herhangi bir taahhüt içermemekle birlikte, projeksiyonlarda gerçekleşebilecek sapmalar Şirket Değeri'ne önemli ölçüde etki edebilir.

(**) geçmiş detay kırılım temin edilemediğinden dolayı detayı verilmemiştir.

Gelir Yaklaşımı

ITC Kantur

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Satışların Maliyeti

ITC Kantur'un satışlarının maliyeti; elektrik üretim tesislerinin işletme ve bakım giderleri, atık işleme ve bertaraf maliyetleri, atık ayrıştırma ve geri kazanım giderleri ve amortisman giderleri gibi kalemlerden oluşmaktadır.

ITC Kantur'un satışlarının maliyeti, satışların maliyeti ve amortisman giderleri olarak sınıflanmış olup, projeksiyon döneminde varsayılan satışlarının maliyeti aşağıdaki gibidir:

Satışların Maliyeti (binUSD)	FY26/6T	FY27/12	FY28/12	FY29/12	FY30/12	FY31/12	FY32/12	FY33/12	FY34/12	FY35/12	FY36/12	FY37/12	FY38/12	FY39/12	FY40/12	FY41/12	FY42/12	FY43/12	FY44/12	FY45/12
Satışların Maliyeti	39.173	72.858	71.953	76.835	72.784	73.788	75.452	71.412	72.654	74.681	76.548	78.423	73.479	68.408	70.266	52.408	53.328	54.278	55.257	56.245
Amortisman	9.936	20.913	21.358	21.480	21.822	21.757	21.757	21.757	21.757	11.252	11.252	11.252	10.416	9.996	3.242	3.242	3.242	3.242	3.242	2.673
Toplam Satışların Maliyeti	**49.109**	**93.771**	**93.311**	**98.314**	**94.606**	**95.545**	**97.209**	**93.169**	**94.411**	**85.932**	**87.799**	**89.675**	**83.895**	**78.404**	**73.508**	**55.651**	**56.571**	**57.520**	**58.500**	**58.918**

(*) İlgili projeksiyonlar herhangi bir taahhüt içermemekle birlikte, projeksiyonlarda gerçekleşebilecek sapmalar Şirket Değeri'ne önemli ölçüde etki edebilir.

(**) geçmiş detay kırılım temin edilemediğinden dolayı detayı verilmemiştir.

- Projeksiyon döneminde ITC Kantur'un ortalama %33 brüt kar marjı ile çalışacağı öngörülmektedir.
- Projeksiyon döneminde ITC Kantur'un satışlarının maliyetinin ortalama %85'ini direkt satış maliyeti, %15'ini ise amortisman maliyeti oluşturmaktadır.
- ITC Kantur'un mevcut duran varlıkları ve projeksiyon döneminde planlanan yatırım harcamaları üzerinden, faydalı ömürleri de dikkate alınarak amortisman giderleri tarafımızca hesaplanmıştır.

Gelir Yaklaşımı

ITC Kantur

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Faaliyet Giderleri

ITC Kantur'un faaliyet giderleri; genel yönetim giderleri olarak sınıflanmıştır.

ITC Kantur'un projeksiyon döneminde beklenen faaliyet giderleri varsayımları aşağıdaki gibidir;

Faaliyet Giderleri (binUSD)	FY26/6T	FY27/12	FY28/12	FY29/12	FY30/12	FY31/12	FY32/12	FY33/12	FY34/12	FY35/12	FY36/12	FY37/12	FY38/12	FY39/12	FY40/12	FY41/12	FY42/12	FY43/12	FY44/12	FY45/12
Genel Yönetim Giderleri	13.340	20.767	20.230	20.487	19.513	19.229	19.025	17.792	17.320	16.947	16.762	16.612	15.342	13.927	13.585	10.291	10.465	10.644	10.828	11.013
Toplam Faaliyet Giderleri	**13.340**	**20.767**	**20.230**	**20.487**	**19.513**	**19.229**	**19.025**	**17.792**	**17.320**	**16.947**	**16.762**	**16.612**	**15.342**	**13.927**	**13.585**	**10.291**	**10.465**	**10.644**	**10.828**	**11.013**

(*) İlgili projeksiyonlar herhangi bir taahhüt içermemekle birlikte, projeksiyonlarda gerçekleşebilecek sapmalar Şirket Değeri'ne önemli ölçüde etki edebilir.

(**) geçmiş detay kırılım temin edilemediğinden dolayı detayı verilmemiştir.

- Hazırlanan projeksiyonlara göre Şirket'in FAVÖK marjı, FY26/6T-FY45 döneminde ortalama %30,3 düzeyinde gerçekleşecektir. Projeksiyon döneminin ilk kısmını oluşturan FY26/6T döneminde ise marjın %20 seviyesinde olması beklenmektedir.
- Faaliyet giderlerinin FY26-FY45 döneminde yıllık bileşik bazda ortalama %3,7 azaldığı varsayılmıştır.

Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Çalışma Sermayesi

ITC Kantur

ITC Kantur'un alacak tahsil süresinden, borç ödeme süresinden ve stok devir hızından hareketle projeksiyon döneminde tahmin edilen çalışma sermayesi ihtiyacı/fazlası aşağıdaki gibidir;

Dönen Varlıklar (binUSD)	FY26/6T	FY27/12	FY28/12	FY29/12	FY30/12	FY31/12	FY32/12	FY33/12	FY34/12	FY35/12	FY36/12	FY37/12	FY38/12	FY39/12	FY40/12	FY41/12	FY42/12	FY43/12	FY44/12	FY45/12
Ticari Alacaklar	16.189	19.437	18.001	16.154	15.733	15.094	15.210	14.924	15.064	15.397	15.766	16.094	15.444	14.769	15.096	12.521	12.761	13.016	13.302	13.553
Stoklar	432	416	414	436	420	424	431	413	419	381	389	398	372	348	326	247	251	255	259	261
Diğer Dönen Varlıklar	1.314	3.129	2.897	2.600	2.532	2.430	2.448	2.402	2.425	2.478	2.538	2.591	2.486	2.377	2.430	2.015	2.054	2.095	2.141	2.182
Toplam Dönen Varlıklar	**17.935**	**22.981**	**21.312**	**19.190**	**18.684**	**17.947**	**18.090**	**17.740**	**17.908**	**18.257**	**18.693**	**19.082**	**18.302**	**17.494**	**17.852**	**14.783**	**15.066**	**15.366**	**15.702**	**15.996**

Kısa Vadeli Yükümlülükler (binUSD)	FY26/6T	FY27/12	FY28/12	FY29/12	FY30/12	FY31/12	FY32/12	FY33/12	FY34/12	FY35/12	FY36/12	FY37/12	FY38/12	FY39/12	FY40/12	FY41/12	FY42/12	FY43/12	FY44/12	FY45/12
Ticari Borçlar	10.283	9.242	9.100	9.607	9.111	9.182	9.326	8.806	8.882	9.045	9.211	9.381	8.768	8.128	8.277	6.189	6.297	6.409	6.524	6.639
Ödenecek KDV	37	488	737	506	464	377	381	441	477	521	543	555	561	580	610	626	640	655	674	688
Ödenecek Vergi	-	386	962	-	-	-	-	-	-	-	-	95	712	841	1.315	1.484	1.523	1.567	1.622	1.697
Diğer K.V. Yükümlülükler	3.886	6.928	6.821	7.201	6.829	6.883	6.991	6.601	6.658	6.780	6.904	7.032	6.572	6.092	6.204	4.639	4.720	4.804	4.890	4.977
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	**14.206**	**17.044**	**17.621**	**17.314**	**16.404**	**16.441**	**16.698**	**15.848**	**16.016**	**16.346**	**16.658**	**17.063**	**16.613**	**15.641**	**16.406**	**12.939**	**13.180**	**13.434**	**13.709**	**14.001**
Net İşletme Sermayesi	**3.729**	**5.937**	**3.691**	**1.875**	**2.281**	**1.506**	**1.392**	**1.892**	**1.891**	**1.911**	**2.035**	**2.019**	**1.689**	**1.853**	**1.446**	**1.845**	**1.885**	**1.932**	**1.993**	**1.995**
Δ Net İşletme Sermayesi	**(1.107)**	**(2.208)**	**2.246**	**1.816**	**(405)**	**775**	**114**	**(500)**	**1**	**(19)**	**(125)**	**16**	**330**	**(165)**	**408**	**(399)**	**(41)**	**(46)**	**(61)**	**(2)**

- Projeksiyon döneminde alacak devir hızının FY24 ve FY25 dönemlerinin oranlarının ortalaması dikkate alınarak yaklaşık 1,3 ay olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir.
- Projeksiyon döneminde dönen varlıkların net satışlara oranının geçmiş dönem oranlarının ortalaması dikkate alınarak %2 olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir.
- ITC Kantur'un projeksiyon dönemi borç ödeme süresinin yaklaşık 1 ay olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir.
- Projeksiyon döneminde diğer kısa vadeli yükümlülüklerin satışların maliyetine oranı FY23, FY24 ve FY25 dönemlerinin oranlarının ortalaması dikkate alınarak yaklaşık %7 olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir.
- Projeksiyon döneminde ortalama devir hızı FY23, FY24 ve FY25 dönemlerinin oranlarının ortalaması dikkate alınarak yaklaşık 2 gün olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir.

Gelir Yaklaşımı

ITC Kantur

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Projeksiyon Nakit Akışları

Yukarıdaki varsayımlar ışığında ITC Kantur'un projeksiyon nakit akımları aşağıdaki gibidir;

İNA Analizi (binUSD)	FY26/6T	FY27/12	FY28/12	FY29/12	FY30/12	FY31/12	FY32/12	FY33/12	FY34/12	FY35/12	FY36/12	FY37/12	FY38/12	FY39/12	FY40/12	FY41/12	FY42/12	FY43/12	FY44/12	FY45/12
Net Satışlar	65.681	156.429	144.873	130.008	126.618	121.479	122.414	120.113	121.239	123.920	126.889	129.528	124.296	118.867	121.494	100.772	102.701	104.755	107.054	109.079
Büyüme Oranı	*-4,49%*	*26,04%*	*-7,39%*	*-10,26%*	*-2,61%*	*-4,06%*	*0,77%*	*-1,88%*	*0,94%*	*2,21%*	*2,40%*	*2,08%*	*-4,04%*	*-4,37%*	*2,21%*	*-17,06%*	*1,91%*	*2,00%*	*2,19%*	*1,89%*
Satışların Maliyeti	(39.173)	(72.858)	(71.953)	(76.835)	(72.784)	(73.788)	(75.452)	(71.412)	(72.654)	(74.681)	(76.548)	(78.423)	(73.479)	(68.408)	(70.266)	(52.408)	(53.328)	(54.278)	(55.257)	(56.245)
Değişim	*-22,11%*	*-7,18%*	*-1,24%*	*6,78%*	*-5,27%*	*1,38%*	*2,25%*	*-5,35%*	*1,74%*	*2,79%*	*2,50%*	*2,45%*	*-6,30%*	*-6,90%*	*2,72%*	*-25,41%*	*1,76%*	*1,78%*	*1,80%*	*1,79%*
Brüt Kar	**26.508**	**83.571**	**72.920**	**53.173**	**53.835**	**47.690**	**46.962**	**48.701**	**48.584**	**49.239**	**50.342**	**51.105**	**50.817**	**50.459**	**51.228**	**48.363**	**49.372**	**50.477**	**51.797**	**52.833**
Brüt Kar Marjı	*40,36%*	*53,42%*	*50,33%*	*40,90%*	*42,52%*	*39,26%*	*38,36%*	*40,55%*	*40,07%*	*39,73%*	*39,67%*	*39,45%*	*40,88%*	*42,45%*	*42,17%*	*47,99%*	*48,07%*	*48,19%*	*48,38%*	*48,44%*
Faaliyet Giderleri	(13.340)	(20.767)	(20.230)	(20.487)	(19.513)	(19.229)	(19.025)	(17.792)	(17.320)	(16.947)	(16.762)	(16.612)	(15.342)	(13.927)	(13.585)	(10.291)	(10.465)	(10.644)	(10.828)	(11.013)
Satışlara Oranı	*20,31%*	*13,28%*	*13,96%*	*15,76%*	*15,41%*	*15,83%*	*15,54%*	*14,81%*	*14,29%*	*13,68%*	*13,21%*	*12,83%*	*12,34%*	*11,72%*	*11,18%*	*10,21%*	*10,19%*	*10,16%*	*10,11%*	*10,10%*
FAVÖK	**13.168**	**62.804**	**52.690**	**32.687**	**34.322**	**28.462**	**27.938**	**30.908**	**31.265**	**32.292**	**33.580**	**34.493**	**35.475**	**36.531**	**37.643**	**38.072**	**38.908**	**39.833**	**40.969**	**41.820**
FAVÖK Marjı	*20,05%*	*40,15%*	*36,37%*	*25,14%*	*27,11%*	*23,43%*	*22,82%*	*25,73%*	*25,79%*	*26,06%*	*26,46%*	*26,63%*	*28,54%*	*30,73%*	*30,98%*	*37,78%*	*37,88%*	*38,03%*	*38,27%*	*38,34%*
Amortisman Giderleri	(9.936)	(20.913)	(21.358)	(21.480)	(21.822)	(21.757)	(21.757)	(21.757)	(21.757)	(11.252)	(11.252)	(11.252)	(10.416)	(9.996)	(3.242)	(3.242)	(3.242)	(3.242)	(3.242)	(2.673)
FVÖK	**3.232**	**41.891**	**31.332**	**11.207**	**12.499**	**6.705**	**6.181**	**9.152**	**9.508**	**21.040**	**22.328**	**23.241**	**25.059**	**26.536**	**34.401**	**34.830**	**35.665**	**36.591**	**37.727**	**39.148**
FVÖK Marjı	*4,92%*	*26,78%*	*21,63%*	*8,62%*	*9,87%*	*5,52%*	*5,05%*	*7,62%*	*7,84%*	*16,98%*	*17,60%*	*17,94%*	*20,16%*	*22,32%*	*28,31%*	*34,56%*	*34,73%*	*34,93%*	*35,24%*	*35,89%*
Vergi Gideri (-)	-	(9.173)	(7.833)	(2.802)	(3.125)	(1.676)	(1.545)	(2.288)	(2.377)	(5.260)	(5.582)	(5.810)	(6.265)	(6.634)	(8.600)	(8.707)	(8.916)	(9.148)	(9.432)	(9.787)
Amortisman Giderleri (+)	9.936	20.913	21.358	21.480	21.822	21.757	21.757	21.757	21.757	11.252	11.252	11.252	10.416	9.996	3.242	3.242	3.242	3.242	3.242	2.673
Operasyonel Nakit Akışlar	**13.168**	**53.632**	**44.857**	**29.885**	**31.197**	**26.786**	**26.392**	**28.620**	**28.888**	**27.032**	**27.998**	**28.682**	**29.210**	**29.897**	**29.043**	**29.365**	**29.991**	**30.686**	**31.537**	**32.033**
Net İşletme Sermayesi (Δ)	(1.107)	(2.208)	2.246	1.816	(405)	775	114	(500)	1	(19)	(125)	16	330	(165)	408	(399)	(41)	(46)	(61)	(2)
Yatırım Harcamaları (-)	(10.829)	(33.512)	(8.443)	(2.312)	(6.512)	(5.862)	(5.087)	(4.438)	(2.630)	(1.014)	(1.024)	(1.206)	(1.794)	(1.746)	(1.064)	(530)	(530)	(530)	(530)	(530)
Serbest Nakit Akışlar	**1.232**	**17.911**	**38.660**	**29.389**	**24.280**	**21.698**	**21.419**	**23.682**	**26.259**	**25.998**	**26.849**	**27.493**	**27.747**	**27.986**	**28.387**	**28.435**	**29.421**	**30.109**	**30.946**	**31.501**
İskonto Faktörü	0,97	0,89	0,79	0,71	0,63	0,56	0,50	0,44	0,40	0,35	0,31	0,28	0,25	0,22	0,20	0,18	0,16	0,14	0,12	0,11
İndirgenmiş Nakit Akışları	**1.197**	**15.951**	**30.660**	**20.756**	**15.271**	**12.154**	**10.684**	**10.520**	**10.388**	**9.159**	**8.424**	**7.681**	**6.904**	**6.201**	**5.602**	**4.997**	**4.604**	**4.196**	**3.841**	**3.482**

(*) İlgili projeksiyonlar herhangi bir taahhüt içermemekle birlikte, projeksiyonlarda gerçekleşebilecek sapmalar Şirket Değeri'ne önemli ölçüde etki edebilir.

İndirgenmiş Nakit Akışı Analizleri (binUSD)		%
İndirgenmiş Nakit Akışları	192.673	100%
Net Nakit/(Borç) Pozisyonu	(18.640)	
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri	**174.033**	

Açıklanan varsayımlar altında ITC Kantur'un 30.06.2026 itibarıyla İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi'ne göre hesaplanan özkaynak değeri ***174.033binUSD***'dir.

Nihai Özkaynak Değeri

ITC Kantur

Değerleme Sonuçları

Çalışmalarımız sonucunda, 30.06.2026 tarihi itibarıyla hesaplanan ITC Kantur özkaynak değeri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
İndirgenmiş Nakit Akışları	174.033	50,00%	87.017
Net Aktif Değer	187.271	30,00%	56.181
Benzer İşlemler	50.000	20,00%	10.000
Emsal Değer (FD/FAVÖK)	215.981	0,00%	-
ITC Kantur Özkaynak Değeri		**100,00%**	**153.198**

Değerleme çalışmalarında en verimli ve en iyi kullanım esası temel alındığından, nihai değerin belirlenmesinde yaygın uygulama, kullanılan değerleme yöntemleri arasında, değerlemeye konu şirketin faaliyet yapısına en uygun olan yöntemin seçilmesi veya elde edilen sonuçların, güvenilirlik düzeyi dikkate alınarak ağırlıklandırılması yönündedir.

ITC Kantur'un büyüme potansiyelini ve gelecekte yaratacağı nakit akışlarını doğru şekilde yansıtması adına, ITC Kantur'un değeri hesaplanırken İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi kullanılmış ve nihai özkaynak değeri tespit edilirken bu yönteme %50 oranında ağırlık verilmiştir.

ITC Kantur'un varlık ve yükümlülüklerinin dikkate alınması amacıyla Net Aktif Değer Yöntemi kullanılmış ve nihai özkaynak değerinin tespitinde bu yönteme %30 oranında ağırlık verilmiştir.

ITC Kantur'un faaliyet gösterdiği sektördeki halka açık şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınarak Emsal Değer Yöntemi de uygulanmış olmakla birlikte, emsal şirketlerin faaliyet ve lisans sürelerinin farklılık gösterebilmesi ve yöntemin değerlemeye konu santrallerin sınırlı lisans sürelerini doğrudan yansıtmaması nedeniyle söz konusu yöntem nihai özkaynak değerinin tespitinde ağırlıklandırmaya dahil edilmemiştir (%0).

ITC Kantur'un son pay devri işleminde gerçekleşen pay devir bedeli esas alınarak Benzer İşlemler Analizi Yöntemi kullanılmış ve nihai özkaynak değerinin tespitinde bu yönteme %20 oranında ağırlık verilmiştir.

Kantur - Akdaş İnşaat Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin özkaynak değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam, Benzer İşlemler Analizi, İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Net Aktif Değer Yöntemlerinin ağırlıklandırılması sonucunda ***153.198binUSD*** olarak hesaplanmış olup bu değerin adil, uygun ve makul olduğunu düşünmekteyiz.

Bölüm 5

Değerleme Sonuçları

Değerleme Sonuçları	Sayfa
Birleşmeye Esas Özkaynak Değeri	52
Seçilen Yöntem ve Gerekçesi	53



Birleşmeye Esas Özkaynak Değeri

ITC Kantur'un birleşmeye esas özkaynak tutarı ***153.197.830USD*** olarak hesaplanmıştır.

Şirket Özsermaye Değeri	Devralan Biotrend	Devrolan ITC Kantur
Çıkarılmış Sermaye (TL)	500.000.000	3.100.000
Özsermaye Değeri (USD)	156.477.165	153.197.830
Birleşmeye Esas Değer	**156.477.165**	**153.197.830**

Birleşme ve Değiştirme Oranları

Aşağıdaki tabloda birleşme oranı hesaplanırken Biotrend için İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi, Borsa Değeri Yöntemi ve Net Aktif Değer Yöntemi; ITC Kantur için ise İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi, Benzer İşlemler Analizi Yöntemi ve Net Aktif Değer Yöntemi kullanılmıştır.

Özsermaye Değer Hesaplaması						
Birleşme Oranı	=	153.197.830,39 / 309.674.995,54	=	49,4705%		
Birleşme Sonrası Sermaye	=	500.000.000,00 / 50,5295%	=	989.521.363,2231		
Artırılacak Sermaye	=	989.521.363,2231	-	500.000.000,00	=	489.521.363,2231
Değiştirme Oranı	=	489.521.363,2231 / 3.100.000	=	157,910117		

Bu yönteme göre, belirtilen birleşmeye esas değerler ve sermaye dikkate alındığında, birleşme oranı %49,47; arttırılacak sermaye ***489.521.363,2231TL*** ve değiştirme oranı **157,910117** olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi, Borsa Değeri Yöntemi, Benzer İşlemler Analizi Yöntemi ve Net Aktif Değer Yöntemi'ne göre birleşme sonrası Biotrend'in sermayesi ***989.521.363,2231TL'ye*** çıkacaktır.

Seçilen Yöntem ve Gerekçesi

Değerleme Sonuçları

SPK Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2)'nde düzenlendiği üzere, ITC Kantur ve Biotrend'in birleşmesi işleminde birleşme oranı, değiştirme oranı ve birleşme sonucunda artırılacak sermaye tutarı uluslararası değerleme standartlarına göre kabul görmüş dört farklı değerleme metodu kullanılarak hesaplanmıştır.

ITC Kantur ve Biotrend'in birleşmesi işleminde, birleşme oranı, değiştirme oranı ve birleşme sonucunda ulaşılacak sermaye tutarının belirlenmesi amacıyla, "gelir yaklaşımı"nı temsilen "İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi", "pazar yaklaşımı"nı temsilen "Borsa Değeri Yöntemi" ve "Benzer İşlemler Yöntemi" ve "varlık yaklaşımı"nı temsilen "Net Aktif Değer Yöntemi" olmak üzere uluslararası değerleme standartlarına göre kabul görmüş dört farklı yöntem kullanılmıştır. Değiştirme oranı hesaplanırken bu dört yöntem ağırlıklandırılmak suretiyle dikkate alınmıştır.

ITC Kantur için İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi %50, Benzer İşlemler Analizi Yöntemi %20 ve Net Aktif Değer Yöntemi %30 olarak ağırlıklandırılarak, Biotrend için İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi %50, Borsa Değeri Yöntemi %20 ve Net Aktif Değer Yöntemi %30 ağırlıklandırılarak birleşme ve değiştirme oranları hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi		**BDO Analizi**
30.06.2026		**Ağırlıklandırılmış**
Birleşme Oranı	49,47%	**49,47%**
Birleşme Sonrası Sermaye	989.521.363	**989.521.363**
Değiştirme Oranı	157,9101	**157,9101**
Artırılacak Sermaye	489.521.363	**489.521.363**
Yöntem Ağırlığı	**100%**	**100%**

Yukarıdaki tabloda belirtildiği üzere, 30.06.2026 değerleme tarihi itibarıyla hesaplanan birleşme oranı **%49,4705**, değiştirme oranı **157,910117** ve artırılacak sermaye tutarı da ***489.521.363,2231TL*** olmaktadır.

Buna göre, birleşme sonrası Biotrend'in sermayesi ***989.521.363,2231TL'ye*** çıkacaktır.

Kullanılan ağırlıklandırma yaklaşımıyla birlikte, bu dört yöntem kullanılarak hesaplanan "birleşme oranı" ve "değiştirme oranı"nın adil ve makul olduğu değerlendirilmektedir.

Saygılarımızla,
BDO Denet Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş.

Erdoğan Sağlam
Sorumlu Denetçi

Serhan Helvacıoğlu
Ortak
Lisans Sicil No: 212816

Bölüm 6

Ekler

Ekler	Sayfa
Emsal Şirket Bilgileri	55
Sektör Analizi Kaynakça	56
Proforma Bilanço	57
Değerleme Uzmanının Belgesi	58



Emsal Şirket Bilgileri

Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.

Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş., Türkiye'de yenilenebilir enerji üretimi alanında faaliyet göstermektedir. Şirket; 20 hidroelektrik, 3 rüzgâr, 1 hibrit güneş ve 1 jeotermal enerji santrali ile toplam 1.198 megavat kurulu güce sahip olup güneş kaynaklarından da elektrik üretmektedir. 1995 yılında kurulan ve merkezi Merkezefendi, Türkiye'de bulunan şirket, Aydem Enerji Yatırımları Anonim Şirketi'nin iştiraki olarak faaliyet göstermektedir.

Galata Wind Enerji A.Ş.

Galata Wind Enerji A.Ş., bağlı ortaklıklarıyla birlikte Türkiye'de yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi ve satışı gerçekleştirmektedir. Yaklaşık 297,2 MW toplam kapasiteye sahip üç rüzgâr ve üç güneş enerjisi santrali işleten şirket; güneş enerjisi sistemleri kurulumu, elektrik üretim tesislerinin inşası, işletmeye alınması ve kiralanması ile Avrupa'da proje geliştirme faaliyetleri yürütmektedir. 2006 yılında kurulan ve merkezi İstanbul, Türkiye'de bulunan şirket, Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.'nin iştirakidir.

Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş.

Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş., Türkiye'de enerji hizmetleri şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket; biyokütle enerji santralleri ile toplam 85 megavat (MW) kurulu güce sahip kojenerasyon, trijenerasyon ve güneş enerjisi santrallerinin işletilmesi faaliyetlerini yürütmektedir. 2014 yılında kurulan ve merkezi İstanbul, Türkiye'de bulunan şirket, Global Yatırım Holding A.Ş.'nin iştiraki olarak faaliyet göstermektedir.

Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.

Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş., bağlı ortaklıklarıyla birlikte Türkiye'de ve uluslararası pazarlarda elektrik ticareti, dağıtımı, perakende satışı ve toptan enerji alım-satımı faaliyetleri yürütmektedir. Şirket ayrıca enerji projelerine yönelik mühendislik, danışmanlık, işletme ve bakım hizmetlerinin yanı sıra şarj istasyonu kurulumu ve işletmesi, hafif motorlu kara taşıtı kiralama, güneş paneli üretimi, invertör satışı ve karbon ticareti alanlarında faaliyet göstermektedir. 1993 yılında kurulan şirketin merkezi İstanbul, Türkiye'dedir.

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş., bağlı ortaklıklarıyla birlikte Türkiye'de yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi ve satışı gerçekleştirmektedir. Şirket; toplam 536,37 megavat kurulu güce sahip rüzgâr ve hibrit güneş enerjisi santralleri, 228,7 megavat kapasiteli hidroelektrik santralleri ve 121,4 megavat kurulu güce sahip güneş enerjisi santrallerinden oluşan bir portföy işletmektedir. 2007 yılında kurulan ve merkezi Ankara, Türkiye'de bulunan şirket, Akfen Holding Anonim Şirketi'nin iştiraki olarak faaliyet göstermektedir.

Aksa Enerji Üretim A.Ş.

Aksa Enerji Üretim A.Ş., bağımsız bir elektrik üreticisi olarak Türkiye, Asya ve Afrika'da elektrik üretimi ve satışı gerçekleştirmektedir. Kömür, fuel oil, biyogaz, doğal gaz, rüzgâr, güneş ve hidroelektrik kaynaklarından enerji üreten şirket; elektrik santrallerinin inşası, kiralanması ve işletilmesinin yanı sıra operasyonel verimlilik ve enerji dönüşümü alanlarında da faaliyet göstermektedir. 1997 yılında kurulan ve merkezi İstanbul, Türkiye'de bulunan şirket, Kazancı Holding A.Ş.'nin iştirakidir.

Veolia Environnement SA

Veolia Environnement SA, su, atık ve enerji yönetimi çözümleri tasarlamakta ve sunmaktadır. Şirket; içme ve endüstriyel proses suyu üretimi ve dağıtımı, atık su arıtma ve geri dönüşümü, tehlikeli ve organik atıkların işlenmesi, atıktan enerji üretimi ile ısıtma-soğutma ağlarının işletilmesi ve yenilenebilir kaynaklardan elektrik üretimi gibi alanlarda sanayi, kamu ve bireysel müşterilere hizmet vermektedir. 1853 yılında kurulan şirketin merkezi Aubervilliers, Fransa'dadır.

MVV Energie AG

MVV Energie AG, bağlı ortaklıklarıyla birlikte ağırlıklı olarak Almanya'da elektrik, ısı, gaz, su ile atık arıtma ve bertaraf hizmetleri sunmaktadır. Müşteri Çözümleri, Yeni Enerjiler, Üretim ve Altyapı ile Diğer Faaliyetler segmentlerinde faaliyet gösteren şirket; yenilenebilir enerji ve atık tesisleri işletmekte, yaklaşık 19.000 kilometrelik elektrik, bölgesel ısıtma, gaz ve su şebekesini yönetmekte ve sanayi, ticari ve bireysel müşterilere hizmet vermektedir. 1974 yılında kurulan ve merkezi Mannheim, Almanya'da bulunan şirket, MV Mannheimer Verkehr GmbH'nin iştirakidir.

Kaynakça

[K1] Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı (ETKB) verileri, aktaran: Alomaliye (21.01.2026), "2025 Yılında Elektrik Üretim ve Tüketiminde Rekor" — https://www.alomaliye.com/2026/01/21/2025-yilinda-elektrik-uretim-ve-tuketiminde-rekor/

[K2] SHURA Enerji Dönüşümü Merkezi (2026), Türkiye Enerji Dönüşümü Görünümü 2025 (özet; kaynaklar: EPDK, TEİAŞ, ETKB) — https://shura.org.tr/wp-content/uploads/2026/05/ozet_TR.pdf

[K3] TSKB Ekonomik Araştırmalar (09.12.2025), Aylık Enerji Bülteni, Kasım 2025 — https://www.tskb.com.tr/uploads/file/enerji-bulteni-kasim-20251209.pdf

[K4] EPDK 2026 YEKDEM birim maliyeti kararı (Resmi Gazete, 30.12.2025), aktaran: SteelRadar — https://www.steelradar.com/haber/epdk-2026-yili-yekdem-maliyetlerini-acikladi/

[K5] ETKB Türkiye Ulusal Enerji Planı hedefleri, aktaran: (a) Dünya Gazetesi — https://www.dunya.com/enerji/turkiye-enerjideki-kapasite-artisini-yenilenebilir-kaynaklardan-saglayacak-haberi-683155 ; (b) Borsagündem (ETKB yetkilisi beyanı) — https://www.borsagundem.com.tr/turkiye-yenilenebilir-enerjiye-2035e-kadar-73-milyar-dolar-yatirim-yapmayi-planliyor

[K6] Ember (12.06.2026), "Hürmüz krizi Türkiye'ye 14 milyar dolara mal olacak" — https://ember-energy.org/app/uploads/2026/06/TR_Hurmuz-krizi-Turkiyeye-14-milyar-dolara-mal-olacak-1.pdf ; Ember Türkiye özeti — https://ember-energy.org/tr/?p=24692

[K7] EPDK 2026 ulusal doğal gaz tüketim tahmini kararı, aktaran: CNN Türk — https://www.cnnturk.com/ekonomi/2026-dogal-gaz-tuketim-tahmini-belli-oldu-2390988

[K8] PwC Türkiye (26.01.2026), 18. Türkiye Enerji Sektöründe Birleşme ve Satın Almalar Raporu (basın bülteni) — https://www.pwc.com.tr/tr/basin-odasi/2026-basin-bulteni/pwc-turkiye-18-turkiye-enerji-sektorunde-birlesme-ve-satin-almalar-raporunun-sonuclarini-acikladi.html

[K9] IRENA (2026), Renewable Capacity Statistics 2026 (tablolar: biyoenerji s.29-30; Türkiye) — https://bdd.pseau.org/outils/ouvrages/irena_renewable_capacity_statistics_2026_2026.pdf ; yıllık eklemeler için: Anadolu Ajansı (01.04.2026) — https://www.aa.com.tr/en/energy/renewable/global-renewable-capacity-up-155-with-record-growth-irena-says/56030 ; Energy Institute (08.04.2026) — https://ei-dev.energyinst.org/knowledge/new-energy-world/article?id=140214

[K10] World Bioenergy Association (Kasım 2025), Global Bioenergy Statistics Report 2025 (özet) — https://www.worldbioenergy.org/uploads/251118%20GBSR%20Summary.pdf

[K11] IEA, Bioenergy (sektör sayfası) — https://www.iea.org/energy-system/renewables/bioenergy

[K12] IEA (2026), Renewables 2026 — Biogases — https://www.iea.org/reports/renewables-2026/biogases

[K13] European Biogas Association (10.12.2025), EBA Statistical Report 2025 (15. baskı), aktaran: UABIO — https://uabio.org/en/news/18876/ ; basın duyurusu — https://www.pressclub.be/press-releases/european-biogaz-association-statistical-report-2025/

[K14] BİYOYATDER raporu "Küresel Enerji Krizi ve Türkiye'nin Biyometan Çıkış Stratejisi", aktaran: Anadolu Ajansı/Capital (15.09.2026) — https://www.capital.com.tr/haberler/tum-haberler/turkiyede-yillik-10-milyar-metrekup-yenilenebilir-biyometan-uretim-potansiyeli-bulunuyor

[K15] TÜİK (2025), Atık İstatistikleri 2024, aktaran: Alomaliye (10.11.2025) — https://www.alomaliye.com/2025/11/10/atik-istatistikleri-2024/

[K16] 5346 sayılı YEK Kanunu (ETKB) — https://enerji.gov.tr//Media/Dizin/EIGM/en/Elektrik/505903-yenilenebilir-enerji-kaynaklarinin-elektrik-enerjisi-üretimi-amaçli-kullanimina-ilişkin-kanu1.pdf ; 7189 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı (RG 32177, 01.05.2023), Lexpera — https://www.lexpera.com.tr/mevzuat/cumhurbaskani-kararlari/1-7-2021-tarihinden-31-12-2030-tarihine-kadar-isletmeye-giren-girecek-yek-belgeli-yenilenebilir-1 ; YEK Yönetmeliği değişikliği (RG 33122, 29.12.2025) — https://www.alomaliye.com/2025/12/29/yenilenebilir-enerji-kaynaklarinin-belgelendirilmesi-ve-desteklenmesi-29-12-2025/

[K17] Türkiye Emisyon Ticaret Sistemi Yönetmeliği (yürürlük 27.08.2026), Foreks/PicNews — https://www.foreks.com/haber/detay/6a8fb1f53defa45fccd7c0c8/PICNEWS/tr/turkiye-emisyon-ticaret-sistemi-yururluge-girdi-sanayiye-karbon-izni-ve-tahsisat-yukumlulugu-geliyor-27-08-26/ ; ETS Piyasası Yönetmeliği (RG 33407, 21.10.2026) — https://hukukcularevi.com/hukuk-gundemi/turkiye-emisyon-ticaret-sistemi-piyasasi-yonetmeligi-epias-iks-33407-2026/ ; İklim Kanunu (Temmuz 2025) — https://www.paradergi.com.tr/sektorler/2026/01/26/emisyon-ticaret-sistemi-icin-geri-sayim-basladi

[K18] Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş., 30.06.2026 faaliyet raporu (KAP) — https://kap.org.tr/tr/api/file/download/4028328c9f52dc4001a015535d120d73 ; KAP Özel Durum Açıklaması no. 1594453 (16.04.2026), özet: Borsacoo — https://borsacoo.com/bildirim/68736

[K19] EPDK Kurul Kararı no. 14482 (16.04.2026) hibrit kapasite tahsisi, aktaran: Ekonomi Gazetesi — https://www.ekonomigazetesi.com/sektor-haberleri/hibrit-yatirimlara-1500-megavat-kapasite-tahsisi-77385

[K20] Anadolu Ajansı (26.09.2026), "Türkiye'nin elektrik kurulu gücünde yenilenebilirin payı artıyor" (EPDK verileri) — https://www.foreks.com/haber/detay/6ab7a68c24008d7d437379cc/AA/tr/turkiye-nin-elektrik-kurulu-gucunde-yenilenebilirin-payi-artiyor-26-09-26/

Mali Tablolar

Proforma Bilanço

İlişikteki yıl sonları ve 30.06.2026 itibarıyla hazırlanmış konsolide mali tablolar TFRS'ye uygun olarak düzenlenmiştir.

Proforma bilanço, iki şirketin 30.06.2026 tarihli TFRS konsolide finansal tablolarının toplanması ve birleşme nedeniyle artırılacak sermayenin yansıtılmasıyla hazırlanmıştır.

Proforma Bilanço - 30.06.2026 ('binTL)	ITC Kantur (A)	Biotrend (B)	Proforma (A+B)
Nakit ve Nakit Benzerleri	380.308	136.052	516.360
Ticari Alacaklar	663.198	297.298	960.496
Stoklar	22.103	268.212	290.315
Devreden KDV	1.014	-	1.014
Diğer Dönen Varlıklar	140.113	231.566	371.680
Dönen Varlıklar	**1.206.737**	**933.128**	**2.139.865**
Mali Duran Varlıklar	-	399.059	399.059
Duran Varlık Yatırımları	9.114.484	8.786.265	17.900.749
Diğer Duran Varlıklar	43.147	-	43.147
Ertelenmiş Vergi Varlığı	582.940	1.465.232	2.048.172
Duran Varlıklar	**9.740.571**	**10.650.556**	**20.391.127**
Toplam Varlıklar	**10.947.308**	**11.583.684**	**22.530.992**
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	918.254	2.018.353	2.936.607
Ticari Borçlar	412.303	702.056	1.114.359
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	282.971	178.331	461.301
Ödenecek Vergi	8.037	4.600	12.637
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**1.621.565**	**2.903.339**	**4.524.904**
Kıdem Tazminatı Karşılığı	173.722	19.752	193.474
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	330.218	4.249.591	4.579.809
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	99.722	1.139.496	1.239.218
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**603.662**	**5.408.840**	**6.012.501**
Ödenmiş Sermaye	3.100	500.000	989.521
Sermaye Düzeltmesi	75.733	3.564.920	3.640.652
Sermaye Yedekleri	295.932	(1.673.493)	(1.377.561)
İşletme Birleşmeleri Etkisi	-	-	(486.421)
Birikmiş Kar/(Zarar)	8.199.696	822.487	9.022.184
Dönem Net Karı/(Zararı)	147.621	57.591	205.212
Toplam Özkaynaklar	**8.722.082**	**3.271.505**	**11.993.587**
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	**10.947.308**	**11.583.684**	**22.530.992**

Değerleme Uzmanının Belgesi

SPL
Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu

SPL014599219171377

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.
LİSANS DURUM BELGESİ

MERNİS KİMLİK BİLGİLERİ

T.C. Kimlik No	:	29221318930
Adı Soyadı	:	SERHAN HELVACIOĞLU

LİSANS BİLGİLERİ

Lisans Adı	:	SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI
Belge Numarası	:	212816
Geçerlilik Tarihi	:	18.11.2029
Düzenlenme Tarihi	:	21.07.2017
Lisans Durumu	:	AKTİF LİSANS

İLGİLİ MAKAMA

Lisans kayıtlarının Kuruluşumuz nezdinde tutulduğu Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi üzerinde yapılan sorgulama sonucunda; SERHAN HELVACIOĞLU isimli kişinin ilgili lisansına ait bilgiler yukarıda verilmiştir.

IDEAS | PEOPLE | TRUST

Copyright © 2025 BDO Deal Advisory, Türkiye. All rights reserved.

www.bdo.com.tr