

Dünya İplik İthalatı

Dünya iplik ithalatında birinci sırada %15,4 payı ve 5,9 milyar ABD Doları ithalatı ile Çin yer almaktadır. Türkiye, 2,5 milyar ABD Doları değerindeki iplik ithalatı ile dünyanın en büyük 2. iplik ithalatçısıdır. Türkiye'nin iplik ithalatı 2020 yılında %19,6 oranında düşüş yaşayarak küresel ithalattan %6,6 pay almaya devam etmektedir. 2016 yılında %5 oranında ve 2017 yılında %14,6 oranında artarak 3,5 milyar ABD Doları seviyesine kadar yükselen Türkiye iplik ithalatı, 2018 yılındaki %10,8 oranındaki düşüşle 3,1 milyar dolar seviyesine inmiştir.

Birim: Milyon ABD Doları							
ÜLKE	2016	2017	2018	2019	2020	2019-2020 Değişim	2020 Payı
ÇİN	7.191	7.623	8.133	7.021	5.922	-15,7%	15,4%
TÜRKİYE	3.031	3.474	3.099	3.149	2.533	-19,6%	6,6%
BANGLADEŞ	1.953	2.127	2.617	2.125	1.843	-13,3%	4,8%
VIETNAM	1.308	1.498	2.023	2.068	1.768	-14,5%	4,6%
İTALYA	2.167	2.307	2.436	2.115	1.589	-24,9%	4,1%
ABD	1.833	1.835	2.068	1.840	1.576	-14,4%	4,1%
GÜNEY KORE	1.843	1.787	1.966	1.775	1.425	-19,7%	3,7%
ALMANYA	1.699	1.792	1.882	1.668	1.346	-19,3%	3,5%
HİNDİSTAN	910	970	1.130	1.245	966	-22,4%	2,5%
BREZİLYA	1.070	1.265	1.330	1.276	964	-24,5%	2,5%
İLK 10 ÜLKE TOPLAMI	23.005	24.677	26.684	24.282	19.932	-17,9%	51,9%
DİĞER ÜLKELER	21.249	22.501	24.032	22.114	18.506	-16,3%	48,1%
TOPLAM İTHALAT	44.254	47.178	50.717	46.396	38.438	-17,2%	100,0%

Kaynak: ITC Trade Map- Haziran 2021

(https://www.trademap.org/Country_SelProduct_TS.aspx?nspm=1%7c%7c%7c%7c%7cTOTAL%7c%7c%7c%7c1%7c1%7c2%7c2%7c1%7c2%7c1%7c1%7c1%7c1)

İplik Üretimi

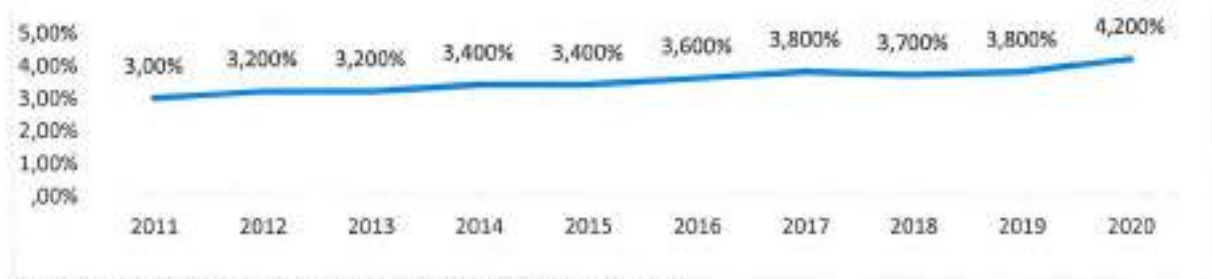
İplik üretimi Kahramanmaraş, İstanbul, Gaziantep, Bursa gibi illerde yoğun olarak yapılmaktadır.

Türkiye iplik üretim ve tüketiminde doğal elyaf olan, pamuk üreticisi ülkelerinden biridir. Türkiye pamuk üretimi açısından uygun ekolojik şartlara sahiptir. Ege, Akdeniz, Çukurova ve Güneydoğu Bölgeleri'nde pamuk ekimi yapılmaktadır. Özellikle Ege Bölgesi, toprak ve iklim özellikleri olarak dünyada kaliteli pamuk yetiştirilebilecek özelliklere sahip bölgelerden birisidir. Türkiye, kendi tüketimini karşılayacak miktarda pamuk üretememektedir.

Türkiye İplik Ticareti

Türkiye'de tekstil üretiminin ve ihracatın en önemli alt kalemlerinden biri ipliklidir. 2020 yılında dünyanın en büyük 6. iplik ihracatçısı olan Türkiye'nin küresel ihracattan aldığı pay %4,2'dir. Türkiye'nin dünya iplik ihracatındaki payı yıllar içerisinde artan bir ivme sergilemiştir. 2011 yılında %3 seviyesinde olan pay oranı, 2020 yılında %4,2 seviyesine yükselmiştir. (Kaynak: İTHİB – Küresel İplik Dış Ticareti 2020 Yılı Değerlendirmesi)

Dünya İplik İhracatında Türkiye'nin Payı



Kaynak: İTHİB- Küresel İplik Dış Ticareti 2020 Yılı Değerlendirmesi

Türkiye'nin İplik İhracatı

Türkiye'nin iplik ihracatı gerilerken küresel ölçekte ihracattaki payı kısmen de olsa artmıştır. 2020 yılında küresel ölçekte yaşanan talep daralmasından Türkiye, etkilenmiş olsa da payını koruyabilmeyi başarmıştır.

Ülke bazında 2020 yılı toplam ihracatın yarıya yakını başta İtalya ve Hollanda olmak üzere AB ülkeleri, İngiltere, ABD ve Mısır'a yapılmıştır. Ülke içinde İstanbul, Gaziantep, Bursa, Kahramanmaraş, Adana, Kayseri, Denizli, İzmir, Tekirdağ ve Uşak illerinde yoğunlaşmış olan tekstil sektörünün birçok alt sektörde üretim yapılmaktadır. Pamuk ve pamuktan yapılmış iplik-kumaş, sentetik liflerden yapılmış iplik-kumaş, örme mensucat ve halı-yer döşemeleri en büyük ihraç kalemlerini oluşturmaktadır. Sektörün üretim maliyetlerinde %30-45 ile hammadde ilk sırayı alırken %25-26 ile işçilik ikinci sıradadır. Enerjinin toplam maliyet içindeki payı %6-14 arasında değişmektedir. Dünyada ve/veya Türkiye'de yaşanabilecek savaş, kuraklık, doğal afet vb. gibi olaylar, sektörün maliyet dağılımının değişmesine neden olabilir.

TÜRKİYE'NİN İPLİK İHRACATINDA ÖNE ÇIKAN ÜLKELER							
Birim: Milyon ABD Doları							
ÜLKE	2016	2017	2018	2019	2020	2019-2020 Değişim	2020 Payı
İTALYA	197	220	241	213	166	-22,3%	10,2%
İNGİLTERE	119	129	144	154	146	-5,0%	9,0%
ABD	67	94	92	88	112	26,2%	6,9%
MISIR	59	76	87	105	101	-4,0%	6,2%
HOLLANDA	94	98	113	113	101	-11,0%	6,2%
BELÇİKA	123	118	111	102	88	-13,4%	5,4%
ALMANYA	79	89	87	79	76	-3,5%	4,7%
PORTEKİZ	85	94	118	94	76	-19,0%	4,7%
BULGARİSTAN	74	77	68	55	48	-12,9%	2,9%
PAKİSTAN	10	14	48	28	45	62,5%	2,8%
İLK 10 ÜLKE TOPLAMI	909	1009	1108	1030	958	-7,0%	59,0%
DİĞER ÜLKELER	721	790	816	779	667	-14,4%	41,0%

TÜRKİYE'NİN İPLİK İHRACATINDA ÖNE ÇIKAN ÜLKELER							
Birim: Milyon ABD Doları							
ÜLKE	2016	2017	2018	2019	2020	2019-2020 Değişim	2020 Payı
TOPLAM İHRACAT	1630	1798	1924	1810	1625	-10,2%	100,0%

Kaynak: ITC Trade Map- Haziran 2021

(https://www.trademap.org/Country_SelProduct_TS.aspx?ivpm=1%7c%7c%7c%7c%7c%7cTOTAL%7c%7c%7c2%7c1%7c1%7c2%7c2%7c1%7c2%7c1%7c1%7c1)

Türkiye'nin İplik İthalatı

Türkiye'nin 2020 yılında gerçekleştirdiği iplik ithalatı %19,6 oranında azalarak 2,5 milyar ABD Doları değerinde gerçekleşmiştir. Türkiye'nin iplik tedarikinde Çin %23,8 payı ile ilk sırada gelmektedir. Türkiye'nin iplik ithalatında 2. sırada %15 payı ve 380 milyon ABD Doları tedariki ile Hindistan yer alırken, 3. sırada ise %11,8 payı ve 299 milyon ABD Doları tedariki ile Bangladeş gelmektedir. Türkiye'nin iplik tedarikinde ilk 10 ülke arasında yer alan Bangladeş'ten yapılan iplik ithalatında %31,4 oranındaki artış ise dikkat çekicidir. Artış yaşayan bir başka ülke ise %5,7 oranıyla Özbekistan'dır. 2020 yılında Özbekistan'dan 211 milyon ABD Doları değerinde iplik ithalatı yapılmıştır. (Kaynak: İTHİB- Küresel İplik Dış Ticareti 2020 Yılı Değerlendirmesi)

TÜRKİYE'NİN İPLİK İTHALATINDA ÖNE ÇIKAN ÜLKELER							
Birim: Milyon ABD Doları							
ÜLKE	2016	2017	2018	2019	2020	2019-2020 Değişim	2020 Payı
ÇİN	682	747	676	833	603	-27,7%	23,8%
HİNDİSTAN	553	692	574	484	380	-21,4%	15,0%
BANGLADEŞ	196	280	191	227	299	31,4%	11,8%
ÖZBEKİSTAN	62	114	123	199	211	5,7%	8,3%
GÜNEY KORE	97	120	138	174	143	-17,6%	5,7%
ENDONEZYA	322	364	307	259	113	-56,3%	4,5%
TÜRKMENİSTAN	157	124	121	111	99	-11,4%	3,9%
MISIR	89	103	88	89	86	-3,6%	3,4%
VIETNAM	171	138	124	113	83	-26,7%	3,3%
İTALYA	76	84	84	87	81	-7,5%	3,2%
İLK 10 ÜLKE TOPLAMI	2.403	2.765	2.426	2.578	2.097	-18,6%	82,8%
DİĞER ÜLKELER	628	709	673	571	436	-23,6%	17,2%
TOPLAM İTHALAT	3.031	3.474	3.099	3.149	2.533	-19,6%	100,0%

Kaynak: ITC Trade Map- Haziran 2021

(https://www.trademap.org/Country_SelProduct_TS.aspx?ivpm=1%7c%7c%7c%7c%7c%7cTOTAL%7c%7c%7c2%7c1%7c1%7c2%7c2%7c1%7c2%7c1%7c1%7c1)

3.3.3. Hizmet Sektörü

Kiler Hizmet Grubunun ağırlıklı olarak faaliyetleri taşımacılık ve araç kiralama gibi muhtelif sektörlerde faaliyet gösteren Tureks iştiraki tarafından yerine getirilmektedir. Ayrıca Aras EPSAŞ'a hukuk ve mali konularda danışmanlık hizmeti veren PKN Enerji'yi Kiler Grubu'nun

hizmet sektöründeki diğer teşebbüsü olarak değerlendirmek gerekmektedir. 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla faaliyetleri bulunmayan Denge Reklam ise ağırlıklı olarak reklam hizmetleri alanında faaliyet göstermek üzere kurulmuştur. Tureks'in 3 iş ortaklığı şeklinde iştirak ettiği(i) Tureks – Turuva İş Ortaklığı (Baski-1), (ii) Tureks – Turuva İş Ortaklığı (Baski-2) ile (iii) Tureks- Turuva İş Ortaklığı (Belediye-2) projeler diğer yatırımlarıdır.

Tureks, Kiler Holding'in, lojistik sektörünün yolcu taşımacılığı alanında faaliyet gösteren bir şirkettir. Tureks, hem özel sektörde birçok farklı faaliyet alanında yer alan fabrika ve firmalara hem de kamu ihalelerine katılmak suretiyle kamu idarilerine servis taşımacılığı hizmeti vermektedir.

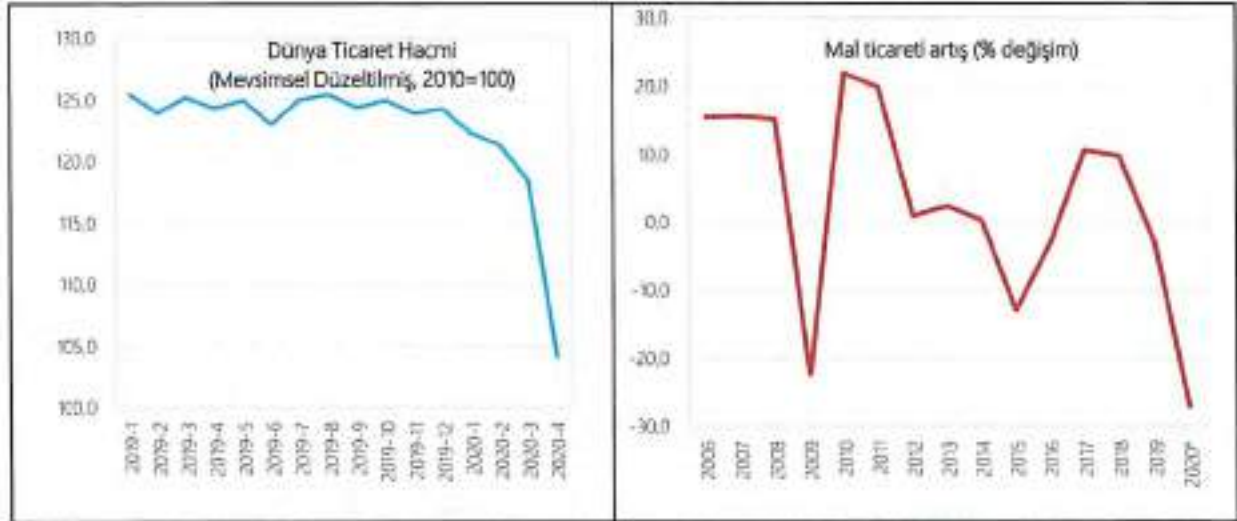
3.3.3.1. Lojistik Sektörü Görünümü

UTİKAD tarafından yayımlanan 2020 Lojistik Sektörü Raporu'na göre küresel mal ticaret hacmi 2016 yılından bu yana büyürken 2019 yılında ortaya çıkan Covid-19 nedeniyle 2020 yılında düşmeye başlamıştır. DSÖ, Covid-19'u küresel salgın anlamına gelen pandemi olarak ilan etmiştir. 2020 yılının Nisan-Mayıs ayı itibarıyla virüsün tüm dünyaya yayılmış olması, ülkeler arasında uçuşların yasaklanmasına, sınır kapılarının kapanmasına, insan hareketliliğinin en aza inmesine sebep olmuştur. Söz konusu hareketsizlik dünya ticaret hacminin, üretim ve tüketimin ciddi kesintilere uğramasına sebep olmuştur.

Covid-19 ile beraber karayolu ağı, altyapısı ve taşımacılık sektörü başta olmak üzere tedarik zincirinin üreticiler, dağıtıcılar, alıcılar, lojistik hizmet sağlayıcılar, depocular vb. önemli unsurları üzerinde büyük etkiler yaratmış ve geciken sevkiyatlar, artış gösteren lojistik maliyetler ve finansal mutabakatlardaki gecikmeler sebebiyle öngörülmesi ve planlanması zor bir süreç ile karşı karşıya bırakmıştır.

Dünya Ticaret Örgütü 2020 yılında küresel mal ticaret hacminin yüzde 13-32 arasında daralacağını tahmin etmektedir. Uluslararası kuruluşlarca ticaret hacminin seyrine ilişkin tahminlerdeki aşağı yönlü revizyonların, ülkemiz ve ana ticaret ortaklarımıza da yansdığı gözlenmiştir.

TACİRLER
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Cad. Akmerkez 8/1 Kat: 8/Göster
Beşiktaş / İstanbul www.tacirler.com.tr
Tic. Sic. No: 270041 / Mersis: 081500020000967
Belediye Kurumlar V.D. 817 016 6309

Küresel Ticaret Hacmi (Trilyon ABD Doları)

Kaynak: CPB, UNCTAD tahmini (<https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2020/08/2020-Y%C4%B1P%C4%B1-1.-ve-2.-%C3%87eyrek-D%C3%BCny%C4%B1-Ekonomisinde-Son-Geli%C5%9Fmeler-B%C3%BCheni.pdf>)

Dünya Bankası 2007 yılından bu yana gümrük, altyapı, uluslararası sevkiyat, lojistik hizmetlerin kalitesi, gönderilerin takibi ve izlenebilirliği ve gönderilerin zamanında teslimi kriterlerine dayalı olarak ülkelerin lojistik performanslarını Uluslararası Lojistik Performans Endeksi adı altında puanlamaktadır. Bu kriterler kapsamında 2018 yılında yayınlanan son verilerde Türkiye 160 ülke arasında 47. sırada yer almıştır. (Kaynak: <https://www.utikad.org.tr/Detay/Sektor-Haberleri/23460/lojistik-performans-endeksi-2018-ve-turkiye>)

3.3.3.2. Türkiye Lojistik Sektörü

Türkiye ekonomisi 2019 yılının son çeyreğinde finansal koşullardaki iyileşme ve kredilerdeki hareketlenme ile birlikte yurt içi talep kaynaklı olarak güç kazanmış ve yıl sonunda %0,9 oranında büyümüştür. 2020 yılının ilk çeyreğinde %4,5 büyüme gerçekleştiren Türkiye ekonomisinde ikinci çeyrekte Covid-19 salgınının ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle %9,9 daralma gerçekleşmiştir. 2020 yılının üçüncü çeyreğinde ise GSYH büyümesi bir önceki yılın aynı dönemine göre %6,7 oranında artış göstermiştir. 2021 yılı üçüncü çeyrekte gayri safi yurt içi hasıla büyümesi gücünü korumuştur. Takvim ve mevsim etkisinden arındırılmış verilere göre GSYH yıllık büyüme hızı %7,8 olarak gerçekleşmiştir. Son bir yıl içerisinde büyüme performansı %10,0'dan %10,2'ye çıkmıştır.

TÜİK tarafından açıklanan genişletilmiş ödemeler dengesi hizmetler sınıflamasına göre taşımacılığın toplam ihracat içindeki payı 2018 yılında %72,9 iken 2019 yılında %71,7 olmuştur. Böylelikle hizmet ihracatı içerisindeki en büyük payı %71,7 ile taşımacılık hizmetleri almıştır. Türkiye, jeopolitik konumunun getirdiği avantajlar sayesinde dünyanın her yerine denizyolu, demiryolu, karayolu ve havayolu taşıma türlerinin tümü ile ticaret yapabilmektedir. Türkiye, üç kıtanın birbirine yaklaştığı önemli ticaret ve ulaşım yolları üzerinde bulunmaktadır. Bu nedenle Türkiye Avrupa, Ortadoğu ve Asya ülkeleri dâhil olmak üzere dünyanın her yerine ticaret anlamında ulaşabilmektedir.

T. C. Ticaret Bakanlığı tarafından yayınlanan verilere göre 2019 yılında 180.833 milyon ABD Doları ihracat gerçekleşirken 2020 yılında bu rakam 169.482 milyon ABD Doları seviyesine düşmüştür. 2020 yılında toplam ithalatın %57,4'lük kısmı denizyolu, %19,1'lik kısmı karayolu ile taşınmıştır.

2019-2020 Taşıma Şekillerine Göre Dış Ticaret (Milyon ABD Doları)

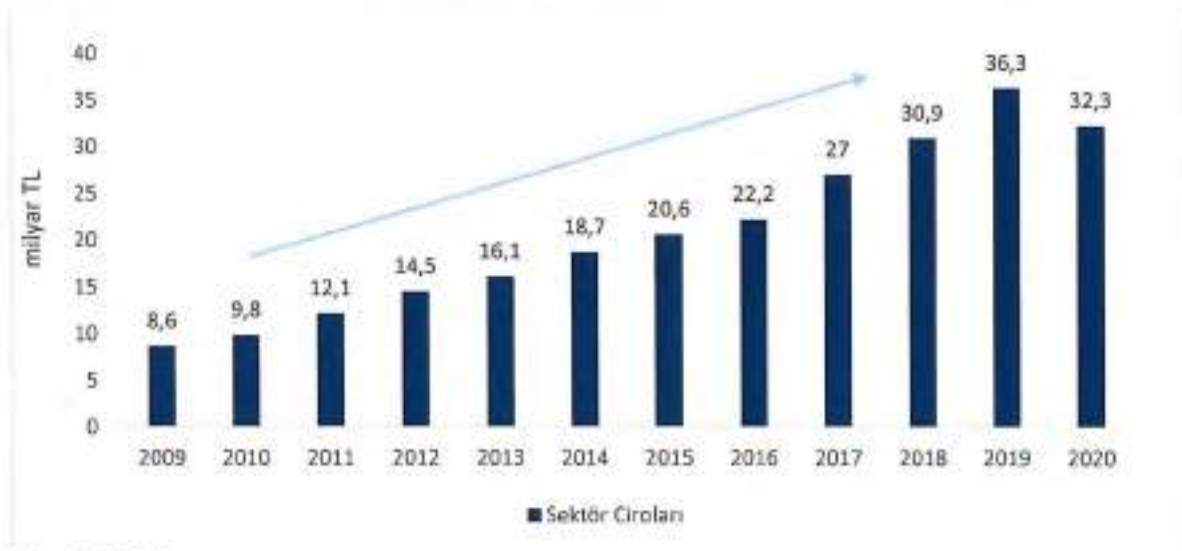


Kaynak: Ticaret Bakanlığı

*Boru hattı, posta ile yapılan taşımalar, elektrik enerjisi iletimi ve kendinden hareketli araçları kapsamaktadır.

3.3.3.3. Kara Taşımacılığı ile Yapılan Diğer Yolcu Taşımacılığı

Kara taşımacılığı ile yapılan diğer yolcu taşımacılığının ciroları, 2009-2019 yılları arasında 8,6 milyar TL'den 36,3 milyar TL'ye yükselmiştir. 2020 yılında Covid-19 salgını dönemi etkilerine bağlı olarak sektörün toplam cirosu %11 gerilemiştir.



Kaynak: TCMB

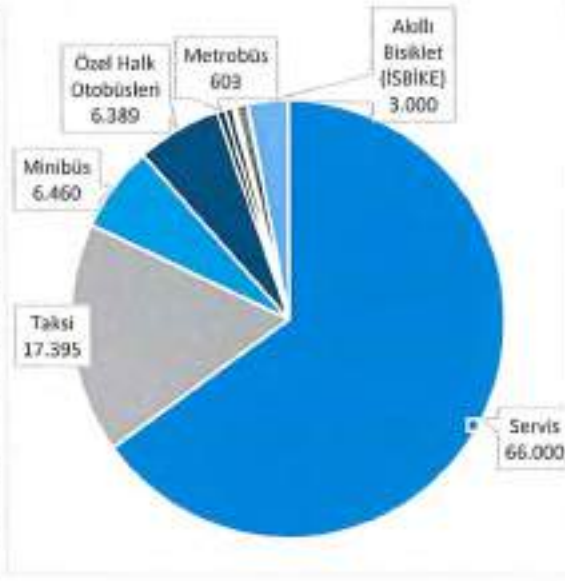
(<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Reel+Sektor+Istatistikleri/Sektor+Bilancolari/Sektor+Bilanco+Verileri/>)

İstanbul Büyükşehir Belediyesi'nin yayınladığı verilere göre İstanbul'da bulunan toplam 101 bin mevcut aracın, 66 bin adedi servis aracıdır. İstanbul'da toplu ulaşım araç satışının %65'ini servis araçları oluşturmaktadır. Tureks'in ana faaliyetleri İstanbul merkezli olup, Tureks'in

İstanbul'da yer alan toplam servis aracı sayısını göz önüne aldığımızda bu pazarın yaklaşık %4,2'sine hâkim olduğu görülmektedir.

İstanbul Büyükşehir Belediyesi Toplu Ulaşım Araç Sayısı

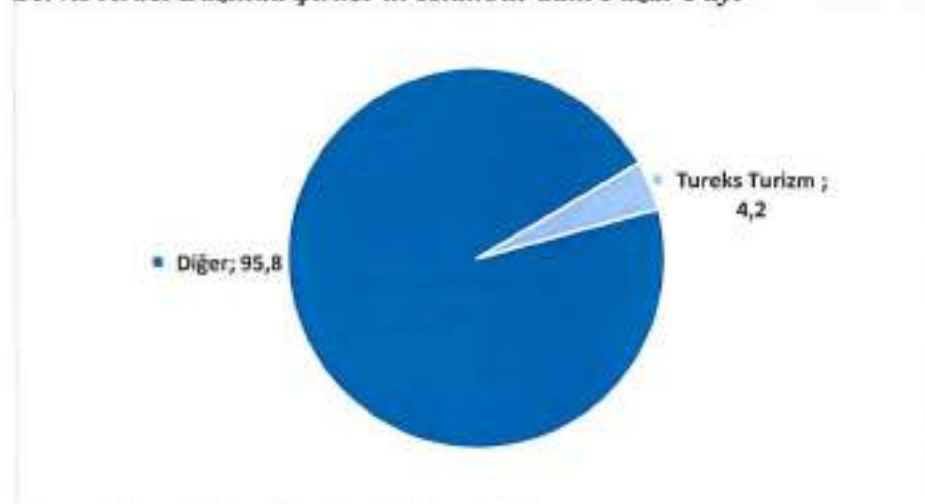
TİP	Mevcut Vagon/Araç Sayısı
Servis	66.000
Taksi	17.395
Minibüs	6.460
Özel Halk Otobüsleri	6.389
Metrobüs	603
Taksi Dolmuş	572
Deniz Motorları	200
Şehir Hatları Vapur	28
İDO Feribot	52
İETT Nostaljik Tramvay/Tünel	10
Metro/Tramvay	854
Adalar Elektrikli Araç	45
Akıllı Bisiklet (İSBİKE)	3.000
Toplam	101.608



Kaynak: İstanbul Büyükşehir Belediyesi

(<https://tuhim.ihh.gov.tr/%C4%B0statistiksel-bilgiler/mevcut-toplu-ula%C5%9F%C4%B1m-ara%C3%A7-say%C4%B1lar%C4%B1/>)

Servis Aracı Bazında Şirket'in İstanbul'daki Pazar Payı



Kaynak: İstanbul Büyükşehir Belediyesi, Şirket

Karayollarında taşınan yük ve yolcu hacimlerinde de son 10 yılda düzenli artış gözlenmektedir. Pandemi şartları, 2020 yılında toplam yolcu sayısında azalma görülürken, yük taşımacılığında artış devam etmiştir. 2021 sonrasında pandemi döneminde normalleşme sürecine girilmesiyle, taşınan yolcu sayısının artmaya devam etmesi öngörülmektedir.

Karayollarında Yük ve Yolcu Taşımacılığı

Kaynak: Karayolları Genel Müdürlüğü

4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İşbu Fiyat Tespit Raporu, kapsamında Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ hükümleri doğrultusunda Uluslararası Değerleme Standartları ("UDS") çerçevesinde hazırlanmıştır. UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar standardının 40.1. numaralı maddesine göre UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardında tarif edilen üç temel değerlendirme yaklaşımı olan Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı ve Maliyet Yaklaşımı yöntemleri değerlendirilmiştir.

4.1. Gelir Yaklaşımı**4.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi Metodolojisi**

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemi, bir şirketin gelecekte yaratacağı serbest nakit akımlarının belirli bir iskonto (indirgeme oranı) ile bugüne indirgenmesi esasına dayanmaktadır. Bu yöntem ile şirketin uzun vadeli potansiyelinin analiz edilmesi ve şirketin faaliyetlerinin içsel değerini belirlenmesi hedeflenmektedir. Bu İNA Analizi Şirket'in gelecekte kaydedeceği satış büyümesi, karlılık, net işletme sermayesi yönetimi ve yatırım harcamaları varsayımlarına önemli ölçüde bağlıdır. Dolayısıyla söz konusu varsayımların farklılaşması halinde farklı değerler söz konusu olabilmektedir. Bu nedenlerden ötürü İNA Yöntemi, belirli bir süresi olan ve söz konusu süre içinde gelirleri belirli kurallara bağlı olarak hesaplanabilen içerikte olan projeler için tercih edilen bir yöntem olarak öne çıkmaktadır.

Diğer taraftan İNA Analizi için gereken verilerin sağlanması ve geleceğe yönelik doğru ve tutarlı bir şekilde tahmin edilmesi zaman alıcı ve detaylı bir süreç gerektirmekte olup bu dezavantajdan dolayı piyasadaki bireysel yatırımcılar tarafından tercih edilmemektedir.

İNA Analizi'nde önemli rol oynayan bir diğer faktör ise şirketin gelecekte kaydedeceği serbest nakit akımlarının net bugünkü değerinin hesaplanmasıdır. Net Bugünkü Değer hesaplamasında kullanılacak nakit akışı indirgeme oranı gerek şirkete borç veren gerekse şirketin sermayedarlarının getiri beklentilerini karşılayacak seviyede olmalıdır. Şirketin borçlanma

yapısı ve borç verenlerin ve sermayedarların beklentileri göz önünde bulundurularak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") kullanılmalıdır. AOSM formülü aşağıda belirtilmiştir.

$$AOSM = R_d (1-t) (D/D+E) + R_e E/(D+E)$$

R_d = Borçlanma maliyeti (Ortalama Borçlanma Maliyeti + Borçlanma Primi)

R_e = Özsermaye maliyeti

D = Sermaye yapısında borç oranı

E = Sermaye yapısında özsermaye oranı

t = Kurumlar Vergisi oranı

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti yaklaşımı ile Şirket'in özsermaye maliyeti ve vergi sonrası borçlanma maliyeti borç ve sermayenin Şirket'in sermaye yapısına bağlı olarak ağırlıklandırılmaktadır. Bu hesaplama içinde kullanılan Özsermaye Maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$R_e = R_f + B \times (R_m - R_f)$$

R_f = Risksiz Getiri Oranı

R_m = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

$R_m - R_f$ = Piyasa Risk Primi

B = Beta = ilgili hissenin piyasa hareketleri ile ilgili olan ilişkisi

Borçlanma Maliyeti ise genellikle Şirket'in uzun vadeli mevcut borçlanma maliyetini ifade etmekte olup eğer söz konusu oran mevcut değilse piyasanın ortalama faiz oranının, şirkete ilişkin risk primi eklenmesi ile oluşmaktadır. Aşağıda kullanılan formül verilmiştir.

R_d = Ortalama Piyasa Borçlanma Maliyeti + Borçlanma Primi

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde şirketin belirsiz bir süre boyunca faaliyette olacağı kabul edilerek serbest nakit akışlarının bugünkü değeri iki farklı bileşenin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

a) Projeksiyon Döneminden Gelen Değer:

Projeksiyon Dönemi olarak adlandırılan yatırım döneminde şirketin bütün operasyonları ve gelir kalemleri detaylı varsayımlarla tahmin edilerek şirkete olan toplam serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Bu nakit akışları net bugünkü değer formülü ile bugüne indirgenmektedir. Net Bugünkü Değer formülü aşağıda belirtilmiştir.

$$NBD = \sum \text{Serbest Nakit Akışları}_{(N)} / (1+r)^{(N-t)}$$

Serbest Nakit Akışlar (N) = N dönemindeki serbest nakit akışları

r = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

N = Projekte Edilen Dönem

b) Projeksiyon Dönemi Sonrasında Gelen Değer ("Artık Değer", "Uç Değer", "Devam Eden Değer"):

Projeksiyon dönemi bitişinden sonra şirketin faaliyeti sona ermediği varsayımı ile sonsuz kabul edilen belirsiz bir süre sonrasına kadar olan nakit akımlarını ifade etmektedir.

Toplam Firma Değeri (FD) = Projeksiyon Dönemi Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değeri + Artık Değer

Bu iki değerin toplanması ile Toplam Firma Değerine ulaşılmaktadır. Ancak bu değer hem borç verenlere hem de hissedarlara aittir ve hissedara olan değere ulaşabilmek için birtakım düzeltmeler yapılması gerekmektedir. Toplam Firma Değerine, değerleme dönemi itibarıyla şirket içinde bulunan nakit eklenir ve söz konusu dönemdeki borçlar düşülür. Buradan çıkan değerin üstüne eğer varsa şirketin faaliyetleri için kullanılmayan dolayısıyla INA değerlemesine konu olmayan ancak alım satım konusunda bir değer içeren varlıklar eklenerek nihai değere ulaşılır.

Kiler Holding, inşaat, enerji, taşımacılık, perakende, gıda ve turizm alanlarında kurulmuş ve kurulacak olan şirketlerin sermaye ve yönetimine katılarak finansman, organizasyon ve yatırım faaliyetlerini yönlendirme, şirketlerin gelişmelerini ve devamlılığını sağlama konularında faaliyet göstermektedir. Kiler Holding'in nakit akımları yatırımlarından, bağlı ortaklıklarının ve iştiraklerinin faaliyetlerinden oluşmaktadır. Bu doğrultuda, Kiler Holding'in geleceğe dönük faaliyetlerine ve bu faaliyetlerinden elde edeceği nakit akımlarına ilişkin tutarlı projeksiyonların yapılmasının zorluğu ve İzahname kapsamında yatırımcılarla paylaşılmamış olması nedeniyle geleceğe yönelik tahminlere yer verilmemiş, Kiler Holding özelinde indirgenmiş nakit akımları analizi yapılmamıştır.

4.2. Pazar Yaklaşımı

İşletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, bu varlıkların genelde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 20.2. veya 20.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri sağlamaları nedeniyle, pazar yaklaşımı sıklıkla uygulanmaktadır.

İşletmeleri ve işletmedeki payları pazar yaklaşımıyla değerlerken, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 20. ve 30. bölümlerinde yer verilen hükümleri uygulanmıştır.

4.2.1. Borsa Kılavuz Emsaller (Çarpan Analizi) Yöntemi Metodolojisi

Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi yönetiminde şirket değeri borsalarda işlem gören benzer şirketlerin güncel piyasa değerleri ve kamuya açıkladıkları mali tablolarındaki bulunan verilerle hesaplanan değerleme oranlarının mukayese edilmesi esasına dayanır. Piyasa çarpanları analizinin avantajları, nesnel bir yaklaşımla kolayca uygulanabilir olması olup dezavantajları ise şirketin geleceğe yönelik büyüme beklentileri ile risk faktörlerinin tam olarak fiyata yansıtılmamış olabileceği, değerlemeye konu olan benzer şirketlerin her zaman borsalarda işlem görmemesi ve/veya belirli dönemde mali tablo verilerinin kamuya açıklanmış olmasıdır. Öte yandan, bu yöntemde mukayese edilen şirketlerin güncel piyasa değerleri baz alındığından piyasalarda oluşabilecek oynaklıklara bağlı analizi sonucu değişmektedir.

Değerleme çarpanlarının seçiminde ağırlıklı olarak şirketin operasyonel faaliyetlerini ön plana çıkaran FD/FAVOK gibi çarpanlar analistler tarafından tercih edilmektedir. Ancak şirketin özelliklerine bağlı olarak şirketin piyasa değerinin diğer benzer şirketler ile karşılaştırmasına imkân sağlayacak F/K, FD/Net Satışlar, PD/DD gibi çarpanları da kullanılabilir.

4.2.2. Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi Metodolojisi

UDS 200 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar standardı çerçevesinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı 30.1. maddesinde belirtildiği üzere Kılavuz işlemler yöntemi olarak da bilinen karşılaştırılabilir işlemler yönteminde, “*gösterge niteliğindeki değere ulaşılabilmesi için değerlendirme konusu varlığın aynısı veya benzeri varlıklarla ilgili işlemlere ilişkin bilgilerden istifade edilir.*” Bu doğrultuda, halka açık olarak Borsa İstanbul’da işlem gören bağlı ortaklık ve iştiraklerin değerlemesi Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi esas alınacaktır.

4.3. Maliyet Yaklaşımı

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar standardının 70.1. maddesi “Maliyet yaklaşımı UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde uygulanamaz. Ancak, maliyet yaklaşımı işletmenin, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.8 ve 70.9. nolu maddelerinde tarif edilen toplama yönteminin uygulandığı bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olması durumunda işletmelerin değerlemelerinde kullanılmaktadır.

4.3.1. Toplama Yöntemi (Net Aktif Değer)

Toplama Yöntemi uygulanırken UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı 70.9. maddesinde yer alan “*değerleme konusu varlığın bileşeni olan her bir varlığın uygun değerlendirme yaklaşımları ve yöntemleri kullanılarak değerlendirilmesi*” temeli üzerine, Kiler Holding’in bağlı ortaklıkları ve iştirakleri uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak değerlendirilmiştir.

Bağlı ortaklık ve iştiraklerin değerlemesinde, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardında tarif edilen üç temel değerlendirme yaklaşımı olan Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri dikkate alınmıştır.

Kiler Holding’in bağlı ortaklığı Kiler GYO ve iştirakleri Tureks Turizm, Kütahya Şeker ve Doğu Aras olmak üzere dört ortaklığı halka açık olarak Borsa İstanbul’da işlem görmektedir. Uluslararası Değerleme Standartları çerçevesinde “*Pazar Değeri, bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, müvazaaatsız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır*” tanımı ve aktif bir pazardan elde edilen fiyat bilgisi genel olarak değere yönelik en güçlü kanıt olarak değerlendirilmesi uyarınca halka açık ortaklıkların değerlendirme tarihi itibarıyla işlem gördüğü kapanış fiyatı ile Toplama Yöntemi’ne dahil edilmiştir. Öte yandan Kiler Holding’in bağlı ortaklık olarak tam konsolidasyona tabi; Biskon Yapı, Beyaz Çınar, Denge Reklam, KLR Elektrik ve Nuve Elektrik yatırımları bulunmaktadır.

5. KİLER HOLDİNG DEĞERLEMESİ

Değerleme çalışmasına konu şirket bir holding şirkettir. Bu doğrultuda, değerlendirme UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar 70.1. maddesi ve UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı 70.8. maddesinde tarif edilen “*Dayanak varlık yöntemi olarak da nitelendirilen toplama yöntemi, genellikle yatırım şirketleri veya değerlerin esasen sahip oldukları payların değerinin bir unsuru olduğu varlıklar veya işletmeler için kullanılır.*” tanımı doğrultusunda Kiler Holding’in şirket değerinin hesaplanmasında Maliyet Yaklaşımı benimsenmiş ve yöntem olarak Toplama Yöntemi kullanılmıştır.

Bağlı ortaklık ve iştiraklerin değerlendirilmesinde, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardında tarif edilen üç temel değerlendirme yaklaşımı olan Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri dikkate alınmıştır.

Kiler Holding’in bağlı ortaklığı Kiler GYO ve iştirakleri Tureks Turizm, Kütahya Şeker ve Doğu Aras olmak üzere dört ortaklığı halka açık olarak Borsa İstanbul’da işlem görmektedir. Uluslararası Değerleme Standartları çerçevesinde “Elde bulundurulmuş bir finansal aracın pazar değerinin belirlenmesinde normalde en iyi göstergesi, likit bir borsadan, değerlendirme tarihinde veya değerlendirme tarihine çok yakın bir zamanda alınacak işlem fiyatları olması ve aktif bir pazardan elde edilen fiyat bilgisi genel olarak değere yönelik en güçlü kanıt olarak değerlendirilmesi uyarınca halka açık ortaklıkların değerlendirme tarihi itibarıyla işlem gördüğü kapanış fiyatı ile Toplama Yöntemi’ne dahil edilmiştir. Öte yandan Kiler Holding’in halka arz izahnamesinde kullandığı finansal tablolar itibarıyla bağlı ortaklık olarak tam konsolidasyona tabi; Biskon Yapı, Beyaz Çınar, Denge Reklam, KLR Elektrik ve Nuve Elektrik yatırımları bulunmaktadır.

5.1. Halka Açık Bağlı Ortaklık ve İştirakler

Kiler Holding’in bağlı ortaklığı Kiler GYO ve iştirakleri Tureks Turizm, Kütahya Şeker ve Doğu Aras olmak üzere dört ortaklığı halka açık olarak Borsa İstanbul’da işlem görmektedir. Uluslararası Değerleme Standartları çerçevesinde “*Pazar Değeri, bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır*” tanımı ve aktif bir pazardan elde edilen fiyat bilgisi genel olarak değere yönelik en güçlü kanıt olarak değerlendirilmesi ile UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 30.7. maddesi “*özellikle oynaklığın yüksek olduğu pazarlarda, değerlendirme tarihine daha yakın gerçekleşen işlemler o tarihte eski/geçmiş işlemlerden daha iyi bir örnek teşkil eder.*” çerçevesinde halka açık ortaklıkların değerlendirme tarihi itibarıyla işlem gördüğü kapanış fiyatı ile Toplama Yöntemi’ne dahil edilmiştir. Toplama Yöntemi’nde halka açık ortaklıkların değerlendirilmesi Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi ile yapılırken, aynı zamanda inceleme amaçlı olarak ilgili şirketler için uygun değerlendirme yöntemleri de incelenmiştir.

Bu doğrultuda, Kiler Holding'in halka açık bağı ortaklığı ve iştirakleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Kiler Holding Halka Açık Bağı Ortaklık ve İştirakleri				
Ortaklığın Ticaret Unvanı	Faaliyet Konuları Hakkında Bilgi	Sermayesi (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Sermayedeki Tutarı (TL)
Kiler GYO A.Ş.	GYO	1.395.000.000	53,54%	746.883.000
Tureks Turizm A.Ş.	Personel Servisi	108.000.000	33,65%	36.342.000
Kütahya Şeker A.Ş.	Şeker Üretimi	46.000.000	28,47%	13.096.200
Doğu Aras Enerji Yatırımları A.Ş.	Elektrik ve Enerji Yatırımı	67.000.000	40,00%	26.800.000

5.1.1. Kiler GYO A.Ş.

Kiler GYO, 2011 yılında halka arz olmuştur. Halka arz kapsamında Kiler GYO'nun çıkarılmış sermayesinin 620.000.000 TL olup her biri 1,00 TL nominal değere bölünmüştür. Çıkarılmış sermayeyi temsil eden pay grupları, A grubu 45.000.000 adet pay karşılığı 45.000.000 TL'den ve B grubu 575.000.000 adet pay karşılığı 575.000.000 TL'den oluşmaktadır. A grubu paylar nama yazılı ve B grubu paylar hamiline yazılıdır. Kiler Holding %53,54 doğrudan pay oranına sahiptir. Bu doğrultuda Kiler GYO, bağı ortaklık olarak tam konsolidasyona tabidir.

Kiler GYO'nun son üç yıla ilişkin kamuya açıklanmış, bağımsız denetimden geçmiş özet finansal tabloları aşağıda verilmiştir.

Özet Finansal Durum Tablosu (Bin TL)	2019	2020	2021
Hazır Değerler	44.439	428.371	716.240
Toplam Maddi Duran Varlıklar	2.271	12.451	14.409
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	67,81	200.774	273.200
Toplam Aktifler	1.406.889	1.852.128	2.989.448
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	75.426	34.478	17.204
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	87.694	18.883	3.526
Toplam Finansal Borçlar	163.120	53.361	20.730
Toplam Yükümlülükler	677.317	637.427	1.227.905
Toplam Özkaynaklar	729.572	1.214.701	1.761.543
Net Nakit	118.681	-375.010	-695.510

Özet Kar veya Zarar Tablosu	2019	2020	2021
Net Satışlar	747.299	269.034	524.193
Brüt Kar	-282.933	51.991	160.956
Faaliyet Karı	-299.263	33.503	118.021
Net Dönem Karı	-447.638	-12.910	547.432
Amortisman	667	1.585	3.484

5.1.1.1. Kiler GYO Değerlemesi

GYO'lar gayrimenkullere veya gayrimenkul haklarına yatırım yaparak getiri sağlama amaçlı yatırım şirketleridir. Kiler Holding'in değerlendirme çalışmasında benimsenen, UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar 70.1. maddesi ve UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı 70.8. maddesinde tarif edilen Toplama Yöntemi çerçevesinde Kiler GYO, Kiler Holding'i oluşturan bir varlık olarak nitelendirilmiş ve bu varlığın niteliğine uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak değerlendirilmiştir.

Bu doğrultuda Kiler GYO'nun yatırım şirketi olarak değeri hesaplanırken Maliyet Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı çerçevesinde Net Aktif Değer ve Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi incelenmiştir.

A) Maliyet Yaklaşımı

I. Toplama Yöntemi (Net Aktif Değer Analizi)

GYO'ların değerlemesinde kullanılan **Net Aktif Değer (NAD)**, şirketlerin sahip oldukları gayrimenkullerin değerlerine, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklenip, yükümlülüklerinin düşülmesiyle hesaplanmaktadır. Kiler GYO'nun değerlemesinde gerek 2021 yıl sonu gerekse de değerlendirme tarihi itibarıyla portföyünde sahip olduğu proje haklarının hedef değerleri kullanılarak NAD hesaplanmıştır. NAD hesaplaması yapılırken, Kiler GYO'nun mevcut piyasa değerinin yanı sıra elinde bulundurduğu portföyün değerinin de incelenmesi amaçlanmıştır. NAD hesaplamasında kullanılan girdiler, bağımsız değerlendirme şirketleri tarafından değerlendirilmiş projelere, Kiler GYO'nun internet sitesinde ve KAP üzerinden yayımladığı 2021 yılına ilişkin Faaliyet Raporu'nda yer alan kamuya açıklanmış bilgilere dayanmaktadır. Bu doğrultuda Kiler GYO için 31.12.2021 tarihli bağımsız denetim raporu ve 31.12.2021 tarihli faaliyet raporuna göre hazırlanmış karşılaştırmalı NAD hesaplaması aşağıdaki gibidir.

Kiler GYO Net Aktif Değer Hesaplaması (Bin TL)	31.12.2021 BDR	Hedef
Binalar		
İstanbul Sapphire Rezidans	80.386	80.386
Esenyurt Lojistik Merkezi	588.814	588.814
Zonguldak AVM	161.862	161.862
Referans Kartal Towers	49.028	171.145
Referans Başakşehir Vadi Projesi	21.774	215.925
Referans Kartal Kordonboyu	727	3.114
Yakuplu 483/5 Parsel Konut Projesi	58	2.545
Arsalar ve Araziler		
Marmaris Arsası	36.020	65.240
Beylikdüzü E5 Yanı Konut Arsası	5.132	57.212
Gayrimenkul Projeleri		
Referans Bahçeşehir Projesi	363.865	790.330
Referans Kartal Loca Projesi (Kartal Panoroda)	174.878	270.753
Yakuplu 484/8 Parsel Konut Projesi	108.059	379.206
Beşiktaş Abbasağa Arsası	1.103	391.105

Yakuplu 484/17 Parsel Konut Projesi	381	230.189
Toplam Gayrimenkuller	1.592.087	3.407.826
Şeker Gayrimenkul Yatırım ve İşl. (+)	205.666	208.218
Diğer Aktifler (+)	454.243	454.243
Nakit (+)	716.240	716.240
Finansal Yatırımlar (+)	21.212	21.212
Finansal Borç (-)	-20.730	-20.730
Yükümlülükler (-)	-1.207.175	-1.207.175
Net Aktif Değer @31/12/2021	1.761.543	3.579.834
2022 yılı İtibarıyla Portföye Eklenen Projeler		
Pendik Dolayoba		758.183
Eyüpsultan		343.730
Net Aktif Değer (Değerleme Tarihi İtibarıyla)		4.681.747

Hesaplama sonrası Kiler GYO'nun 31.12.2021 tarihi itibarıyla NAD değeri 1.762 Milyon TL'dir. Kiler GYO'nun yapım aşamasındaki mevcut gayrimenkul projelerinin bağımsız denetim raporu ile portföy değerinin arasındaki farkın sebebi, bağımsız denetim raporunda ilgili projelere 31.12.2021 tarihi itibarıyla katılan maliyetler aktifleşirken, portföy değerinde projelerin tamamlandıktan sonra yaratacakları nakit akımları göz önünde bulundurulmuştur. İlgili projelerin yaratacakları nakit akımları tarafımızca hesaplanmamış olup, Kiler GYO'nun internet sitesinde ve KAP'ta kamuya duyurduğu bağımsız değerlendirme raporlarından edinilen bilgiler çerçevesinde hesaplama dahil edilmiştir. Bu doğrultuda, Kiler GYO'nun Hedef Net Aktif Değeri 31.12.2021 tarihi itibarıyla 3.580 Milyon TL olarak hesaplanırken, işbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla Hedef Net Aktif Değeri 4.682 Milyon TL'dir.

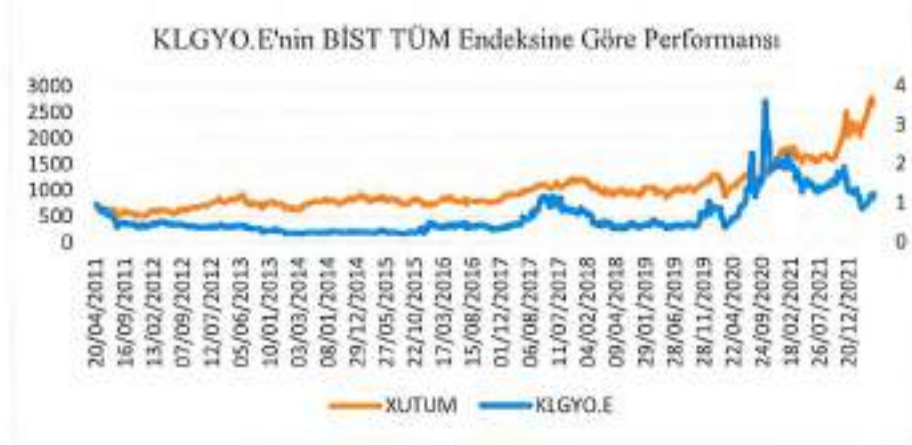
Hedef Portföy değeri üzerinden hesaplanan NAD, Hedef Portföy değerine ulaşılması için Kiler GYO'nun katlanması gereken maliyetleri içermemektedir. Kiler GYO, 31.12.2021 tarihi itibarıyla 547 Milyon TL net nakit pozisyonundadır. Mevcut projelerinin geliştirilmesi için mevcut nakit pozisyonundan daha fazla nakit ihtiyacı olabilir ya da ilerleyen dönemlerde net borçluluk kompozisyonunda değişiklikler meydana gelebilir. Bu doğrultuda, Kiler GYO'nun değerlemesini Hedef Portföy Değeri üzerinden yapmak mümkün olmamıştır.

B) Pazar Yaklaşımı

II. Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı Madde 20.1'de tarif edilen Pazar Yaklaşımı çerçevesinde, Kiler GYO'nun paylarının mevcut durum itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem görüyor olması sonucunda ve *"varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşım"* çerçevesinde **"Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi"**dir.

Kiler GYO, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı statüsünde, Borsa İstanbul'da KLGYO.E kodu ile işlem gören ortaklığın 14 Haziran 2022 tarihli kapanışa göre pay fiyatı 1,10 TL'dir. Kiler GYO'nun 11 Mayıs 2022 tarihli kapanış fiyatına göre piyasa değeri 1.534,50 milyon TL'dir.



5.1.1.2. Kiler GYO A.Ş. Değerleme Sonucu

Kiler GYO'nun değerleme çalışması sonucunda kullanılan yöntemler ve yöntemlere verilen ağırlıklar sonrasında hesaplanan şirket değeri aşağıdaki gibidir.

Kiler GYO A.Ş. Şirket Değeri				
Yaklaşım	Yöntem	Hesaplanan Değer	Ağırlık	TL
Maliyet Yaklaşımı				
Toplama Yöntemi	Net Aktif Değer	3.579.834.000	%0	--
Pazar Yaklaşımı				
Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi	Cari Piyasa Değeri	1.534.500.000	%100	1.534.500.000
Toplam			%100	1.534.500.000

Kiler GYO payları mevcut durumda Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 20.2 b bendinde "değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi" durumlarında "Pazar yaklaşımına önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir" gerekçesi çerçevesinde diğer yöntemler değerlendirilmesine dahil edilmemiş olup, Pazar Yaklaşımı ve Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi nihai değer tespitinde kullanılmıştır. Bu doğrultuda Kiler GYO'nun Özsermaye Değeri **1.534.500.000 TL** olarak belirlenmiştir.

Kiler Holding, Kiler GYO paylarının %53,54'ünü elinde bulundurmakta olup, bağlı ortaklık olarak tam konsolidasyona tabidir. Kiler Holding'in %53,54 pay sahipliğine karşılık gelen tutar **821.571.300 TL'dir.**

Ortaklığın Ticaret Unvanı	Faaliyet Konuları Hakkında Bilgi	Sermayesi (TL)	Sermayedeiki Tutarı (TL)	Sermayedeiki Payı (%)	Cari Piyasa Değeri (TL)	Cari Piyasa Değerine Göre Kiler Holding Payı (TL)
Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	GYO	1.395.000.000	746.883.000	53,54%	1.534.500.000	821.571.300

TACİRS
 YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Nispetiye Cad. Akmerkez B5 Kat: Kiler Holding
 Beşiktaş - İstanbul www.tacirs.com.tr
 Tic. Sic. No: 270986 / Mersis: 0815000270986000000
 (Boğaziçi Kurumlar V.D. 815 000 8300)

5.1.2. Tureks Turizm Taşımacılık A.Ş.

Tureks Turizm Taşımacılık Anonim Şirketi (“Tureks”) 2002 yılında Tureks Turizm Taşımacılık İnşaat Akaryakıt İstasyon Temizlik Hizmetleri İşletmeciliği Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi unvanıyla kurulmuştur. 2013 yılında, Şirket’in unvanı “Tureks Turizm Taşımacılık Anonim Şirketi” olarak değiştirilmiştir. Şirket’in ana faaliyet konuları, şehir içi, banliyö ve kırsal alanlarda karayolu ile personel, öğrenci ve benzerleri grup taşımacılığı yapmak ve filo, bireysel olarak araç kiralamaktır. 2021 yılında halka arz olan Tureks, Borsa İstanbul’da TUREX.E kodu ile işlem görmektedir. Kiler Holding, Tureks paylarının %33,65’ini elinde bulundurmaktadır. Tureks, Kiler Holding’in finansal tablolarında özkaynak yöntemiyle izlenmektedir.

Aşağıdaki tabloda Tureks’in son üç yıl itibarıyla bağımsız denetimden geçmiş özet gelir tablosu kalemleri verilmektedir.

Özet Finansal Durum Tablosu (bin TL)	2019	2020	2021
Hazır Değerler	146.978	337.335	167.027
Toplam Maddi Duran Varlıklar	23.805	18.522	17.952
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	68	200.774	273.200
Toplam Aktifler	1.805.295	2.223.769	2.925.880
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	144.431	114.552	38.103
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	174.860	126.291	184.898
Toplam Finansal Borçlar	319.291	240.844	223.001
Toplam Yükümlülükler	1.031.821	1.110.437	1.527.263
Toplam Özkaynaklar	773.475	1.113.332	1.398.617
Net Nakit	172.312	-96.492	55.974

Özet Kar veya Zarar Tablosu (bin TL)	2019	2020	2021
Net Satışlar	2.024.702	2.764.030	5.547.828
Brüt Kar	460.666	547.075	448.381
Faaliyet Karı	105.874	193.622	-27.054
Net Dönem Karı	427.843	461.746	447.880
FAVÖK	133.193	239.759	-3.571
Amortisman	27.320	46.138	23.483

5.1.2.1. Tureks Değerlemesi

Kiler Holding’in değerlendirme çalışmasında benimsenen, UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar 70.1. maddesi ve UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı 70.8. maddesinde tarif edilen Toplama Yöntemi çerçevesinde Tureks, Kiler Holding’i oluşturan bir varlık olarak nitelendirilmiş ve bu varlığın niteliğine uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak değerlendirilmiştir.

Bu doğrultuda Tureks’in değeri hesaplanırken Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi, Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi ile Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi incelenmiştir.

A) Maliyet Yaklaşımı

Tureks, personel servis taşımacılığı, bireysel ve filo kiralamanın yanı sıra iş makinesi ve çekici filo kiralama faaliyetlerinde geniş bir operasyon ağına sahiptir. Ayrıca Tureks, Vizyon Karavan bağlı ortaklığı ile karavan üretimi, tasarımı faaliyetlerine de başlamıştır. Bu doğrultuda, UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar standardının 70.1. "Maliyet yaklaşımı UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen olma kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamaz." maddesi çerçevesinde Tureks'in yatırım ya da holding şirketi olmaması nedeniyle Maliyet Yaklaşımı Tureks değerlemesinde kullanılmamıştır.

B) Gelir Yaklaşımı

I. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İncelenen diğer yöntem Gelir Yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yönetimi'dir. Akaryakıt fiyatları ve araç fiyatları Tureks'in ana maliyet kalemleridir. Mevcut küresel ve jeopolitik risklerin yanı sıra, pandemi koşullarının getirdiği belirsizlik ve özellikle petrol fiyatlarındaki yüksek volatilité, Tureks özelinde işbu rapor tarihi itibarıyla tutarlı bir projeksiyon çalışmasına imkân vermemesi nedeniyle İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi değerlemede kullanılmamıştır.

C) Pazar Yaklaşımı

Pazar Yaklaşımı'nda iki farklı yöntem olarak Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi ve Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi incelenmiştir.

I. Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi (Çarpan Analizi)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı Madde 20'de tanımlanan Pazar Yaklaşımı çerçevesinde, "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" olarak incelenmiştir. Bu yöntem ile gerek yurt içi gerekse yurt dışında Tureks ile benzer faaliyetlere sahip, borsada işlem gören şirketlerin çarpanları incelenmiştir. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi, Tureks'e benzer maliyet ve gelir yapısına sahip şirketlerin çarpanları kullanılarak, Tureks'in mevcut küresel ve jeopolitik risklere göre değerlemesinin pekiştirilmesi amaçlanmıştır. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi'nde 11 Mayıs 2022 tarihli kapanış verileri kullanılmıştır.

Çarpan Analizi Yöntemi'nde kullanılan çarpan aşağıdaki gibidir.

- F/K (Fiyat/ Kazanç)
- FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar)

Çarpan Analizi Yöntemi'nde Tureks'in 31.12.2021 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarından kullanılan veriler aşağıdaki gibidir.

Bu çerçevede Tureks'in payları, 8 Nisan 2021 tarihinde 13,20 TL fiyatla Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır. Halka arz sonrası şirket payları en yüksek 21,24 TL, en düşük 8,64 TL'den işlem görmüştür. Değerleme Tarihi olan 14 Haziran 2022 tarihli kapanışa göre pay fiyatı 12,09 TL olup, halka arz fiyatına göre %1 primlidir. Tureks'in 14 Haziran 2022 tarihli kapanış fiyatı olan 12,09 TL hisse fiyatına göre piyasa değeri **1.305.720.000 TL**'dir.



5.1.2.2. Tureks Turizm Taşımacılık A.Ş. Değerleme Sonucu

Tureks'in değerlendirme çalışması sonucunda kullanılan yöntemler ve yöntemlere verilen ağırlıklar sonrasında hesaplanan şirket değeri aşağıdaki gibidir.

Tureks Turizm Taşımacılık A.Ş. Şirket Değeri				
Pazar Yaklaşımı	Yöntem	Hesaplanan Değer	Ağırlık	TL
Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi	F/K Çarpanına Göre	993.572.803	%0	--
	FD/FAVÖK Çarpanına Göre	1.158.270.455	%0	--
Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi	Cari Piyasa Değeri	1.305.720.000	%100	1.305.720.000
Toplam			%100	1.305.720.000

Tureks payları mevcut durumda Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 20.2 b bendinde "değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi" durumlarında "Pazar yaklaşımına önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir" gerekçesi çerçevesinde diğer yöntemler değerlendirme çalışmasına dahil edilmemiş olup, Pazar Yaklaşımı ve Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi nihai değer tespitinde kullanılmıştır.

Ortaklığın Ticaret Unvanı	Faaliyet Konuları Hakkında Bilgi	Sermayesi (TL)	Sermayede Tutarı (TL)	Sermayede Payı (%)	Cari Piyasa Değeri (TL)	Cari Piyasa Değerine Göre Kiler Holding Payı (TL)
Tureks Turizm Taşımacılık A.Ş.	Personel Taşımacılık	108.000.000	36.342.000	33,65%	1.305.720.000	439.374.780

Tureks'in değerleme çalışmasında nihai sonuç olarak Şirket Değeri 1.305.720.000 TL olup, Kiler Holding'in %33,65 pay sahipliğine karşılık gelen değer 439.374.780 TL'dir.

5.1.3. Kütahya Şeker Fabrikası A.Ő.

Kütahya Şeker Fabrikası A.Ő. ("Kütahya Şeker") 28.05.1993 tarihinde TTK hükümlerine göre Kütahya'da kurulmuştur. Kütahya Şeker'in ana faaliyet konusu Şeker üretimidir. 8 Temmuz 2021 yılında halka arz edilen Kütahya Şeker, Borsa İstanbul'da KTSKR.E kodu ile işlem görmekte olup Kiler Holding, Kütahya Şeker'in %28,47'sine sahiptir.

Kütahya Şeker, Kiler Holding'in finansal tablolarında, ortaklık payı %50'nin altında olduğu için özkaynak yöntemi ile yer almaktadır.

Aşağıdaki tabloda Kütahya Şeker'in son üç yıl itibarıyla bağımsız denetimden geçmiş ana bilanço ve gelir tablosu kalemleri verilmektedir.

Özet Finansal Durum Tablosu (bin TL)	2019	2020	2021
Hazır Değerler	115.851	164.880	163.882
Toplam Maddi Duran Varlıklar	11.357	391.619	384.895
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	67,81	200.774	273.200
Toplam Aktifler	206.722	831.114	943.979
KV Finansal Borçlar	6.375	8.787	6.702
UV Finansal Borçlar	0	0	0
Toplam Finansal Borçlar	6.375	8.787	6.702
Toplam Yükümlülükler	102.498	261.261	305.600
Toplam Özkaynaklar	104.224	569.853	638.379
Net Nakit	109.475	156.093	157.180

Özet Kar veya Zarar Tablosu (bin TL)	2019	2020	2021
Net Satışlar	193.161	226.089	265.651
Brüt Kar	37.768	44.593	45.048
Faaliyet Karı	29.656	36.981	34.734
Net Dönem Karı	34.634	31.275	101.927
FAVOK	33.171	39.229	44.617
Amortisman	3.516	2.248	9.882

5.1.3.1. Kütahya Şeker Değerleme Yöntemleri

Kiler Holding'in değerleme çalışmasında benimsenen, UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar 70.1. maddesi ve UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı 70.8. maddesinde tarif edilen Toplama Yöntemi erevesinde, Kütahya Şeker, Kiler Holding'i oluşturan bir varlık olarak nitelendirilmiş ve bu varlığın niteliğine uygun değerleme yöntemleri kullanılarak değerlemesi yapılmıştır.

Bu doğrultuda Kütahya Şeker'in değeri hesaplanırken Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı erevesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi, Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi ile Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi incelenmiştir.

A) Pazar Yaklaşımı

Bunlardan ilki UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı Madde 20.1’de tarif edilen Pazar Yaklaşımı “varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşım” çerçevesinde Şirket’in paylarının mevcut durumda Borsa İstanbul’da işlem görmesinden ve son dönemde alınıp satılmış olmasından dolayı “**Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi**” (değerleme tarihi itibarıyla) olarak belirlenmiştir.

Diğer bir kullanılan Pazar Yaklaşımı yöntemi ise UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı Madde 20’de tanımlanan Pazar Yaklaşımı çerçevesinde, “**Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi**” olarak belirlenmiştir. Bu yöntemin kullanılmasının sebebi, diğer yöntemlerle belirlenen değeri pekiştirmek amaçlıdır.

I. Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi

UDS 105 Madde 30.1’e göre Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi’nde değerlemeye konu varlığın aynıısının ya da benzerleri ile ilgili işlemlere ilişkin bilgilerden faydalanılır.

Bu çerçevede Kütahya Şeker’in payları, 8 Temmuz 2021 tarihinde 19,32 TL fiyatla Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamış olup ilk günlük kapanış fiyatı 18,90 TL’dir. Halka arz sonrası şirket payları en yüksek 96,05 TL, en düşük 15,06 TL olarak gerçekleşmiştir. Değerleme Tarihi olan 14 Haziran 2022 tarihli kapanışa göre pay fiyatı 31,46 TL olup halka arz fiyatının %49,81 üzerindedir. Aşağıdaki grafikte açılıştan itibaren gerçekleşen fiyat hareketleri verilmektedir.



Kütahya Şeker’in 14 Haziran 2022 tarihindeki kapanış fiyatı olan 31,46 TL’ye göre şirket değeri 1.447.160.000 TL’dir.

Ortaklığın Ticaret Unvanı	Faaliyet Konuları Hakkında Bilgi	Sermayesi (TL)	Sermayedeği Tutarı (TL)	Sermayedeği Payı (%)	Cari Piyasa Değeri (TL)	Cari Piyasa Değerine Göre Kiler Holding Payı (TL)
Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.	Şeker Üretimi	46.000.000	13.096.200	28,47%	1.447.160.000	412.006.452

II. Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi

Pazar Yaklaşımı çerçevesinde kullanılan ikinci değerlendirme yöntemi olan Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi ile Kütahya Şeker'in benzer şirketler ile olan karşılaştırmalı olarak şeker üretim faaliyetlerinin değerlemesinin yapılması ve üzerine faaliyet dışı varlıklar olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller'in değerinin eklenmesi ile Kütahya Şeker'in Özkaynak Değerine ulaşılması hedeflenmektedir.

Benzer şirketlerin seçimi sırasında hem bulunduğu piyasa şartlarını içermesi hem de benzer mali yapıya sahip olması nedeniyle aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin dikkate alınması esastır. Ancak birebir benzerliklerin oluşmadığı durumlarda aynı sektörde benzer faaliyet alanlarına sahip olan şirketler de seçilebilmektedir. Bu durumda, oluşabilecek olan önyargılı çarpanları hesaplama haricinde tutabilmek için mümkün olduğu kadar geniş bir örneklem bazı olması tercih edilmektedir.

Kütahya Şeker oldukça defansif ve sıkı regülasyonlara tabii olan bir piyasa olan Şeker piyasasında faaliyet göstermesi ve yurt içinde birebir benzer bir şirket olmaması sebebiyle benzer şirket seçiminde geniş bir örnekleme ulaşmak amacıyla hem yurt içinde faaliyet gösteren ve benzer yapıya sahip olduğu düşünülen gıda sektöründe faaliyet gösteren şirketler hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan şirketlerin dahil edildiği geniş bir örneklem oluşturmaya çalışılmıştır.

Borsa Kılavuz Emsaller Yönteminde Kullanılan Şirket Mali Verileri

Kütahya Şeker'in en son açıklanan 2021 yılı sonu bilanço ve gelir tablosu mali tablo kalemleri değerlemeye konu edilmiştir. Aşağıda bağımsız denetim raporunda yer aldığı şekli ile söz konusu mali tablo kalemleri sunulmaktadır.

Kullanılan Mali Tablo Kalemleri	31/12/2021 Bağımsız Denetimden Geçmiş
FAVÖK	44.616.770
Net Kar	101.927.240
Özkaynak	638.378.701
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	273.200.000
Düzeltilmiş Özkaynak	365.178.701
Nakit @31/12/2021	163.881.862
Finansal Borçlar @ 31/12/2021	6.702.043
Net Nakit @ 31/12/2021	157.179.819

Şirket'in aktifleri arasında yer alan ve yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflanan arsalar, Şirket'in bu arsalar üzerindeki tasarrufuna bağlı olarak 31/12/2021 tarihi itibarıyla yeniden değerlemeye tabii tutularak gerçeğe uygun değerleri ile sunulmuştur. Bu noktada nihai değer hesaplamasında mükerrerlik yaratmaması için PD/DD çarpanına konu edilecek özkaynak

değeri için bir düzeltmeye gidilerek, yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflanmış olan arsaların, yeniden değerlemeye tabii olan kısmı özkaynaklar içinden çıkarılmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler Analizi

Kütahya Şeker faaliyet konusu itibarıyla, nispeten satış ve tahsilat riski olmayan, üretimleri kotalarla belirli olan ve gıda sektöründe yer alan bir şirkettir. Benzer şirket olarak her ne kadar yurt içinde şeker sektöründe faaliyet gösteren şirket olmamakla birlikte; üretimlerinde şeker kullanan, tarımsal faaliyetleri olan ve gıda sektörü içinde faaliyet gösteren halka açıklık oranı ve likiditesi yüksek olan gıda şirketleri dikkate alınmıştır.

Söz konusu şirketlerin 14 Haziran 2022 tarihi itibarıyla mevcut piyasa değerleri üzerinden 2021 yılı sonu mali tablolarındaki değerlere göre hesaplanan FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

ŞİRKETLER	FD/FAVOK	F/K	PD/DD
KRVGD:IS	9,6	13,6	1,9
PENGDI:IS	6,7	13,8	1,2
PETUN:IS	10,4	7,5	0,8
PINSU:IS	20,0	-5,4	1,8
PNSUT:IS	8,1	7,4	0,6
TATGD:IS	10,7	9,1	2,2
TUKAS:IS	6,5	6,5	2,8
ULKER:IS	5,3	-4,0	2,1
ULUUN:IS	4,9	5,2	2,0
Medyan	8,1	7,5	1,9

Anlamli olmayan çarpan değerleri dışarıda bırakıldıktan sonra hesaplanan medyan değerlerinin, uç değerleri elimine etmek açısından daha sağlıklı bir yöntem olduğuna dayanarak, medyan değerleri çarpan yöntemi ile yaptığımız değerlendirme hesaplamamızda dikkate alınmıştır.

Kullanılan çarpan yöntemlerinden FD/FAVÖK çarpanına %40, F/K çarpanına %30 ve PD/DD çarpanına %30 ağırlık verilmiştir. PD/DD hesaplaması yapılırken karşılaştırılabilir olması açısından düzeltilmiş özkaynak kullanılmıştır. Bu şekilde hesaplanan değere net nakit eklenmesi ve piyasa değerlerinin yukarıda verilen oranlar kullanılarak ağırlıklandırılması sonucu Kütahya Şeker'in faaliyetleri için **643.354.668 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

Yurt İçi Çarpan Analizi (TL)	FD/FAVÖK*	F/K	PD/DD -Düzeltilmiş
XGIDA	8,5	9,2	2,0
Özsermaye Değeri	534.921.936*	934.703.042	735.884.970
<i>Ağırlık</i>	<i>40%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		715.145.177	

*FD/FAVÖK çarpanı ile firma değeri 377.742.117 TL olarak hesaplanmış olup, Kütahya Şeker'in 157.719.819 TL net nakit pozisyonunu firma değerine eklenerek FD/FAVÖK çarpanına göre özsermaye değeri 534.921.936 TL hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirket Analizi

Yurt dışı benzer şirket analizi için yurt dışında hem gelişmekte olan ülkelerdeki hem de gelişmiş ülkelerdeki şeker üretim ve satış faaliyeti içinde bulunan şirketlerin yanı sıra uluslararası alanda tarımsal ürünler üretimi, ihracatı yapan gıda firmaları dikkate alınmış ve farklı sınıflamalarla değerlendirmeye alınmıştır. Aşağıdaki tabloda uluslararası piyasalarda işlem gören seçilmiş gıda firmaları sunulmuştur.

Şirket	Ülkesi	Faaliyet Alanı	Piyasa Değeri (Mn ABDS)
Gelişmekte Olan Ülkeler - Seçilmiş Şeker Üreticileri			
Nanning Sugar Manufacturing Co Ltd	Çin	Nanning Sugar Industry Co., Ltd. Çin'de kurulmuş, şeker ve şeker ürünleri üretip satmaktadır. Şirket şeker kamışından melas, küspe ve ham şeker üretmektedir. Ayrıca gübre, alkol ve kağıt gibi diğer ürünler de üretilmektedir.	257
Bannari Amman Sugars Ltd	Hindistan	Hindistan'da kurulu bulunan Bannari Amman Sugars, şeker ve melas üretmektedir. Şirket ayrıca elektrik üretim dağıtmaktadır.	402
Dangote Sugar Refinery Plc	Nijerya	Nijerya'da kurulu bulunan Dangote Sugar Refinery PLC hem Nijerya hem de Afrika geneline ham şeker üretip, rafine etmekte, paketlemekte ve satmaktadır.	498
Dalmia Bharat Ltd	Hindistan	Hindistan'da kurulu bulunan, Dalmia Bharat Sugar and Industries Ltd. şeker üretmektedir. Şirket'in şeker kamışı öğütme tesisi bulunmaktadır.	411
Khon Kaen Sugar Industry Plc	Tayland	Tayland'da kurulu bulunan Khon Kaen Sugar Industry Public Company Limited şeker üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket rafine ham şeker ve beyaz şekeri üretip satmaktadır. Ayrıca melastan etanol üretme faaliyeti de bulunmaktadır.	448
Kaset Thai International Sugar Corp Plc	Tayland	Tayland'da kurulu bulunan Kaset Thai International Sugar Corp PCL, şeker üretip gerek Tayland içine gerekse de uluslararası piyasalara satmaktadır. Şirket ayrıca şeker üretiminin yan ürünleri olan melas ve selülozden kağıt, alkol gibi yan ürünler de üretmektedir.	4
Msm Malaysia Holdings Bhd	Malezya	Malezya'da kurulu bulunan MSM Malaysia Holdings Bhd, şeker ürünleri üretmektedir. Şirket rafine beyaz şekerden kahverengi şekere kadar çok çeşitli şeker ürünleri üretip satmaktadır.	146
Rogers Sugar Inc	Kanada	Kanada'da kurulu bulunan Rogers Sugar Inc., hem şeker kamışından hem de şeker pancarından şeker ve akçağaç şurubu üretip satmaktadır. Şirket çok çeşitli çab ve şekillerde şeker ve şurup üretebilmektedir.	489
Gelişmekte Olan Ülkeler Seçilmiş Gıda Firmaları			
Şirket	Ülkesi	Faaliyet Alanı	Piyasa Değeri (Mn ABDS)
Tiger Brands Limited	Güney Afrika	Güney Afrika'da kurulu bulunan Tiger Brands Limited, şekerleme, unlu mamuller, yenilebilir yağlar gibi genel gıda ürünlerinin üretim, satış ve dağıtımını yapmaktadır.	1.719
Savola Group	Suudi Arabistan	Suudi Arabistan'da kurulu bulunan Savola Grup, yenilebilir yağlar, atıştırılabilir ürünler, rafine şeker, süt ve süt ürünleri gibi çok çeşitli gıda ürünleri üretip, pazarlamaktadır.	5.240
Grupo Nutresa S.A. (Nutresa)	Kolombiya	Kolombiya'da kurulu bulunana Grupo Nutresa SA, hem ulusal hem de uluslararası piyasada, gıda ürünleri	5.704

		üretim ve dağıtımını yapmaktadır. Şirket'in ürünleri arasında çikolata, kahve, makarna, dondurma ve et ürünleri bulunmaktadır.	
Almarai Co.	Suudi Arabistan	Suudi Arabistan'da kurulu bulunan Almarai Company JSC, bir gıda ve içecek şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket'in, meyve suları, unlu mamuller, süt ve süt ürünleri, bebek mamaları gibi çok geniş bir yelpazede üretim ve satışı bulunmaktadır.	14.507
Juhayna Food Industries Sae	Mısır	Mısır'da kurulu bulunan Juhayna Food Industries, süt, yoğurt, meyve suyu, krema ve tatlı gibi gıda ürünleri işleyip satmaktadır.	418

Gelişmiş Ülkeler – Seçilmiş Gıda Firmaları			Piyasa Değeri (Mn ABDS)
Şirket	Ülkesi	Faaliyet Alanı	
Nestle Sa	İsviçre	Nestle S.A, uluslararası alanda faaliyet gösteren bir gıda şirkettir. Faaliyet gösterdiği alanlar arasında, süt ve sütü ürünler, çikolata, şekerleme, kahve, su, hayvan mamaları gibi çok çeşitli gıda ürünleri bulunmaktadır.	346.834
Danone Sa	Fransa	Uluslararası bir gıda üreticisi olan Danone, tüm dünyada sütü mamuller, meyve suyu, bebek maması gibi ürünler üretilmektedir.	39.122
Aak	İsveç	İsveç'te kurulu bulunan, AAK AB, Avrupa ve Amerika'ya bitkisel yağlar, çikolata ve şekerleme mamuller, gıda malzemeleri ve yemler gibi ürünler üretilmektedir.	4.168
The Kraft Heinz Co	ABD	ABD'de kurulu bulunan Kraft Heinz Company, uluslararası alanda işlenmiş gıda ürünleri üretilmektedir. Ürünleri arasında süt ürünler, soslar, süt tozu ve diğer işlenmiş gıda ürünleri yer almaktadır.	53.242
Jm Smucker Co	ABD	ABD'de kurulu bulunan The JM Smucker Company, tüm dünyaya fıstık ezmesi, meyve ezmesi, unlu mamuller, meyve suları, şeker şurupları ve içecekler gibi çok geniş bir yelpazede işlenmiş gıda ürünleri satmaktadır.	15.665
Kellogg Co	ABD	ABD'de kurulu bulunan Kellogg Company, mısır gevrekleri tahıl barlar, atıştırmalıklar gibi tahıl ve şekerli mamuller üretimi ve satışı yapmaktadır.	24.455

Söz konusu şirketlerin 14 Haziran 2022 tarihi itibarıyla mevcut piyasa değerleri üzerinden hesaplanan FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Gelişmekte Olan Ülkeler - Seçilmiş Şeker Üreticileri	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
Nanning Sugar Manufacturing Co Ltd	18,4	-30,4	7,5
Bannari Amman Sugars Ltd	a.d.	39,4	a.d.
Dangote Sugar Refinery Plc	2,0	8,8	1,5
Dalmia Bharat Ltd	4,8	9,7	1,2
Khon Kaen Sugar Industry Pcl	24,3	27,2	0,9
Kaset Thai International Sugar Corp Pcl	19,00	-1099,7	2,8
Msm Malaysia Holdings Bhd	a.d	a.d	0,4
Rogers Sugar Inc	9,2	12,7	2,0
Medyan	13,81	12,66	1,52

Gelişmekte Olan Ülkeler Seçilmiş Gıda Firmaları	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
Tiger Brands Limited	5,8	13,9	1,7
Savola Group	15,1	85,7	2,4
Grupo Nutresa S.A. (Nutresa)	a.d.	23,3	1,9
Almarai Co.	13,9	32,8	3,2
Jubayna Food Industries Sac	6,0	14,0	2,2
Medyan	9,93	23,29	2,23

Gelişmiş Ülkeler-Seçilmiş Gıda Firmaları	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
Nestle Sa	18,3	18,1	5,8
Danone Sa	9,9	18,4	2,0
Aak	14,4	25,2	3,0
The Kraft Heinz Co	10,9	36,1	0,9
Jm Smucker Co	11,4	21,5	1,7
Kellogg Co	13,8	15,0	6,1
Medyan	12,56	19,97	2,53

Anlamlı olmayan çarpan değerlerini dışarıda bırakmak için medyan değerleri kullanılmıştır. Ayrıca PD/DD hesaplaması yapılırken karşılaştırılabilir olması açısından Şirket'in düzeltilmiş özkaynak değeri kullanılmıştır. Farklı kategorilerdeki seçilmiş firmalar için gelişmekte olan ülkelerdeki şeker üreticileri için %50, gelişmekte olan ülkelerde yer alan seçilmiş gıda şirketleri için %30 ve gelişmiş ülkelerde yer alan seçilmiş gıda şirketleri için de %20 ağırlık kullanılarak aşağıdaki tabloda verilen ortalama FD/ FAVÖK, F/K ve PD/DD değerlerine ulaşılmıştır.

	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD	Ağırlık
Gelişmekte Olan Ülkeler - Seçilmiş Şeker Üreticileri	13,81	12,66	1,52	50%
Gelişmekte Olan Ülkeler Seçilmiş Gıda Firmaları	9,93	23,29	2,23	30%
Gelişmiş Ülkeler – Seçilmiş Gıda Firmaları	12,56	19,97	2,53	20%
Ağırlıklı Ortalama	12,4	17,3	1,9	
Özsermaye Değeri	710.256.406	1.764.850.466	705.750.532	
<i>Ağırlık</i>	<i>40%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>	
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	1.025.282.856			

*FD/FAVÖK çarpanı ile firma değeri 553.076.587 TL olarak hesaplanmış olup, Kütahya Şeker'in 157.719.819 TL net nakit pozisyonu firma değerine eklenerek FD/FAVÖK çarpanına göre şirket değeri 710.256.406 TL hesaplanmıştır.

FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarına göre hesaplanan Firma Değeri üzerine net nakit düzeltilmesinden sonra Yurt içi Çarpan Analizinde kullanılan benzer oranlar kullanılarak ağırlıklandırılmış ve yurt dışı benzer şirketler çarpan analizi kullanılarak Kütahya Şeker faaliyetleri için **1.025.282.856 TL ağırlıklandırılmış özsermaye değerine** ulaşılmıştır.

Borsa Kılavuz Emsallar Yöntemine Göre Nihai Değer

Yurt içi ve yurt dışı seçilmiş benzer şirketler analizi sonucu hesaplanan değerler eşit ağırlıklı olarak dikkate alınmış ve Kütahya Şeker'in faaliyetleri için **870.214.016 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır. Kütahya Şeker'in nihai değerini belirlemek için bu değer üzerine faaliyetlerinde kullanılmayan ve yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflanan arsaların bilançoda yer alan değeri eklenerek Kütahya Şeker için **1.143.414.017 TL** nihai özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Piyasa Çarpan Analizi Değeri (TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık
Yurt içi Çarpan Değerlemesi	715.145.177	50%
Yurt dışı Çarpan Değerlemesi	1.025.282.856	50%
Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemine Göre Özsermaye Değeri	870.214.016	
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Bilanço Değeri (+)	273.200.000	
Nihai Özsermaye Değeri	1.143.414.017	

B) Gelir Yaklaşımı

Kullanılan ikinci UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı Madde 40'ta tanımlanan Gelir Yaklaşımı çerçevesinde “İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi” benimsenmiştir. Bu yöntemin tercih edilmesinin sebebi, değişen makro ekonomik piyasa koşulları çerçevesinde artan enflasyon ve arz sıkıntısı ile birlikte şeker fiyatlarında ve pancar maliyetlerinde yaşanan artışın, Şirket'in mevcut piyasa değerine ne kadar etkisi olabileceğini görebilmektir. Faaliyet dışı olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller için ise Bağımsız Denetim Raporunda yer alan ve 25/02/2022 tarihli gayrimenkul değerlendirme raporuna baz edilen değer dikkate alınmıştır.

I. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Faaliyetlerin değerlendirilmesi için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı Madde 40'ta tanımlanan Gelir Yaklaşımı çerçevesinde “İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi” benimsenmiştir. İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi çerçevesinde Kütahya Şeker'in 31.12.2021 tarihli mali tabloları ile halka arz döneminde ileriye dönük olarak yayınlamış oldukları projeksiyonlar değerlendirilmiştir. Bu projeksiyonların değişen makro ekonomik koşullar, şeker fiyatlarında yaşanan değişimler ve Kütahya Şeker'in yapmış olduğu KAP açıklamaları çerçevesinde yeniden değerlendirilmesi ile Kütahya Şeker için 2027 yılına kadar yapılan projeksiyonlar güncellenmiştir. Aşağıda söz konusu projeksiyonlar için revize edilen temel varsayımlar sıralanmaktadır.

i.Revize edilen varsayımlar

- 2022 yılı A kotası Şeker fiyatı için 04 Nisan 2022 tarihinde Türkşeker tarafından açıklanan fiyatlar baz alınmış ve sonraki yıllara ilişkin tahminler bu fiyat üzerinden Tacirler Yatırım Araştırma biriminin hazırlamış olduğu makro ekonomik tahminlerde yer alan gıda enflasyonu oranına göre artırılmıştır.
- C kotası şeker için Şirket tarafından verilen 2022 yılı fiyatları kullanılmış sonraki yıllar için Londra Borsasında gerçekleşen 2022 yılının ilk 4 aylık ortalama fiyatları alınmıştır.
- 2022/2023 kampanya dönemi pancar alım fiyatı olarak Kütahya Şeker'in 11.03.2022 tarihinde yaptığı KAP açıklamasına istinaden ton başına 1.000 TL fiyat baz alınmıştır. Söz konusu fiyat pancar alım maliyetlerinde enflasyon üzerinde bir artışa karşılık gelmektedir. Yıllar itibarıyla pancar alım fiyatlarının enflasyon bazında hareket ettiği göz önüne alınarak 2023/2024 kampanya dönemine ilişkin pancar alım fiyatlarında bir düzeltme yapılmıştır. Sonraki yıllar için ise pancar alım fiyatları Tacirler Yatırım Araştırma biriminin hazırlamış olduğu makro ekonomik tahminlerde yer alan gıda enflasyonu oranına göre artırılmıştır.

- Ham Şeker yatırımına ilişkin faaliyete geçme süresi, yatırımların halen devam etmesi nedeniyle 2022/2023 kampanya dönemine ötelenmiştir.

Bu varsayımlar çerçevesinde Kütahya Şeker için aşağıdaki tabloda verilen projeksiyonlara ulaşılmaktadır.

000*TL	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Baz Yıl
Net Satışlar	265.651	578.077	1.254.505	1.886.657	2.213.120	2.588.151	3.026.782	3.178.122
SMM	220.602	433.583	1.019.114	1.638.284	1.929.885	2.260.085	2.644.421	
Brüt Kar	45.048	144.493	235.391	248.373	283.236	328.066	382.361	401.479
Faaliyet giderleri	10.314	18.003	27.040	35.873	42.357	49.735	58.154	
Faaliyet Karı	34.734	126.490	208.351	212.500	240.879	278.331	324.208	340.418
Amortismanlar	9.882	9.777	11.102	11.032	11.032	10.927	10.927	
FAVÖK	44.617	136.267	219.453	223.532	251.911	289.257	335.135	351.891

ii. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Yukarıda verilen varsayımlar çerçevesinde oluşturulan projeksiyonlar baz alınarak Firmaya Serbest Nakit Akımları hesaplanmış ve bu nakit akımları AOSM iskonto oranı kullanılarak Kiler Holding için kullanılan Net Aktif Değer hesaplama tarihi olan 31.12.2021 tarihine indirgenmiştir.

iii. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

AOSM oranı hesaplamasında risksiz faiz oranı olarak 10 yıl vadeli hazine tahvili TRT131130T14'ün son üç aylık ortalama bileşik getirisi kullanılmıştır. Risk primi %5,5, Beta ise Kütahya Şeker'in işlem gördüğü tarihten itibaren BIST 100 endeksi ile karşılaştırılması ile oluşan kendi Beta değeri olan 0,58 katsayısı kullanılmıştır. Kütahya Şeker borç kullanmamakta ancak Ziraat Bankasının şeker üreticileri için kullandığı uygun faizli kredileri kullanmaktadır. Bu çerçevede borçlanma maliyeti olarak söz konusu faiz oranı olan %8,5 ve vergi oranı olarak da ilk defa halka açılan şirketler için geçerli olan 2 puan indirim yapılmış şekli ile %21 alınmıştır.

Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla kullanılan AOSM oranları ve hesaplaması yer almaktadır.

AOSM	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Risksiz Faiz Oranı	24,2%	26,1%	23,0%	22,0%	21,0%	20,0%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Kaldıraçlı Beta	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58
Özsermaye Maliyeti	27,4%	29,3%	26,2%	25,2%	24,2%	23,2%
E/E+D	99%	99%	99%	99%	99%	99%
Borçlanma Maliyeti	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Vergi Oranı	21%	18%	18%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	27,2%	29,1%	26,0%	25,0%	24,0%	23,0%

Devam Eden Değer için büyüme oranı %5 olarak alınmış ve bu oran ile hesaplanan Devam Eden Değer 2027 yılındaki iskonto oranı ile indirgenmiştir.

Aşağıdaki tabloda Serbest Nakit Akımları ve Devam Eden Değer hesaplamaları ile Kütahya Şeker'in faaliyetleri sonucu oluşan Firma Değeri ile birlikte Net Nakit ve Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin eklenmesi ile oluşan Piyasa Değeri verilmektedir. Faaliyet dışı olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller için Bağımsız Denetim Raporunda yer alan ve 25.02.2022 tarihli gayrimenkul değerlendirme raporuna baz edilen değer dikkate alınmıştır.

Serbest Nakit Akımları	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Baz Yıl
FAVOK	136.267	219.453	223.532	251.911	289.257	335.135	351.891
Vergi (-)	22.087	36.278	39.033	49.344	57.443	67.433	70.378
Yatırım Harcamaları (-)	12.874	16.773	9.433	11.066	12.941	15.134	15.891
İşletme Sermayesi Değişim (+/-)	-53.410	-173.421	-168.052	-79.701	-90.355	-105.210	-110.471
Firmaya Olan Serbest Nakit Akımı	154.715	339.823	343.118	271.203	309.229	357.778	376.093
İndirgenmiş Nakit Akımı	121.638	206.976	165.872	104.886	96.438	90.700	2.087.120
İskonto Oranı	27,2%	29,1%	26,0%	25,0%	24,0%	23,0%	23,0%
İskonto Faktörü	0,79	0,61	0,48	0,39	0,31	0,25	25,4%
000'TL		Özet Değerleme					
		INA Analizi					
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri							786.510
Artık Değer							2.087.120
Artık Değerin Bugünkü Değeri							529.104
Toplam Firma Değeri							1.315.614
Net Nakit (+)							157.180
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul (+)							273.200
Piyasa Değeri							1.745.994

Yukarıdaki hesaplamalar sonucu İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi ve Toplama Yöntemine göre Kütahya Şeker için faaliyetleri ve faaliyet dışı varlıklarının toplam değerlendirilmesi 1.745.994.703 TL olarak hesaplanmaktadır.

5.1.3.2. Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş. Nihai Değer

Kütahya Şeker'in değerlendirme çalışması sonucunda kullanılan yöntemler ve yöntemlere verilen ağırlıklar sonrasında hesaplanan şirket değeri aşağıdaki gibidir.

Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.				
Yaklaşım	Yöntem	Hesaplanan Değer	Ağırlık	TL
Gelir Yaklaşımı				
İndirgenmiş Nakit Akımları		1.745.993.703	%0	--
Pazar Yaklaşımı				
Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi		1.143.414.017	%0	--
Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi	Cari Piyasa Değeri	1.447.160.000	%100	1.447.160.000
		Toplam	%100	1.447.160.000

Kütahya Şeker payları mevcut durumda Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 20.2 b bendinde "değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi" durumlarında "Pazar yaklaşımına önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir" gerekçesi

çerçevesinde diğer yöntemler değerlendirme çalışmasına dahil edilmemiş olup, Pazar Yaklaşımı ve Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi nihai değer tespitinde kullanılmıştır.

Ortaklığın Ticaret Unvanı	Faaliyet Konuları Hakkında Bilgi	Sermayesi (TL)	Sermayedeki Tutarı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Cari Piyasa Değeri (TL)	Cari Piyasa Değerine Göre Kiler Holding Payı (TL)
Kütahya Şeker A.Ş.	Şeker Üretimi	46.000.000	13.096.200	28,47%	1.447.160.000	412.006.452

Kütahya Şeker'in değerlendirme çalışmasında nihai sonuç olarak Özsermaye Değeri **1.447.160.000 TL** olup, Kiler Holding'in %33,65 pay sahipliğine karşılık gelen değer **412.006.452 TL**'dir.

5.1.4. Doğu Aras Enerji Yatırımları A.Ş.

Doğu Aras Enerji Yatırımları Anonim Şirketi ("Doğu Aras") 16 Mayıs 2013 tarihinde Erzurum'da kurulmuştur. Doğu Aras ana faaliyet konusu elektrik enerjisi dağıtımı, perakende ve toptan satışı vb. amaçlarla faaliyet gösteren şirketler kurmak veya iştirak edilmesidir. 28.06.2013 tarihinde Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş.'nin Aras Elektrik Dağıtım A.Ş. ("Aras EDAŞ") ve Aras Elektrik Perakende Satış A.Ş. ("Aras PESAS") sahip olduğu sermayenin %100'üne teşkil eden payların blok satış yöntemi ile Doğu Aras'a satış işlemini gerçekleştirmiştir. Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş. %100 paylarına sahip olduğu Aras EDAŞ ve Aras EPSAŞ'ın paylarını 8 Temmuz 2013 tarihinde aldığı Yönetim Kurulu kararları ile Doğu Aras'a devretmiştir.

Doğu Aras'ın son 3 yıla ilişkin bağımsız denetimden geçmiş özet finansal tabloları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Özet Finansal Durum Tablosu (Bin TL)	2019	2020	2021
Hazır Değerler	146.978	337.335	167.027
Toplam Maddi Duran Varlıklar	23.805	18.522	17.952
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	68	200.774	273.200
Toplam Aktifler	1.805.295	2.223.769	2.925.880
KV Finansal Borçlar	144.431	114.552	38.103
UV Finansal Borçlar	174.860	126.291	184.898
Toplam Finansal Borçlar	319.291	240.844	223.001
Toplam Yükümlülükler	1.031.821	1.110.437	1.527.263
Toplam Özkaynaklar	773.475	1.113.332	1.398.617
Net Nakit	172.312	-96.492	55.974

Özet Gelir Tablosu Verileri (Bin TL)	2019	2020	2021
Net Satışlar	2.024.702	2.764.030	5.547.828
Brüt Kar	460.666	547.075	448.381
Faaliyet Karı	105.874	193.622	664.511
Net Dönem Karı	427.843	461.746	447.880
FAVÖK (Düzeltilmiş)	133.193	239.759	660.767
Amortisman	27.320	46.138	23.483

5.1.4.1. Doğu Aras Değerlemesi

Doğu Aras'ın değerlemesi yapılırken UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar standardı çerçevesinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardında tanımlaması yapılan yöntemler incelenmiştir. Kiler Holding'in değerlendirme çalışmasında benimsenen, UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar 70.1. maddesi ve UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı 70.8. maddesinde tarif edilen Toplama Yöntemi çerçevesinde Doğu Aras, Kiler Holding'i oluşturan bir varlık olarak nitelendirilmiş ve bu varlığın niteliğine uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak değerlendirilmiştir.

Bu doğrultuda Doğu Aras'ın değeri hesaplanırken Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi, Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi ile Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi incelenmiştir.

A) Maliyet Yaklaşımı

Doğu Aras, elektrik perakende Aras EPSAŞ, elektrik dağıtım tarafında ise Aras EDAŞ faaliyet gösteren şirket paylarının tamamına sahip olup, yaptığı sözleşmeler ile gelir sağlayan, altyapı yatırımları yapan bir şirkettir. Bu doğrultuda, UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar standardının 70.1. maddesi "*Maliyet yaklaşımı UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamaz.*" çerçevesinde Maliyet Yaklaşımı, Doğu Aras'ın değerlemesinde kullanılmamıştır.

B) Gelir Yaklaşımı

II. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Doğu Aras, Aras EPSAS ve Aras EDAŞ'ın konsolidasyonu ile oluşmakta olup, bu iki şirketin faaliyetlerini etkileyen durumlar Şirket'in bilançolarına da etki etmektedir. Bu çerçevede Doğu Aras'ın Gelir Yaklaşımı kapsamında geleceğe dönük projeksiyonlar oluşturulmaya çalışılmıştır. Ancak Aras EPSAŞ'ın faaliyetleri direkt olarak enerji maliyetlerinden önemli ölçüde etkilenmekte, Aras EDAŞ'ın yatırımlardan kaynaklanan gelir ve gider kalemleri de döviz kuruna ve enflasyona bağlı olarak belirlendiğinden dolayı bu iki makro ekonomik faktördeki değişimlerden önemli ölçüde etkilenmektedir. Bu çerçevede regülatör davranışları da günün değişen koşullarına göre farklılık gösterebilmektedir.

Bu noktada artan enerji maliyetleri ve bu maliyetlerin ne ölçüde tarifeye yansıtılabileceği ve yatırımlardan kaynaklanan enflasyon endeksli gelirlerin ne şekilde gerçekleşeceği tarafımızdan öngörülemediği için İndirgenmiş Nakit Akım Analizi yapılamamıştır.

C) Pazar Yaklaşımı

Doğu Aras'ın değerlendirilmesi yapılırken, Pazar Yaklaşımı'nda iki farklı yöntem incelenmiştir.

Bunlarda ilki, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı Madde 20'de tanımlanan Pazar Yaklaşımı çerçevesinde, “**Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi**” olarak belirlenmiştir. Bu yöntem ile gerek yurt içi gerekse yurt dışında Doğu Aras ile faaliyetleri benzer, borsada işlem gören şirketlerin çarpanları incelenmiştir. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi'nin incelenmesi ile, Doğu Aras'ın mevcut küresel ve jeopolitik risklere göre değerlemesinin pekiştirilmesi amaçlanmıştır.

İkinci yöntem olarak, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı Madde 20.1'de tarif edilen Pazar Yaklaşımı “*varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşım*” çerçevesinde “**Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi**”dir. Doğu Aras'ın paylarının Borsa İstanbul'da işlem görüyor olmasından dolayı “**Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi**” (değerleme tarihi itibarıyla) değerlendirme yöntemi olarak belirlenmiştir.

I. Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi (Çarpan Analizi)

Doğu Aras'ın, Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi'nde kullanılan 31.12.2021 tarihli finansal verileri aşağıdaki gibidir.

BİN TL	31.12.2021
FAVÖK	660.767
Net Kar	447.880
Satışlar	5.547.828
Net Finansal Borç	23.215

Kılavuz Emsaller Yöntemi'nde Doğu Aras'ın değerini hesaplamak amacıyla yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin 14 Haziran 2022 tarihli kapanış fiyatlarına göre oluşan çarpanları kullanılmıştır.

i. Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

Türkiye'de Enerjisa dışında sadece elektrik dağıtım işi yapan şirket olmamakla birlikte, elektrik dağıtım/satış faaliyeti olan Ak Enerji, Aydem ve Zorlu Enerji gibi enerji üretim şirketleri Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. Bu durum yurt dışındaki şirketlerde de benzer şekildedir.

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	FD/FAVÖK	F/K	FD/NET SATIŞLAR
ENJSA:IS	6,12	8,48	0,74
AKENR:IS	8,36	-0,46	1,84
AYDEM:IS	10,62	-36,03	8,45
ZOREN:IS	6,78	237,54	2,05
Ortalama	7,97	8,48	1,54

Fiyat/Kazanç çarpanında sadece Enerjisa Enerji'nin çarpanı anlamlı olduğu için F/K çarpanına ağırlık verilmemiştir. Bu doğrultuda yurt içi benzer şirketlere göre Doğu Aras'ın değeri aşağıdaki gibidir.

Yurt İçi Benzer Şirketlere Göre Şirket Değeri (TL)	Ağırlıklandırma
FD/FAVOK	5.241.609 40%
F/K	3.799.773 0%
FD/NET SATIŞLAR	8.533.221 60%
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	7.216.576

ii.Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi

Yurt dışı benzer şirket analizinde de incelenen şirketlerin seçiminde, Şirket ile aynı sektörde ve benzer gelir yapıları olan şirketler tercih edilmeye çalışılmıştır. Bu çerçevede seçilen şirketlerin tamamı elektrik dağıtım/perakende satış faaliyeti olan şirketler olup, bir kısmı sadece elektrik dağıtım/satış işi yaparken bir kısmında enerji üretim faaliyetleri de bulunmaktadır. Bu şirketler iki grup halinde toplanmış Birinci Grupta sadece elektrik dağıtım/satış faaliyet bulunan şirketler, ikinci grupta elektrik satış dağıtım faaliyetleri yanında enerji üretim faaliyetleri de bulunan şirketler yer almaktadır.

Buna göre, birinci grup olarak 12 şirketin çarpanı incelenirken, ikinci grupta ise 50 şirketin çarpanı değerlendirilmesine dahil edilmiştir. Seçilmiş yurt dışı benzer şirketler aşağıdaki gibidir.

1.Grup Yurt Dışı Benzer Şirketler	
Şirket Adı	Açıklama
NATIONAL GRID PLC	National Grid plc, Warwick merkezli şirket, 1990 yılında kurulmuştur. Birleşik Krallık'ta ve ABD'de elektrik iletim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır.
ENERGISA SA	Şirket, 1905 yılında kurulmuştur. Brezilya'da elektrik iletim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket, trafo merkezlerinin, iletim hatlarının ve tesislerin elektrik ve mekanik bakımını da sağlar. 11 Brezilya eyaletinde yaklaşık 7,8 milyon müşteriye hizmet vermektedir.
EQUATORIAL PARA DISTRIBUIDORA DE ENERGIA SA	Şirket, Brezilya'nın Belem şehrinde, 1902 yılında kurulmuştur. Belem, Castanhal, Maraba, Santarem ve Altamira dahil olmak üzere beş bölge ve yaklaşık 8,6 milyon müşteriden oluşan 144 belediyeye elektrik dağıtım hizmeti vermektedir.
CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	Şirket, 1965 yılında kurulmuştur. Brezilya'daki konut ve kırsal, endüstriyel ve ticari müşterilere elektrik üretimi ve dağıtımını yapmaktadır. Yaklaşık 3,6 milyon müşteriye hizmet vermektedir.
EQUATORIAL MARANHAODISTRIBUIDORA DE ENERGIA SA	Şirket, Brezilya'nın Maranhão eyaletinde elektrik dağıtım hizmetleri sunmaktadır.
ENERGISA MATO GROSSO-DISTRIBUIDORA DE ENERGIA SA	Şirket, elektrik dağıtım hizmetleri sunmaktadır. Brezilya'nın Mato Grosso Eyaletinin 141 belediyesine hizmet vermektedir.
AMPLA ENERGIA E SERVICOS SA	Şirket, 1908 yılında kurulmuştur. Brezilya'nın Rio de Janeiro eyaletinde elektrik dağıtım faaliyetinde bulunmaktadır.
ELEKTRO- ELETRICIDADE E SERVICOS SA	Brezilya, Campinas merkezli Şirket, 1998 yılında kurulmuştur. Şirket, Sao Paulo'nun 223 şehrine ve Mato Grosso do Sul'un 5 şehrine elektrik dağıtım hizmeti vermektedir.

CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	Şirket elektrik dağıtım hizmeti sunmaktadır. Brezilya'nın Ceará eyaletinde 184 belediyeye elektrik dağıtım hizmeti vermektedir.
CIA ENERGETICA DO RIO GRANDE NORTE - COSERN	Şirket, 1961 yılında kurulmuştur. Rio Grande do Norte'de elektrik iletim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Rio Grande do Norte'de 167 belediyeye hizmet vermektedir.
CEZ DISTRIBUTION BULGARIA AD-SOFIA	CEZ Distribution Bulgaria AD, CEZ Group'un bir iştirakidir. Şirket, Bulgaristan'da elektrik dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır.
DHAKA ELECTRIC SUPPLY COMPANY LTD.	Şirket, 1996 yılında kurulmuştur. Bangladeş'te elektrik dağıtım hizmeti vermektedir.

2. Grup Yurt Dışı Benzer Şirketler	
Şirket Adı	Açıklama
DUKE ENERGY CORP	Şirket 2005 yılında kurulmuştur. Şirket, elektrik üretim, iletim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Aynı zamanda belediyelere, elektrik kooperatiflerine toptan elektrik satışı yapmaktadır.
DOMINION ENERGY INC	Şirket, 1983 yılında kurulmuştur. Şirket, elektrik üretim, iletim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Yaklaşık 7 milyon müşteriye hizmet vermektedir. Şirket, elektrik kooperatiflerine, belediyelere ve elektrik piyasalarına toptan fiyatlarla elektrik satmaktadır.
AMERICAN ELECTRIC POWER CO INC	Şirket, 1906 yılında kurulmuştur. Amerika Birleşik Devletleri'ndeki perakende ve toptan müşteriler için elektrik üretim, iletim ve dağıtım hizmeti vermektedir.
SAUDI ELECTRICITY CO.	Şirket, Suudi Arabistan'da elektrik üretim, iletim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır.
CONSOLIDATED EDISON INC	Şirket, 1823 yılında kurulmuştur. New York City ve Westchester Country'de yaklaşık 3,5 milyon müşteriye elektrik hizmetleri sunmaktadır. Ayrıca toptan ve perakende müşterilerine enerji ürün ve hizmetler sunmaktadır.
ADANI TRANSMISSION LTD	Şirket, Hindistan'da elektrik üretim, iletim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Mumbai'deki yaklaşık 3 milyon müşteriye elektrik dağıtmaktadır.
NATURGY ENERGY GROUP SA	Şirket, elektrik üretim, iletim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket, Latin Amerika ve Avustralya'da elektrik üretimi ve satışı hizmeti vermektedir.
SSE PLC	Şirket, 1989'da kurulmuştur ve merkezi Perth, Birleşik Krallık'ta bulunmaktadır. SSE plc, elektrik üretimi, iletimi, dağıtımı ve tedariki faaliyetlerinde bulunmaktadır. Yaklaşık 3,8 milyon ev ve işyerine elektrik dağıtmaktadır.
ENERGY CORP (DR)	Şirket, Amerika Birleşik Devletleri'nde elektrik üretimi ve dağıtımını yapmaktadır. New Orleans, Arkansas, Mississippi, Texas ve Louisiana bölgelerinde elektrik enerjisi üretim, iletim, dağıtım ve satış faaliyetlerinde bulunmaktadır.

CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA	Şirket, 1962 yılında kurulmuştur ve merkezi Brezilya, Rio de Janeiro'dadır. Brezilya'da elektrik üretimi, iletimi ve dağıtım faaliyetlerini göstermektedir. Şirket, hidroelektrik, termik, nükleer, rüzgâr ve güneş santralleri aracılığıyla elektrik üretmektedir.
HK ELECTRIC INVESTMENTS AND HK ELECTRIC INVESTMENTS LTD	Şirket, 1889 yılında kurulmuştur ve merkezi Hong Kong'dadır. Şirket, Hong Kong ve Lamma Adası'nda elektrik üretim, iletim ve dağıtım faaliyetlerini sürdürmektedir.
PINNACLE WEST CAPITAL CORP	Şirket, 1985 yılında kurulmuştur ve merkezi Phoenix, Arizona'dadır. Şirket, elektrik üretim, iletim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır.
OGE ENERGY CORP	Şirket, 1902 yılında kurulmuştur ve merkezi Oklahoma'dadır. Şirket, elektrik üretim, iletim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır.
CPFL ENERGIA SA	Şirket 1998 yılında kurulmuştur ve merkezi Brezilya, Campinas'dadır. Brezilya'da konut, sanayi ve ticari müşterilere elektrik üretim, iletim, dağıtım hizmeti sunmaktadır.
POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA SA	Şirket, 2007 yılında kurulmuştur ve merkezi Polonya, Varşova'dadır. Şirket, elektrik üretim, iletim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır
RUSGIDRO	Şirket, 2004 yılında kurulmuştur ve merkezi Moskova, Rusya'dadır. Şirket, elektrik üretim, iletim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Hidroelektrik, rüzgâr enerjisi ve jeotermal üretim tesisi dahil olmak üzere yaklaşık 90 yenilenebilir enerji kaynağı tesisi aracılığıyla enerji üretmektedir.
ABOITIZ POWER CORP	Aboitiz Power Corporation, iştirakleri aracılığıyla Filipinler'de elektrik üretim, dağıtım ve perakende faaliyetlerinde bulunmaktadır.
PORTLAND GENERAL ELECTRIC CO	Şirket, 1889 yılında kurulmuştur ve merkezi Portland, Oregon'dadır. Entegre bir elektrik dağıtım şirketi olan Portland General Electric Company, Oregon eyaletinde elektrik üretimi, toptan alımı, iletimi, dağıtım ve perakende satış gerçekleştirilmektedir.
PNM RESOURCES INC	PNM Resources Inc., 1917 yılında kurulmuştur ve merkezi Albuquerque, New Mexico'dadır. PNM, elektrik üretimi, iletimi ve dağıtım faaliyetlerini sürdürmektedir.
ENDESA AMERICAS SA (DR)	Şirket, Arjantin, Brezilya, Kolombiya ve Peru'da elektrik üretim ve dağıtım hizmeti vermektedir.
ENEL CHILE SA (DR)	Şirket, 2016 yılında kurulmuştur. Enel Chile S.A., Enel S.p.A.'nın bir iştirakidir. Şirket, Şili'de elektrik üretimi, iletimi ve dağıtım faaliyetlerini sürdürmektedir.
ROSSETI PJSC (DR)	Halka Açık Anonim Şirket Rosseti, iştirakleri ile birlikte Rusya'da elektrik iletim ve dağıtım hizmetleri vermektedir.
REDE ENERGIA PARTICIPACOES SA	Şirket, 1969 yılında kurulmuştur ve merkezi Brezilya, Sao Paulo'dadır. Brezilya'da elektrik üretimi ve dağıtım hizmeti vermektedir.
COLBUN S.A.	Şirket 1986 yılında kurulmuştur ve merkezi Santiago, Şili'dedir. Şirket elektrik üretim ve dağıtım faaliyetlerini sürdürmektedir.

LUZ DEL SUR S.A.A.	Şirket 1994 yılında kurulmuştur ve merkezi San Isidro, Peru'dadır. Peru'da ve Latin Amerika'nın geri kalanında elektrik dağıtım, iletim ve üretim şirketi olarak faaliyet sürdürmektedir.
ENEA SA	Şirket 1904 yılında kurulmuştur ve merkezi Poznan, Polonya'da bulunmaktadır. Enea S.A., iştirakleri ile birlikte Polonya'da elektrik üretim, iletim ve dağıtım hizmeti vermektedir.
ELECTRICA SA	Şirket, 1898 yılında kurulmuştur ve merkezi Bükreş, Romanya'dadır. Şirket, Romanya'da elektrik dağıtım ve tedarik hizmeti vermektedir.
YUNNAN WENSHAN ELECTRIC POWER CO LTD	Şirket, elektrik üretim ve Çin ve Vietnam'da dağıtım hizmetleri sunmaktadır.
COMPANHIA ESTADUAL DE GERACAO E TRANSMISSAO DE ENERGIA ELETRICA CEEE-GT	Şirket, Brezilya'nın Rio Grande do Sul eyaletinde elektrik üretim, iletim, dağıtım ve satış faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket, 72 belediyeye elektrik dağıtmaktadır.
COMPANHIA ESTADUAL DE DISTRIBUICAO DE ENERGIA ELETRICA CEEE-D	Şirket, elektrik üretim ve dağıtım hizmetleri sunmaktadır.
CARIBBEAN UTILITIES CO LTD	Şirket, Cayman Adaları'nda elektrik üretim, iletim ve dağıtım faaliyetlerini sürdürmektedir.
SICHUAN XICHANG ELECTRIC POWER CO LTD	1980 yılında kurulmuştur ve merkezi Çin'in Xichang şehrinde. Şirket, elektrik üretim ve dağıtım hizmetleri sunmaktadır.
SPC POWER CORPORATION	Şirket, 1994 yılında kurulmuştur ve merkezi Filipinler'de bulunmaktadır. Şirket, elektrik üretim ve dağıtım hizmetleri sunmaktadır.
RELIANCE INFRASTRUCTURE LTD	Şirket, 1929 yılında Hindistan'da kurulmuştur. Hindistan'daki konut, endüstriyel, ticari ve diğer müşterilere elektrik enerjisi üretim, iletim ve dağıtım hizmeti sunmaktadır.
COMPANHIA ENERGETICA DE BRASILIA- CEB	Şirket, iştirakleri aracılığıyla Brezilya'da elektrik üretim ve dağıtım faaliyetlerini sürdürmektedir.

Yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarının ortalama hesaplamasında medyan değer kullanılmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanları	1. Grup	2. Grup
FD/FAVOK	4,83	10,69
F/K	6,96	17,18
FD/NET SATIŞLAR	1,34	3,39

Yurt dışı benzer şirket çarpanlarına göre hesaplanan ağırlıklandırılmış Doğu Aras özsermaye değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yurt Dışı Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri (bin TL)	1. Grup	2. Grup	Ağırlıklandırma (%)
FD/FAVOK	3.168.459	7.038.488	30%
F/K	3.117.971	7.696.555	30%
FD/NET SATIŞLAR	7.437.843	18.784.200	40%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	4.861.066	11.934.193	100%
Yurt dışı Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri	8.397.630		

Bu doğrultuda yurt dışı benzer şirketlerin birinci ve ikinci grup şirketleri çarpanlarına göre şirket değeri, F/K çarpanı için %30, FD/FAVÖK çarpanı için %30 ve FD/Net Satışlar çarpanı için %40 ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır. Bu doğrultuda Doğu Aras'ın şirket değeri birinci grup için 4.861.066 bin TL, ikinci grup için ise 11.934.193 bin TL olarak hesaplanmıştır. Şirket değerlerine eşit ağırlık verilmesiyle şirket değeri **8.397.629.646 TL** olarak hesaplanmıştır.

iii.Yurt İçi ve Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi'ne göre incelenen yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpanları ile nihai özsermaye değeri yurt içi %40, yurt dışı %60 ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Bu doğrultuda, piyasa çarpanlarına göre hesaplanan nihai özsermaye değeri **8.153.360.869 TL'dir.**

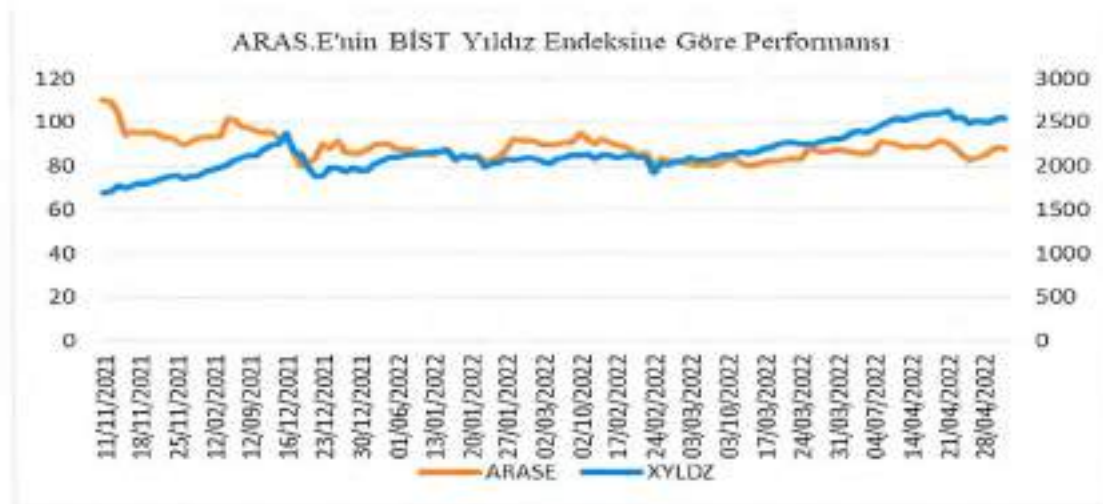
Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi'ne Göre Özsermaye Değeri (TL)	Yurt İçi	Yurt Dışı
Nihai Piyasa Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri	7.216.576.049	8.397.629.646
Ağırlık	40%	60%
Ağırlıklandırılmış Nihai Piyasa Değeri	7.925.208.207	

II. Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi

UDS 105 Madde 30.1'e göre Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi'nde değerlemeye konu varlığının aynısının ya da benzerleri ile ilgili işlemlere ilişkin bilgilerden faydalanılır.

Bu çerçevede Doğu Aras'ın payları, 11 Temmuz 2021 tarihinde 109,90 TL fiyatla Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamış olup ilk günkü kapanış fiyatı 110,30 TL olarak gerçekleşmiştir. Halka arz sonrası şirket payları en yüksek 115,50 TL, en düşük 77,40 TL'den işlem görmüştür. Değerleme Tarihi olan 14 Haziran 2022 tarihli kapanışa göre pay fiyatı 91,10 TL olup, halka arz fiyatına göre %17,18 iskontoludur. Doğu Aras'ın 14 Haziran 2022 tarihli kapanış fiyatı olan 91,10 TL hisse fiyatına göre piyasa değeri **6.103.700.000 TL'dir.**

Aşağıdaki grafikte halka arz tarihinden itibaren gerçekleşen fiyat hareketleri verilmektedir.



5.1.4.2. Doğu Aras Enerji Yatırımları A.Ş. Nihai Değer

Doğu Aras'ın değerlendirme çalışması sonucunda kullanılan yöntemler ve yöntemlere verilen ağırlıklar sonrasında hesaplanan şirket değeri aşağıdaki gibidir.

Doğu Aras Enerji Yatırımları A.Ş. Şirket Değeri				
Yaklaşım	Yöntem	Hesaplanan Değer	Ağırlık	TL
Pazar Yaklaşımı				
Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi	Yurt İçi Benzer Şirketlere Göre	7.276.626.966	%0	--
	Yurt Dışı Benzer Şirketlere Göre	8.153.360.869	%0	--
Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi	Cari Piyasa Değeri	6.103.700.000	%100	6.103.700.000
Toplam			%100	6.103.700.000

Doğu Aras payları mevcut durumda Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 20.2 b bendinde "değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi" durumlarında "Pazar yaklaşımına önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir" gerekçesi çerçevesinde diğer yöntemler değerlendirme çalışmasına dahil edilmemiş olup, Pazar Yaklaşımı ve Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi nihai değer tespitinde kullanılmıştır.

Ortaklığın Ticaret Unvanı	Faaliyet Konuları Hakkında Bilgi	Sermaye (TL)	Sermayede Ki Tutarı (TL)	Sermayede Ki Payı (%)	Cari Piyasa Değeri (TL)	Cari Piyasa Değerine Göre Kiler Holding Payı (TL)
Doğu Aras Enerji Yatırımları A.Ş.	Elektrik Dağıtım ve Elektrik Pazarında Satış	67.000.000	26.800.000	40,00%	6.103.700.000	2.441.480.000

Doğu Aras'ın değerlendirme çalışmasında nihai sonuç olarak Şirket Değeri 6.103.700.000 TL olup, Kiler Holding'in %40 pay sahipliğine karşılık gelen değer **2.441.480.000 TL**'dir.

5.2. Kiler Holding'in Bağlı Ortaklıkları ve Yatırımları

Kiler Holding'in paylarının değerlendirilmesi yürütülürken halka açık olmayan bağlı ortaklıkları; Biskon Yapı, Beyaz Çınar, Denge Reklam, KLR Elektrik ve Nuve Elektrik şirketleri UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 70.9. maddesi uyarınca, Toplama Yöntemi'ne konu

edilmiş ve her bir varlık için uygun değerlendirme yaklaşımları ve yöntemleri incelenerek bu varlıklar değerlendirilmiştir.

5.2.1. Biskon Yapı A.Ş.

Biskon Yapı A.Ş. ("Biskon"), 12.11.2007 tarihinde Biskon İnşaat A.Ş. adıyla TTK hükümlerine göre İstanbul'da kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konularına yurt içi ve yurt dışında konut, toplu konut, site, işyeri, iş merkezi, fabrika, köprü, yol, liman, havalimanı, demiryolu, santral, hidroelektrik santrali, turistik yerleri inşa etmek, inşa ettirmek ve bu alanlarda danışmanlık hizmeti vermek girmektedir. Raporlama tarihi itibarıyla Kiler Holding, Biskon'un %55 pay oranına sahip olup Biskon, Kiler Holding konsolide finansal tablolarında tam konsolidasyon yöntemi ile yer almaktadır.

Aşağıdaki tabloda Biskon'un 2019, 2020 ve 2021 yılları itibarıyla bağımsız denetimden geçmiş konsolide bilanço ve gelir tablosu özet kalemleri verilmektedir.

Özet Finansal Durum Tablosu (Bin TL)	2019	2020	2021
Hazır Değerler	11.586	898	141.050
Toplam Maddi Duran Varlıklar	1.547	2.877	5.286
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	14.300	32.917
Toplam Aktifler	224.437	237.632	598.805
KV Finansal Borçlar	-	-	-
UV Finansal Borçlar	-	-	-
Toplam Finansal Borçlar	-	-	-
Toplam Yükümlülükler	175.503	136.146	233.862
Toplam Özkaynaklar	48.937	101.486	364.943
Net Nakit	11.586	898	141.050

Özet Gelir Tablosu Verileri (Bin TL)	2019	2020	2021
Net Satışlar	145.368	163.932	643.363
Brüt Kar	(28.063)	46.597	107.358
Faaliyet Karı	(21.966)	42.526	83.315
Net Dönem Karı	(31.722)	51.892	63.424
FAVÖK	(21.609)	42.968	83.842
Amortisman	357	442	527

5.2.1.1. Biskon Yapı A.Ş. Genel Tanıtım

Kiler Holding'in değerlendirme çalışmasında benimsenen, UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar 70.1. maddesi ve UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı 70.8. maddesinde tarif edilen **Toplama Yöntemi** çerçevesinde, Biskon Yapı A.Ş., Kiler Holding'i oluşturan bir varlık olarak nitelendirilmiş ve bu varlığın niteliğine uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak değerlendirilmiştir.

Biskon Yapı, ana faaliyet konusu inşaat ve taahhüt işleri olmakla birlikte gerek sahibi olduğu paylar nedeniyle gerekse de Kiler GYO ile ortak geliştirdiği projeler ile farklı alan ve projelerde faaliyet göstermektedir. Bu projelerden gelen gelirler ise projelerin yapısına bağlı olarak Biskon Yapı içinde yer almaktadır. Biskon Yapı'nın faaliyetlerini oluşturan varlıklardan kısaca bahsetmek gerekirse;

i. Biskon'un Kiler Grubu Dışına Yaptığı Projeler:

Biskon'un inşaat ve taahhüt işi olarak grup dışında yapılan ihaleler sonucu kazandığı projelerdir. Raporlama tarihi itibarıyla aktif olan Sözleşme konusu işler, taahhüt işi olup T.C. Devlet Demir Yolları'nın yüklenicisi İntekar Yapı (bağlı ortaklığı Demce Yapı ile birlikte) olup, Biskon Yapı alt yüklenici durumundadır. İşin konusu ilgili bölgede hızlı tren projelerinin alt yapı, üst yapı ve elektrifikasyon işlerinin ikmal inşasının yapılmasını kapsamakta olup, projelerden an itibarıyla elde edilen birikimli hasılat ve tamamlama dereceleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur. Özellikle Toprakkale ve Nurdağ kazı dolgu işleri projesinde malzeme temini ve iş makinesi araç kiralama hizmetleri sağlanmaktadır.

Alt Yüklenici	Ana Yüklenici / Satıcı	Yatırımlar (31.12.2021)	Coğrafi Konum	Birikimli Hasılat	Tamamlanma Derecesi (%)
Biskon Yapı	İntekar Yapı / İntekar Yapı-STS İş ortaklığı	Karaman Ulu Kışla Arası 135 Km 2.Hat Altyapı İşleri (1)	Karaman	164.178	%73
Biskon Yapı	İntekar Yapı / Demce Yapı	Toprakkale Kazı Dolgu işleri İş Makinesi Araç ve Malzeme Temini (2)	Toprakkale / Antep	74.547	%50
Biskon Yapı	İntekar Yapı	Nurdağ Kazı Dolgu işleri İş Makinesi Araç ve Malzeme Temini (3)	Nurdağ / Antep	29.724	%27

ii. Biskon'un Grup İçinde Üstlenici Olduğu Projeler:

Biskon'un Grup için şirketlere verdiği inşaat hizmetlerinden oluşmaktadır. Bu projelerde maliyet üzeri kâr payı şeklinde çalışmakta olup, söz konusu projelerden elde edilen maliyet düşülmesi sonrası elde edilen gelirler Biskon'un mali tablolarında görünmektedir. Aşağıdaki tabloda raporlama tarihi itibarıyla aktif olarak gelir üreten projeler ve kâr payı oranları verilmektedir.

Müşteri	Proje Adı	Parasal Tamamlanma	Gerçekleşen Hasılat (TL)	Kar Payı Oranı
Kiler GYO A.Ş.	Referans Kartal Loca 1.Etap Projesi	30%	91.902.513	12%
Kiler GYO A.Ş.	Referans Kartal Loca 2. Etap Projesi	31%	56.527.297	12%
Kiler GYO A.Ş.	Referans Beylikdüzü Projesi- Yakuplu 482/8 Parsel Konut Projesi	3%	31.792.584	12%
Kütahya Şeker A.Ş.	Şeker Ambarı Yapımı	37%	1.493.873	2%
Kiler GYO A.Ş.	Eyüpsultan Kemerburgaz Projesi ¹	0%	0	12%

¹ 5.5.2022 tarihinde Kiler GYO tarafından alınan YK kararı ile Biskon'un projede üstlenici olmasına karar verilmiştir. Ancak henüz sözleşme imzalanmadığı için kâr payı oranları belli değildir. Daha önceki projeler ile aynı olacağı varsayılarak %12 kâr payı oranı alınmıştır.

iii. Biskon'un Kiler GYO ile Ortak Girişimi Olan Projeler:

Kiler GYO ile ortak girişim şeklinde üstlenilen projelerdir. Bu projelerde Biskon, üstlenici olarak değil pay sahibi olarak projede yer almaktadır. O nedenle projenin tüm değeri üzerinden payı oranında bir değere sahip olmaktadır. Aşağıdaki tabloda raporlama tarihi itibarıyla halen satışı devam eden Kiler GYO ile ortak girişim projeleri ve pay oranları verilmektedir.

Proje Adı	Sözleşme Tarihi	Biskon Yapı'nın Payı	Projenin Toplam Değeri* (TL)	Biskon Yapı'ya Düşen Pay Değeri (TL)
Referans Bahçeşehir	23.12.2019	%1	812.189.000	8.121.890
Referans Kartal Towers	30.05.2014	%1	172.874.000	1.728.740
Referans Pendik Dolayoba	06.01.2022	%1	765.841.376	7.658.414
Referans Beşiktaş-Abbasoğa	07.07.2021	%1	395.055.556	3.950.556

*: Kiler GYO tarafından açıklanan 31.12.2021 tarihli Gayrimenkul Ekspertiz Raporlarına göre

iv. Biskon'un Ana Ortağı Olduğu İşletmeler:

Biskon Yapı'nın yukarıda bahsedilen faaliyetleri yanında konsolidasyona tabii olan iki adet iştiraki de bulunmaktadır. Rapor tarihi itibarıyla bu şirketler DTM Enerji Yatırımları Adi Ortaklığı ("DTM Enerji") ve Kiler Tekstil Enerji Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Kiler Tekstil")

- a. **DTM Enerji**, mal ve malzeme temini amacıyla 23.01.2020 tarihinde kurulmuştur. DTM Enerji, Biskon Yapı ve Çalık Enerji'nin %50-50 ortak olduğu müşterek yönetime bağlı bir şirkettir ve 01.01.2021 tarihi itibarıyla Biskon Yapı finansal tablolarında tam konsolide edilmektedir. DTM Enerji, ağırlıklı olarak Aras EDAŞ ile imzalamış olduğu sözleşme kapsamında, bakım ve onarım hizmetleri ile malzeme tedarik hizmetleri sağlamaktadır.

DTM Enerji faaliyetleri kapsamında, enerji dağıtım şirketlerinin yapmakla yükümlü olduğu yatırım ve Arıza Onarım Bakım işlerine ilişkin ihalelerine katılmakta ve kazandığı ihaleler kapsamında gelir elde etmektedir. Adi Ortaklık olduğu için herhangi bir tüzel kişiliği olmayan ve bu nedenle kurumlar vergisine tabii olmayan işletme, yıl sonlarında elde ettiği net karı ortaklarına dağıtmaktadır. Bu çerçevede DTM'nin önümüzdeki dönemlerde elde etmesi olası gelirleri UDS 105 Madde 40 kapsamında indirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ile değerlendirilmiştir ve bu kapsamda Biskon Yapı'nın değerlemesine ortaklık payı çerçevesinde dahil edilmiştir.

- b. **Kiler Tekstil**; 2021 yılı öncesinde Kiler Holding bünyesinde yer almakta olan Bağcı Sebze Meyve Tarım Ürünleri Su Ürünleri Soğuk Hava Depo Ticaret A.Ş., 2022 yılı içerisinde Biskon Yapı'nın bağlı ortaklığı olarak

yeniden Kiler Grubu kapsamına almış; ticaret unvanı ve esas sözleşmesinde yer alan ana faaliyet konusu değiştirilerek, tekstil sektöründe faaliyet göstermek üzere Kiler Holding Sanayi Grubuna dahil edilmiştir. Kiler Tekstil, Bitlis ili, 336 ada, 7 parsel adresinde 200.000 m² arazi üzerinde, 40.000 m² kapalı alanda iplik imalatı konusunda yatırım yapmayı planlanmaktadır. Hedeflenen günlük ring iplik (ring iplik, pamuğun uzun elyaflarından üretilen iplik türüdür) kapasitesi Ne 30/1 penye compact (liflerin birbirine daha sık bağlandığı iplik modelidir) için 37.395 kg olması hedeflenmektedir. Hedeflenen günlük open end iplik (open end iplik, pamuğun kısa elyaflarından üretilen iplik türüdür) kapasitesi Ne 30/1 için 13.050 kg'dır. Günlük hedef toplam üretim kapasitesi 50.445 kg'dır. Günlük tüketilecek pamuk hammaddesinin yaklaşık 65.883 kg olacağı öngörülmektedir. Kiler Tekstil, kaliteli mal üretebilmek, seri bir imalat yapabilmek ve özellikle yurt dışı rakipleri ile rekabet edebilmek için son teknoloji makine alma kararı vermiştir. Bununla birlikte 3 vardiya halinde ortalama 400-450 kişiye istihdam sağlanarak bölge ekonomisine katkıda bulunulması hedeflenmektedir.

T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından 17.03.2022 ve 534353 sayılı yatırım teşvik belgesi onaylanan Kiler Tekstil'in, izahname tarihi itibarıyla yatırım süreçleri devam etmektedir.

Kiler Tekstil her ne kadar henüz proje kapsamında yer almakta olsa da tekstil sektörünün grubun ileride dahil olmayı planladığı ana sektörlerden biri olması, bu proje bünyesinde teşvik belgelerinin alınmış olması, makine ekipman yatırımlarına ilişkin siparişlerin yapılmış ve ön ödemelerin yapılmış olması nedenleri ile Biskon'un değerlemesine dahil edilmesi uygun görülmüştür.

UDS 105 Değerleme Standartları ve Yöntemleri Madde 40.3 d bendine "değerleme konusu *varlığın* gelir yaratmaya henüz başlamaması, ancak başlamasının planlanmış olması" halinde gelir yaklaşımının uygulanabileceği ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilebileceği belirtilmektedir. Kiler Tekstil değerlemesinde bu madde kapsamında Gelir Yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yapılmış ve bu yöntemle önemli bir ağırlık verilmiştir. Ancak söz konusu değer UDS 105 Madde 40.4'te belirtildiği gibi "Gelir yaklaşımının temelini, yatırımcıların yatırımlarından getiri elde etmeyi beklemeleri ve bu getirinin yatırıma ilişkin algılanan risk seviyesini yansıtmasının *gerekli görülmesi* teşkil eder." ibaresi çerçevesinde yatırımın riskini belirten ekstra bir iskonto oranı ile Biskon Yapı'nın değerlemesine katılmıştır.

v. Biskon Yapı Bilançosunda Yer Alan Varlıklar:

Biskon Yapı bilançosunda, faaliyetlerinde kullanılmayan ve ayrı olarak değerlemeye tabii olabilecek varlıklar da bulunmaktadır. Bunlar TFRS'ye göre Finansal Yatırım olarak nitelenen Gümüş ile kısa vadede satışı düşünülmeyen ancak Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller sınıfında yer alan Sapphire Residans'ta yer alan 303 ve 295 numaralı bağımsız bölümleri kapsamaktadır. Bu varlıklar 31.12.2021 tarihi itibarıyla sona eren bilançoda yer alan güncel değerleri ile değerlemeye dahil edilmişlerdir.

b. Biskon Yapı A.Ş. Değerleme Yöntemleri

Yukarıda tanımlanan varlıklar çerçevesinde Biskon Yapı'nın bir çeşit holding yapısı oluşturduğu tespit edilmiş ve bu nedenle söz konusu varlıkları en doğru biçimde değerlemeye katabilecek yaklaşım olarak değerlendirilen, UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar standardı kapsamında Maliyet Yaklaşımı ve UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı 70.8. maddesinde tarif edilen **Toplama Yöntemi** kullanılması tercih edilmiştir.

Bu yönteme göre, raporlama tarihi itibarıyla Biskon Yapı'yı oluşturan varlıklar tespit edilmiş ve bu varlıkların her biri için uygun nitelikte değerlendirme yöntemi belirlenerek her bir varlık için bir değerlendirme yapılmıştır. Daha sonra aynı zamana getirilerek toplanan varlık değerlemeleri ile Biskon Yapı için Konsolide Net Aktif Değere ulaşılmıştır.

Toplama Yöntemine göre hesaplanan Net Aktif Değer yaklaşımında, varlıkların tanımlanmasında iki farklı yaklaşım izlenmiştir. Her iki yaklaşımda da Biskon'un üstlenici olduğu ve önümüzdeki dönemde nakit girişi sağlayabilecek projeleri Gelir Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemleri ile bugüne indirgenmiştir. Ancak Devam Eden Değer hesaplaması kapsamında iki farklı yaklaşım benimsenmiştir. Bir yaklaşımda Devam Eden Değer, projeksiyon dönemi sonunda, tahmin edilen GSYH büyüme rakamına yıllar itibarıyla gerçekleşmiş ortalama inşaat sektörü büyüme faktörü eklenerek belirlenen büyüme rakamı kullanılarak hesaplanan FAVOK ilgili dönemdeki iskonto oranı indirgenerek bugüne getirilmektedir. Sonrasında Biskon Yapı'nın bilançosunda yer alan varlıklar ve ayrı olarak değerlendirilen işletmeler payları oranında değerlemeye eklenerek Biskon Yapı için Net Aktif Değer hesaplanmaktadır.

Diğer yöntemde ise inşaat ve taahhüt sektörünün ihale bazlı olarak çalışması, Biskon Yapı'nın mevcut kontrath işlerinin ancak projeksiyon dönemine kadar devam etmesi ve Biskon Yapı'nın ağırlıklı olarak grup içi projelerde üstlenici olarak rol alması nedeniyle belirli bir Devam Eden Değer hesaplanmamakta ancak iş geliştirme potansiyelini de göz ardı etmemek adına mevcut özkaynak değerinin dikkate alındığı bir yöntem benimsenmiştir. Bu yaklaşımda Biskon Yapı'nın bilançosunda yer alan faaliyet dışı varlıklar olan Stoklar, Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller veya Gümüş özkaynak değeri içinde yer aldığı için ayrıca değerlemeye katılmamış ancak iştirak etmiş olduğu işletmeler payları oranında değerlemeye katılmıştır.

Aşağıdaki tablolarda bu yöntemleri özetleyen diyagramı ve Biskon için belirlenen varlıkların yukarıda belirtilen yöntemlere göre ne şekilde değerlemeye katıldıkları özetlenmektedir.

Toplama Yöntemi		
	1a	1b
A	Projelerden Elde Edilen Gelirlerin Bugünkü Değeri	Projelerden Elde Edilen Gelirlerin Bugünkü Değeri
B	2025 sonrası Devam Eden Değer	Cari Özsermaye Değeri

C	Biskon Solo bilançosunda yer alan, operasyonlarla ilgili olmayan Varlıklardan Gelen Değer	
D= A+B+C	Biskon Solo Değer	Biskon Solo Değer
E	Ortaklık Payı ile gelen işletme değerleri	Ortaklık Payı ile gelen işletme değerleri
F=D+E	Konsolide Biskon Piyasa Değeri	Konsolide Biskon Piyasa Değeri

Varlıklar	Niteliği	Biskon'un Payı	Değerlemeye Katılma Yöntemi
Biskon'un Grup İçinde Üstlenici Olduğu Projeler			
Referans Kartal Kordonboyu	Kiler GYO adına %12 kâr payı ile üstlenilen inşaat projesidir	%100	İnşaat 2020 yılında tamamlandı 2021 yılında teslim edildi. 2022 ve sonrasında, Proje kapsamında herhangi bir gelir öngörülmemiştir.
Referans Başakşehir Vadi	Kiler GYO adına %12 kâr payı ile üstlenilen inşaat projesidir	%100	İnşaat 2021 yılında tamamlandı ve teslimatı gerçekleştirildi. 2022 ve sonrasında, Proje kapsamında herhangi bir gelir öngörülmemiştir.
Referans Beylikdüzü-Yakuplu	Kiler GYO ile 16.09.2021 tarihinde yapılan sözleşme ile Projenin inşaat işleri, %12 kâr payı ile Biskon tarafından üstlenilmiştir. 2024 yılına kadar tamamlanması	%100	Proje'den elde edilmesi tahmin edilen gelirler kapsamında INA analizi içinde değerlemeye dahil edilmiştir.
Referans Kartal Loca 1-2	21.01.2021 tarihinde imzalanan sözleşme ile Projenin inşaat işleri %12 kâr payı ile Biskon tarafından üstlenilmiştir. İnşaat halen devam etmekte olup 2023 -2024 tarihlerinde teslimi planlanmaktadır.	%100	Proje'den elde edilmesi tahmin edilen gelirler kapsamında INA analizi içinde değerlemeye dahil edilmiştir.
Şeker Ambarı Yapımı	Kütahya Şeker için inşaatı üstlenilen şeker ambarı yapım projesidir. 2021 yılında başlamış olup 2022 yılında tamamlanması planlanmaktadır. Bu projede %2 kâr payı ile çalışılmaktadır.	%100	Proje'den elde edilmesi tahmin edilen gelirler kapsamında INA analizi içinde değerlemeye dahil edilmiştir.
Eylül Kemerburgaz Projesi	Biskon'un projede üstlenici olması için Kiler GYO tarafından 5/5/2022 tarihinde YK kararı alındı. İnşaat henüz başlamamış olmakla birlikte 2025 yılına kadar tamamlanması hedeflenmektedir.	%100	Proje'den elde edilmesi tahmin edilen gelirler kapsamında INA analizi içinde değerlemeye dahil edilmiştir.
Biskon'un Grup Dışında Üstlenici Olarak Yaptığı Projeler			

Karaman Ulu Kışla Arası 135 Km 2.Hat Altyapı İşleri	İntekar Yapı / İntekar Yapı-STS İş ortaklığı ile yapılan hızlı tren altyapı projesi olup 2024 yılına kadar devam etmesi planlanmaktadır.	%100	Proje'den elde edilmesi tahmin edilen gelirler kapsamında INA analizi içinde değerlemeye dahil edilmiştir.
Toprakkale Kazı Dolgu işleri İş Makinesi Araç ve Malzeme Temini	İntekar Yapı / Demce Yapı ortaklığı ile yapılan hızlı tren altyapı projesi olup 2024 yılına kadar devam etmesi planlanmaktadır.	%100	Proje'den elde edilmesi tahmin edilen gelirler kapsamında INA analizi içinde değerlemeye dahil edilmiştir.
Nurdağ Kazı Dolgu işleri İş Makinesi Araç ve Malzeme Temini	İntekar Yapı ile yapılan hızlı tren altyapı projesi olup 2024 yılına kadar devam etmesi planlanmaktadır.	%100	Proje'den elde edilmesi tahmin edilen gelirler kapsamında INA analizi içinde değerlemeye dahil edilmiştir.
Biskon'un Stoklarındaki Gayrimenkuller			
Güneşli de 6 bağımsız gayrimenkul	4 bağımsız bölüm kirada. İki tanesi boş		Satış gerçekleşme tahminlerine göre INA analizi içinde değerlemeye dahil edilmiştir.
Devam Eden Değer			
1a Yaklaşımı	Biskon Yapı'nın faaliyetlerinin projeksiyon dönemi sonu olan 2025 yılından sonra da devam edeceği varsayımı çerçevesinde hesaplanmaktadır.	%100	1a yaklaşımında Projeksiyon dönemi sonunda, tahmin edilen GSYH büyüme rakamına yıllar itibarıyla gerçekleşmiş ortalama inşaat sektörü büyüme faktörü eklenerek belirlenen büyüme rakamı kullanılarak hesaplanmaktadır.
1b Yaklaşımı	Biskon Yapı'nın faaliyetlerinin projeksiyon dönemi sonu olan 2025 yılından sonra da devam edeceği varsayımı çerçevesinde hesaplanmaktadır.	%100	1b yaklaşımında ise Biskon Yapı'nın mevcut sermayesinin şirket değerini oluşturduğu yaklaşımı ile Devam Eden Değer için Biskon Yapı'nın VUK solo mali tablolarında yer alan güncel özsermaye rakamı alınmıştır.
Biskon Solo bilançosunda yer alan, operasyonlarla ilgili olmayan Varlıklardan Gelen Değer			
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	Biskon mülkiyetinde yer alan ve kısa vadede satışı düşünülmeyen Sapphire Rezidans'ta yer alan 303 ve 295 nolu bağımsız bölümler		1a. Yaklaşımında 31.12.2021 tarihi itibarıyla bağımsız denetim raporunda yer alan değer baz alınarak, değerlemeye dahil edilmiştir. 1b yaklaşımında söz konusu değerler özsermaye içinde yer alacağı için dikkate alınmamıştır.
Gümüş	Biskon'un 31.12.2021 tarihi itibarıyla bilançosunda yer alan 651.343 kg miktarındaki Gümüş Stoğu		1a. Yaklaşımında 31.12.2021 tarihi itibarıyla bağımsız denetim raporunda yer alan değer baz alınarak, değerlemeye dahil edilmiştir. 1b yaklaşımında söz konusu değerler özsermaye içinde yer alacağı için dikkate alınmamıştır.
Net Nakit	Biskon'un 31.12.2021 tarihi itibarıyla bilançosunda yer alan ve Finansal Borçlar ile netleştirilmiş Nakit tutarı		1a. Yaklaşımında 31.12.2021 tarihi itibarıyla bağımsız denetim raporunda yer alan değer baz alınarak, değerlemeye dahil edilmiştir.

			1b yaklaşımında söz konusu değerler özsermaye içinde yer alacağı için dikkate alınmamıştır.
Biskon'un Ana Ortağı Olduğu İşletmeler			
DTM Enerji Yatırımları Adı Ortaklığı	DTM Enerji, elektrik dağıtım altyapı tesis projelerinde ağırlıklı bakım ve onarım hizmetleri sağlamakta olup, Biskon bünyesinde 01.01.2021 tarihi itibarıyla konsolide edilmeye başlamıştır. Çalık Holding ile %50-50 ortaklık bulunmaktadır.	%50	DTM tarafından temin edilen projeksiyonlar çerçevesinde 2025 yılına kadar (4. Uygulama dönemi sonu) elde edilmesi projekte edilen gelirler UDS 105 Madde 40 kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ile değerlendirilmiştir ve bu kapsamda Biskon Yapı'nın değerlemesine ortaklık payı çerçevesinde dahil edilmiştir.
Kiler Tekstil Enerji Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Biskon Yapı'nın %100 sahipliğinde oluşturulmuş olan Kiler Tekstil, Bitlis ili, 336 ada, 7 parsel adresinde 200.000 m ² arazi üzerinde, 40.000 m ² kapalı alanda iplik imalatı konusunda yatırım yapmayı planlanmaktadır.	%100	Henüz faaliyetine başlamamış olan yatırım, proje kapsamında değerlendirilerek İNA analizine konu edilmiş ve söz konusu proje değerlendirilmesi bahse konu yatırımın gecikme ve/veya varsayımların değişme riskini içeren bir iskonto oranı ile Biskon Yapı'nın değerlemesine dahil edilmiştir.
PKN Enerji Hizmetleri Adı Ortaklığı	PKN Enerji, ağırlıklı olarak Aras EPSAŞ ile imzalamış olduğu sözleşme kapsamında, ağırlıklı finans ve hukuk alanında danışmanlık işleri olmak üzere muhtelif hizmet tedarikleri sağlamaktadır. PKN'nin %50 ortağı Biskon Yapı olup, diğer %50'si Çalık Grubuna aittir. 01.01.2021 tarihi itibarıyla Kiler Holding'in konsolidasyon kapsamına girmiştir.	%50	PKN'nin elde ettiği gelirler konsolidasyon kapsamında elimine edildiğinden dolayı değerlemeye dahil edilmemiştir.
Biskon'un Kiler GYO ile Ortak Girişimi Olan Projeler			
Referans Bahçeşehir	23.12.2019 tarihinde Kiler GYO ile yapılan sözleşme ile projeye %1 oranında iştirak edilmiştir.	%1	Kiler GYO tarafından yaptırılan Gayrimenkul Ekspertiz Raporlarında yer alan değer üzerinden ortaklık payı oranında Biskon Yapı'nın değerlemesine katılmıştır.
Referans Kartal Towers	30.05.2014 tarihinde Kiler GYO ile yapılan sözleşme ile projeye %1 oranında iştirak edilmiştir	%1	Kiler GYO tarafından yaptırılan Gayrimenkul Ekspertiz Raporlarında yer alan değer üzerinden ortaklık payı oranında Biskon Yapı'nın değerlemesine katılmıştır.
Referans Pendik Dolayoba	06.01.2022 tarihinde Kiler GYO ile yapılan sözleşme ile projeye %1 oranında iştirak edilmiştir	%1	Kiler GYO tarafından yaptırılan Gayrimenkul Ekspertiz Raporlarında yer alan değer üzerinden ortaklık payı oranında Biskon Yapı'nın değerlemesine katılmıştır.
Referans Beşiktaş-Abbasağa	07.07.2021 tarihinde Kiler GYO ile yapılan sözleşme ile projeye %1 oranında iştirak edilmiştir	%1	Kiler GYO tarafından yaptırılan Gayrimenkul Ekspertiz Raporlarında yer alan değer üzerinden ortaklık

			payı oranında Biskon Yapı'nın değerlemesine katılmıştır.
--	--	--	--

I. Projelerden Elde Edilen Gelirlerin Bugünkü Değeri
a. Gelir Tahminleri

Biskon Yapı'nın üstlenici olarak görev yaptığı gerek grup içi gerekse de grup dışı tüm projeler ile ileride gelir getirmesi düşünülen tüm faaliyetler İndirgenmiş Nakit Akım Analizinde dikkate alınmıştır. İNA analizine konu olan gelirler için Biskon Yapı'dan alınan gelir projeksiyonları dikkate alınmış ve bu projeksiyonlar söz konusu Projeler için yapılan sözleşmeler kapsamında inandırıcılık, güvenilirlik ve doğruluk çerçevesinde incelenmiş, gerektiğinde birtakım revizyonlara tabii tutularak dikkate alınmıştır.

Yukarıda belirtilen kriterler çerçevesinde Biskon Yapı için mevcut sözleşmeler baz alınarak projeksiyon dönemi 2022- 2024 yılları olarak seçilmiştir.

Aşağıdaki tabloda Biskon tarafından üstlenilen projeler bazında, gerçekleşen ve projekte edilen nakit akımlarının kırılımı verilmektedir. Söz konusu rakamlar TFRS 15 "Müşteri Sözleşmelerinden Hasılat" standardı gereği, bir proje için yazılan gelirin ilgili projenin tamamlanma oranına bağlı olduğu TFRS Denetim Raporunda yer alan rakamlardan farklılık göstermektedir. Nakit akım analizlerinde ise nakit akımlarının zamanlaması önemli olduğu için ilgili projelerden elde edilmesi planlanan nakit girişlerinin zamanlamasına bağlı olarak hareket eden bir yaklaşım benimsenmiştir.

Proje Bazlı Nakit Akımları	2021G	2022P	2023P	2024P
Sapphire Rezidans	--	--	--	--
Referans Bakırköy	1.600	--	--	--
Referans Güneşli	691	3.289	4.688	5.557
Konut/Ticari Birim Satış (A)	2.291	3.289	4.688	5.557
Güngören	--	--	--	--
Diğer kira gelirleri	11.586	--	--	--
Gayrimenkul kira gelirleri (B)	11.586	-	-	-
Hızlı tren inşaat projesi	146.040	129.931	54.138	32.483
Dağıtım hat bölgesi inşaat & tadilat projesi	--	--	--	--
Cizre Projesi	6.663	--	--	--
Sultangazi projesi	5.680	--	--	--
Kartal Loca projesi	148.430	149.097	102.166	89.291
Referans Beylikdüzü projesi (E-5 yanı)	31.793	263.536	263.536	351.381
Kütahya Şeker Ambarı Projesi	1.494	2.506	--	--
Referans Kartal Kordonboyu Projesi	--	--	--	--
Başakşehir projesi	4.616	--	--	--
Eyüpsultan Kemerburgaz Projesi	--	29.750	148.750	119.000
İhlas Marmara 4 projesi inşaat danışmanlık	14.165	--	--	--
Diğer inşaat gelirler	10.903	--	--	--
Biskon'un Üstlenici Olduğu Projeler ve Diğer Gelirler (C)	369.784	574.819	568.590	592.155
Toplam Hasılat (A+B+C)	383.661	578.109	573.278	597.712

b. Satışların Maliyetleri Tahminleri

Biskon Yapı üstlendiği projeleri maliyet artı kar şeklinde gerçekleştirmektedir. Tahmini proje maliyetleri çerçevesinde sözleşmede belirtilen kar marjları ile gelir projeksiyonları yapılmakta ve tahmini proje maliyetleri Satışların Maliyetlerini oluşturmaktadır. Üstlenilen projelerin birçoğu Kiler GYO ile yapılmakta olduğundan dolayı proje maliyetleri, Kiler GYO tarafından düzenli olarak KAP'ta açıklanmaktadır.

Bu çerçevede hazırlanmış ve projeksiyon döneminde gerçekleşmesi beklenen tahmini maliyetler proje bazında aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Satışların Maliyeti (üstlenici olan projeler için)	Kar Payı Oranı	2022	2023	2024
Hızlı tren inşaat projesi	9,38%	118.787	49.494	29.697
Kartal Loca projesi	12,00%	133.122	91.220	79.724
Referans Beylikdüzü projesi	12,00%	235.300	235.300	313.733
Kütahya Şeker Ambarı Projesi	2,00%	2.457	--	--
Eyüpsultan Kemerburgaz Projesi	12,00%	26.563	132.813	106.250
Toplam Satılan Malın Maliyeti	000'TL	516.228	508.827	529.404

c. Faaliyet Giderleri Tahminleri

Faaliyet giderlerinin geçmiş yıllar ile paralel hareket edeceği varsayılmış ve bu çerçevede Biskon Yapı'nın Bağımsız Denetim'den geçmiş konsolide mali tablolarından Biskon Yapı'nın solo faaliyet giderleri ayrıştırılarak projeksiyonlarda baz olarak kullanılmıştır. Aşağıdaki tabloda Biskon Yapı'nın ayrıştırılmış solo faaliyet giderleri ve projeksiyon döneminde tahmin edilen faaliyet gider projeksiyonları verilmektedir.

Biskon Solo	2021G	2022	2023	2024
Genel yönetim giderleri (-)	7.047	11.237	14.234	17.422
Personel giderleri- GYG	2.841	4.550	5.859	7.234
Ofis ve aidat giderleri	891	1.427	1.838	2.269
Vergi, resim ve harçlar	1.654	2.649	3.411	4.211
Diğer giderler	925	1.481	1.908	2.355
Amortisman giderleri	527	794	787	821
Danışmanlık giderleri	209	335	431	532

d. İndirgenmiş Nakit Akım Modeli

Yukarıda belirtilen projeksiyonlar çerçevesinde sadece Biskon Yapı'nın faaliyetlerini içeren (solo) ve FAVÖK'e kadar inen bir gelir projeksiyonu yapılmıştır. Aşağıdaki tabloda özet projeksiyonlar verilmektedir.

Biskon Yapı (Solo) Gelir Tablosu Projeksiyonu (000'TL)	2022	2023	2024
Hasılat	578.109	573.278	597.712
SMM	516.228	508.827	529.404
Brüt Satış Karı	61.880	64.451	68.308
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>10,7%</i>	<i>11,2%</i>	<i>11,4%</i>
Genel Yönetim Giderleri	11.237	14.234	17.422
Faaliyet Karı	50.644	50.217	50.885
Amortisman	794	787	821
FAVOK	51.438	51.005	51.706
<i>FAVOK Marjı</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,7%</i>

Bu projeksiyonlar baz alınarak bir INA modeli hazırlanmıştır. Bu INA modelinde FAVÖK'ten yola çıkarak nakit akımları, vergi ve net işletme sermayesi ihtiyaçları dikkate alınarak net nakit akımlarına ulaşılmıştır. Vergi oranı olarak halka açık olmayan şirketler için uygulanan %23 vergi oranı kullanılmış, net işletme sermayesi ihtiyacı için de Biskon Yapı'nın bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarından Biskon'a ait olan Ticari Alacak, Ticari Borç ve Stoklar kalemleri ayrıştırılmış ve bu ayrıştırılmış kalemler kullanılarak hesaplanan Net İşletme Sermayesi projeksiyon dönemi için baz olarak alınmıştır.

Aşağıdaki tabloda Biskon Yapı için projekte edilen Net İşletme Sermayesi Analizi verilmektedir.

NİŞ Analizi	2021G	2022P	2023P	2024P	Devam Eden Değer
Net İşletme Sermayesi	47.626	71.609	71.136	74.213	79.519
Ticari Alacaklar	61.366	92.467	91.695	95.603	102.438
Alacak Devir Hızı	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Alacak Devir Hızı-gün	58,4	58	58	58	58
Ticari Borçlar	(110.987)	(168.480)	(166.064)	(172.780)	(185.134)
Ticari Borçlar Devir Hızı	-3,06	-3,06	-3,06	-3,06	-3,06
Ticari Borçlar Devir Hızı-gün	-119,1	-119,1	-119,1	-119,1	-119,1
Stoklar	97.247	147.622	145.506	151.390	162.214
Stok Devir Hızı	-3,50	-3,50	-3,50	-3,50	-3,50
Stok Devir Hızı- gün	-104,4	-104,4	-104,4	-104,4	-104,4

Yukarıda verilen varsayımlar çerçevesinde oluşturulan projeksiyonlar baz alınarak Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları hesaplanmış ve bu nakit akımları AOSM iskonto oranı kullanılarak 31.12.2021 tarihine indirgenmiştir. Biskon Yapı'nın bilanço tarihi itibarıyla finansal bir borcu olmadığı için Borçlanma Maliyeti hesaba katılmamış ve AOSM aynı zamanda Özsermaye Maliyeti olarak dikkate alınmıştır. Risksiz Faiz oranı olarak, TRT200923T18 kod numaralı 2 yıllık gösterge tahvil faizinin 11.05.2022 tarihi itibarıyla geriye dönük üç aylık ortalama faiz oranı alınmıştır. Risk primi %5,5, Beta katsayısı ise halka açık

katsayısı ise halka açık olmayan şirketler için kullanımı genel kabul görmüş olan 1,00 katsayısı alınmıştır. Kullanılan AOSM varsayımları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

AOSM	2022	2023	2024
Risksiz Faiz Oranı	23,5%	23,5%	23,5%
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	29,0%	29,0%	29,0%
E/E+D	100,0%	100,0%	100,0%
Borçlanma Maliyeti	29,0%	29,0%	29,0%
Borçlanma Primi	5,5%	5,5%	5,5%
Vergi Oranı	23,0%	23,0%	23,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	22,3%	22,3%	22,3%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	29,0%	29,0%	29,0%

Biskon Yapı'nın 2022 – 2024 yılları arasında sözleşmeye bağlanmış projeleri kapsamında hesaplanan gelirlerinin bugüne indirgenmesi sonucu **53.126.631 TL Net Bugünkü Değere** ulaşılmaktadır.

Biskon Yapı (Solo) Net Nakit Akımı (000*TL)	2022	2023	2024
FAVOK	51.438	51.005	51.706
Vergi (-)	11.831	11.731	11.892
Yatırımlar	0	0	0
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı (+/-)	23.984	(474)	3.077
Net Nakit Akımı	15.623	39.747	36.737
	<i>AOSM Oranı</i>	<i>28,8%</i>	<i>28,8%</i>
	<i>İskonto Faktörü</i>	<i>0,78</i>	<i>0,60</i>
İndirgenmiş Nakit Akımları	12.113	23.892	17.121
Net Bugünkü Değer (NDB)	53.125.631		

ii. Devam Eden Değer

Biskon Yapı bir inşaat ve taahhüt şirketi olarak proje bazlı olarak çalışmaktadır. Proje bazlı şirketlerde gelirlerin devamı şirketin proje alma kabiliyeti ile doğru orantılıdır. Bu çerçevede Devam Eden Değer hesaplaması için iki yaklaşım değerlendirilmiştir.

Birinci Yaklaşım

Bu yaklaşımların ilkinde Biskon Yapı'nın bugüne kadar kurmuş olduğu organizasyon yapısı, iş ilişkileri çerçevesinde faaliyetlerine geçmişte olduğu gibi devam ettireceği ve gelecekteki gelirlerinin aslında inşaat sektörünün büyümesi ile doğru orantılı olacağı varsayılmıştır. Bu kapsamda Biskon'un Devam Eden Değer hesaplamasına baz edilen gelirleri, Projeksiyon dönemi sonunda, Türkiye için uzun vadeli olarak tahmin edilen GSYH büyüme rakamına yıllar itibarıyla gerçekleşmiş ortalama inşaat sektörü büyüme faktörü eklenerek hesaplanan büyüme rakamı, kullanılarak hesaplanmaktadır.

Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla Türkiye'nin GSYH ile İnşaat Sektörü büyüme rakamları arasındaki farklar verilmektedir. Bu tablo incelendiğinde kriz dönemleri hariç inşaat sektörünün GSYH'dan daha yukarıda bir büyüme gösterdiği gözlenmektedir. Bu çerçevede Türkiye'nin uzun vadeli GSYH'si olan %5 üzerine ortalama inşaat sektörü faktörü olarak %2,15 oranı eklenerek Biskon Yapı için uzun vadeli Devam Eden Büyüme Oranı %7,15 olarak hesaplanmaktadır.

Yıllar	İnşaat	GSYH	Fark
2003	33,2	30,39	2,81
2004	42,6	23,44	19,16
2005	21,3	16,71	4,59
2006	32,5	16,98	15,52
2007	20,1	11,56	8,54
2008	13,7	12,96	0,74
2009	-17,2	0,36	-17,56
2010	25,5	16,03	9,47
2011	41,6	20,32	21,28
2012	17,3	12,57	4,73
2013	24,6	15,30	9,30
2014	13,2	12,69	0,51
2015	15,1	14,41	0,69
2016	16,9	11,72	5,18
2017	19,5	19,31	0,19
2018	7,1	19,95	-12,85
2019	-12,8	14,87	-27,67
2020	13,5	16,89	-3,39
2021	35,1	35,50	-0,40
Ortalama	19,09	16,94	2,15

Bu varsayımlara göre Devam Eden Değer'in 31.12.2021 tarihine getirilmiş değeri **168.195.948 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Biskon Yapı	Devam Eden Değer (000'TL)
Gelirler	640.448
FAVOK	55.403
Net Nakit Akımı Analizi	
FAVOK	55.403
Vergi (-)	12.743
Yatırımlar	0
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı (+/-)	5.306
Net Nakit Akımı	37.354
Devam Eden Değer @ Projeksiyon Dönemi Sonunda	360.909
AOSM Oranı	29,0%
İskonto Faktörü	0,47
Devam Eden Değer@31.12.2021	168.195

İkinci Yaklaşım:

Bu yaklaşımların ikincisinde Biskon Yapı'nın bugüne kadar kurmuş olduğu organizasyon yapısı, iş ilişkileri çerçevesinde faaliyetlerine geçmişte olduğu gibi devam ettireceği ve bu faaliyetlerini sürdürebilmesi için gerekli olan mevcut özsermayesinin, gelecekte gerçekleştirebileceği projeler ve elde edebileceği gelirlerin asıl kaynağını oluşturduğu varsayılmıştır. Bu kapsamda Biskon Yapı'nın mevcut sermayesinin şirket değerini oluşturduğu yaklaşımı ile Devam Eden Değer olarak Biskon Yapı'nın VUK solo mali tablolarında yer alan güncel özsermaye rakamı olan **345.482.214 TL** alınmıştır.

iii. Biskon'un Ana Ortağı Olduğu İşletmeler

Biskon Yapı'nın değerlemesinde ortaklık payı oranında değerlemeye katılacak işletmeler DTM Enerji ve Kiler Tekstil olarak belirlenmiştir. Her iki işletme için de gelir yaklaşımı çerçevesinde indirgenmiş nakit akımları yöntemi tercih edilerek bir değerlendirme çalışması yapılmıştır.

I. DTM Enerji Yatırımları Adi Ortaklığı

DTM Enerji, bakım onarım hizmetleri vermek ve malzeme temini amacıyla 23.01.2020 tarihinde kurulmuştur. DTM Enerji, Biskon Yapı ve Çalık Enerji'nin %50-50 ortak olduğu müşterek yönetime bağlı bir işletmedir ve 01.01.2021 tarihi itibarıyla Biskon Yapı finansal tablolarında konsolide edilmektedir. DTM Enerji, ağırlıklı olarak Aras EDAŞ ile imzalamış olduğu sözleşme kapsamında, bakım ve onarım hizmetleri ile malzeme tedarik hizmetleri sağlamaktadır.

Aşağıda DTM'nin 2021 yılına ait bağımsız denetimden geçmemiş özet bilanço ve gelir tablosu verileri verilmektedir.

Özet Finansal Durum Tablosu (TL)	2021
Hazır Değerler	1.044.661
Toplam Dönen Varlıklar	477.005.982
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	
Toplam Aktifler	510.539.971
KV Finansal Borçlar	-
UV Finansal Borçlar	-
Toplam Finansal Borçlar	-
Toplam Yükümlülükler	454.790.491
Toplam Özkaynaklar	55.749.480
Net Nakit	1.044.661

Özet Gelir Tablosu Verileri (Bin TL)	2021
Net Satışlar	225.924.071
Brüt Kar	186.369.494
Faaliyet Karı	76.335.736
Net Dönem Karı	55.749.480
FAVÖK	76.335.736

Değerleme Yöntemi

DTM Enerji, faaliyetleri kapsamında, enerji dağıtım şirketlerinin yapmakla yükümlü olduğu yatırım ve Arıza Onarım Bakım işlerine ilişkin ihalelerine katılmakta ve kazandığı ihaleler kapsamında gelir elde etmektedir. Adi Ortaklık olduğu için herhangi bir tüzel kişiliği olmayan ve bu nedenle kurumlar vergisine tabii olmayan işletme, yıl sonlarında elde ettiği net karı ortaklarına dağıtmaktadır. DTM Enerji 2020 ve 2021 yılında süresi 1 ila 3 yıl arasında değişen, toplam tutarı 1 Milyar TL'yi aşan tutarda sözleşmeler imzalamıştır. Söz konusu sözleşmelerin hizmet konularına göre özet dağılımı aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Sözleşmenin Kapsamı	Toplam Tutar	Sözleşme Tarihi	Süresi
Aras EDAS Arıza Oranım Bakım Hizmetleri (AOB) Alım Sözleşmesi	426.158	2020	3 yıl
Aras EDAS Temizlik Hizmetleri Alımı	23.913	2020	3 yıl
Aras EDAS 2021 yılı Planlı Bakım Sözleşmesi	100.807	2021	1 yıl
Aras EDAS- Tesis Yapımı Sözleşmeleri	440.766	2021	1 yıl
EDH- Araç Kiralama Sözleşmesi	27.077	2021-2022	2-3 yıl
TOPLAM	1.018.721		

Bu çerçevede DTM'nin oluşturduğu değer önümüzdeki dönemlerde elde etmesi olası gelirlerden oluştuğu değerlendirilmiş ve UDS 105 Madde 40 kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ile değerlendirilmiştir. Maliyet Yaklaşımı, DTM'nin bir aktifinin olmaması ve sözleşmeler üzerine faaliyet göstermesi nedeniyle uygulanması uygun görülmemiş ve Pazar Yaklaşımı da yurt içinde DTM ile benzer faaliyetlerde olan halka açık bir şirket bulunmadığı için değerlendirilmemiştir.

Aşağıdaki tabloda Aras EDAS tarafından 4. Uygulama dönemi çerçevesinde EPDK tarafından onaylanan yatırım yükümlülüklerini gerçekleştirebilmek için yapması gereken ihaleler kapsamında DTM tarafından alınması muhtemel gelirler ve maliyetlerine ilişkin projeksiyonlar yer almaktadır. Söz konusu projeksiyonlar tarafımızdan hazırlanmamış olmakla birlikte Aras EDAS'ın kamuya açıklanan yatırım planları çerçevesinde incelenerek değerlendirilmiştir.

Söz konusu projeksiyonlar EPDK tarafından onaylanan 4. Uygulama dönemi ile sınırlı tutulmuş, 5. ve sonraki uygulama dönemlerine ilişkin henüz EPDK tarafından onaylanmış bir yatırım tutarı olmadığı için DTM'nin projeksiyonlarında yer verilmemiştir.

	2022	2023	2024	2025
Net Satışlar	1.797	1.890	2.039	2.408
Satışların Maliyetleri	1.439	1.499	1.614	1.961
Toplam Maliyetler	1.439	1.499	1.614	1.961
<i>Malzeme Maliyet Oranı</i>	<i>80,09%</i>	<i>79,33%</i>	<i>79,17%</i>	<i>81,42%</i>
Brüt Kar	358	391	425	447
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>19,91%</i>	<i>20,67%</i>	<i>20,83%</i>	<i>18,58%</i>
Faaliyet Giderleri	(137)	(173)	(214)	(254)
Faaliyet Karı	221	217	211	193
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>12,31%</i>	<i>11,50%</i>	<i>10,34%</i>	<i>8,03%</i>
Amortismanlar ve İtfa Payları	0,15	0,19	0,25	0,32
FAVOK	221	218	211	194
<i>FAVOK Marjı</i>	<i>12,31%</i>	<i>11,51%</i>	<i>10,35%</i>	<i>8,05%</i>

Yukarıda verilen FAVOK kalemleri baz alınarak DTM için serbest nakit akımları analizi yapılmıştır. Bu analizde işletme vergi mükellefi olmadığı için ve önemli bir yatırım tutarı

olmadığı için sadece net işletme sermayesi konusunda bir nakit çıkışı projekte edilmiştir. DTM'nin işletme sermayesi olarak 31.12.2021 tarihi itibarıyla sona eren bilançosunda yer alan Kısa Vadeli Yükümlülükler ile Dönen Varlıkları ile arasındaki fark alınmış ve söz konusu işletme sermayesinin net satış hasılatına oranı baz alınarak sonraki yıllar için gerekli olacak işletme sermayesi hesaplanmıştır. Bu şekilde yıllar itibarıyla hesaplanan işletme sermayesi arasındaki fark nakit çıkışı olarak serbest nakit akımı hesaplamasında yer almıştır. Aşağıdaki tabloda, projeksiyon dönemi itibarıyla hesaplanan net işletme sermayesi ihtiyacı verilmektedir.

Net İşletme Sermayesi	2021	2022	2023	2024	2025
Toplam Yükümlülükler	454.790.491				
Toplam Dönen Varlıklar (nakit hariç)	475.961.321				
Net İşletme Sermayesi	21.170.830	168.422.737	177.094.378	191.056.270	225.643.420
<i>NIŞ/Satışlar</i>	9,37%	9,37%	9,37%	9,37%	9,37%
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı		147.251.906	8.671.641	13.961.892	34.587.151

Daha sonra yukarıdaki varsayımlara göre hesaplanan Nakit Akımları, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile bugüne indirgenmiş ve söz konusu Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri hesaplanmıştır. AOSM hesaplamasında risksiz faiz oranı olarak iki yıllık gösterge tahvil olan TRT200923T18'in geriye doğru üç aylık ortalama faizi baz alınmıştır. Risk primi olarak genel kabul görmüş %5,5 ve Beta katsayısı olarak da halka açık olmayan şirketler için genel kabul görmüş katsayı olan 1,00 katsayısı alınmıştır. DTM'nin herhangi bir finansal borcu olmadığı için AOSM aynı zamanda Özsermaye Maliyetini de oluşturmaktadır. Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla kullanılan AOSM tablosu verilmektedir.

AOSM	2022	2023	2024	2025
Risksiz Faiz Oranı	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
E/E+D	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%

Aşağıdaki tabloda AOSM kullanılarak bugüne getirilen nakit akımları verilmektedir.

Nakit Akım Analizi	2022	2023	2024	2025
FAVOK	221.320.198	217.526.516	211.052.663	193.792.680
Net İşletme Sermayesi Değişimi (+/-)	147.251.906	8.671.641	13.961.892	34.587.151
Net Nakit Akımı	74.068.292	208.854.874	197.090.772	159.205.529
<i>AOSM</i>	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
<i>İskonto Faktörü</i>	0,78	0,60	0,47	0,36
İndirgenmiş Nakit Akımı	57.425.527	125.542.258	91.851.080	57.523.961

Net Bugünkü
Değer@31.12.2021 332.342.826
Devam Eden Değer -



Firma Değeri	332.342.826
Net Nakit(+)	1.044.661
Özsermaye Değeri@31.12.2021	333.387.487

DTM'nin Özsermaye Değeri belirlenirken, işletmelerin devamlılığı esasına bağlı olarak kullanılan Devam Eden Değer kavramı, DTM'nin bir Adi Ortaklık olmasından dolayı tüzel kişiliği olmaması, imzalamış olduğu sözleşmeler çerçevesinde faaliyet gösteriyor olması ve 2025 sonrasındaki döneme ilişkin imzalanmış herhangi bir sözleşmesi bulunmadığı için kullanılması tercih edilmemiştir. Bu şekilde DTM'nin 31.12.2021 tarihindeki **Özsermaye Değeri 333.387.487 TL** ve Biskon Yapı'nın %50 payı değeri **166.693.744 TL** olarak belirlenmiştir.

2. Kiler Tekstil Enerji Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Kiler Holding önümüzdeki döneme ilişkin büyüme planları kapsamında, inşaat ve gayrimenkul sektörü dışında alanlarda büyüme fırsatlarını değerlendirmek amacıyla çeşitli girişimlerde bulunmaktadır. Bu kapsamda Holding Yenilenebilir Enerji ve Tekstil sektörünü büyüme amaçlı alanlar olarak seçmiştir.

Yatırımın Gerekçesi

Kiler Holding'in tekstil sektörü içinde yoğunlaşmak istediği bölüm iplik üretimidir. Türkiye'de tekstil üretiminin ve ihracatın en önemli alt kalemlerinden biri ipliklerdir. 2020 yılında dünyanın en büyük 6. iplik ihracatçısı olan Türkiye'nin küresel ihracattan aldığı pay %4,2'dir.

Türkiye iplik üretim ve tüketiminde doğal elyaf olan, pamuk üreticisi ülkelerinden biri olup, pamuk üretimi açısından uygun ekolojik şartlara sahiptir. Bu iklim özelliklerine sahip Ege, Akdeniz, Çukurova ve Güneydoğu Bölgeleri'nde pamuk ekimi yapılmaktadır. Özellikle Ege Bölgesi, toprak ve iklim özellikleri olarak dünyada kaliteli pamuk yetiştirilebilecek özelliklere sahip bölgelerden birisidir. Bununla birlikte Türkiye, kendi tüketimini karşılayacak miktarda pamuk üretememektedir.

Türkiye'nin 2020 yılında gerçekleştirdiği iplik ithalatı 2,5 milyar ABD Doları değerinde gerçekleşmiştir. Türkiye'nin iplik tedarikinde Çin %23,8 payı ile ilk sırada gelmektedir. Türkiye'nin iplik ithalatında 2. sırada %15 payı ve 380 milyon ABD Doları tedariki ile Hindistan yer alırken, 3. sırada ise %11,8 payı ve 299 milyon ABD Doları tedariki ile Bangladeş gelmektedir. Bu durumun kısa vadede değişmeyeceğinden yola çıkarak Holding önemli pamuk üretim merkezlerine yakınlığı nedeniyle Bitlis Tatvan'da bir iplik tesis kurarak ithal ikamesi olarak ve gerektiğinde ihraç edilebilecek pamuk ipliği üretmeyi planlanmaktadır.

Yatırım Aşamaları

Bu yatırımı gerçekleştirebilmek amacıyla Kiler Holding, Bitlis İl Özel İdaresi tarafından 02.03.2022 tarihinde gerçekleştirilen taşınmaz ihalesi sonucu, iplik üretimi için kullanılmak üzere Bitlis ili, 336 ada, 7 parsel adresinde 200.000 m² arsayı 23.450.000 TL bedelle satın almıştır.

Sonrasında Kiler Holding bünyesinde inaktif olarak faaliyet göstermekte olan Bağcı Sebze Meyve Tarım Ürünleri Su Ürünleri Soğuk Hava Depo Ticaret A.Ş. (“Bağcı”) 2022 yılı içerisinde Biskon Yapı’nın %100 hissesine sahip olduğu bağlı ortaklığı haline getirilmiş ve Bağcı’nın ticaret unvanı ve esas sözleşmesinde yer alan ana faaliyet konusu değiştirilerek, Kiler Tekstil Enerji Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş. oluşturulmuştur.

Kiler Tekstil, iplik üretim tesis yatırımlarına 2022 yılının ilk yarısında başlayarak en geç 2025 yılında faaliyete geçirmeyi planlamaktadır. Kiler Tekstil bu amaçla, tesisin kurulacağı arazi satın almasını gerçekleştirmiş, iplik makineleri, bobin ve iklimlendirme sistemlerinin satın alınmasına yönelik ön ödemeleri yapmış ve söz konusu yatırım teşvikine ilişkin süreçleri tamamlamıştır.

Kiler Tekstil’in T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından onaylanan 17.03.2022 ve 534353 sayılı yatırım teşvik belgesi kapsamında, Kiler Tekstil’in 2022/05 sayılı ve 18.03.2022 tarihli yönetim kurulu kararında fizibilite çalışmalarının ilk taslağı, ilerleyen toplantılarda değerlendirme yapılmak üzere onaylanmıştır.

Planlanan Üretim

Kiler Tekstil, Bitlis ili, 336 ada, 7 parsel adresinde 200.000 m² arazi üzerinde, 40.000 m² kapalı alanda iplik imalatı konusunda yatırım yapmayı planlanmaktadır. Hedeflenen günlük ring iplik (ring iplik, pamuğun uzun elyaflarından üretilen iplik türüdür) kapasitesi Ne 30/1 penye compact (liflerin birbirine daha sık bağlandığı iplik modelidir) için 37.395 kg olması hedeflenmektedir. Hedeflenen günlük open end iplik (open end iplik, pamuğun kısa elyaflarından üretilen iplik türüdür) kapasitesi Ne 30/1 için 13.050 kg’dır. Günlük hedef toplam üretim kapasitesi 50.445 kg’dır. Günlük tüketilecek pamuk hammaddesinin yaklaşık 65.883 kg olacağı öngörülmektedir. Kiler Tekstil, kaliteli mal üretebilmek, seri bir imalat yapabilmek ve özellikle yurt dışı rakipleri ile rekabet edebilmek için; son teknoloji makineler alma kararı vermiştir. Bu kapsamda, satın alınması planlanan makineler arasında, (1) temizleme işlemleri yapmak üzere harman hallaç makine grubu (2) pamuk elyafını tarama ve temizleme işlemleri yapmak üzere tarak makine grubu, (3) şerit ekleme ve çekme işlemleri yapmak üzere cer grubu, (4) pamuk elyafı içerisindeki kısa lifleri ayırma işlemleri yapmak üzere penye grubu, (5) elyafı iplik makinesinde eğirme formuna sokmak üzere fitil grubu, (6) iplik eğirme işlemi yapmak üzere ring ve open-end makineleri ve (7) ipliği piyasada satılabilecek formda sarım işlemleri yapmak üzere bobin makineleri yer almaktadır. Kiler Tekstil’in, ortalama 3 vardiya halinde 400-450 kişi istihdam sağlayarak bölge ekonomisine katkıda bulunmak öncelikli hedeflerindedir.

Aşağıdaki tabloda planlanan yatırım maliyetleri verilmektedir.

Ana maliyet kalemleri	USD Toplam	Maliyet Dağılımı
Arsa Bina	1.700.000	2%
İnşaat Maliyeti	25.300.000	34%
İthal Makine Ekipman	36.000.000	48%
Yerel Makine Ekipman	12.000.000	16%
Toplam maliyet	75.000.000	100%

Proje'nin Değerlemesi

Kiler Tekstil her ne kadar henüz proje kapsamında yer almakta olsa da tekstil sektörünün grubun ileride dahil olmayı planladığı ana sektörlerden biri olması, bu yatırıma özel teşvik belgesi alınması ve bu rapor tarihi itibarıyla söz konusu yatırıma ilişkin toplam tutarı yaklaşık 6,3 milyon ABD Doları olan arsa bedeli ve makine siparişlerine ilişkin ön ödemelerin yapılmış olması, bu yatırımın tarafımızdan Biskon Yapı'nın değerlemesi içinde dikkate alınması gereğini doğurmuştur.

Raporlama tarihi itibarıyla yapılan harcamaların detayları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tarih	Açıklama	TL	USD Kur	USD
1.02.2022	336 ADA 7 NOLU PARSEL İHALESİ GEÇİCİ TEMİNAT BEDELİ	-5.850.000	13,367	-437.645
24.02.2022	TATVAN BENEKLİ 336 ADA 7 PARSEL SATIŞ BEDELİ	-17.600.000	14,2324	-1.236.615
10.02.2022	RIETER - KILER HOLDİNG A.Ş. PEŞİN İTH.İŞL.MAL.BED.TAHS. (3.375.000 CHF)	-49.711.725	13,5322	-3.673.588
25.02.2022	MURATA - Müş.No:4580550-101 (535.000 Euro)	-8.404.690	14,0395	-598.646
6.04.2022	TEMSAN - 0837YT577253-22 USD 406250.00 TRNS.BED.	-5.979.025	14,7176	-406.250
	TOPLAM	-87.545.440		-6.352.744

UDS 105 Değerleme Standartları ve Yöntemleri Madde 40.3 d bendine "değerleme konusu varlığın gelir yaratmaya henüz başlamaması, ancak başlamasının planlanmış olması" halinde gelir yaklaşımının uygulanabileceği ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilebileceği belirtilmektedir. Kiler Tekstil değerlemesinde bu madde kapsamında Gelir Yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yapılmış ve bu yöntemle önemli bir ağırlık verilmiştir.

Ancak söz konusu değer UDS 105 Madde 40.4'te belirtildiği gibi "Gelir yaklaşımının temelini, yatırımcıların yatırımlarından getiri elde etmeyi beklemleri ve bu getirinin yatırıma ilişkin algılanan risk seviyesini yansıtmasının gerekli görülmesi teşkil eder." ibaresi çerçevesinde yatırımın riskini belirten %71 oranında ek bir iskonto oranı ile Biskon Yapı'nın değerlemesine dahil edilmiştir.

Kiler Holding – Fiyat Tespit Raporu

Aşağıdaki tabloda İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine baz edilen gelir tablosu projeksiyonları verilmiştir.

Proje Gelir/Gider Projeksiyonları (USD)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Yıllık Üretim (ton)	0	0	0	3.054	3.993	3.993	3.993	3.993	3.993	3.993	3.993
Ne 30/1 Open end İplik /ton Satış Fiyatı	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500
Ne 30/1 Open end İplik (USD)	0	0	0	13.741.650	17.969.850	17.969.850	17.969.850	17.969.850	17.969.850	17.969.850	17.969.850
Yıllık Üretim (ton)	0	0	0	8.750	11.443	11.443	11.443	11.443	11.443	11.443	11.443
Ne 30/1 Open end İplik /ton Satış Fiyatı	5.250	5.250	5.250	5.250	5.250	5.250	5.250	5.250	5.250	5.250	5.250
RİNG İplik Ne 30/1 %100 Pamuk (USD)	0	0	0	45.939.758	60.075.068	60.075.068	60.075.068	60.075.068	60.075.068	60.075.068	60.075.068
Toplam Satışlar (USD)	0	0	0	59.681.408	78.044.918	78.044.918	78.044.918	78.044.918	78.044.918	78.044.918	78.044.918
Fiili Pamuk İhtiyacı - Yıllık / ton	0	0	0	15.417	20.160	20.160	20.160	20.160	20.160	20.160	20.160
Birim maliyet (\$/ton)	2.650	2.650	2.650	2.650	2.650	2.650	2.650	2.650	2.650	2.650	2.650
Hammadde Maliyeti	0	0	0	40.854.217	53.424.745	53.424.745	53.424.745	53.424.745	53.424.745	53.424.745	53.424.745
Direkt İşçilik	0	0	0	2.927.160	2.985.703	3.045.417	3.106.326	3.168.452	3.231.821	3.296.458	3.362.387
Amortisman	0	0	0	5.880.000	5.880.000	5.880.000	5.880.000	5.880.000	5.880.000	5.880.000	5.880.000
Diğer Faaliyet Giderleri	0	0	0	2.984.070	3.902.246	3.902.246	3.902.246	3.902.246	3.902.246	3.902.246	3.902.246
Toplam Maliyetler	0	0	0	52.645.447	66.192.694	66.252.408	66.313.316	66.375.443	66.438.812	66.503.448	66.569.377
FVÖK	0	0	0	7.035.960	11.852.224	11.792.510	11.731.601	11.669.475	11.606.106	11.541.469	11.475.540
FAVÖK	0	0	0	12.915.960	17.732.224	17.672.510	17.611.601	17.549.475	17.486.106	17.421.469	17.355.540

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Çift. A. Binası Kat: 9
Etiler / Beşiktaş / İstanbul / Türkiye
Tic. Sic. No: 270945 / Mersis No: 08070037500001000007
E-posta: info@kiler.com.tr / V.D. 01.03.2008

Net Nakit Akım Analizi

Yukarıda verilen projeksiyonlar ve Kiler Tekstil'in %70 -30 sermaye / borç kompozisyonu çerçevesinde Proje için hazırlanan Net Nakit Akımları aşağıda verilmektedir. Kiler Tekstil 6. Teşvik kapsamında olduğu için öngörülen projeksiyon dönemi için herhangi bir vergi çıkışı öngörülmemiş, toplam 75 milyon ABD Doları tutarındaki yatırımın 2022-2024 yılları arasında yapılarak Proje'nin 2025 yılı başında faaliyete geçmesi hedeflenmiştir. Projenin ilk yılında tesisin %65 sonraki yıllarda %85 kapasite ile devam edeceği varsayılmıştır.

Proje'nin finansmanına ilişkin kredi görüşmeleri devam etmekle birlikte alınan ön teklifler çerçevesinde projenin %70'ini oluşturan 52,5 milyon ABD Doları finansal borcun ABD Doları bazında, iki yılı ödemesiz toplam 7 yıl vadeli %5 oranında olabileceği varsayımı ile borç ödemeleri gerçekleştirilmiştir. Kiler Tekstil için işletme sermayesi ihtiyacının tekstil sektöründeki diğer şirketlerin oranlarına benzer nitelikte satışların %30'u kadar olabileceği öngörülmüş ve bu oranın değişmeyeceği varsayılmıştır.

Bu varsayımlar bazında hazırlanan Hissedara Olan Net Nakit Akımları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Net Nakit Akımı (\$)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
FAVÖK	--	--	--	12.915.960	17.732.224	17.672.510
Yatırım Harcamaları	(16.360.000)	(29.320.000)	(29.320.000)	(566.948)	(534.247)	(534.247)
Vergi	--	--	--	--	--	--
İşletme Sermayesi İhtiyacı	--	--	--	17.904.422	5.509.053	--
Firmaya Olan Nakit Akımı (FCFF)	(16.360.000)	(29.320.000)	(29.320.000)	(5.555.409)	11.688.923	17.138.262
Sermaye Girişi(+)	5.860.000	8.320.000	8.320.000	--	--	--
Borç Girişi(+)	10.500.000	21.000.000	21.000.000	17.904.422	--	--
Ödenecek Borç - Anapara+Faiz (-)	--	--	10.125.000	9.750.000	9.375.000	9.000.000
Ödenecek Temettü (-)	--	--	--	--	--	--
Hissedara Olan Nakit Akışı (FCFE)	0	--	(10.125.000)	7.473.819	2.599.013	8.138.262

Net Nakit Akımı (\$)	2028	2029	2030	2031	2032
FAVÖK	17.611.601	17.549.475	17.486.106	17.421.469	17.355.540
Yatırım Harcamaları	(534.247)	(534.247)	(534.247)	(534.247)	(534.247)
Vergi	--	--	--	--	--
İşletme Sermayesi İhtiyacı	--	--	--	--	--
Firmaya Olan Nakit Akımı (FCFF)	17.077.354	17.015.227	16.951.858	16.887.222	16.821.293
Sermaye Girişi(+)	--	--	--	--	--
Borç Girişi(+)	--	--	--	--	--
Ödenecek Borç - Anapara+Faiz (-)	8.625.000	8.250.000	7.875.000	--	--
Ödenecek Temettü (-)	--	--	--	--	--
Hissedara Olan Nakit Akışı (FCFE)	8.452.354	8.765.227	9.076.858	16.887.222	16.821.293

Projekte edilen hissedara olan nakit akışları Dolar bazında hesaplanan Özsermaye Maliyeti ile iskonto edilerek bugüne indirgenmiştir. Kullanılan Özsermaye Maliyeti hesaplaması aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Özsermaye Maliyeti	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Risksiz Faiz Oranı	8,97%	7,5%	7,0%	6,0%	5,5%	5,0%	5,0%
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	14,5%	13,0%	12,5%	11,5%	11,0%	10,5%	10,5%

Özsermaye Maliyeti	2029	2030	2031	2032
Risksiz Faiz Oranı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%

Özsermaye maliyeti hesaplamasında Risksiz Faiz oranı olarak vadesi projeksiyonlara en yakın uzun vadeli tahvil olan 26/06/2032 vadeli ABD Doları bazındaki tahvil getirisinin değerlendirilmesinden önceki 3 aylık ortalaması alınmış ve yıllar itibarıyla azalarak 2026 sonrasında %5'e ineceği varsayılmıştır. Risk primi olarak %5,5 ve Beta katsayısı olarak 1,00 kullanılmıştır.

Bu şekilde 31.12.2021 tarihine indirgenen nakit akımlarının üzerine devam eden değer eklenerek Kiler Tekstil için bir değer hesaplanmıştır. Devam Eden Değer hesaplamasında temkinli davranmak adına büyüme oranı 0 alınmış ve bu şekilde hesaplanan Devam Eden Değer projeksiyon döneminin sonundaki ilgili iskonto faktörü ile bugüne indirgenmiştir.

Bu şekilde hesaplanan Net Bugünkü Değer ve Devam Eden Değer'in bugünkü değeri toplanarak Kiler Tekstil için **75.462.849 ABD Doları** veya değerlendirilme tarihindeki TRL/ABD Doları kuru olan 17,23 alındığında **1.300.549.379 TL** değere ulaşılmaktadır.

Ancak söz konusu değer UDS 105 Madde 40.4'te belirtildiği gibi "Gelir yaklaşımının temelini, yatırımcıların yatırımlarından getiri elde etmeyi beklemeleri ve bu getirinin yatırıma ilişkin algılanan risk seviyesini yansıtmasının gerekli görülmesi teşkil eder." ibaresi çerçevesinde yatırımın gecikme ve/veya varsayımların değişme riskini içeren %71 oranında ek bir iskonto oranı yapılarak **374.930.916 TL** özsermaye değeri belirlenmiştir.

iv. Biskon'un Kiler GYO ile Ortak Girişimi Olan Projeler:

Kiler GYO ile ortak girişim şeklinde üstlenilen projelerdir. Bu projelerde Biskon, üstlenici olarak değil pay sahibi olarak projede yer almaktadır. O nedenle projenin tüm değeri üzerinden payı oranında bir değere sahip olmaktadır. Aşağıdaki tabloda raporlama tarihi itibarıyla halen satışı devam eden Kiler GYO ile ortak girişim projeleri ve pay oranları verilmektedir.

Proje Adı	Sözleşme Tarihi	Biskon Yapı'nın Payı	Projenin Toplam Değeri* (TL)	Biskon Yapı'ya Düşen Pay Değeri (TL)
Referans Bahçeşehir	23.12.2019	%1	812.189.000	8.121.890
Referans Kartal Towers	30.05.2014	%1	172.874.000	1.728.740
Referans Pendik Dolayoba	06.01.2022	%1	765.841.376	7.658.414
Referans Beşiktaş - Abbasağa	07.07.2021	%1	395.055.556	3.950.556
TOPLAM			2.145.959.932	21.459.600

*: Kiler GYO tarafından açıklanan 31.12.2021 tarihli Gayrimenkul Ekspertiz Raporlarına göre

Söz konusu Projeler'in Biskon Yapı'nın değerlemesinde sermaye payları ölçüsünde değerlemeye katılması uygun görülmüştür. Bu çerçevede rapor tarihi itibarıyla Kiler GYO ile ortak girişim olarak sözleşme imzalanmış olan Referans Bahçeşehir, Referans Kartal Towers, Referans Beşiktaş – Abbasağa ve Referans Pendik Dolayoba projeleri için, Biskon Yapı'nın %1 ortaklık payına düşen değer **21.459.600 TL** olarak hesaplanmaktadır.

v. Biskon Yapı Operasyonları ile ilgili olmayan Varlıklardan Gelen Değer

Biskon Yapı'nın Toplama Yöntemi içinde yer alan varlıkların değerlendirmesinde, solo bilançosunda yer alan, gümüş, nakit ve yatırım amaçlı gayrimenkuller de değerlemeye dahil edilmiştir. Aşağıdaki tabloda bu varlıklar, nitelikleri ve hangi değerden değerlemeye dahil edildikleri verilmiştir.

Değerlemeye Konu Varlık	Niteliği	Değerleme Yöntemi	Değerlemeye Dahil Edilen Tutar
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	Biskon mülkiyetinde yer alan ve kısa vadede satışı düşünülmeyen Sapphire Rezidans'ta yer alan 303 numaralı bağımsız bölüm ile İstanbul Pendik Bahçelievler Taşlıbayır 11172 Ada 1 Parsel de bulunan Arsa	Bağımsız Denetim Raporunda yer alan gerçeğe uygun değeri ile	32.916.585
Gümüş	Biskon'un 31.12.2021 tarihi itibarıyla bilançosunda yer alan 651.343 kg miktarındaki Gümüş Stoğu	Bağımsız Denetim Raporunda yer alan gerçeğe uygun değeri ile	6.383.161
Net Nakit	Biskon'un 31.12.2021 tarihi itibarıyla bilançosunda yer alan ve Finansal Borçlar ile netleştirilmiş Nakit tutarı	Bağımsız Denetim Raporunda yer alan gerçeğe uygun değeri ile	141.050.000

c. Biskon Yapı Nihai Değer

Yukarıda detaylı olarak tanımlanan varlıklar, söz konusu varlıkların niteliklerine göre değerlendirilmiştir. Yukarıda da bahsedilen UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar standardı kapsamında Maliyet Yaklaşımı ve UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı