

**ARF BİO
YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM A.Ş.**

FİYAT TESPİT RAPORU



**Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent
Plaza Blok No: 173 İç Kapı No: 29
Şişli/İstanbul**

19.11.2025

**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sic.No:276189
Mersis :0368004352100015 www.a1capital.com.tr



KISALTIMA VE TANIMLAR

Kısaltma:	Tanım:
A1 Capital	A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Aracı Kurum
AB	Avrupa Birliği
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri Doları
AC	Alternatif akım (Alternative Current)
A.Ş.	Anonim Şirketi
ATY	Atıktan Türetilmiş Yakıt
AOSM	Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti
ARF Bio	Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. A.Ş. ("Şirket", "İhraççı")
AUF	Azami Uzlaştırma Fiyatı
B	Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan oranı
BES	Biogaz Elektrik Santrali
BIST, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
Biyogaz Santrali	Şirket'in Ödemiş, İzmir'de yer alan organik atıkların fermantasyonu ile biyogaz ve bu gazın yakımı sonucunda elektrik üreten elektrik üretim tesisi
Bloomberg	Bloomberg Veri Terminali
ÇED	Çevresel Etki Değerlendirmesi
Çevre İzin ve Lisans Yönetmeliği	19.09.2014 tarih ve 29115 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Çevre İzin ve Lisans Yönetmeliği
DC MW	Kurulu Güç Birimi
EPDK	Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu
EPIAŞ	Enerji Piyasaları İşletme A.Ş.
EÜAŞ	Elektrik Üretim A.Ş.
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
F/K	Fiyat Kazanç Oranı
FD	Firma değeri
Finnet	İstanbul merkezli özel bir veri dağıtım şirketinin adı
GES	Güneş elektrik santrali
Gübre Santrali	Şirket'in Ödemiş, İzmir'de yer alan organik ve organomineral olarak hem katı hem de sıvı gübre üretimi gerçekleştiren üretim tesisi
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
İNA	İndirgenmiş nakit akım analizi
İhraççı	Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KGK	Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
KKO	Kapasite Kullanım Oranları
KVKK	6698 sayılı Kişisel Verileri Koruma Kanunu
kWh	Kilowatt Saat
MDV	Maddi Duran Varlıklar
MW	Megawatt
MWe	Megawatt elektrik



A1 Capital

MWh	Megawatt Saat
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
PTF	Piyasa Takas Fiyatı
Rf	Risksiz Faiz Oranı
Rm	BIST100 Endeksinin Yıllık Ortalama Getirisi
Re	Sermaye Maliyeti
Rp	Şirket Risk Primi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SM	Satların Maliyeti
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T	Tahmin
T.C., Türkiye	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEİAŞ	Türkiye Elektrik İletim A.Ş.
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
Tic.	Ticaret
TL	Türk Lirası
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
TW	Terawatt
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
USD (\$)	ABD Doları
VFÖK	Vergi Faiz Öncesi Kar
YBBO	Yıllık Bileşik Büyütme Oranı
YEK	Yenilenebilir Enerji Kaynakları
YEKA	Yenilenebilir Enerji Kaynakları Alanları
YEKA Yönetmeliği	09.10.2016 tarih ve 29852 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Yenilenebilir Enerji Kaynakları Yönetmeliği
YEKDEM	Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması
YEKDEM Yönetmeliği	01.10.2013 tarih ve 28782 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Belgelendirilmesi ve Desteklenmesine İlişkin Yönetmelik

 **A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / Beşiktaş / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 276189
Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

1. YÖNETİCİ ÖZETİ ve HALKA ARZ BİLGİLERİ

Bu rapor, ARF BİO YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM ANONİM ŞİRKETİ (“Şirket” ya da “Arf Bio”) ile A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“A1 Capital”) arasında 28.03.2024 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi ve aynı tarihli değerlendirme hizmet sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır. Rapor tarihi ile değerlendirme tarihi aynı olup 19.11.2025’dir.

1.1 Şirket Hakkında Özet Bilgi¹

Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. (Arf Bio), İzmir ili Ödemiş ilçesi Bozcayaka köyünde yer alan Biyogaz Santrali’nde biyometanizasyon tipi biyogaz santralleri ile kaynağından ayrı topladığı ve mekanik ayırma tesislerinde ayrıştırdığı organik atıkları fermantasyon ünitelerine alarak gaz oluşturmakta ve oluşturduğu gazı gaz motorlarında yakmak suretiyle yenilenebilir elektrik enerjisi üretmektedir. Şirket’in ana faaliyet konusu ise elektrik enerjisi üretiminin yanı sıra, biyogaz enerji üretimi neticesinde ortaya çıkmış olan bitkisel ve hayvansal atık malzemenin, ham ve işlenmiş organik ve organomineral gübre olarak üretilmesi, bu gübrelerin organik ve kimyasal işleme tabi tutulması, gerekli izinler alınarak bu amaçla tesis oluşturulması, üretilmesi tesisin işletilmesi, gübrenin perakende ve toptan satışı, pazarlaması, ticareti, ithalat ve ihracatını yapmak olarak özetlenebilir.

Şirket’in 20.09.2018 itibarıyla sahip olduğu elektrik üretim lisansının toplam gücü 4,8 MWe olup bunun tamamı Biyogaz Santrali’nden oluşmaktadır. Şirket, üretim tesisinde büyükbaş hayvan atığı ile çeşitli bitkisel/hayvansal girdileri (mısır silajı, patates yeşili vb.) kullanarak elektrik üretimi gerçekleştirmektedir. Şirket, Enerji Piyasaları İşletme A.Ş.’ye (EPIAŞ) Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması (YEKDEM) kapsamında 2019 yılından itibaren 10 yıl süre ile 13,3 ABD Doları Cent/KWh devlet alım garantisi anlaşması altında elektrik satış yapmak suretiyle gelir elde etmektedir. Şirket, Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu’ndan (“EPDK”) EÜ/8067-1/04054 numaralı üretim lisansını 2018’de almıştır. Lisansın geçerliliği 49 yıllık bir süreyi kapsamaktadır ve 2067 yılına kadar geçerlidir. Şirket, biyogaz tesisindeki ana kaynağa ilave olarak Güneş Elektrik Santrali (GES) yatırımı yapıp işletme hakkına sahip olmuştur ve EPDK’dan 2022 yılında 0,7 MW Hibrit GES yatırımı izni almıştır.

Şirket, organik ve organomineral olarak hem katı hem de sıvı gübre üretim tesisi yatırımı tamamlamış ve Nisan 2023 sonu itibarıyla devreye almıştır. Arf Bio, 4,8680 MWh kapasiteli Biyogaz Elektrik Üretim tesisi, 55.294 ton/yıl kapasiteli organomineral katı gübre tesisi, 49.248 bin ton/yıl kapasiteli ambalajlı sıvı gübre tesisi, 443.232 ton/yıl ambalajsız dökme sıvı gübre tesisi ve karbon emisyon kredisi ile gelirlerini çeşitlendirmiş sınırlı sayıda biyogaz

¹ Kaynak: İzahname

tesisleri arasında yer almaktadır.

Gold Standard projesi kapsamında gönüllülük esasına dayalı karbon sertifikası ticareti gerçekleştiren Şirket, mevcut biyogaz santraline entegre olacak şekilde endüstriyel mikro alg üretim tesisi kurmayı da planlanmaktadır. Gıda, nutrasötikler, ilaç, hayvan yemi, kozmetik ve biyogübre endüstrisinde uygulama alanı giderek artan tek hücreli fotosentetik organizmalar olan mikro alg üretimine geçilmesiyle ortaya çıkacak olan organik karbonun büyük bir kısmının biyogaza dönüştürülerek biyogaz enerji üretim tesisinin verimliliğinin artırılması hedeflenmektedir. Son olarak Arf Bio, Hibrit Güneş Elektrik Santrali (GES) tesisinde önümüzdeki dönemde planladığı yatırımlarla 4,8MWp kurulu güce ulaşmayı hedeflemektedir.

1.2 Değerleme Çalışması Sonucu

İşbu raporun 9 numaralı Sonuç bölümünde belirtildiği üzere, değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yaklaşımı ve Piyasa Çarpanları yöntemleri incelenmiştir. Değerleme çalışmasına esas teşkil eden Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar (FAVÖK) projeksiyonları yenilenebilir enerji, organik gübre üretimi ve karbon ticareti faaliyetleri için ayrı ayrı hesaplanıp konsolide edilerek İNA yaklaşımına dahil edilmiş ve bu şekilde Şirket'in özsermaye değeri hesaplanmıştır. Endüstriyel mikro alg yatırımları ve bu yatırımlardan elde edilmesi planlanan FAVÖK katkısı ise değerlendirme çalışmasına dahil edilmemiştir. Öte yandan, halihazırda mevcut faaliyet alanlarında entegre ve çok yönlü üretim tesisi olarak faaliyet gösteren Arf Bio ile gerek yurt içinde ve gerekse yurt dışında benzer entegre yapıya sahip herhangi bir firma tespit edilememiştir. FAVÖK hesaplamaları ve projeksiyonları iş kolu bazında yapılmış olsa da entegre faaliyet yapısından dolayı Arf Bio'nun üretim sürecinde girdi-çıkıtlı hesapları ve üretim-satış maliyetleri faaliyet bazında tam olarak ayrıştırılmadığından, Şirket özsermaye (piyasa) değerinin piyasa çarpanları yöntemi altında faaliyet bazında (solo) belirlenip konsolide edilmesinin sağlıklı sonuç vermeyebileceği değerlendirilmiştir. Bu nedenle, Biyogaz, Güneş enerjisi, Gübre üretimi ve Karbon ticareti faaliyetlerine dair benzer firma çarpan analizleri tarafımızca değerlendirilmiş ancak değerlendirme çalışmasına dahil edilmemesine karar verilmiştir.

İNA Yöntemi ile Şirketin Hedef Özsermaye (Piyasa) Değeri **109.512.573 ABD Doları** olarak tahmin edilmiştir. ABD Doları bazında hesaplanan ağırlıklı ortalama Özsermaye Değeri işbu Fiyat Tespit Raporu tarihinden (19.11.2025) bir işgünü önce (18.11.2025) TCMB tarafından 15:30'da açıklanan ABD Dolar Alış Kuru (42,2641) ile çarpılarak **4.628.450.327 TL** tutarında hedef özsermaye (piyasa) değerine ulaşılmıştır. Bu değer, Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine (147.337.401 TL) bölünmesiyle halka arz öncesi "Pay Değeri" 31,41 TL olarak tespit edilmiştir. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %37,9 oranında halka arz iskontosu uyguladığında pay başına halka arz fiyatı **19,50 TL** olarak tahmin edilmiştir.

Tablo 1-a Değerleme Sonucu (ABD Doları)	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
1-İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi			
Firma Değeri (ABD Doları)	119.155.977		
- Net Nakit / (Borç) (ABD Doları)	9.643.404		
<i>Nakit Durumu (ABD Doları)</i>	156.446		
<i>Finansal Borç (ABD Doları)</i>	9.799.850		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	109.512.573	100,00%	109.512.573
2-Piyasa Çarpanları Yöntemi			
Firma Değeri (ABD Doları)	-1.511.585		0
- Net Nakit / (Borç) (ABD Doları)	9.643.404		
<i>Nakit Durumu (ABD Doları)</i>	156.446		
<i>Finansal Borç (ABD Doları)</i>	9.799.850		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	-11.154.989	0,00%	0
2.1-Gübre Tesisi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	8,59		
- Firma Değeri (ABD Doları)	12.778.012	0,00%	0
<i>FAVÖK (2025; ABD Doları)</i>	1.509.067		
<i>İndirgeme Faktörü (19.11.2025)</i>	0,9862		
<i>İndirgenmiş FAVÖK (ABD Doları)</i>	1.488.217		
2.2-Biyogaz Tesisi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	9,94		
- Firma Değeri (ABD Doları)	-14.287.013	0,00%	0
<i>FAVÖK (2025; ABD Doları)</i>	-1.457.744		
<i>İndirgeme Faktörü (19.11.2025)</i>	0,9862		
<i>İndirgenmiş FAVÖK (ABD Doları)</i>	-1.437.603		
2.3-Hibrit GES Tesisi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	10,48		
- Firma Değeri (ABD Doları)	0	0,00%	0
<i>FAVÖK (2025; ABD Doları)</i>	0		
<i>İndirgeme Faktörü (19.11.2025)</i>	0,9862		
<i>İndirgenmiş FAVÖK (ABD Doları)</i>	0		
2.4-Karbon Satışları			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	9,19		
- Firma Değeri (ABD Doları)	-2.584	0,00%	0
<i>FAVÖK (2025; ABD Doları)</i>	-285		
<i>İndirgeme Faktörü (19.11.2025)</i>	0,9862		
<i>İndirgenmiş FAVÖK (ABD Doları)</i>	-281		

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları


Tablo I- b Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri	Ağırlık Oranı	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri (ABD Doları)	109.512.573	100,00%	109.512.573
Çarpan Yöntemi İle Hesaplanan Özsermaye Değeri (ABD Doları)	-11.154.989	0,00%	0
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri (ABD Doları)		100,00%	109.512.573
<i>USD/TRY-TCMB 15:30 Döviz Alış Kuru (18.11.2025)</i>			42,2641
Halka Arz Öncesi Hedef Özsermaye Değeri (TL)			4.628.450.327
<i>Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)</i>			147.337.401
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)			31,41
<i>İskonto Oranı (%)</i>			37,9%
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri (TL)			2.873.079.319
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			19,50

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin; güvenilir, adil, uygun ve makul olduğunu beyan ederiz. Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması ve değerlendirme yöntemlerine verilen ağırlıklandırma oranlarının değiştirilmesi durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür. Bununla birlikte, kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi / değiştirilmesi, farklı değerlendirme yöntemlerinin uygulanması durumunda işbu raporda elde edilen değerlerden farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

2. RAPORUN AMACI

19.11.2025 tarihli bu rapor, Beştepe Mah. Nergiz Sk. Gama Binası No: 9 İç Kapı No: 36 Yenimahalle /ANKARA adresinde mukim Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. ("Arf Bio", "Şirket" veya "İhraççı") ile Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent Plaza Blok No: 173 İç Kapı No: 29 Şişli/İSTANBUL adresinde mukim A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("A1 Capital" veya "Danışman") arasında imzalanmış olan, 28.03.2024 tarihli "Halka Arz Aracılık ve Satış Sözleşmesi" ile aynı tarihli "Değerleme Hizmet Sözleşmesi" kapsamında Arf Bio paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek sermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartlarına ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararına uygun olarak tespiti amacıyla hazırlanmıştır.


A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 368 004 35 21 Tic.Sic.No:27 0189
Mersis : 0368004352100015 www.a1capital.com.tr

3. DEĞERLEME ÇALIŞMASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI VE ETİK İLKELER

Değerleme hizmeti ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerleme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları çerçevesinde yerine getirilmiştir. Bu değerlendirme raporu, SPK'nın Sermaye Piyasası'nda Değerleme Standartları Hakkında Tebliğin (III-62.1) 3. Maddesinin 1. Fıkrası uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki ilkeler çerçevesinde hazırlanmış olup, Türkiye Değerleme Uzmanlar Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulmuştur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışmasının Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Arf Bio'nun halka arz edilecek paylarının satış fiyatının hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak A1 Capital tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, Şirket ile Aracı Kurum arasında 28.03.2024 tarihinde imzalanmış olan "Halka Arza Aracılık Sözleşmesi" ile aynı tarihli "Değerleme Hizmet Sözleşmesi" kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır. Etik ilkeleri:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında doğru ve dürüst davranılmış olup çalışmalar İhraççı Şirket'e ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek şekilde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek aldatıcı, yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde bir reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren veya makul bir süre içinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen bir görevi kabul etmemiştir.
- Değerleme süreci gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Değerleme işi, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun sonucunda bulunacak değer tespitine bağlı olarak belirlenmemiştir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.

ihraççı Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden meydana gelmektedir.

- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışması, bilinen ve genel kabul görmüş uluslararası esas ve standartlara uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Öte yandan, piyasa ve makroekonomik konularda meydana gelebilecek önemli değişikliklerin Şirket değerini etkileyebileceği ve dolayısıyla aşağı veya yukarı yönde değişime yol açabileceği ihtimali göz önünde bulundurulmalıdır.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemlerinin ve ağırlıklandırılmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabileceği bilinmelidir.
- Değerleme çalışması esnasında Şirketin faaliyetlerini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun hareket ettiği varsayılmış ve bu durum ayrıca incelemeye tabi tutulmamıştır. Bu hususta herhangi bir denetleme yapılmamıştır.
- Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Şirket tarafından sağlanan projeksiyonları esas almış olup, Şirket ve ilgili personelden temin edilen bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.
- Şirket tarafından sağlanan projeksiyonlar A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin incelemesinden geçmiş ve bu inceleme neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekte birlikte, tam olarak doğruluğunu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak, Şirketin geçmiş performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca ihtiyatlı bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.
- İşbu Rapor'da ulaşılan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa şartları ve hazırlanmış olduğu tarih itibarı ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir.
- İşbu Rapor, iktisadi, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve rapor tarihi itibarı ile sunulan bilgiler esas alınarak hazırlanmıştır; takip eden dönemde meydana gelebilecek gelişmeler bu Rapor'da tahmin edilen Şirket değeri üzerinde etkili olabilecektir.

5. SORUMLULUK BEYANI

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilan ettiği Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde² yer almaktadır. Ayrıca, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uydüğümüz, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

6. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

6.1 ŞİRKETİN GENEL BİLGİLERİ

6.1.1 Şirket Hakkında Genel Bilgi

Şirket, "Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş." adıyla 2016 yılında yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet göstermek üzere Ankara'da 500.000 TL sermaye ile kurulmuştur. Şirket adres değişikliğine giderek merkez adresini Beştepe Mah. Nergiz Sk. Gama Binası No: 9 İç Kapı No: 36 Yenimahalle /ANKARA adresine taşımıştır. İşbu adres değişikliği 05.08.2022 tarihinde tescil edilmiş olup 05.08.2022 tarih ve 10633 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. Şirket süresizdir.

Tablo 2	Şirket Bilgi Kartı
Hukuki statüsü	: Anonim Şirket
Tabi olduğu mevzuat	: T.C. Kanunları
Kurulduğu ülke	: Türkiye
Bağlı olunan Ticaret Sicil Müdürlüğü	: Ankara Ticaret Sicili Müdürlüğü
Ticaret Sicil No	: 399723
Merkez adresi	: Beştepe Mah. Nergiz Sk. Gama Binası No: 9 İç Kapı No: 36 Yenimahalle /ANKARA
İnternet adresi	: www.arfbio.com
Telefon	: +90 (312) 442 03 14
Faks	: +90 (312) 442 03 16

Kaynak: İzahname

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sicil No: 272100
Mersis :0368004352100015 www.a1capital.com

² <https://spk.gov.tr/kurumlar/gayrimenkul-disindaki-varliklari-ve-makine-ve-ekipmanlari-degerlemeye-yetkili-kuruluslar/gayrimenkul-disindaki-varliklari-degerlemeye-yetkili-kuruluslar>

6.1.2 Sermaye ve Ortaklık Yapısı


Şirket'in mevcut 147.337.401 TL çıkarılmış sermayesinin halka arz öncesi ve halka arz sonrası itibarıyla ortakları arasındaki dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Halka arz, Şirket'in 147.337.401 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakit karşılığı olarak 182.837.401 TL'ye çıkarılması neticesinde ihraç edilecek olan toplam 35.500.000 TL nominal değerli 35.500.000 adet (B) grubu hamiline pay ile Şirket'in mevcut ortaklarından RE-PIE Portföy Yönetimi A.Ş. Arf Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun sahip olduğu 11.500.000 TL nominal değerli (B) grubu hamiline pay olmak üzere toplam 11.500.000 TL nominal değerli (B) grubu payların satışı suretiyle gerçekleştirilecektir. Halka arz edilecek toplam 47.000.000 TL nominal değerli (B) grubu hamiline yazılı payların, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine (182.837.401 TL) oranı %25,71 olacaktır.

Ortağın Adı Soyadı / Ticaret Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutarı (TL)	Oranı (%)
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Arf Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	140.000.000	95,02	128.500.000	70,28
Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	7.337.401	4,98	7.337.401	4,01
Halka Açık	-	-	47.000.000	25,71
			<i>Sermaye Artırımı</i>	<i>35.500.000</i>
			<i>Ortak Satışı</i>	<i>11.500.000</i>
Toplam	147.337.401	100,00	182.837.401	100,00

Kaynak : İzahname

6.2 FAALİYET KONUSU³

Şirket'in İzmir'in Ödemiş ilçesi Bozcayaka köyünde bulunan Biyogaz Santrali'nde biyometanizasyon tipi biyogaz santralleri ile kaynağından ayrı toplanan ve mekanik ayırma tesislerinde ayrıştırılan organik atıklar, fermantasyon ünitelerine alınarak burada oluşturulan gaz, gaz motorlarında yakılmakta ve elektrik enerjisine dönüştürülmesi yoluyla yenilenebilir elektrik enerjisi üretilmektedir. Şirket, elektrik satışının yanı sıra karbon emisyonu ticareti ve gübre satışı faaliyeti de yürütmekte olup, biyogaz enerji üretimi neticesinde ortaya çıkan bitkisel ve hayvansal atık malzemenin ham ve işlenmiş organik ve organomineral gübre olarak üretilmesi ve üretilen gübrenin perakende ve toptan satış faaliyetlerini de gerçekleştirmektedir.

 **A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 270198
 Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

³ Kaynak : İzahname

16.11.2023 tarih 2023/1567 numaralı kapasite raporuna göre 88.000 m² arazi üzerinde 10.000 m² kapalı sahada kurulu Şirket'in yıllık üretim kapasitesi aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 4 Yıllık Üretim Kapasitesi			
Madde Kodu	Ürün Adı	Miktar	Birim
35.11.10.20.00	Elektrik Enerjisi	39.722.880	kWh
20.15.80.00.00	Katı Organik Fermente Ürün	49.248.000	Kg
20.15.80.00.00	Sıvı Organik Fermente Ürün	443.232.000	Kg
20.15.80.00.00	Organomineral Katı Gübre	44.232.000	Kg
20.15.80.00.00	Organomineral Sıvı Gübre	27.936.000	Kg

Kaynak : İzahname

Biyogaz Santrali'nin 0,621 MW kurulu gücünde olan kısmının geçici kabulü Ekim 2018'de Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından yapılmış ve santral 2019 Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması (YEKDEM) tarifesine kaydedilmiştir. Santralin 4,268 MW kurulu gücünde olan kısmının geçici kabulü ise 2018 yılı sonunda yapılmıştır. Santral, 2018 yılı sonundan itibaren kademeli olarak faaliyete alınmıştır. Biyogaz Santrali yıllık ortalama yaklaşık 36.000.000 kWh elektrik üretimi ile 2024 yılı YEKDEM listesindeki biyogaz tesisleri içinde 10. büyük tesis olarak yer almıştır⁴. Şirket'in üretim lisansı 2018 yılından 2067 yılına kadar geçerli olacak şekilde 49 yıllık bir süreyi kapsamaktadır.

Biyogaz Santrali, Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanun kapsamında mevzuata uygun olarak işletilmektedir. Söz konusu santralin geçici kabul tarihinden itibaren 10 yıl boyunca ürettiği elektrik 13,3 ABD Doları Cent/kWh fiyatla YEKDEM kapsamında Enerji Piyasaları İşletme A.Ş.'ye (EPIAŞ) satılacaktır. Santralin kullanılabilir faydalı ömrü 25 yıl olup ilk 10 yıl sonrasında üretilen elektrik serbest piyasada satılacaktır.

Şirket, elektrik satışının yanı sıra karbon emisyonu ticareti ve gübre satışı faaliyeti de yürütmektedir. Şirket, karbon emisyonu ticareti faaliyetinde bulunmak amacıyla Gold Standart'a karbon sertifikası almak için başvuru yapmış ve söz konusu karbon sertifikası 26.09.2019 tarihinde Gold Standart GSID 7527 numarasıyla valide edilmiştir. Şirket'in verifikasyon işlemleri ise 26.02.2025 tarihinde Gold Standart tarafından onaylanmıştır⁵.

Arf Bio, organik ve organomineral olarak hem katı hem de sıvı gübre üretim tesisi yatırımını tamamlamış ve Nisan 2023 sonu itibarıyla devreye almıştır. Bu şekilde, Şirket biyogaz üretim süreci kapsamında anaerobik fermentasyon yöntemi ile büyükbaş hayvan dışkısı ve

⁴ Kaynak : İzahname, 7.1.1 numaralı bölüm

⁵ Kaynak : İzahname, 7.1.1 numaralı bölüm

bitkisel atıkların fermente edilmesiyle organik gübre üretir duruma gelmiştir. Gübre Üretim Tesisi'nin Organomineral Katı Gübre yıllık üretim kapasitesi Tablo 4'de yer aldığı üzere 44.232 ton olarak tespit edilmiş olsa da Sıvı Organik Fermente gübre üretiminde oluşan katı posa Organomineral Katı Gübre üretiminde hammadde olarak da kullanabilmektedir. Ayrıca, bu ürüne mineraller eklenerek üretim kapasitesi artırılmaktadır. Bu nedenle, mineral ve Sıvı Organik Fermente gübre üretiminde oluşan katı posanın hammadde olarak kullanılması neticesinde Organomineral Katı Gübre yıllık üretim kapasitesi 55.294 ton olarak oluşmuştur. Sıvı Organik Fermente Gübre üretim kapasitesi ise yıllık 443.232 ton düzeyindedir.

7. FİNANSAL BİLGİLER

7.1 Finansal Tabloların Sunumuna İlişkin Esaslar

Özel Bağımsız Denetçi Raporu'nun 2 numaralı dip notunda belirtildiği üzere, finansal tabloların Türk Lirası ("TL") cinsinden sunulmasına rağmen, ABD Doları Şirket'in operasyonlarında ağırlıklı olarak kullanılmaktadır. Başka bir deyişle, ABD Doları, Şirket'in operasyonları üzerinde önemli etkiye sahiptir. ABD Doları ayrıca, Şirket için önemlilik arz eden durum ve olayların ekonomik temelini yansıtmaktadır. Şirket'in satın alma ve satış fiyatları ile esas hizmet ve ürünlerin fiyatları çoğunlukla ABD Doları cinsinden belirlenmekte olup, borçlanma cinsi ve ilgili borçlanma giderlerinin büyük bir çoğunluğu da ABD Doları'dır. Bu nedenle Şirket, finansal tablolarında geçerli para biriminin TMS 21 – "Kur Değişiminin Etkileri" uyarınca ABD Doları olmasına karar vermiştir.

Geçerli para birimi ABD Doları olan Şirket, finansal durum tablosu varlık ve yükümlülük kalemleri TL olarak sunulurken ilgili raporlama tarihindeki ABD Dolar kuru ile; gelir ve giderler ise işlemlerin gerçekleştiği ilgili dönemin ortalama ABD Dolar kuru ile değerlendirilmektedir. Gelir ve gider hesaplarının çevrimden doğan çevrim farkları, özkaynaklar altında oluşan "yabancı para çevrim farkları" hesabında, diğer özkaynak kalemlerinin çevriminden oluşan farklar ise çevrime konu ilgili hesabın altında muhasebeleştirilmektedir. ABD Dolarının (USD) TL karşısında, dönem sonu ve yıllık ortalama değeri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 5	Finansal Tablo Sunumunda Kullanılan ABD Dolar Kurları				
		30.09.2025	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2022
	ABD Doları (USD) Dönem sonu	41,4984	35,2233	29,4382	18,6983
	ABD Doları (USD) Ortalama	38,5214	32,7825	23,7482	16,5637

Kaynak : Bağımsız Denetçi Raporu, 2 Numaralı Dip Not

Özel Bağımsız Denetçi Raporu'nun 2 numaralı dip notunda belirtildiği üzere, finansal tablolar SPK'nin 13 Haziran 2013 tarih ve 28676 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri II, 14.1 No'lu "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" ("Tebliğ") hükümlerine uygun olarak hazırlanmış olup, Tebliğ'in 5'inci Maddesi'ne istinaden Kamu

Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu ("KGK") tarafından yürürlüğe konulmuş olan Türkiye Muhasebe Standartları ("TMS")/Türkiye Finansal Raporlama Standartları ("TFRS") ile bunlara ilişkin ek ve yorumları esas alınmıştır.

Bilindiği üzere, SPK'nın 28 Aralık 2023 tarih ve 81/1820 sayılı kararı uyarınca, Türkiye Muhasebe/Finansal Raporlama Standartlarını uygulayan finansal raporlama düzenlemelerine tabi ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal raporlarından başlamak üzere TMS 29 hükümlerini uygulamak suretiyle enflasyon muhasebesi uygulamasına karar verilmiştir. Ayrıca, KGK 23 Kasım 2023 tarihinde TMS 29 kapsamı ve uygulamasına yönelik bir açıklama yapmıştır. Buna göre, Türkiye Finansal Raporlama Standartları uygulayan işletmelerin 31 Aralık 2023 tarihinde veya sonrasında sona eren yıllık raporlama dönemine ait finansal tablolarının TMS 29'da yer alan ilgili muhasebe ilkelerine uygun olarak enflasyon etkisine göre düzeltilerek sunulması gerektiğini belirtmiştir. Ancak, Arf Bio'nun fonksiyonel para birimi yukarıda açıklandığı üzere ABD Doları olduğundan, finansal tablolarda enflasyon muhasebesi uygulanmamıştır.

ABD Doları olarak fiyatlanan karbon gelirlerinin muhasebeleştirilmesinde ortalama kur kullanılmamış olup, faturalandırma tarihindeki TCMB ABD Dolar Kuru üzerinden TL'ye çevrilmiştir.

7.2 Gelir Tablosu

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıda yer almaktadır:

Tablo 6 (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu				
	30.09.2025	30.09.2024	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2022
Hasılat	152.463.700	70.240.517	143.646.365	272.826.274	91.490.241
Satışların Maliyeti (-)	154.349.166	77.814.221	95.768.866	138.272.718	72.137.318
Brüt Kar/Zarar	-1.885.466	-7.573.704	47.877.499	134.553.556	19.352.923
Genel Yönetim Giderleri (-)	18.539.993	17.796.973	23.021.284	10.647.393	4.618.430
Pazarlama Giderleri (-)	26.291.267	20.854.576	27.572.832	21.868.139	186.365
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	351.738	16.312.512	22.245.520	--	225.786
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	2.117.404	10.370.643	17.990.947	17.556.010	622.591
Esas Faaliyet Karı/Zararı	-48.482.392	-40.283.384	1.537.956	84.482.014	14.151.323
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	--	--	22.622.321	23.182.128	708.922
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	--	--	--	--	--
Finansman Öncesi Faaliyet K/Z	-48.482.392	-40.283.384	24.160.277	107.664.142	14.860.245
Finansman Gelirleri	13.324.623	39.516.948	34.316.413	28.984.458	7.179.782
Finansman Giderleri	110.927.635	37.167.251	68.687.704	24.351.656	11.019.082
Vergi Öncesi Kar	-146.085.404	-37.933.687	-10.211.014	112.296.944	11.020.945
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	--	--	--	-31.083.847	-2.584.782
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	11.902.144	29.945.342	18.179.249	19.980.607	-3.429.390
Net Dönem Karı/Zararı	-134.183.260	-7.988.345	7.968.235	101.193.704	5.006.773

Kaynak: İzahname, Özel Bağımsız Denetçi Raporları

7.3 Karlılık Analizi

Karlılık Oranları: Şirketin kârlılığının yeterli olup olmadığını gösteren oranlardır.

- Brüt Kar Marjı: Şirketin satış ve üretim performansını ölçen bir orandır.
- Faaliyet Kar Marjı: Şirketlerin verimliliğini gösteren bir oran olup, benzer firmalarla kıyaslama amacıyla tercih edilmektedir.
- Net Kar Marjı: Şirketin net karının net satışlar içindeki oranıdır. Bu oranın yüksek olması şirketin verimli olduğunu gösterir.

Tablo 7	Karlılık Oranları				
	30.09.2025	30.09.2024	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2022
Brüt Kar Marjı	-1,24%	-10,78%	33,33%	49,32%	21,15%
Faaliyet Kar Marjı	-31,80%	-57,35%	1,07%	30,97%	15,47%
Net Kar Marjı	-88,01%	-11,37	5,55%	37,09%	5,47%

Kaynak : İzahname, A1 Capital Hesaplamaları

7.4 Bilanço Varlık ve Yükümlülükleri

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş bilanço kalemleri aşağıda yer almaktadır:

7.4.1 Bilanço Varlıklarındaki Gelişmeler

Tablo 8	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu			
VARLIKLAR	30.09.2025	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2022
Dönen Varlıklar	622.896.752	697.030.114	585.087.816	256.685.836
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.492.259	1.463.492	19.661.273	33.964.000
Ticari Alacaklar	576.713.639	671.667.367	538.479.904	214.704.825
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>576.713.639</i>	<i>671.667.367</i>	<i>538.479.904</i>	<i>214.704.825</i>
Diğer Alacaklar	172.592	135.398	3.059.189	329.883
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>172.592</i>	<i>135.398</i>	<i>3.059.189</i>	<i>329.883</i>
Stoklar	29.961.346	16.526.631	22.887.700	6.185.278
Peşin Ödenmiş Giderler	8.784.838	6.777.773	905.401	1.420.474
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	390.873	32.828	--	--
Diğer Dönen Varlıklar	381.205	426.625	94.349	81.376
Toplam	622.896.752	697.030.114	585.087.816	256.685.836
Duran Varlıklar	1.284.251.317	1.114.696.735	918.479.905	460.854.553
Ticari Alacaklar	--	--	--	41.132.520
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>--</i>	<i>--</i>	<i>--</i>	<i>41.132.520</i>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	86.406.350	73.340.582	39.127.371	6.600.000
Maddi Duran Varlıklar	1.181.217.968	1.023.949.502	864.444.499	401.014.262
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	944.255	757.090	580.198	183.587
Peşin Ödenmiş Giderler	--	--	1.183.386	449.827
Diğer Duran Varlıklar	15.682.743	16.649.561	13.144.451	11.474.357
TOPLAM VARLIKLAR	1.907.148.069	1.811.726.849	1.503.567.721	717.540.389

Kaynak : İzahname, Bağımsız Denetçi Raporu

Tablo 9

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu

YÜKÜMLÜLÜKLER	30.09.2025	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2022
Kısa Vadeli Yükümlülükler	273.761.789	201.990.763	131.401.553	78.622.485
Kısa Vadeli Borçlanmalar	84.734.337	89.185.502	18.712.980	13.082.869
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	122.308.815	52.131.259	48.330.960	32.713.194
Ticari Borçlar	27.701.510	23.867.097	7.140.588	10.806.981
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	5.801.974	1.188.505	378.516	88.117
Diğer Borçlar	30.073.973	32.954.779	21.254.851	12.990.488
<i>İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar</i>	<i>30.073.973</i>	<i>32.954.779</i>	<i>21.254.851</i>	<i>12.990.488</i>
Ertelenmiş Gelirler	561.058	1.782.193	2.084.136	4.108.699
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	--	--	31.051.501	2.550.970
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.580.122	881.428	2.448.021	2.281.167
Uzun Vadeli Yükümlülükler	355.338.642	402.150.721	384.027.589	194.298.918
Uzun Vadeli Borçlanmalar	141.836.510	100.334.169	114.432.378	94.004.515
Diğer Borçlar	57.798.433	158.885.156	139.427.528	40.081.969
<i>İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar</i>	<i>57.798.433</i>	<i>158.885.156</i>	<i>139.427.528</i>	<i>40.081.969</i>
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.267.556	1.780.256	526.855	242.834
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>	<i>2.267.556</i>	<i>1.780.256</i>	<i>526.855</i>	<i>242.834</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	153.436.143	141.151.140	129.640.828	59.969.600
ÖZKAYNAKLAR	1.278.047.638	1.207.585.365	988.138.579	444.618.986
<i>Ödenmiş Sermaye</i>	<i>147.337.401</i>	<i>147.337.401</i>	<i>147.337.401</i>	<i>105.241.000</i>
TOPLAM KAYNAKLAR	1.907.148.069	1.811.726.849	1.503.567.721	717.540.389


Kaynak: İzahname, Bağımsız Denetçi Raporu

7.4.2 Bilanço Oran Analizleri

Likidite Oranları: Ortaklıkların kısa vadeli borç ödeme gücünün ölçülmesi amacıyla hesaplanan oranlardır. Likidite oranları hesaplanırken aktiflerde yer alan dönen varlıklar ve pasiflerde yer alan kısa vadeli borçlar baz alınmaktadır.

- Cari Oran: İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödemesinde bir zorluğun olup olmadığını gösterir.
- Asit-Test Oran: Şirket'in kısa vadeli borcunu ödeyebilme gücünü gösterir.
- Stok Oran: Stokların toplam varlıkların ne kadarlık kısmını oluşturduğunu gösterir.
- Nakit Oran: İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödemesinde ödeme kaynağı olarak sadece hazır değerler dikkate alınır.

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla likidite oranlarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

 **A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esenlepe Mah. Büyükdere Cad. Levent İşhanı Kat: 5
Blok No:173 İç Kapı No:25 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270149
Mersis :0388004352100015 www.ai-capital.com.tr

Tablo 10		Likidite Oranları			
		30.09.2025	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2022
Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,28	3,45	4,45	3,26
Asit Test Oran	Dönen Varlıklar - Stoklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,17	3,37	4,28	3,19
Stok Oranı	Stoklar / Toplam Varlıklar	0,02	0,01	0,02	0,01
Nakit Oran	Nakit ve Nakit Benzerleri / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,02	0,01	0,15	0,43

Kaynak : İzahname, Bağımsız Denetçi Raporu

Mali Yapı Oranları: Şirket'in kaynak yapısını analiz etmek için kullanılır. Şirket bilançosundaki varlıkların kaynağının ne olduğu ve kaynak kırılımının anlaşılması için kullanılan oranlardır.

- **Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar):** Şirket'in toplam yükümlülüklerinin yani borçlarının Şirket'in toplam varlıklarına bölünmesiyle bulunur. Şirket'in varlıklarının ne kadarını borçla finanse ettiğini gösterir.
- **Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar:** Varlıkların yüzde kaçının kısa vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.
- **Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar:** Varlıkların yüzde kaçının uzun vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.
- **Özkaynaklar/Toplam Varlıklar:** Varlıkların yüzde kaçının öz kaynaklarla fonlandığını gösterir.
- **Duran Varlıklar/ Özkaynaklar:** Şirket'in duran varlıklarının ne kadarının özkaynaklarla fonlandığını gösterir.

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibariyle mali oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 11		Mali Yapı Oranları			
		30.09.2025	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2022
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)		0,33	0,33	0,34	0,38
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar		0,14	0,11	0,09	0,11
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar		0,19	0,22	0,26	0,27
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar		0,67	0,67	0,66	0,62
Duran Varlıklar / Özkaynaklar		1,00	0,92	0,93	1,04

Kaynak : İzahname, Bağımsız Denetçi Raporu

A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Etiler Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270188
 Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

8. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

8.1 DEĞERLEME ÇALIŞMASINA İLİŞKİN BEYAN

Şirket'in değerleme çalışmasının, SPK'nin Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı dikkate alınarak işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 3. bölümünde yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

8.2 DEĞERLEME PROJE EKİBİ HAKKINDA BİLGİ

Değerleme çalışması A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Finansal Değerleme ve Kurumsal Yatırım Stratejilerinden Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Sertan Kargın tarafından yapılmıştır. Sertan Kargın, SPK mevzuatı uyarınca derlenen bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve çeşitli banka ve yatırım kuruluşlarında araştırma ve kurumsal finansman bölümlerinde 25 yılı aşkın tecrübeye sahiptir. İstanbul Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümünden Lisans ve Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi ve Finans Yüksek Lisans derecelerine sahiptir. Bilgi Üniversitesi'nde 2013-2019 yılları arasında öğretim görevlisi olarak görev almış olup, Ekonomi ve Finansal Piyasalar dalında Yüksek Lisans dersleri vermiştir. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge no: 202976) ve Türev Araçlar Lisansına (Belge no: 307458) sahiptir.

8.3 DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İşbu Fiyat Tespit Raporu, SPK'nun III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkındaki Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS-2017)⁶ kapsamında yürütülmüş olup tüm yönleriyle ilgili kriterlere uygundur. İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanmasında, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde belirtilen üç temel değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır.

8.3.1 Defter Değeri (Maliyet) Yönetimi

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

⁶ <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>

Bir firmanın defter değeri bilançosundaki özsermayesinin değeri olup, aynı zamanda toplam varlıklar ile toplam borçlar arasındaki farktır.

Defter Değeri = Bilanço Aktif Toplamı - Borç Toplamı

Payların defter değeri, özkaynak toplamının pay sayısına (ödenmiş sermaye) bölünmesiyle elde edilmektedir. 30.09.2025 dönemi itibariyle özkaynakları 1.278.047.638 TL olup, 147.337.401 TL'lik sermayesi dikkate alındığında pay başına defter değeri 8,67 TL'ye karşılık gelmektedir.

Ancak, maliyet yaklaşımı Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sık kullanılan bir yöntem değildir. Şirketin kuruluş döneminde olmaması, parçaları toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle Maliyet (Defter Değeri) yaklaşımı işbu fiyat tespit raporunda değerlendirilmiş ancak kullanılmamıştır.

8.3.2 İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) Yöntemi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca, İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) yönetimi, değerlemeye konu olan firmanın gelecek yıllarda elde edeceği gelirleri dikkate almaktadır. Daha açık bir anlatımla, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi, şirketin faaliyetleri sonucu oluşan ve gelecek yıllarda elde edilmesi beklenen nakit akımlarını indirgeme faktörü ile bugüne indirgeyerek şirket değerinin tespit edilmesinde uygulanan bir değerlendirme yöntemidir. UDS 200 İşletmeler ve işletmedeki paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin uzun vadeli potansiyelini de yansıtarak özgün değerini bulmaya odaklanır. Bunu yaparken de şirket özelindeki riskleri belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin en önemli dezavantajı, varsayımlara çok duyarlı olması ve dolayısıyla objektif bir değerlendirme yapmanın zorluğudur.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve değerlemeye konu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin tutarına ilişkin makul tahminlerin mevcut olması hallerinde, gelir (İndirgenmiş Nakit Akımları veya İNA) yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma anlamlı ağırlık verilmesi gereklilik arz etmektedir. Öte yandan, madde 60.2 uyarınca, gelecekteki nakit akışlarının sabit sözleşme tutarlarına dayanmadığı hallerde, gerekli girdileri sağlamak amacıyla beklenen nakit akışlarına dair tahminlerde bulunulması

gereklidir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.3 uyarınca değerlendirme konusu varlıkta ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması durumunda bu yaklaşımın uygulanması değerlemeyi gerçekleştiren uzmanın takdirine bırakılmıştır.

Gerek küresel ölçekte ve gerekse Türkiye’de ihracı’nın faaliyet gösterdiği sektörler büyüme trendinde bulunmaktadır. İzahnamenin 7.2.1 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, ham petrol ve doğal gaz ithalatına olan bağımlılığı azaltma ve ayrıca fosil yakıt fiyatlarındaki dalgalanmaların Türkiye ekonomisine olumsuz etkisini hafifletme noktasında stratejik önem arz eden yenilenebilir enerji üretimi, diğer yandan elektrik piyasasında süregelen talep artışının karşılanmasına da katkı sağlamaktadır. Küresel ve lokal ölçekte gerçekleşen üretim artışıyla enerji ihtiyacı özellikle artan trendde büyüme göstermektedir.

Gelecekte büyüme odaklı devlet politikaları ve güçlü sanayi büyümesi elektrik talebini artıracak unsurların başında gelmektedir. Sanayi sektörü farklı enerji kaynakları (elektrik, ısı) aracılığıyla katma değerli ürünler oluşturmaktadır. Bu prensibe göre sanayi üretimdeki artış, elektriğin kullanımında ve dolayısıyla elektrik talebinin artışında doğrudan etkilidir. Ekonomilerde yaşanan duraklama dönemleri sanayi üretimini ve dolayısıyla enerji talebini azaltıcı yönde etkilemesine rağmen, küresel ve lokal ölçekte süregelen kalkınmanın ve nüfus artışının uzun vadede elektrik talebini artırmaya devam edeceği öngörülmektedir. Nitekim Türkiye 2023 yılında 7,01 TWs elektrik ithal etmiş, 2,64 TWs elektrik ihraç etmiş ve (4,40) TWs net elektrik ticareti gerçekleştirmiştir. Bu, Türkiye’nin 2016 yılından bu yana ilk kez net elektrik ithalatçısı olduğu anlamına gelmektedir. Kaldı ki devlet, çeşitli teşvikler aracılığıyla elektrik talebini doğrudan ve dolaylı olarak etkileyebilmektedir. Örneğin, 2019 yılında Aile, Çalışma ve Sosyal Hizmetler Bakanlığı tarafından düzenlenen bir uygulama ile 2 milyon hane halkının yararlanması için elektrik tüketim desteği verilmeye başlanmıştır. Öte yandan, teknolojik gelişmeler ve devlet politikalarının sağladığı verimlilik elektrik talebini azaltıcı yönde etkilese de sera gazı emisyonunun azaltılması ve biyolojik çeşitliliğin korunması nedeniyle elektrikli araçların kullanımının yaygınlaştırılması elektrik talebini artırıcı yönde etki oluşturmaktadır.

Gübre Sektörü incelendiğinde, dünya kimyasal gübre tüketiminin dekar başına 12,9 kg olduğu izlenmektedir⁷. 2022 yılı gübre tüketim verileri ekilen alan verileri ile beraber değerlendirildiğinde Türkiye’de dekar başına ortalama 28,3 kg gübre kullanıldığı hesaplanmaktadır. Türkiye bu kullanım miktarı ile dünya ortalamasından ayrılmaktadır. Bölgelere göre karşılaştırma yapıldığında ise yıl içi ürün değişikliği ve hasat sayısının yüksek olduğu Akdeniz Bölgesi’nde gübre kullanımının dekar başına 48 kg, Marmara Bölgesinde ise dekar başına 39 kg ile ülke ortalamasının hayli üzerinde olduğu görülmektedir. Toprak tuzluluk oranının yüksek olduğu Güneydoğu Anadolu Bölgesinde de dekar başına gübre tüketiminin 39 kg seviyelerine ulaştığı hesaplanmaktadır. En düşük gübre tüketiminin dekar

⁷ https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/8960/Tarim_Sektor_Raporu_130723.pdf

başına 7 kg ile Doğu Anadolu Bölgesinde yapıldığı izlenmektedir. Tüm bu veriler, Türkiye’de gübre sektörünün, tarım sektörünün önemli bir destekleyicisi olarak önemli bir potansiyele sahip olduğunu göstermektedir. Özellikle kimyevi gübre üretimi ve tüketimi, ülkemizin tarım sektörünün verimliliğine önemli ölçüde katkı sağlamaktadır. Öte yandan, sektördeki üretimin çoğunlukla ithal hammaddelere dayanıyor olması, sektörü uluslararası pazar koşullarında ve döviz kurunda yaşanan belirsizliklere de duyarlı hale getirmektedir. Türkiye’deki kimyevi gübre sektörü, temel olarak doğalgaz, fosfat kayası ve potasyum gibi ithal edilen ana girdilere bağlı durumda olup, söz konusu girdiler, yerel üreticiler tarafından gübre ürünlerine dönüştürülmektedir. Halihazırda, yurtiçinde üretilen kimyevi gübre arzı tüketim talebini karşılayamaması ve dolayısıyla yerli üretim ile karşılanamayan tüketimin ithalatla karşılanmak durumunda kalınması, sektörde önemli bir büyüme potansiyeli olduğunu göstermektedir.

Karbon sertifikası satış faaliyeti Şirket açısından sürekli gelir yaratma potansiyeline sahip bir iş koludur. İşbu Fiyat Tespit Rapor tarihi itibarıyla 191 ülke, sera gazı emisyonunu azaltmayı amaçlayan Kyoto Protokolü’nü imzalamıştır. Kyoto Protokolü uyarınca, ülkelerin yayabileceği CO2 miktarları belirlenmiş ve emisyon değerleri yüksek olan ülkelere CO2 kredisi kullanma zorunluluğu getirilmiştir. Kullanılmamış emisyon birimlerine sahip ülkeler ise limitini aşmış veya aşması muhtemel ülkelere boş kotalarını satabilmektedir. Sera gazı emisyonunu belirtilen hedeften daha fazla azaltan ülkelerin gerçekleştirdiği bu ek indirim başka ülkelere satmasıyla CO2 emisyon ticareti ve borsasını ortaya çıkarmıştır.

Emisyon azaltımlarının ulusal yükümlülük kapsamı dışında, devletlerin belirlediği politikalar ve hedeflerden bağımsız olarak gönüllülük esasında gerçekleştirildiği gönüllü karbon piyasaları da ortaya çıkmıştır. Bu piyasada ticareti yapılan emisyon sertifikalarına Gönüllü Emisyon Azaltım (Voluntary Emission Reduction-VER) sertifikası adı verilmektedir. Faaliyetleri kapsamında oluşturdukları sera gazı emisyonlarını dengelemek isteyen şirketler emisyon miktarlarını hesaplamakta ve emisyon azaltımı sağlayan başka yenilenebilir enerji projelerinin üretmiş olduğu karbon sertifikalarını sosyal sorumluluk çerçevesinde satın almaktadır.

Atıktan enerji üretimi ve biyogaz tesisleri sağladıkları yıllık emisyon azaltım miktarları ile söz konusu projelerin yaklaşık %15’ini oluşturmaktadır. Türkiye’de geliştirilen Gönüllü Karbon Piyasası’na yönelik projelerin kayıt altına alınmasına ve bu projelerden elde edilen karbon sertifikalarının takibine ilişkin olarak hazırlanan Gönüllü Karbon Piyasası Proje Kayıt Tebliği 9 Ekim 2013 tarih ve 28790 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tüm bu gelişmeler, karbon emisyonu ticaretinin gelecekte büyümeye devam edeceğini göstermektedir.

Tüm bu değerlendirmelerin ışığında, işbu raporda yer alan İNA değerlemesinde, Şirket’in faaliyetlerinden gerçekleşmesini beklediği nakit akımlarının miktarı ve zamanlamasına

ilişkin makul tahminler mevcut olup, söz konusu tahminler şüphecilikten taviz verilmeden ihtiyatlı varsayımlar üzerinden İNA değerlemesine yansıtılmıştır. Sonuç olarak, Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin değeri en çok etkileyen bir unsur olmasından dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünülmüş, Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları veya İNA) değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında Arf Bio'ya ilişkin nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 50.4. madde (d) bendi uyarınca, tahmin süresinin sonunda devam eden değerler değerlendirme konusu varlık için uygunluğu sorgulanmıştır. Bu kapsamda, Arf Bio'nun nakit akışlarına ilişkin tahmin süresi, Şirket'in elektrik üretim tesislerinde sahip olduğu lisans süresiyle sınırlandırılmıştır. Bu durumda, Arf Bio'nun Biyogaz tesisinde elektrik üretiminden elde ettiği nakit akışları ile aynı tesiste hammadde olarak kullanılan hayvansal atıklardan sağlanan gübre üretimi ve karbon emisyon satış faaliyetinin Şirket'in elektrik üretim lisans süresi olan 2067 yılında sonlanacağı varsayılmıştır. Şirket'in elektrik üretim lisans süresinin dolacağı 2067 yılından sonra değerlendirme çalışmasına herhangi bir terminal (devam eden) değer atfedilmemiştir.

2022 yılı içinde EPDK'dan yatırım izni alınan ve Biyogaz tesisinde 2026 yılında kurulumu başlayıp ve 2027 yılında faaliyete geçmesi beklenen Lisanslı Hibrit Güneş Elektrik Santralinin, ekonomik ömrünün 25 yıl olacağı varsayımı altında, 2051 yılının sonuna kadar nakit akımı üreteceği varsayılmıştır. Öte yandan, EPDK'nın 10822 sayılı Karar'ının "Lisanslı Hibrit Santrallerde Yardımcı Kaynak Kapasite Sınırlamasına" ilişkin maddesi Kurul'un 01.09.2022 tarih ve 11160 sayılı Karar'ı ile değiştirilmiş ve yardımcı kaynak gücünü ana kaynak kurulu gücünün %15'iyle sınırlayan düzenleme yürürlükten kaldırılmıştır. Bu kapsamda, Şirket'in bölgesel kapasitede ortaya çıkacak boşluğa bağlı olarak ilerleyen dönemde yeni lisans başvurusunda bulunma imkanı ortaya çıkmıştır. Bu imkan dahilinde, Arf Bio, GES'de önümüzdeki dönemde planladığı yatırımlarla kurulu güç imkânını 0,7295 MWp'den 2027 yılında 4,8MWp düzeyine çıkarmayı hedeflemektedir.

İşbu Fiyat Tespit Raporunun 6.2. numaralı bölümünde belirtilen faaliyetlerden nakit akışı sağlayan Şirket'in ürün satışları bazında elde ettiği hasılat gelirleri ile satışların maliyeti, amortisman, faaliyet giderleri, işletme sermayesi, yatırım ve vergi giderleri dikkate alınarak serbest nakit akımları hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi (01.10.2025 – 31.12.2067) boyunca tahmin edilen serbest nakit akımları bugünkü değere indirgenerek, işbu Rapor tarihine (19.11.2025) indirgenmiş serbest nakit akımlarının toplam tutarı belirlenmiştir. Devam eden değer hesabının yapılmadığı değerlendirme çalışmasında, projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilen nakit akımlarının indirgeme faktörü ile işbu Rapor tarihine (19.11.2025) indirgenmiş değerleri toplanarak Firma Değeri hesaplanmıştır. Ardından, Firma Değerinden net finansal borç (Finansal Borçlar -Nakit Durumu) tutarı düşülerek, İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi kapsamında, Şirket'in nihai Özsermaye (Piyasa) Değeri hesaplanmıştır. Değerleme çalışmasında "hurda değer" dikkate alınmamıştır.

8.3.2.1 Hasulat Projeksiyonlarında Kullanılan Yöntem Hakkında Bilgi

Halka arz edilecek Şirket'in tahminleri, kısmen Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Fiyat tespit çalışmasında, Arf Bio'nun 31.12.2022, 31.12.2023 ve 31.12.2024 tarihleri ile 30.09.2025 tarihli ara döneme ait Özel Bağımsız Denetimden geçmiş finansal tabloları esas alınmıştır. İlgili dönemlere ilişkin Özel Bağımsız Denetçi Raporlarına Şirketin "www.arfbio.com" ve "www.kap.org.tr" adreslerinden ulaşılabilir. Ayrıca, Şirket yönetimi tarafından projeksiyon dönemi için sağlanan satış geliri, üretim ve maliyet bilgileri değerlendirilmiş ve ana ürün segmentleri bazında gelir-gider kırılımları ile Özel Bağımsız Denetçi Raporu'ndaki verilerden faydalanılmıştır. Şirket projeksiyon ve öngörülerinin değişmesi durumunda, pay başına farklı değer söz konusu olabilir.

İşbu değerlendirme raporu oluşturulurken, Türkiye ve dünya ekonomisinde olağandışı iktisadi ve/veya finansal kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve hukuki gelişmeler vs. gibi Şirket'in faaliyetlerini kesintiye uğratabilecek durumların gerçekleşmeyeceği; Şirket'in organizasyon yapısında, yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini kesintiye uğratabilecek, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek türden önemli bir değişimin yaşanmayacağı varsayılmıştır. İNA projeksiyonu yapılırken, İzahnamenin 5, 6 ve 7. Bölümlerinde detaylıca incelenmiş olan Şirket'in geçmişi, içinde bulunduğu sektörün yapısı, risk unsurları, işletmenin mali durumu, karlılık durumu, sabit ve dönen varlıklarının değeri dikkate alınmıştır. Şirket'in paylaştığı üretim, satış gelirleri, satışların maliyeti, amortisman, yatırım ve faaliyet giderlerine dair projeksiyonların uygunluğu tarafımızca, işbu Fiyat Tespit Raporu'nda değerlendirilmiştir.

Şirket'in üretim, kapasite kullanım ve gelir tablosu projeksiyonları yapılırken "tüme varım" yaklaşımı benimsenmiştir. Bu bağlamda, Şirket'in stratejik hedefleri doğrultusunda, projeksiyon dönemi boyunca, satışları gerçekleştirilecek olan ana ürün grupları (segment) bazında hasılat tutarları tahmin edilmiştir. Şirket'in faaliyet ve üretim süreçleri gözden geçirildikten sonra detayları 8.3.2.5 numaralı bölümde yer alan satış hacmi ve fiyat varsayımlarına dayandırılarak hasılat tahminleri yapılmıştır. Arf Bio'nun 2022, 2023 ve 2024 yılları ile 30.09.2025 tarihli ara döneme ilişkin ciro tutarları işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 7.1 numaralı bölümünde açıklanan esaslar kapsamında hesaplanmıştır. Ayrıca, fonksiyonel para biriminin ABD Doları olması vesilesiyle değerlendirme çalışması ABD Doları olarak yapılmıştır.

8.3.2.2 Üretim ve Kapasite Kullanım Gelişmeleri

Şirket 4,8680 MWh kapasiteli Biyogaz Elektrik Üretim tesisi, 55.294 ton/yıl kapasiteli organomineral katı gübre tesisi, 49.248 bin ton/yıl kapasiteli ambalajlı sıvı gübre tesisi, 443.232 ton/yıl ambalajsız dökme sıvı gübre tesisi ve karbon emisyon kredisi ile gelirlerini çeşitlendirmiş sınırlı sayıda biyogaz tesisleri arasında yer almaktadır.

Organomineral Katı Gübre yıllık üretim kapasitesi işbu Fiyat Tespit Raporunun 6.2 numaralı bölümünde yer alan Tablo 4’de 44.232 ton/yıl olarak yer almıştır. Ancak Sıvı Organik Fermente gübre üretiminde oluşan katı posa, Organomineral Katı Gübre üretiminde hammadde olarak kullanabilmektedir. Ayrıca, bu ürüne mineraller eklenerek üretim kapasitesi artırılmaktadır. Bu nedenle, Şirket yetkilileri tarafından yapılan açıklamaya göre, kapasite raporunda Organomineral Katı Gübre yıllık üretim kapasitesi 44.232 ton/yıl (6.2 numaralı bölüm, Tablo 4) olarak belirtilse de Sıvı Organik Fermente gübre üretiminde oluşan katı posanın hammadde olarak kullanılması ve ayrıca bazı minerallerin eklenmesi neticesinde Organomineral Katı Gübre yıllık üretim kapasitesi 55.294 ton/yıl olarak işbu Fiyat Tespit Raporu’nda dikkate alınmıştır.

Ambalajsız Dökme Sıvı Gübre ürün segmenti, Katı Organik ürünün fermentasyonu sonucu elde edilen sıvı ürün grubu olup, işbu Fiyat Tespit Raporunun 6.2 numaralı bölümünde yer alan Tablo 4’de belirtildiği üzere, yılda 443.232 ton üretim kapasitesi mevcuttur. Ambalajlı Sıvı Gübre segmenti de Katı Organomineral fermente üründen elde edilen sıvı sonucu oluşturulduğundan, Ambalajlı Sıvı Organomineral gübre üretim kapasitesi için organomineral katı gübre kapasitesi olan 49.248 ton/yıl baz alınmış ve ihtiyatlı bir yaklaşımla bu miktarda üretim planlanmıştır.

Tablo 12	Kapasite Durumu	
Tesis Türü	Mevcut Kapasite	Birim
Üretim Faaliyeti		
Biyogaz	4,8680	DC/MWe
Hibrit GES	0,7295	DC/MWp
Organomineral Katı Gübre	55.294	Ton/yıl
Ambalajlı Sıvı Gübre	49.248	Ton/yıl
Ambalajsız Dökme Sıvı Gübre	443.232	Ton/yıl

Kaynak : Şirket, İzahname

Şirket, T.C. Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu (EPDK) tarafından kapasite tahsisleriyle ilgili olarak 03.03.2022 tarihli ve 10822 sayılı Kararı çerçevesinde, yukarıda belirtilen Biyogaz Santrali’nin ana kaynağına ilave olarak ana kaynak kurulu gücünün %15 ile sınırlı olmak üzere 2022 yılı içinde EPDK’dan 0,7 MW ilave GES yatırımı izni almıştır. EPDK’nın 10822 sayılı Karar’ının “Lisanslı Hibrit Santrallerde Yardımcı Kaynak Kapasite Sınırlamasına” ilişkin maddesi Kurul’un 01.09.2022 tarih ve 11160 sayılı Karar’ı ile değiştirilmiş ve yardımcı kaynak gücünü ana kaynak kurulu gücünün %15’iyle sınırlayan düzenleme yürürlükten kaldırılınca Şirket’in bölgesel kapasitede ortaya çıkacak boşluğa bağlı olarak ilerleyen dönemde yeni lisans başvurusunda bulunma imkanı ortaya çıkmıştır. Bu imkan dahilinde, Arf Bio, GES’de önümüzdeki dönemde planladığı yatırımlarla ilk etapta 2026 yılında 0,7MWp kurulu gücü, 2027 yılında da ilave 4,1MWp kurulu gücü devreye alıp 2027 sonu itibarıyla GES’de toplam 4,8MWp kurulu güce ulaşmayı hedeflemektedir.

Biyogaz ve Gübre tesislerinde yatırımlarını 2024 yılı itibarıyla tamamlayan Şirket, bu iki iş kolunda herhangi bir kapasite planlaması yapmamıştır. Öte yandan, GES tesisinde 2026 ve 2027 yıllarında planlanan kapasite artırımları yatırım harcamaları olarak değerlendirilme modelinde dikkate alınmıştır.

8.3.2.3 Fiyat Gelişimi


Elektrik Üretimi: Ülkemizde yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik enerjisi üretimi 5346 sayılı “Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanun” ile desteklenmektedir. 5346 sayılı Kanunun amacı; yenilenebilir enerji kaynaklarının elektrik enerjisi üretimi amaçlı kullanımının yaygınlaştırılması, bu kaynakların güvenilir, ekonomik ve kaliteli biçimde ekonomiye kazandırılması, kaynak çeşitliliğinin artırılması, sera gazı emisyonunun azaltılması, atıkların değerlendirilmesi, çevrenin korunması ve bu amaçlar doğrultusunda Türk sanayisinin geliştirilmesidir. Bu Kanunun yürürlüğe girdiği 18.05.2005 tarihinden 31.12.2020 tarihine kadar işletmeye girmiş olan Yenilenebilir Enerji Kaynakları (YEK) Destekleme Mekanizmasına (YEKDEM) tabi üretim lisansı sahipleri için, aşağıdaki tabloda yer alan fiyatlar, on yıl süre ile uygulanır.

Tablo 13		YEKDEM Fiyat Tarifesi
Yenilenebilir Enerji Kaynak Türü		Uygulanacak Fiyatlar (ABD Doları cent/kWh)
Hidroelektrik (HES)		7,3
Rüzgar (RES)		7,3
Jeotermal (JES)		10,5
Biyokütle/Biyogaz (BES)		13,3
Güneş (GES)		13,3

Kaynak : 5346 sayılı Kanun

18.09.2020 tarih ve 31248 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi ile Covid-19 pandemisi nedeniyle mevcut YEK Destekleme Mekanizması'ndan (YEKDEM) faydalanabilmek için 31.12.2020 olan son işletmeye alınma tarihi 30.06.2021 olarak belirlenmiş ancak 01.01.2021 ile 30.06.2021 tarihleri arasında işletmeye alınacak santrallerin YEKDEM'den 01.01.2022-31.12.2030 tarihleri arasında 9 yıl olarak yararlanacağı belirtilmiştir.

1 Temmuz 2021 ile 31 Aralık 2025 tarihleri arasında işletmeye girecek olan yenilenebilir enerji üretim santrallerine uygulanacak Yeni YEKDEM teşvik fiyatları 30 Ocak 2021 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 3453 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile yürürlüğe girmiştir. 3453 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile birlikte Yeni YEKDEM teşviki her üç ayda bir enflasyon ve döviz kuru değişkenlerine göre güncellenecektir. Yeni YEKDEM teşviki fiyatlarının üst limiti ABD Doları cinsinden belirlenmiştir. YEKDEM ve Yeni YEKDEM kapsamında üretilen elektrik fiyatları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esenlepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35/21 Tic Sic No:290949
Mersis: 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 14

Yeni YEKDEM Teşvik Tarife Fiyatları

Yenilenebilir Enerji Kaynaklarına Dayalı Üretim Tesisleri	YEKDEM Fiyatları (USD cent/kWh)	Yeni YEKDEM Fiyatları (TL kr/kWh)	Yeni YEKDEM Fiyatları (USD cent /kWh)
Hidroelektrik üretim tesisi	6,75 - 8,75	238,39	7,41
Rüzgar enerjisine dayalı üretim tesisi	5,85 - 7,15	206,95	6,44
Jeotermal enerjiye dayalı üretim tesisi	9,45 - 11,55	334,45	10,4
Biyokütleyle dayalı üretim tesisi (çöp gazı dahil)	8,1 - 9,9	286,4	8,9
Güneş enerjisine dayalı üretim tesisi	4,95 - 6,05	175,49	5,45

Kaynak : İzahname

30.06.2021 tarihinden sonra işletmeye girecek olan elektrik üretim tesisleri için Türk lirası olarak uygulanacak YEK Destekleme Mekanizmasına ve fiyatların güncellenmesine ilişkin usul ve esaslar Cumhurbaşkanlığı tarafından belirlenir.

Şirket, Biyogaz tesisinde ürettiği elektriği 2028 yılının sonuna kadar 13,3 ABD Doları cent/KWh fiyat üzerinden YEKDEM kapsamında satma hakkı bulunmaktadır. Şirket'in, YEKDEM kapsamında olduğu süre boyunca YEKDEM'den yararlanıp yararlanmamayı seçme hakkı bulunmakta olup, bu hakkı kullanıp kullanmayacağı ile ilgili olarak, her yıl için bir önceki yılın Ekim-Aralık döneminde bildirim yapması gerekmektedir. Şirket, YEKDEM hakkını kullanmadığı yıllarda ürettiği elektriği piyasa fiyatından satacaktır. Şirket'in Projeksiyon Dönemi boyunca YEKDEM'den yararlanma hakkının bulunduğu 2028 yılının sonuna kadar YEKDEM hakkını kullanacağı varsayılmıştır. 2026 ve 2027 yıllarında planlanan yatırımların ardından 2027 yılında devre alınması öngörülen GES tesisinden üretilen elektriğin de Biyogaz tesisinin tabii olduğu fiyat tarifesinden satılacağı varsayılmıştır.

Enerji Piyasası Düzenleme Kurulunun 30.03.2023 tarihli toplantısında; 6446 sayılı Elektrik Piyasası Kanununun 17. maddesinin 11. fıkrası ve 18.03.2022 tarihli 31782 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Kaynak Bazında Destekleme Bedelinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına ilişkin Usul ve Esaslar'ın 4. maddesinin birinci ve ikinci fıkraları kapsamında; 01.04.2023 tarihinden itibaren 6 (altı) ay süreyle, tüketiciyi ve/veya maliyeti yüksek üretimi desteklemek amacıyla destekleme bedeli uygulanmasına, destekleme bedelinin belirlenmesinde kullanılacak olan "Azami Uzlaştırma Fiyatları (AUF)"nın 01.04.2023 tarihi itibarıyla (MWh başına) doğal gaz santralleri için 2.550 TL, kömür santralleri için 1.800 TL, yenilenebilir kaynaklar için 1.700 TL olarak uygulanmasına karar verilmiştir. Ancak, Azami Uzlaştırma Fiyat (AUF) limiti uygulaması Ekim 2023 itibarıyla sona ermiştir.

AUF limit uygulamasına son verildiği için YEKDEM sonrası dönemde Şirket'in ürettiği elektriği spot elektrik piyasasında oluşan Piyasa Takas Fiyatı (PTF) üzerinden satacağı varsayılmıştır. Gün öncesi elektrik piyasalarında arz ve talebin eşleşmesi ile oluşan referans

fiyata Piyasa Takas Fiyatı⁸ denilmektedir. Kısaca, PTF olarak bilinen ve TL/MWh olarak kullanılan bu fiyat saatlik olarak alış ve satışın dengelendiği noktada oluşmakta ve Piyasa İşletmecisi EPIAŞ tarafından yayımlanmaktadır. PTF'nin 2012 yılından bu yana aylık gelişimi ABD Doları şeklinde aşağıda yer alan tablodaki gibi olmuştur.

Günümüze kadar yer alan tabloda 2022 yılında gerek ABD Dolar kurunun yükselişi gerekse yapılan zamlar neticesinde PTF artışı görülmektedir. 2023 yılı ve sonrasında tabloda PTF düşüşü dikkat çekmektedir. 2022 yılının ilk aylarında PTF artışı rekor kırmakla birlikte yıl ortalaması 2021 yılına göre %165,5'lik bir artışla MWh başına 55,49 ABD Doları düzeyinden 147,32 ABD Doları düzeyine yükselmiştir. 2023 yılında ise yıllık ortalama 96,78 ABD Doları seviyesine gerileyen PTF, 2022 yılına göre %34,3 oranında azalmıştır. PTF düzeyinin, 2024 yılında 2023 yılına göre %27,8 oranında azalarak ortalama 69,83 ABD Doları/MWh düzeyine gerilediği görülmektedir. Ocak-Ekim 2025 döneminde ise PTF ortalaması 66,01 ABD Doları/MWh seviyesine gerilemiştir. Aşağıdaki tabloda ABD Doları/MWh olarak aylık PTF ortalamaları yer almaktadır.

Tablo 15

Piyasa Takas Fiyatı Gelişimi (PTF; ABD Doları/MWh)

	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Yıllık
2012	80,56	111,78	68,63	63,28	78,73	79,37	93,27	89,9	85,72	84,64	81,26	85,82	83,58
2013	88,05	76,49	70,53	80,39	75,85	77,82	81,42	77,62	77,59	72,27	74,51	93,36	78,83
2014	73,97	77,42	62,81	75,37	74,13	72,01	83,11	82,38	74,57	68,87	81,02	75,43	75,09
2015	74,44	57,13	48,2	38,35	41,2	46,22	49,31	54,55	53,62	46,94	46,55	56,07	51,05
2016	49,96	35,42	37,63	41,79	40,27	48,54	45,76	54,54	47,23	45,86	45,12	62,72	46,24
2017	48,4	46,94	39,62	39,76	42,69	42,24	49,21	49,34	51,61	44,79	45,04	40,51	45,01
2018	48,53	46,55	40,85	47,79	40,78	40,16	43,83	51,73	51,67	54,38	54,16	48,71	47,43
2019	41,59	48,86	47,08	32,73	32,43	38,03	53,7	53,2	52,15	50,49	52,08	50,03	46,03
2020	53,2	49,45	38,92	26,54	29,32	42,78	43,27	41,4	41,18	40,49	37,07	37,9	40,13
2021	40,28	40,54	41,11	38,24	43,3	46,77	60,28	65,78	61,33	73,1	80,27	74,88	55,49
2022	87,27	103,15	114,65	124,73	112,94	138,01	134,15	170,33	210,84	186,97	184,99	199,86	147,32
2023	182,96	148,92	112,18	91,8	97,12	70,33	74,95	83,6	74,57	81	72,37	71,52	96,78
2024	64,84	63,85	68,71	54,66	63,59	64,58	78,82	76,76	70,56	68,36	71,7	70,14	69,83
2025	70,82	68,75	59,11	64,58	63,60	55,99	73,96	72,20	66,24	64,87			66,01

Kaynak: <https://www.myenerjisolar.com/turkiye-yillara-gore-enerji-piyasalari-arastirmasi/>

İndirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında, YEKDEM sonrası projeksiyon dönemi için Şirket tarafından sağlanan elektrik satış fiyatlarına ilişkin varsayımlar ve projeksiyonlar kullanılmıştır. Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere A1 Capital'e fiyat projeksiyonları ile ilgili sunulan bilgi ve belgelerde ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu belgelerin güvenilirliği ve doğruluğu ayrıca teyit edilmemiştir. YEKDEM'den çıkış yılı olan 2029 yılından itibaren Biyogaz tesisinin lisans süresinin tamamlanacağı 2067 yılı sonuna kadar,

⁸ <https://www.epias.com.tr/category/tum-duyurular/piyasa-duyurulari/elektrik/gop/>

spot elektrik fiyatlarının hesaplamasında, geçmiş yılların ortalamaları dikkate alınmıştır. Buna göre, Biyogaz ve GES tesislerinde üretilen elektriğin YEKDEM süresi sonuna kadar 133 ABD Doları /MWh düzeyinde sabit fiyatla satılacağı, 2029 yılından itibaren PTF'nin 65 ABD Doları/MWh düzeyinde gerçekleştikten sonra projeksiyon döneminin kalan yıllarında bu düzeyde sabit kalacağı varsayılmıştır.

Organik Gübre Üretimi: Organik gübreye yönelik talebin, tarım sektörüne sağlanan devlet teşvik ve destek politikalarıyla gelecek yıllarda artış yönünde trend izleyeceği varsayılmaktadır. Yurt içinde organomineral katı gübre ton fiyatının ortalama 300 ila 2.000 ABD Doları arasında olduğu bilinmektedir. Şirket, katı gübrenin ağırlıklı kısmını dökme halinde, kalan kısmı ise 50kg'lık ambalajlar halinde satışını planlamaktadır. 2023 yılında pazara yeni giren Şirket organomineral katı gübrede ton başına ortalama 314 ABD Doları fiyatla satış yapmıştır. 2024 yılında ton başına ortalama 412 ABD Doları fiyat düzeyinde katı gübre satışı gerçekleştiren Şirket'in, 2025 yılın ilk altı ayında 671 ABD Doları düzeyinde satış gerçekleştirdiği gözlenmiştir. Organomineral katı gübrede satış fiyatı, ton başına 2025 yılının ilk dokuz ise ortalama 738 ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiştir. İhtiyatlılık ilkesi gereği, 2025 yılının tümünde ve 2026-2067 yıllarını kapsayan projeksiyon dönemi süresince Şirket'in katı gübre satışlarının %80'ini yurt içinde ton başına ortalama 455 ABD Doları "sabit fiyat" seviyesinde gerçekleştireceği varsayılmıştır. Aynı yaklaşımla, Şirket'in geriye kalan %20'lik kısmı ise yurt dışına ton başına 900 ABD Doları "sabit fiyat" düzeyinde gerçekleştireceği tarafımızca öngörülmüştür.

Sıvı gübre iş kolunda ise Şirket ambalajlı ve ambalajsız olmak üzere iki türde üretim ve satış faaliyetini yürütmeyi planlamaktadır. Ambalajlı sıvı gübrede yurt dışı satışlarını 2024 yılında ton başına 2.811 ABD Doları fiyat düzeyinde 9,5 ton olarak gerçekleştiren Şirket, yurt içine ton başına 5.445 ABD Doları ortalama fiyat düzeyinde 2,9 ton miktarında satış yapmıştır. 2025-2067 yıllarını kapsayan projeksiyon dönemi boyunca ambalajlı sıvı gübre satışının %70'ini yurt içine %30'unu da yurt dışına planlayan Şirket'in birim satış fiyatlarında 2030 yılının sonuna kadar hem yurt içinde hem de yurt dışında kademeli düşüş tarafımızca varsayılmıştır. Yurt içi satış fiyatlarının 2025 yılında %19, 2026 yılında %10, 2027 yılında %9, 2028 yılında %8, 2029 yılında %7 ve 2030 yılında %6 oranında düştükten sonra 2031 yılından itibaren "sabit" kalacağı tarafımızca öngörülmüş ve bu şekilde değerlendirilmesinde dikkate alınmıştır. Ambalajlı sıvı gübrede yurt dışı satış fiyatı ise 2025 yılının ilk dokuz ayında ton başına bir önceki yılın aynı dönemiyle aynı düzeyde kalarak 2.861 ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Yurt dışı satış fiyatlarının 2025 yılının tümünde 2024 yılına göre %19 oranında gerileyerek 2.277 ABD Doları düzeyinde gerçekleşeceği varsayıldıktan sonra 2026-2030 yılları arasında yurt içi fiyatlarla aynı oranda kademeli düşüş göstereceği ve 2031 yılından itibaren sabit kalacağı öngörülmüştür.

2024 yılında üretim ve satış faaliyetlerinin başlamadığı ambalajsız dökme sıvı gübrede ise 2025 yılının kalan bölümünde satışlarının %20'sinin ton başına 1.000 ABD Doları tutarında yurt dışına gerçekleştirileceği, satışların %80'inin ise ton başına 47 ABD Doları fiyatla yurt

içine gerçekleştirileceği varsayılmıştır. Yurt içi ve yurt satış fiyatlarının 2026 yılında %10, 2027 yılında %9, 2028 yılında %8, 2029 yılında %7 ve 2030 yılında %5 oranında düştükten sonra 2031 yılından itibaren “sabit” kalacağı tarafımızca öngörülmüş ve bu şekilde değerlendirilmesinde dikkate alınmıştır.

Karbon Sertifikası Satışı: Biyogaz tesisinin işletmeye girdiği 2019 yılından itibaren 2022 yılının sonuna kadar 4.713.467 ton karbon kredisi karşılığında ton başına 5,5 ABD Dolarından 25.923.882 ABD Doları net gelir elde eden Şirket, 2023 yılında 800.000 ton karbon kredisi karşılığında ton başına 6,5 ABD Dolarından 5.200.000 ABD doları gelir elde etmiştir. 2024 yılında 200.000 ton karbon kredisi satışı gerçekleştiren Şirket’in, satış fiyatı ton başına 5,0 ABD Dolarından 1.000.000 ABD doları gelir elde etmiştir.

2021, 2022, 2023 ve 2024 yılları ile 30.09.2025 ara döneme ilişkin kapasite, üretim ve satış fiyatı gelişmeleri sonucunda Şirket’in ciro gelişmeleri ABD Doları bazında aşağıda yer alan tablodaki gibi gerçekleşmiştir.

Tablo 16		Kapasite, Üretim ve Ciro Gelişimi					
	Birim	2021	2022	2023	30.09.2024	2024	30.09.2025
Toplam Hasılat*	USD	13.936.477	5.240.246	10.251.343	2.180.516	4.307.961	3.957.896
	TL	163.298.254	91.490.241	272.826.274	70.240.517	143.646.365	152.463.700
Biyogaz							
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	17.897	22.806	17.107	10.064	12.572	6.040
Kurulu Güç	DC MWe	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kapasite Faktörü	%	42,0%	53,5%	40,1%	23,6%	29,5%	14,2%
Elektrik Satışı	USD	2.380.268	3.033.221	2.275.213	1.338.496	1.672.108	803.282
Satış Fiyatı	USD/MWh	133	133	133	133	133	133
Katı Gübre							
Satış Tonajı	Ton/Yıl	--	--	8.802	2.218	3.845	4.228
Kapasite	Ton/Yıl	--	--	55.294	55.294	55.294	55.294
Kapasite Kullanım Oranı	%	--	--	15,9%	4,0%	7,0%	7,6%
Satış Geliri	USD	--	--	2.760.385	775.246	1.582.692	3.119.524
Birim Fiyatı	USD/Ton	--	--	314	349	412	738
Sıvı Gübre							
Satış Tonajı	Ton/Yıl	--	--	--	12	12	2
Kapasite	Ton/Yıl	--	--	--	49.248	49.248	49.248
Kapsite Kullanım Oranı	%	--	--	--	0,03%	0,03%	0,00%
Satış Geliri	USD	--	--	--	42.585	42.393	7.754
Birim Fiyatı	USD/Ton	--	--	--	2.861	3.424	2.861
Karbon Sertifikası							
Azaltılan Karbon Emisyonu	ton CO2/yıl	2.100.000	400.000	800.000	--	200.000	--
Karbon Satış Geliri	USD	11.550.000	2.200.000	5.200.000	--	1.000.000	--
Karbon Satış Fiyatı	USD/Ton	5,5	5,5	6,5	--	5,0	--
Diğer	USD	6.210	7.025	15.745	24.189	10.767	27.337
ABD Dolar Kuru							
Ortalama	USD/TL	8,8660	16,5637	23,7482	32,2128	32,7825	38,5214
Karbon Satışı Fatura Tarihi	USD/TL	12,4760	18,6966	29,3973	--	35,2033	--

Kaynak : İzahname, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Hesaplamaları


*:30.09.2025 itibarıyla henüz faaliyete geçmediği için GES bu tabloda yer almamıştır.

Karbon sertifikası gelirleri hariç, gübre ve biyogaz iş kollarından ABD Doları bazında elde edilen hasılat, Özel Bağımsız Denetçi Raporu'nun 2 numaralı dip notunda belirtildiği üzere ilgili döneme ait ortalama ABD Dolar kuru ile çarpılmak suretiyle TL'ye çevrilmiştir. Karbon sertifikası gelirleri ise gelirin elde edildiği tarihte kesilen faturada belirtilen ABD Dolar kuru ile çarpılmak suretiyle TL'ye çevrilmiştir. Bu nedenle, Arf Bio'nun karbon kredisi ticaretinden ABD doları bazında elde ettiği hasılat tutarı, Bağımsız Denetçi Raporu'nda yer alan ortalama ABD Dolar kuru ile değil, hasılatla dair faturalama işleminin gerçekleştirildiği tarihteki ABD Dolar kuru üzerinden belirlenmiştir. İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasında, karbon sertifikası gelirlerinin fatura tarihindeki ABD Dolar kuru üzerinden hasılat yazılması sonucunda ortaya çıkan hasılat değerleri dikkate alınmıştır. Diğer satış gelirleri Bağımsız Denetçi Raporu'nda belirtilen ortalama ABD Dolar kurları üzerinden belirlenirken, karbon gelirlerinin fatura tarihindeki ABD Dolar Kuru ile belirlenmesi suretiyle Şirket'in ABD Doları bazlı hasılat tutarları gerçek değerine yaklaştırılarak değerlendirme çalışmasında dikkate alınmıştır.

8.3.2.4 Üretim ve kapasite kullanım varsayım ve projeksiyonları

Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.'nin Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'ndan (EPDK) EÜ/8067-1/04054 numara ile 2018 yılında aldığı üretim lisansı 49 yıl boyunca 2067 yılının sonuna kadar geçerlidir. 2021 yılında biyogaz üretimine başlayan Şirket, biyogaz üretiminde hammadde olarak kullandığı büyükbaş hayvan gübresini Ödemiş ve Tire ilçelerindeki süt ve damızlık çiftliklerden temin etmektedir. Günde 1.000-1.200 ton büyükbaş hayvan gübresine ihtiyaç duyan Şirket, hammadde tedarikini lojistik firmalar aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Tesiste ayrıca tarımsal atık olarak mısır ile buğday ve çavdar melezi bir tahıl ürünü olan tritikale silajları kullanılmaktadır. Biyogaz tesisinin kurulu güçte çalıştırılabilmesi için gerekli silaj miktarı günde 50-80 tondur. Şirket tedarik durumuna göre hem mısır ve tritikale silajlarını hem de büyükbaş hayvan atıklarını hammadde olarak kullanabilmektedir. Şirket, 2025-2067 projeksiyon dönemi boyunca Biyogaz tesisi için periyodik bakım-onarım harcamaları dışında herhangi bir kapasite yatırımı planlamamaktadır.

2023 itibarıyla yatırım aşaması tamamlanan Gübre tesisi için de yeni kapasite yatırımları planlanmamakta olup, 2022'de EPDK'dan 0,7 MW GES yatırımı izni alan Şirket'in 2027 sonuna kadar Biyogaz üretim tesisinin kurulu gücüne eş miktarda GES yatırımı yapacağı varsayılmış ve 2027 yılından itibaren değerlendirme çalışmasına kademeli olarak yansıtılmıştır. Bu varsayım altında üretim ve kapasite kullanımına yönelik projeksiyonlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No:27 0189
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 17		Üretim ve Kapasite Projeksiyonu (2025-2031)							
	Birim	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Biyogaz									
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	12.572	9.429	12.258	15.690	19.456	23.736	27.771	31.937
Kurulu Güç	DC MWe	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kapasite Faktörü	%	29,5%	22,1%	28,7%	36,8%	45,6%	55,7%	65,1%	74,9%
Katı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	3.845	6.469	8.756	14.593	20.430	23.349	23.349	23.349
Kapasite	Ton/Yıl	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294
Kapasite Kullanımı	%	7,0%	11,7%	15,8%	26,4%	36,9%	42,2%	42,2%	42,2%
Ambalajlı Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	12	20	1.500	3.500	7.500	10.500	12.500	15.500
Kapasite	Ton/Yıl	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248
Kapsite Kullanımı	%	0,03%	0,0%	3,0%	7,1%	15,2%	21,3%	25,4%	31,5%
Dökme Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	0	50	7.500	17.500	37.500	52.500	62.500	77.500
Kapasite	Ton/Yıl	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232
Kapsite Kullanımı	%	0,0%	0,0%	1,7%	3,9%	8,5%	11,8%	14,1%	17,5%
GES									
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	--	--	--	6.912	6.884	6.857	6.829	6.802
Kurulu Güç	DC MWe	--	--	0,7295	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000
Kapasite Faktörü	%	--	--	--	16,44%	16,37%	16,31%	16,24%	16,18%
Karbon Sertifikası									
Karbon Kredisi	Ton CO2/yıl	200.000	--	--	--	--	--	--	--

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

Tablo 18		Üretim ve Kapasite Projeksiyonu (2032-2039)							
	Birim	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	2039P
Biyogaz									
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937
Kurulu Güç	DC MWe	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kapasite Faktörü	%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%
Katı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349
Kapasite	Ton/Yıl	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294
Kapasite Kullanımı	%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Ambalajlı Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500
Kapasite	Ton/Yıl	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248
Kapsite Kullanımı	%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%
Dökme Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500
Kapasite	Ton/Yıl	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232
Kapsite Kullanımı	%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
GES									
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	6.775	6.748	6.721	6.694	6.667	6.640	6.614	6.587
Kurulu Güç	DC MWe	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000
Kapasite Faktörü	%	16,11%	16,05%	15,98%	15,92%	15,86%	15,79%	15,73%	15,67%
Karbon Sertifikası									
Karbon Kredisi	Ton CO2/yıl	--	--	--	--	--	--	--	--

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 19		Üretim ve Kapasite Projeksiyonu (2040-2047)							
	Birim	2040P	2041P	2042P	2043P	2044P	2045P	2046P	2047P
Biyogaz									
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937
Kurulu Güç	DC MWe	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kapasite Faktörü	%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%
Katı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349
Kapasite	Ton/Yıl	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294
Kapasite Kullanımı	%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Ambalajlı Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500
Kapasite	Ton/Yıl	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248
Kapsite Kullanımı	%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%
Dökme Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500
Kapasite	Ton/Yıl	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232
Kapsite Kullanımı	%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
GES									
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	6.561	6.535	6.509	6.483	6.457	6.431	6.405	6.380
Kurulu Güç	DC MWe	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000
Kapasite Faktörü	%	15,60%	15,54%	15,48%	15,42%	15,36%	15,29%	15,23%	15,17%
Karbon Sertifikası									
Karbon Kredisi	Ton CO2/yıl	--	--	--	--	--	--	--	--

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 20		Üretim ve Kapasite Projeksiyonu (2048-2055)							
	Birim	2048P	2049P	2050P	2051P	2052P	2053P	2054P	2055P
Biyogaz									
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937
Kurulu Güç	DC MWe	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kapasite Faktörü	%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%
Katı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349
Kapasite	Ton/Yıl	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294
Kapasite Kullanımı	%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Ambalajlı Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500
Kapasite	Ton/Yıl	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248
Kapsite Kullanımı	%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%
Dökme Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500
Kapasite	Ton/Yıl	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232
Kapsite Kullanımı	%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
GES									
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	6.354	6.329	6.303	6.278	--	--	--	--
Kurulu Güç	DC MWe	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	--	--	--	--
Kapasite Faktörü	%	15,11%	15,05%	14,99%	14,93%	--	--	--	--
Karbon Sertifikası									
Karbon Kredisi	Ton CO2/yıl	--	--	--	--	--	--	--	--

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 21		Üretim ve Kapasite Projeksiyonu (2056-2063)							
	Birim	2056P	2057P	2058P	2059P	2060P	2061P	2062P	2063P
Biyogaz									
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937
Kurulu Güç	DC MWe	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kapasite Faktörü	%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%
Katı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349
Kapasite	Ton/Yıl	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294
Kapasite Kullanımı	%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Ambalajlı Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500
Kapasite	Ton/Yıl	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248
Kapsite Kullanımı	%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%
Dökme Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500
Kapasite	Ton/Yıl	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232
Kapsite Kullanımı	%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
GES									
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	--	--	--	--	--	--	--	--
Kurulu Güç	DC MWe	--	--	--	--	--	--	--	--
Kapasite Faktörü	%	--	--	--	--	--	--	--	--
Karbon Sertifikası									
Karbon Kredisi	Ton CO2/yıl	--	--	--	--	--	--	--	--

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 22		Üretim ve Kapasite Projeksiyonu (2064-2067)			
	Birim	2064P	2065P	2066P	2067P
Biyogaz					
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	31.937	31.937	31.937	31.937
Kurulu Güç	DC MWe	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kapasite Faktörü	%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%
Katı Gübre					
Satış Tonajı	Ton/Yıl	23.349	23.349	23.349	23.349
Kapasite	Ton/Yıl	55.294	55.294	55.294	55.294
Kapasite Kullanımı	%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Ambalajlı Sıvı Gübre					
Satış Tonajı	Ton/Yıl	18.500	18.500	18.500	18.500
Kapasite	Ton/Yıl	49.248	49.248	49.248	49.248
Kapsite Kullanımı	%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%
Dökme Sıvı Gübre					
Satış Tonajı	Ton/Yıl	77.500	77.500	77.500	77.500
Kapasite	Ton/Yıl	443.232	443.232	443.232	443.232
Kapsite Kullanımı	%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
GES					
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	--	--	--	--
Kurulu Güç	DC MWe	--	--	--	--
Kapasite Faktörü	%	--	--	--	--
Karbon Sertifikası					
Karbon Kredisi	Ton CO2/yıl	--	--	--	--

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

8.3.2.5 Ana Ürün Grupları Bazında Hasılat Dağılımı

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2 numaralı bölümünde açıklandığı üzere, projeksiyon dönemi için Şirket'in tarafımıza ürün bazında sağladığı üretim, satış hacmi ve fiyat tahminleri değerlendirilmesinde dikkate alınmıştır. Şirket tarafından A1 Capital'e üretim, satış hacmi ve fiyat tahminleri ile ilgili sunulan bilgi ve belgelerde ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu belgelerin güvenilirliği ve doğruluğu tarafımızdan sorgulanmış ancak ayrıca teyit edilmemiştir. İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.1 numaralı bölümünde de belirtildiği üzere Şirket'in gelir tablosu projeksiyonları yapılırken "tüme varım" yaklaşımı benimsendiğinden, faaliyet bazında satış hacmine ve ciroya ilişkin varsayımlar oluşturularak projeksiyonlar yapılmıştır.

Biyogaz Tesisinde Şirket gelirleri temel olarak elektrik üretim gelirlerinden oluşmaktadır. Elektrik üretim gelirleri işbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.4 numaralı bölümünde yer alan Biyogaz santralının yıllık tahmini üretim miktarları ile santralin projeksiyon dönemindeki yıllık ortalama tahmini elektrik satış fiyatının çarpılması sonucunda elde edilmiştir. Raporun 8.3.2.3 numaralı bölümünde açıklandığı üzere, Biyogaz tesisinde üretilen elektriğin YEKDEM süresi sonuna kadar 133 ABD Doları/MWh düzeyinde sabit fiyatla satılacağı varsayılmış, YEKDEM'den çıkış yılı olan 2029'da piyasa takas fiyatının, Ocak-Ekim 2025 dönemindeki ortalama fiyat düzeyi olan 66,01 ABD Doları/MWh seviyesine yakınsayarak 65,00 ABD Doları/MWh seviyesine geriledikten sonra projeksiyon döneminin takip eden yıllarında bu düzeyde "sabit" kalacağı varsayılmıştır. Şirket'in Güneş Elektrik Santrali yatırımına 2026 yılında başlayacağı ve ihtiyatlılık ilkesi gereği 2026 yılında 0,7295 DC/MWp kurulu güce ulaşacağı; ancak 2026 yılında üretime geçmeyeceği varsayılmıştır. Yine, ihtiyatlılık ilkesi gereği GES tesisinin 2027 yılından itibaren üretime geçip ciro elde etmeye başlayacağı öngörülmüştür. 2027 yılında ilave 4,07 DC MWp kurulu gücün devreye alınmasıyla GES'de toplam kurulu gücün 2027 sonu itibarıyla 4,80 MWp düzeyine çıkarılacağı varsayılmıştır. GES'de ekonomik ömür (25 yıl) boyunca Biyogaz Tesisi için öngörülen yıllık elektrik satış fiyat düzeylerinde ciro yapacağı varsayılmıştır.

Gübre Tesislerinin ciro projeksiyonlarının hesaplanmasında işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.4 numaralı bölümünde açıklanan yıllık üretim projeksiyonları kullanılmıştır. Raporun 8.3.2.3 numaralı bölümünde açıklandığı üzere, yurt içi ve yurt dışı ABD Dolar bazlı satış fiyatları katı gübrede sırasıyla 455 ABD Doları ve 900 ABD Doları düzeylerinde 2025-2067 projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulurken, ambalajlı sıvı ve ambalajsız dökme sıvı gübrede 2025-2030 döneminde kademeli düştükten sonra 2031 yılından itibaren sabit kalacağı tarafımızca öngörülmüştür. Gübre Tesislerinin yıllık tahmini üretim miktarları ile projeksiyon dönemindeki yıllık ortalama tahmini yurt içi ve yurt dışı satış fiyatlarının çarpılması sonucunda ciro tutarlarına ulaşılmıştır. Son olarak, 2025-2067 projeksiyon döneminde Karbon Geliri Şirket'in nakit akış projeksiyonuna dahil edilmemiştir. Benzer şekilde, 2025-2067 projeksiyon döneminde Diğer Gelirler de "sıfır" varsayılmıştır.

Tablo 23

Satış Hasılatı Gerçekleşmeleri ve Projeksiyon (2021-2028)

	Birim	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Biyogaz									
Elektrik Satış Geliri	USD	2.380.268	3.033.221	2.275.213	1.672.108	1.254.081	1.630.306	2.086.791	2.587.621
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	17.897	22.806	17.107	12.572	9.429	12.258	15.690	19.456
Kurulu Güç	DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kapasite Faktörü	%	42,0%	53,5%	40,1%	29,5%	22,1%	28,7%	36,8%	45,6%
Emre Amadelik	Saat	3.676	4.685	3.514	2.583	1.937	2.518	3.223	3.997
Satış Fiyatı	USD/MWh	133	133	133	133	133	133	133	133
Hibrit GES									
Elektrik Satış Geliri	USD	--	--	--	--	--	--	919.296	915.619
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	--	--	--	--	--	--	6.912	6.884
Kurulu Güç	DC MWp	--	--	--	--	--	0,7295	4,8000	4,8000
Kapasite Faktörü	%	--	--	--	--	0,0%	0,0%	16,4%	16,4%
Satış Fiyatı	USD/MWh	--	--	--	--	133	133	133	133
Katı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	--	--	8.802	3.845	6.469	8.756	14.593	20.430
Yurt İçi	Ton/Yıl	--	--	0	3.845	5.176	7.005	11.674	16.344
Birim Fiyatı	USD /Ton	--	--	314	412	455	455	455	455
Yıllık Değişim	%	--	--	0,0%	31,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	--	--	0	--	1.294	1.751	2.919	4.086
Birim Fiyatı	USD/Ton	--	--	0	900	900	900	900	900
Yıllık Değişim	%	--	--	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	--	--	2.760.385	1.582.692	3.519.405	4.763.104	7.938.507	11.113.910
Kapasite	Ton/Yıl	--	--	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294
Kapasite Kullanımı	%	--	--	15,9%	7,0%	11,7%	15,8%	26,4%	36,9%
Ambalajlı Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	--	--	--	12	20	1.500	3.500	7.500
Yurt İçi	Ton/Yıl	--	--	--	3	14	1.050	2.450	5.250
Birim Fiyatı	USD/Ton	--	--	--	5.445	4.411	3.970	3.613	3.324
Yıllık Değişim	%	--	--	--	--	-19,0%	-10,0%	-9,0%	-8,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	--	--	--	10	6	450	1.050	2.250
Birim Fiyatı	USD/Ton	--	--	--	2.811	2.277	2.050	1.865	1.716
Yıllık Değişim	%	--	--	--	0,0%	-19,0%	-10,0%	-9,0%	-8,0%
Satış Geliri	USD	--	--	--	42.393	75.417	5.090.653	10.809.152	21.309.472
Kapasite	Ton/Yıl	--	--	--	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248
Kapasite Kullanım Oranı	%	--	--	--	--	--	3,0%	7,1%	15,2%
Dökme Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	--	--	--	--	50	7.500	17.500	37.500
Yurt İçi	Ton/Yıl	--	--	--	--	40	6.000	14.000	30.000
Birim Fiyatı	USD/Ton	--	--	--	47	47	42	38	35
Yıllık Değişim	%	--	--	--	--	0,0%	-10,0%	-9,0%	-8,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	--	--	--	--	10	1.500	3.500	7.500
Birim Fiyatı	USD/Ton	--	--	--	1.000	1.000	900	819	753
Yıllık Değişim	%	--	--	--	--	0,0%	-10,0%	-9,0%	-8,0%
Satış Geliri	USD	--	--	--	--	11.880	1.603.800	3.405.402	6.713.507
Kapasite	Ton/Yıl	--	--	--	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232
Kapasite Kullanımı	%	--	--	--	--	0,0%	1,7%	3,9%	8,5%
Karbon Emisyon Azaltımı									
Karbon Kredi	ton CO ₂ /yıl	2.100.000	400.000	800.000	200.000	--	--	--	--
Nominal Fiyat	USD/Ton	5,5	5,5	6,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Karbon Emisyon Geliri	USD/Yıl	11.550.000	2.200.000	5.200.000	1.000.000	--	--	--	--
Diğer									
Diğer Gelirler	USD	6.210	7.025	15.745	10.767	--	--	--	--
Arf Bio Konsolide Ciro	USD	13.936.477	5.240.246	10.251.343	4.307.961	4.860.783	13.087.863	25.159.149	42.640.129

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 24

	Birim	Satış Hasılatı Projeksiyonu (2029-2036)								
		2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	
Biyogaz										
Elektrik Satış Geliri	USD	1.542.845	1.805.129	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	23.736	27.771	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937
Kurulu Güç	DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kapasite Faktörü	%	55,7%	65,1%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%
Emre Amadelik	Saat	4.876	5.705	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561
Satış Fiyatı	USD/MWh	65	65	65	65	65	65	65	65	65
Hibrit GES										
Elektrik Satış Geliri	USD	445.693	443.910	442.135	440.366	438.605	436.850	435.103	433.362	433.362
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	6.857	6.829	6.802	6.775	6.748	6.721	6.694	6.667	6.667
Kurulu Güç	DC MWp	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000
Kapasite Faktörü	%	16,3%	16,2%	16,2%	16,1%	16,0%	16,0%	15,9%	15,9%	15,9%
Satış Fiyatı	USD/MWh	65	65	65	65	65	65	65	65	65
Katı Gübre										
Satış Tonajı	Ton/Yıl	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349
Yurt İçi	Ton/Yıl	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679
Birim Fiyatı	USD/Ton	455	455	455	455	455	455	455	455	455
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670
Birim Fiyatı	USD/Ton	900	900	900	900	900	900	900	900	900
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611
Kapasite	Ton/Yıl	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294
Kapasite Kullanımı	%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Ambalajlı Sıvı Gübre										
Satış Tonajı	Ton/Yıl	10.500	12.500	15.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500
Yurt İçi	Ton/Yıl	7.350	8.750	10.850	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950
Birim Fiyatı	USD/Ton	3.091	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905
Yıllık Değişim	%	-7,0%	-6,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	3.150	3.750	4.650	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550
Birim Fiyatı	USD/Ton	1.596	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Yıllık Değişim	%	-7,0%	-6,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	27.744.932	31.047.900	38.499.396	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892
Kapasite	Ton/Yıl	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248
Kapasite Kullanım Oranı	%	21,3%	25,4%	31,5%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%
Dökme Sıvı Gübre										
Satış Tonajı	Ton/Yıl	52.500	62.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500
Yurt İçi	Ton/Yıl	42.000	50.000	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000
Birim Fiyatı	USD/Ton	33	31	31	31	31	31	31	31	31
Yıllık Değişim	%	-7,0%	-5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	10.500	12.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500
Birim Fiyatı	USD/Ton	701	666	666	666	666	666	666	666	666
Yıllık Değişim	%	-7,0%	-5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	8.740.986	9.885.639	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192
Kapasite	Ton/Yıl	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232
Kapasite Kullanımı	%	11,8%	14,1%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Karbon Emisyon Azaltımı										
Karbon Kredi	ton CO ₂ /yıl	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Nominal Fiyat	USD/Ton	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Karbon Emisyon Geliri	USD/Yıl	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Diğer										
Diğer Gelirler	USD	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Arf Bio Konsolide Ciro	USD	51.176.067	55.884.189	65.977.232	73.426.960	73.425.198	73.423.444	73.421.696	73.419.956	73.419.956

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 25
Satış Hasılatı Projeksiyonu (2037-2044)

	Birim	2037P	2038P	2039P	2040P	2041P	2042P	2043P	2044P
Biyogaz									
Elektrik Satış Geliri	USD	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937
Kurulu Güç	DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kapasite Faktörü	%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%
Emre Amadelik	Saat	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561
Satış Fiyatı	USD/MWh	65	65	65	65	65	65	65	65
Hibrit GES									
Elektrik Satış Geliri	USD	431.629	429.902	428.183	426.470	424.764	423.065	421.373	419.687
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	6.640	6.614	6.587	6.561	6.535	6.509	6.483	6.457
Kurulu Güç	DC MWp	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000
Kapasite Faktörü	%	15,8%	15,7%	15,7%	15,6%	15,5%	15,5%	15,4%	15,4%
Satış Fiyatı	USD/MWh	65	65	65	65	65	65	65	65
Katı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349
Yurt İçi	Ton/Yıl	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679
Birim Fiyatı	USD/Ton	455	455	455	455	455	455	455	455
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670
Birim Fiyatı	USD/Ton	900	900	900	900	900	900	900	900
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611
Kapasite	Ton/Yıl	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294
Kapasite Kullanımı	%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Ambalajlı Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500
Yurt İçi	Ton/Yıl	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950
Birim Fiyatı	USD/Ton	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550
Birim Fiyatı	USD/Ton	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892
Kapasite	Ton/Yıl	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248
Kapasite Kullanım Oranı	%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%
Dükme Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500
Yurt İçi	Ton/Yıl	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000
Birim Fiyatı	USD/Ton	31	31	31	31	31	31	31	31
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt İçi	Ton/Yıl	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500
Birim Fiyatı	USD/Ton	666	666	666	666	666	666	666	666
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192
Kapasite	Ton/Yıl	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232
Kapasite Kullanımı	%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Karbon Emisyon Azaltımı									
Karbon Kredi	ton CO ₂ /yıl	--	--	--	--	--	--	--	--
Nominal Fiyat	USD/Ton	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Karbon Emisyon Geliri	USD/Yıl	--	--	--	--	--	--	--	--
Diğer									
Diğer Gelirler	USD	--	--	--	--	--	--	--	--
Arf Bio Konsolide Ciro	USD	73.418.222	73.416.496	73.414.776	73.413.064	73.411.358	73.409.659	73.407.966	73.406.281

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 26

Satış Hasılatı Projeksiyonu (2045-2052)

	Birim	2045P	2046P	2047P	2048P	2049P	2050P	2051P	2052P
Biyogaz									
Elektrik Satış Geliri	USD	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937
Kurulu Güç	DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kapasite Faktörü	%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%
Emre Amadelik	Saat	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561
Satış Fiyatı	USD/MWh	65	65	65	65	65	65	65	65
Hibrit GES									
Elektrik Satış Geliri	USD	418.009	416.337	414.671	413.012	411.360	409.715	408.076	--
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	6.431	6.405	6.380	6.354	6.329	6.303	6.278	--
Kurulu Güç	DC MWp	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	4,8000	--
Kapasite Faktörü	%	15,3%	15,2%	15,2%	15,1%	15,1%	15,0%	14,9%	--
Satış Fiyatı	USD/MWh	65	65	65	65	65	65	65	--
Katı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349
Yurt İçi	Ton/Yıl	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679
Birim Fiyatı	USD /Ton	455	455	455	455	455	455	455	455
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670
Birim Fiyatı	USD/Ton	900	900	900	900	900	900	900	900
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611
Kapasite	Ton/Yıl	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294
Kapasite Kullanımı	%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Ambalajlı Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500
Yurt İçi	Ton/Yıl	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950
Birim Fiyatı	USD/Ton	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550
Birim Fiyatı	USD/Ton	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892
Kapasite	Ton/Yıl	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248
Kapasite Kullanım Oranı	%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%
Dökme Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500
Yurt İçi	Ton/Yıl	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000
Birim Fiyatı	USD/Ton	31	31	31	31	31	31	31	31
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500
Birim Fiyatı	USD/Ton	666	666	666	666	666	666	666	666
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192
Kapasite	Ton/Yıl	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232
Kapasite Kullanımı	%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Karbon Emisyon Azaltımı									
Karbon Kredi	ton CO ₂ /yıl	--	--	--	--	--	--	--	--
Nominal Fiyat	USD/Ton	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Karbon Emisyon Geliri	USD/Yıl	--	--	--	--	--	--	--	--
Diğer									
Diğer Gelirler	USD	--	--	--	--	--	--	--	--
Arif Bio Konsolide Ciro	USD	73.404.602	73.402.930	73.401.265	73.399.606	73.397.954	73.396.309	73.394.670	72.986.594

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 27

Satış Hasılatı Projeksiyonu (2053-2060)

	Birim	2053P	2054P	2055P	2056P	2057P	2058P	2059P	2060P
Biyogaz									
Elektrik Satış Geliri	USD	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937
Kurulu Güç	DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kapasite Faktörü	%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%
Emre Amadelik	Saat	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561
Satış Fiyatı	USD/MWh	65	65	65	65	65	65	65	65
Hibrit GES									
Elektrik Satış Geliri	USD	--	--	--	--	--	--	--	--
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	--	--	--	--	--	--	--	--
Kurulu Güç	DC MWp	--	--	--	--	--	--	--	--
Kapasite Faktörü	%	--	--	--	--	--	--	--	--
Satış Fiyatı	USD/MWh	--	--	--	--	--	--	--	--
Katı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349
Yurt İçi	Ton/Yıl	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679
Birim Fiyatı	USD /Ton	455	455	455	455	455	455	455	455
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670
Birim Fiyatı	USD/Ton	900	900	900	900	900	900	900	900
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611
Kapasite	Ton/Yıl	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294
Kapasite Kullanımı	%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Ambalajlı Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500
Yurt İçi	Ton/Yıl	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950
Birim Fiyatı	USD/Ton	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550
Birim Fiyatı	USD/Ton	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892
Kapasite	Ton/Yıl	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248
Kapasite Kullanım Oranı	%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%
Dökme Sıvı Gübre									
Satış Tonajı	Ton/Yıl	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500
Yurt İçi	Ton/Yıl	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000
Birim Fiyatı	USD/Ton	31	31	31	31	31	31	31	31
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500
Birim Fiyatı	USD/Ton	666	666	666	666	666	666	666	666
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192
Kapasite	Ton/Yıl	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232
Kapasite Kullanımı	%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Karbon Emisyon Azaltımı									
Karbon Kredi	ton CO ₂ /yıl	--	--	--	--	--	--	--	--
Nominal Fiyat	USD/Ton	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Karbon Emisyon Geliri	USD/Yıl	--	--	--	--	--	--	--	--
Diğer									
Diğer Gelirler	USD	--	--	--	--	--	--	--	--
Arf Bio Konsolide Ciro	USD	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 28
Satış Hasılatı Projeksiyonu (2061-2067)

	Birim	2061P	2062P	2063P	2064P	2065P	2066P	2067P
Biyogaz								
Elektrik Satış Geliri	USD	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937
Kurulu Güç	DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kapasite Faktörü	%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%
Emre Amadelik	Saat	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561	6.561
Satış Fiyatı	USD/MWh	65	65	65	65	65	65	65
Hibrit GES								
Elektrik Satış Geliri	USD	--	--	--	--	--	--	--
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	--	--	--	--	--	--	--
Kurulu Güç	DC MWp	--	--	--	--	--	--	--
Kapasite Faktörü	%	--	--	--	--	--	--	--
Satış Fiyatı	USD/MWh	--	--	--	--	--	--	--
Katı Gübre								
Satış Tonajı	Ton/Yıl	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349
Yurt İçi	Ton/Yıl	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679	18.679
Birim Fiyatı	USD /Ton	455	455	455	455	455	455	455
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670	4.670
Birim Fiyatı	USD/Ton	900	900	900	900	900	900	900
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611
Kapasite	Ton/Yıl	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294	55.294
Kapasite Kullanımı	%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Ambalajlı Sıvı Gübre								
Satış Tonajı	Ton/Yıl	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500
Yurt İçi	Ton/Yıl	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950	12.950
Birim Fiyatı	USD/Ton	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905	2.905
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550
Birim Fiyatı	USD/Ton	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892
Kapasite	Ton/Yıl	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248	49.248
Kapasite Kullanım Oranı	%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%
Dökme Sıvı Gübre								
Satış Tonajı	Ton/Yıl	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500
Yurt İçi	Ton/Yıl	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000	62.000
Birim Fiyatı	USD/Ton	31	31	31	31	31	31	31
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yurt Dışı	Ton/Yıl	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500
Birim Fiyatı	USD/Ton	666	666	666	666	666	666	666
Yıllık Değişim	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satış Geliri	USD	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192
Kapasite	Ton/Yıl	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232	443.232
Kapasite Kullanımı	%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Karbon Emisyon Azaltımı								
Karbon Kredi	ton CO ₂ /yıl	--	--	--	--	--	--	--
Nominal Fiyat	USD/Ton	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Karbon Emisyon Geliri	USD/Yıl	--	--	--	--	--	--	--
Diğer								
Diğer Gelirler	USD	--	--	--	--	--	--	--
Arf Bio Konsolide Ciro	USD	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

8.3.2.6 Gider Varsayımları ve Projeksiyonlar

Şirket'in üretim maliyetinin ve işletme giderlerinin önemli kısmını biyogaz santralinde üretim sürecine giren hammadde ve bu hammaddenin tedarik giderleri oluşturmaktadır. Sadece biyogazdan elektrik üretiminin gerçekleştirildiği 2021 yılında amortisman hariç, satışların maliyeti (SM) içinde hammadde ve hammadde tedarik giderleri %61 oranında pay almıştır. Hammadde ve nakliye giderleri elektrik üretiminde kullanılan ve dönemsel olarak alınan mısır silajının 2023 yılı içerisinde alınmamasından kaynaklı önceki döneme göre düşüş yaşanmıştır. Ancak, katı gübre üretiminin devreye alınmasıyla Arf Bio'nun toplam hammadde giderleri 2023 yılında artarak toplam SM içinde %68,5'e yükselmiştir. 2024 yılında ise toplam hammadde ve nakliye giderlerinin toplam SM içindeki payı %44,3 oranına gerilemiştir. Söz konusu düşüştü, 2024 yılında ilk altı ayında Biyogaz tesisinde iki jeneratöre yapılan bakım ve revizyon çalışmaları üretim duruşu etkili olmuştur. Bakım onarım ve elektrik giderleri diğer önemli maliyet unsurları olarak dikkat çekmektedir. 2021 yılında bakım onarım ve elektrik giderleri, amortisman hariç, satışların maliyetinin (SM) %18'ini oluştururken, 2023 yılında %9,6'ya gerileyen bu oran 2024 yılında %14,5 olmuştur. Söz konusu artışta, yukarıda da belirtildiği üzere, 2024 yılında ilk altı ayında tesisteki iki jeneratöre yapılan bakım ve revizyon çalışmaları sonucunda bakım onarım ve elektrik giderlerindeki artış etkili olmuştur. Bir diğer önemli maliyet unsuru ise personel giderleridir. 2021 yılında satışların maliyetinin %8'sini oluşturan personel giderleri, asgari ücrete yapılan zamlarla birlikte 2023 yılında amortisman hariç SM'nin %13'üne, 2024'de ise %34,6'sına ulaşmıştır.

Tablo 29

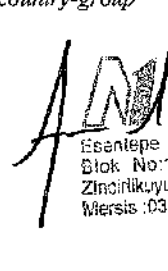
	Makroekonomik Varsayımlar								
	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
GSYİH Büyüme (y/y)**	3,2%	3,4%	3,8%	3,4%	3,7%	3,9%	4,1%	4,0%	4,0%
TÜFE (Yıllık Ortalama)*	58,5%	35,4%	26,9%	18,0%	15,2%	12,7%	11,3%	11,3%	11,3%
TÜFE (Yıl Sonu)*	44,4%	32,2%	23,2%	19,4%	16,2%	13,5%	11,3%	11,3%	11,3%
USD/TL (Yıllık Ortalama)	32,82	39,35	47,60	56,08	64,54	72,51	79,75	86,88	94,66
USD/TL (Yıl Sonu)*	35,28	43,42	51,78	60,39	68,69	76,33	83,16	90,61	98,72
ABD TÜFE (Yıl Sonu)**	2,7%	2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%

Kaynak: TÜİK, TCMB

P: Projeksiyon


*: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Anketi, Kasım 2025

** : <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2025/April/select-country-group>

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / Beşiktaş / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sic No: 273189
Mersis: 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Biyogaz tesisinde hammadde maliyeti, bakım onarım, elektrik ve personel giderlerinin 2025-2067 projeksiyon dönemi boyunca Uluslararası Para Fonu IMF tarafından yayınlanan ABD enflasyon tahminleri⁹ ölçüsünde artacağı varsayılmıştır. Satış ve pazarlama giderlerinin tüm iş kollarında ABD enflasyon oranında öngörülen artışlar ölçüsünde artacağı varsayılmıştır. ABD doları kurunun, TCMB EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Anketinde ilan edilen 5 yıllık TÜFE tahminleri ile IMF'nin ABD enflasyonu tahminleri arasındaki fark kadar artacağı (Türkiye-ABD enflasyon farkı) öngörülmüştür. Tablo 29'da Türkiye ekonomisine dair makro büyüklükler ile ABD TÜFE enflasyonuna dair tahminlerin 2032 yılından sonra projeksiyon dönemi sonuna kadar 2032 yılındaki seviyelerinde sabit kalacağı varsayılarak değerlendirilmesine dahil edilmiştir.

Organomineral gübre üretim tesisinde giderlerin yaklaşık %80'lik kısmı Biyogaz tesisindeki elektrik üretim sürecinde ortaya çıkan atıktan oluşmaktadır. Yaklaşık %20'lik kısım ise gübre üretim süreci için hammadde niteliği taşıyan minerallerden oluşmaktadır. Bu varsayım altında Organomineral gübre üretim tesisinde maliyet projeksiyonları yapılmıştır. Ambalaj, doğalgaz, bakım onarım ve elektrik giderlerinin IMF'nin ABD enflasyonu tahminleri oranında artacağı öngörülmüştür. Gübre tesislerinde personel giderlerinin, 2025-2067 projeksiyon döneminde yaklaşık IMF'nin ABD enflasyonu tahminleri oranında artış göstereceği varsayılmıştır. Tüm bu öngörü ve varsayımlar altında, Satışların Maliyeti ve İşletme Giderlerine ilişkin projeksiyonlar iş kolu bazında aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir.


 **AI CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esenyurt Mah. Bayındır Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D. 388 004 3521 T.C. Vatandaşlar
Mersis :0988004352100015 www.ai-capital.com.tr

⁹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2025/April>

Tablo 30		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2021-2028)								
BİYOGAZ TESİSİ	Birim	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	
Satışların Maliyeti*	USD	2.858.408	3.957.942	2.078.875	1.203.205	1.227.675	1.410.460	1.636.309	1.887.421	
Hammadde giderleri	USD	1.754.967	2.504.159	912.110	340.551	262.774	349.364	457.789	579.954	
Tonaj	Ton/Yıl	266.957	323.162	285.000	226.300	169.725	220.643	282.423	350.204	
Yıllık Değişim	%	a.d.	21,1%	-11,8%	-20,6%	-25,0%	30,0%	28,0%	24,0%	
Tonaj Başına Elektrik Üretim	Ton/KWh	14,9	14,2	16,7	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	
Birim Hammadde Fiyatı	USD/Ton	6,57	7,75	3,20	1,50	1,55	1,58	1,62	1,66	
Yıllık Değişim	%	a.d.	17,9%	-58,7%	-53,0%	2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	
EPİAŞ giderleri	USD	60.142	506.521	281.172	87.916	132.009	175.508	229.977	291.349	
İletim ve Sistem Kullanım	USD/KWh	0,003	0,022	0,016	0,007	0,014	0,014	0,015	0,015	
Bakım onarım giderleri	USD	393.088	314.457	288.926	145.197	149.382	152.774	156.396	159.784	
Kurulu Güç	DC MWp	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	
Kurulu Güç Başına Gider	USD/MWp	80.749	64.597	59.352	29.827	30.686	31.383	32.127	32.823	
Nominal Birim Maliyet	Yıllık %	a.d.	-20,0%	-8,1%	-49,7%	2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	
Sigorta giderleri	USD	76.700	69.371	117.429	104.733	107.752	110.199	112.812	115.255	
Kurulu Güç	DC MWp	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	
Kurulu Güç Başına Gider	USD/MWp	15.756	14.250	24.123	21.515	22.135	22.637	23.174	23.676	
Nominal Birim Maliyet	Yıllık %	a.d.	-9,6%	69,3%	-10,8%	2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	
Elektrik giderleri	USD	130.681	178.583	173.697	133.453	110.099	146.379	191.808	242.993	
Elektrik Üretimi	MWh/Yıl	17.897	22.806	17.107	12.572	9.429	12.258	15.690	19.456	
Birim Elektrik Gideri	USD/MWh	7,3	7,8	10,2	10,6	11,7	11,9	12,2	12,5	
Yıllık Değişim	%	a.d.	7,2%	29,7%	4,5%	10,0%	2,3%	2,4%	2,2%	
Personel giderleri	USD	241.069	221.433	230.850	173.537	241.565	247.051	252.909	258.387	
Personel Sayısı	(#)	31	27	35	29	29	29	29	29	
Personel Başına Ort. Ücret	USD/Yıl	7.776	8.201	6.596	5.984	8.330	8.519	8.721	8.910	
Nominal Birim Maliyet	Yıllık %	a.d.	5,5%	-19,6%	-9,3%	2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	
Diğer Giderler	USD	201.761	163.419	74.691	217.817	224.095	229.184	234.618	239.700	
Kurulu Güç	DC MWp	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	
Kurulu Güç Başına Gider	USD/MWp	41.446	33.570	15.343	44.745	46.034	47.080	48.196	49.240	
Nominal Birim Maliyet	Yıllık %	a.d.	-19,0%	-54,3%	191,6%	2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	
Amortisman	USD	408.082	397.203	510.322	683.125	637.583	592.041	546.500	500.958	
Elektrik Satış Gelirine Oranı	%	17,1%	13,1%	22,4%	40,9%	50,8%	36,3%	26,2%	19,4%	
Kalan Faydalı Ömür	Yıl				15					
İşletme Giderleri*	USD	229.799	288.760	1.307.552	1.349.228	1.484.150	1.517.855	1.553.844	1.587.500	
Kurulu Güç	DC MWp	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	
Kurulu Güç Başına Gider	USD/MWp	47.206	59.318	268.601	277.163	304.879	311.803	319.196	326.109	
Yıllık Değişim	%	a.d.	25,7%	352,8%	3,2%	10,0%	2,3%	2,4%	2,2%	
Amortisman	USD	335	1.320	6.799	317.939	16.033	14.888	13.742	12.597	
Elektrik Satış Gelirine Oranı	%	0,0%	0,0%	0,3%	19,0%	1,3%	0,9%	0,7%	0,5%	

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları
*: Amortisman ve İtfâ Giderleri Hariç


P: Projeksiyon

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sic No: 270189
Mersis : 0358004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 31		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2029-2036)							
BİYOGAZ TESİSİ	Birim	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P
Satışların Maliyeti*	USD	2.178.992	2.467.658	2.775.824	2.836.199	2.897.886	2.960.915	3.025.315	3.091.116
Hammadde giderleri	USD	722.947	864.245	1.015.499	1.037.586	1.060.153	1.083.212	1.106.772	1.130.844
Tonaj	Ton/Yıl	427.249	499.882	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864
<i>Yıllık Değişim</i>	%	22,0%	17,0%	15,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tonaj Başına Elektrik Üretim	Ton/KWh	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0
Birim Hammadde Fiyatı	USD/Ton	1,69	1,73	1,77	1,80	1,84	1,88	1,93	1,97
<i>Yıllık Değişim</i>	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
EPIAŞ giderleri	USD	363.183	434.167	510.151	521.247	532.584	544.168	556.003	568.097
İletim ve Sistem Kullanım	USD/KWh	0,015	0,016	0,016	0,016	0,017	0,017	0,017	0,018
Bakım onarım giderleri	USD	163.262	166.813	170.441	174.149	177.936	181.806	185.761	189.801
<i>Kurulu Güç</i>	DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kurulu Güç Başına Gider	USD/MWp	33.538	34.267	35.013	35.774	36.552	37.347	38.160	38.990
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Sigorta giderleri	USD	117.764	120.326	122.943	125.617	128.349	131.140	133.993	136.907
<i>Kurulu Güç</i>	DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kurulu Güç Başına Gider	USD/MWp	24.192	24.718	25.255	25.805	26.366	26.939	27.525	28.124
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Elektrik giderleri	USD	302.906	362.108	425.481	434.736	444.191	453.852	463.723	473.809
<i>Elektrik Üretimi</i>	MWh/Yıl	23.736	27.771	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937
Birim Elektrik Gideri	USD/MWh	12,8	13,0	13,3	13,6	13,9	14,2	14,5	14,8
<i>Yıllık Değişim</i>	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Personel giderleri	USD	264.012	269.754	275.621	281.616	287.741	293.999	300.394	306.927
Personel Sayısı	(#)	29	29	29	29	29	29	29	29
<i>Personel Başına Ort. Ücret</i>	USD/Yıl	9.104	9.302	9.504	9.711	9.922	10.138	10.358	10.584
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Diğer Giderler	USD	244.918	250.245	255.688	261.249	266.931	272.737	278.669	284.730
<i>Kurulu Güç</i>	DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kurulu Güç Başına Gider	USD/MWp	50.312	51.406	52.524	53.667	54.834	56.026	57.245	58.490
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman	USD	455.416	409.875	364.333	318.791	273.250	227.708	182.167	136.625
<i>Elektrik Satış Gelirine Oranı</i>	%	29,5%	22,7%	17,6%	15,4%	13,2%	11,0%	8,8%	6,6%
<i>Kalan Faydalı Ömür</i>	Yıl								
İşletme Giderleri*	USD	1.622.060	1.657.340	1.693.387	1.730.218	1.767.850	1.806.301	1.845.588	1.885.729
<i>Kurulu Güç</i>	DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kurulu Güç Başına Gider	USD/MWp	333.209	340.456	347.861	355.427	363.157	371.056	379.127	387.373
<i>Yıllık Değişim</i>	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman	USD	11.452	10.307	9.162	8.016	6.871	5.726	4.581	3.436
<i>Elektrik Satış Gelirine Oranı</i>	%	0,7%	0,6%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları
 *: Amortisman ve İfa Giderleri Hariç

P: Projeksiyon

 **AI CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 398 004 35 21 / Tic. Sic. No: 270 989
 Mersis : 0388004352100015 www.aicapital.com.tr

Tablo 32		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2037-2044)								
BIYOGAZ TESİSİ		Birim	2037P	2038P	2039P	2040P	2041P	2042P	2043P	2044P
Satışların Maliyeti*		USD	3.158.347	3.227.041	3.297.229	3.368.944	3.442.219	3.517.087	3.593.584	3.671.744
Ham madde giderleri		USD	1.155.440	1.180.570	1.206.248	1.232.484	1.259.290	1.286.680	1.314.665	1.343.259
Tonaj		Ton/Yıl	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864
Yıllık Değişim		%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tonaj Başına Elektrik Üretim		Ton/KWh	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0
Birim Ham madde Fiyatı		USD/Ton	2,01	2,05	2,10	2,14	2,19	2,24	2,29	2,34
Yıllık Değişim		%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
EPIAŞ giderleri		USD	580.453	593.077	605.977	619.157	632.624	646.383	660.442	674.807
İletim ve Sistem Kullanım		USD/KWh	0,018	0,019	0,019	0,019	0,020	0,020	0,021	0,021
Bakım onarım giderleri		USD	193.929	198.147	202.457	206.860	211.360	215.957	220.654	225.453
Kurulu Güç		DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kurulu Güç Başına Gider		USD/MWp	39.838	40.704	41.589	42.494	43.418	44.362	45.327	46.313
Nominal Birim Maliyet		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Sigorta giderleri		USD	139.885	142.927	146.036	149.212	152.458	155.774	159.162	162.623
Kurulu Güç		DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kurulu Güç Başına Gider		USD/MWp	28.736	29.361	29.999	30.652	31.318	32.000	32.695	33.407
Nominal Birim Maliyet		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Elektrik giderleri		USD	484.115	494.644	505.403	516.395	527.627	539.103	550.828	562.809
Elektrik Üretimi		MWh/Yıl	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937
Birim Elektrik Gideri		USD/MWh	15,2	15,5	15,8	16,2	16,5	16,9	17,2	17,6
Yıllık Değişim		%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Personel giderleri		USD	313.603	320.424	327.393	334.514	341.790	349.224	356.819	364.580
Personel Sayısı		(#)	29	29	29	29	29	29	29	29
Personel Başına Ort. Ücret		USD/Yıl	10.814	11.049	11.289	11.535	11.786	12.042	12.304	12.572
Nominal Birim Maliyet		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Diğer Giderler		USD	290.923	297.250	303.716	310.322	317.071	323.967	331.014	338.213
Kurulu Güç		DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kurulu Güç Başına Gider		USD/MWp	59.762	61.062	62.390	63.747	65.134	66.550	67.998	69.477
Nominal Birim Maliyet		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman		USD	91.083	45.542	0	0	0	0	0	0
Elektrik Satış Gelirine Oranı		%	4,4%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kalan Faydalı Ömür		Yıl								
İşletme Giderleri*		USD	1.926.744	1.968.651	2.011.469	2.055.218	2.099.919	2.145.593	2.192.259	2.239.941
Kurulu Güç		DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kurulu Güç Başına Gider		USD/MWp	395.798	404.406	413.202	422.189	431.372	440.754	450.341	460.136
Yıllık Değişim		%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman		USD	2.290	1.145	0	0	0	0	0	0
Elektrik Satış Gelirine Oranı		%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli - İstanbul
 Zincirlikuyu V.O.: 388 004 35 21 / T.C. M.V. 170189
 Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 33		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2045-2052)								
BİYOGAZ TESİSİ	Birim	2045P	2046P	2047P	2048P	2049P	2050P	2051P	2052P	
Satışların Maliyeti*	USD	3.751.605	3.833.202	3.916.574	4.001.760	4.088.798	4.177.729	4.268.595	4.361.437	
Hammadde giderleri	USD	1.372.475	1.402.326	1.432.827	1.463.991	1.495.833	1.528.367	1.561.609	1.595.574	
Tonaj	Ton/Yıl	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864	
<i>Yıllık Değişim</i>	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Tonaj Başına Elektrik Üretim	Ton/KWh	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	
Birim Hammadde Fiyatı	USD/Ton	2,39	2,44	2,49	2,55	2,60	2,66	2,72	2,78	
<i>Yıllık Değişim</i>	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
EPİAŞ giderleri	USD	689.484	704.480	719.802	735.458	751.454	767.798	784.498	801.561	
İletim ve Sistem Kullanım	USD/KWh	0,022	0,022	0,023	0,023	0,024	0,024	0,025	0,025	
Bakım onarım giderleri	USD	230.356	235.367	240.486	245.717	251.061	256.521	262.101	267.801	
<i>Kurulu Güç</i>	DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	
Kurulu Güç Başına Gider	USD/MWp	47.321	48.350	49.401	50.476	51.574	52.695	53.842	55.013	
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Sigorta giderleri	USD	166.161	169.774	173.467	177.240	181.095	185.034	189.058	193.170	
<i>Kurulu Güç</i>	DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	
Kurulu Güç Başına Gider	USD/MWp	34.133	34.876	35.634	36.409	37.201	38.010	38.837	39.682	
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Elektrik giderleri	USD	575.050	587.557	600.337	613.394	626.735	640.367	654.295	668.526	
<i>Elektrik Üretimi</i>	MWh/Yıl	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	
Birim Elektrik Gideri	USD/MWh	18,0	18,4	18,8	19,2	19,6	20,1	20,5	20,9	
<i>Yıllık Değişim</i>	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Personel giderleri	USD	372.510	380.612	388.890	397.348	405.991	414.821	423.843	433.062	
Personel Sayısı	(#)	29	29	29	29	29	29	29	29	
<i>Personel Başına Ort. Ücret</i>	USD/Yıl	12.845	13.125	13.410	13.702	14.000	14.304	14.615	14.933	
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Diğer Giderler	USD	345.569	353.085	360.765	368.612	376.629	384.821	393.190	401.742	
<i>Kurulu Güç</i>	DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	
Kurulu Güç Başına Gider	USD/MWp	70.988	72.532	74.109	75.721	77.368	79.051	80.770	82.527	
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Amortisman	USD	0	0	0	0	0	0	0	0	
<i>Elektrik Satış Gelirine Oranı</i>	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
<i>Kalan Faydalı Ömür</i>	Yıl									
İşletme Giderleri*	USD	2.288.660	2.338.438	2.389.299	2.441.266	2.494.364	2.548.616	2.604.049	2.660.687	
<i>Kurulu Güç</i>	DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	
Kurulu Güç Başına Gider	USD/MWp	470.144	480.369	490.817	501.493	512.400	523.545	534.932	546.567	
<i>Yıllık Değişim</i>	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Amortisman	USD	0	0	0	0	0	0	0	0	
<i>Elektrik Satış Gelirine Oranı</i>	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon


*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / Beşiktaş / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 270188
 Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 34		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2053-2060)								
BIYOGAZ TESİSİ		Birim	2053P	2054P	2055P	2056P	2057P	2058P	2059P	2060P
Satışların Maliyeti*		USD	4.456.298	4.553.222	4.652.255	4.753.442	4.856.829	4.962.465	5.070.399	5.180.680
Hammadde giderleri		USD	1.630.278	1.665.736	1.701.966	1.738.984	1.776.807	1.815.452	1.854.938	1.895.283
Tonaj		Ton/Yıl	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864
Yıllık Değişim		%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tonaj Başına Elektrik Üretim		Ton/KWh	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0
Birim Hammadde Fiyatı		USD/Ton	2,84	2,90	2,96	3,03	3,09	3,16	3,23	3,30
Yıllık Değişim		%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
EPIAŞ giderleri		USD	818.995	836.808	855.009	873.605	892.606	912.020	931.856	952.124
İletim ve Sistem Kullanım		USD/KWh	0,026	0,026	0,027	0,027	0,028	0,029	0,029	0,030
Bakım onarım giderleri		USD	273.626	279.577	285.658	291.871	298.220	304.706	311.333	318.105
Kuru Güç		DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kuru Güç Başına Gider		USD/MWp	56,209	57,432	58,681	59,957	61,261	62,594	63,955	65,346
Nominal Birim Maliyet		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Sigorta giderleri		USD	197.372	201.665	206.051	210.532	215.111	219.790	224.571	229.455
Kuru Güç		DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kuru Güç Başına Gider		USD/MWp	40,545	41,427	42,328	43,248	44,189	45,150	46,132	47,135
Nominal Birim Maliyet		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Elektrik giderleri		USD	683.066	697.923	713.103	728.613	744.460	760.652	777.196	794.100
Elektrik Üretimi		MWh/Yıl	31,937	31,937	31,937	31,937	31,937	31,937	31,937	31,937
Birim Elektrik Gideri		USD/MWh	21,4	21,9	22,3	22,8	23,3	23,8	24,3	24,9
Yıllık Değişim		%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Personel giderleri		USD	442.481	452.105	461.938	471.986	482.251	492.740	503.457	514.407
Personel Sayısı		(#)	29	29	29	29	29	29	29	29
Personel Başına Ort. Ücret		USD/Yıl	15,258	15,590	15,929	16,275	16,629	16,991	17,361	17,738
Nominal Birim Maliyet		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Diğer Giderler		USD	410.480	419.408	428.530	437.851	447.374	457.105	467.047	477.205
Kuru Güç		DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kuru Güç Başına Gider		USD/MWp	84,322	86,156	88,030	89,945	91,901	93,900	95,942	98,029
Nominal Birim Maliyet		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman		USD	0	0	0	0	0	0	0	0
Elektrik Satış Gelirine Oranı		%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kalan Faydalı Ömür		Yıl								
İşletme Giderleri*		USD	2.718.557	2.777.685	2.838.100	2.899.829	2.962.900	3.027.343	3.093.188	3.160.464
Kuru Güç		DC MWp	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680	4,8680
Kuru Güç Başına Gider		USD/MWp	558,455	570,601	583,011	595,692	608,648	621,886	635,412	649,233
Yıllık Değişim		%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman		USD	0	0	0	0	0	0	0	0
Elektrik Satış Gelirine Oranı		%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları
*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç


P: Projeksiyon

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Etiler Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sic No: 278166
Mersis : 0386004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 35		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2061-2067)							
BİYOGAZ TESİSİ		Birim	2061P	2062P	2063P	2064P	2065P	2066P	2067P
Satışların Maliyeti*		USD	5.293.360	5.408.490	5.526.125	5.646.318	5.769.125	5.894.604	6.022.812
Hammadde giderleri		USD	1.936.506	1.978.625	2.021.660	2.065.631	2.110.558	2.156.463	2.203.366
Tonaj		Ton/Yıl	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864	574.864
Yıllık Değişim		%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tonaj Başına Elektrik Üretim		Ton/KWh	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0
Birim Hammadde Fiyatı		USD/Ton	3,37	3,44	3,52	3,59	3,67	3,75	3,83
Yıllık Değişim		%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
EPIAŞ giderleri		USD	972.833	993.992	1.015.611	1.037.701	1.060.271	1.083.332	1.106.894
İletim ve Sistem Kullanım		USD/KWh	0,030	0,031	0,032	0,032	0,033	0,034	0,035
Bakım onarım giderleri		USD	325.023	332.093	339.316	346.696	354.237	361.941	369.813
Kurulu Güç		DC MWp	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680
Kurulu Güç Başına Gider		USD/MWp	66.767	68.220	69.703	71.219	72.768	74.351	75.968
Nominal Birim Maliyet		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Sigorta giderleri		USD	234.446	239.545	244.755	250.078	255.518	261.075	266.753
Kurulu Güç		DC MWp	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680
Kurtulu Güç Başına Gider		USD/MWp	48.161	49.208	50.278	51.372	52.489	53.631	54.797
Nominal Birim Maliyet		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Elektrik giderleri		USD	811.372	829.019	847.050	865.474	884.298	903.531	923.183
Elektrik Üretimi		MWh/Yıl	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937	31.937
Birim Elektrik Gideri		USD/MWh	25,4	26,0	26,5	27,1	27,7	28,3	28,9
Yıllık Değişim		%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Personel giderleri		USD	525.596	537.028	548.708	560.642	572.836	585.295	598.026
Personel Sayısı		(#)	29	29	29	29	29	29	29
Personel Başına Ort. Ücret		USD/Yıl	18.124	18.518	18.921	19.332	19.753	20.183	20.622
Nominal Birim Maliyet		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Diğer Giderler		USD	487.584	498.189	509.025	520.096	531.408	542.966	554.776
Kurulu Güç		DC MWp	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680
Kurulu Güç Başına Gider		USD/MWp	100.161	102.340	104.565	106.840	109.164	111.538	113.964
Nominal Birim Maliyet		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman		USD	0	0	0	0	0	0	0
Elektrik Satış Gelirine Oran		%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kalan Faydalı Ömür		Yıl							
İşletme Giderleri*		USD	3.229.205	3.299.440	3.371.203	3.444.526	3.519.445	3.595.993	3.674.205
Kurulu Güç		DC MWp	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680	4.8680
Kurulu Güç Başına Gider		USD/MWp	663.353	677.781	692.523	707.585	722.975	738.700	754.767
Yıllık Değişim		%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman		USD	0	0	0	0	0	0	0
Elektrik Satış Gelirine Oran		%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları
*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç

P: Projeksiyon

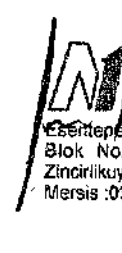
 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Eseniye Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:19 Şişli
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 2 Tic.Sic.No:270189
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 36		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2024 – 2031)							
HİBRİT GES TESİSİ	Birim	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Satışların Maliyeti*	USD	--	--	--	62.625	62.988	63.403	63.918	65.047
Elektrik Satış Gelirine Oranı	%	--	--	--	6,8%	6,9%	14,2%	14,4%	14,7%
EPIAŞ giderleri	USD	--	--	--	62.625	62.988	63.403	63.918	65.047
-İletim Sistem Kullanım	USD	--	--	--	59.643	59.989	60.384	60.874	61.949
İletim ve Sistem Kullanım	USD/KWh	--	--	--	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
İletim ve Sistem Kullanım	TL/KWh	--	--	--	0,48	0,56	0,64	0,71	0,79
Enflasyon-Yıllık	%	--	--	--	19,4%	16,2%	13,5%	11,3%	11,3%
USD/TL (Ortalama)	TL	--	--	--	56,08	64,54	72,51	79,75	86,88
-EPIAŞ Diğer Giderler	Sistem K.%si	--	--	--	2.982	2.999	3.019	3.044	3.097
Diğer Giderler	Sistem K. %si	--	--	--	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
-YEK Fonu Destekleme Payı	USD	--	--	--	-	-	-	-	-
Fonu Katkı Payı Oranı	%	--	--	--	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Amortisman ve itfa giderleri	USD	--	--	--	176.388	164.629	152.870	141.111	129.351
Elektrik Satış Gelirine Oranı	%	--	--	--	19,2%	18,0%	34,3%	31,8%	29,3%
İşletme Giderleri*	USD	--	--	--	76.911	79.302	81.792	84.374	87.054
Elektrik Satış Gelirine Oranı	%	--	--	--	8,4%	8,7%	18,4%	19,0%	19,7%
Kurulu Güç Başına Gider	\$/DC MWp	--	--	--	16.023	16.521	17.040	17.578	18.136
Bakım onarım giderleri	USD	--	--	--	10.340	10.564	10.794	11.029	11.269
Kurulu Güç	DC MWp	--	--	--	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000
Kurulu Güç Başına Gider	\$/DC MWp	--	--	--	2.154	2.201	2.249	2.298	2.348
Nominal Birim Maliyet	Yıllık %	--	--	--	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Sigorta giderleri	USD	--	--	--	20.681	21.129	21.589	22.058	22.538
Kurulu Güç	DC MWp	--	--	--	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000
Kurulu Güç Başına Gider	\$/DC MWp	--	--	--	4.309	4.402	4.498	4.596	4.695
Nominal Birim Maliyet	Yıllık %	--	--	--	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Personel giderleri	USD	--	--	--	23.658	24.895	26.201	27.574	29.018
Personel Sayısı	(#)	--	--	--	3	3	3	3	3
Personel Başına Ort. Ücret	USD/Yıl	--	--	--	7.886	8.298	8.734	9.191	9.673
Personel Başına Ort. Diğer	Ort Ücret %si	--	--	--	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Nominal Birim Maliyet	Yıllık %	--	--	--	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Genel Yönetim giderleri	USD	--	--	--	11.892	12.149	12.414	12.684	12.959
Kurulu Güç	DC MWp	--	--	--	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000
Kurulu Güç Başına Gider	\$/DC MWp	--	--	--	2.477	2.531	2.586	2.642	2.700
Nominal Birim Maliyet	Yıllık %	--	--	--	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Diğer Giderler	USD	--	--	--	10.340	10.564	10.794	11.029	11.269
Kurulu Güç	DC MWp	--	--	--	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000
Kurulu Güç Başına Gider	\$/DC MWp	--	--	--	2.154	2.201	2.249	2.298	2.348
Nominal Birim Maliyet	Yıllık %	--	--	--	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman ve itfa giderleri	USD	--	--	--	--	--	--	--	--

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç


 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Eserentepe Mah. Büyükdere Cad. Kat: 11
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270109
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 37		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2032 – 2039P)							
HİBRİT GES TESİSİ	Birim	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	2039P
Satışların Maliyeti*	USD	66.196	67.365	68.555	69.766	70.998	72.252	73.528	74.827
<i>Elektrik Satış Gelirine Oranı</i>	%	15,0%	15,4%	15,7%	16,0%	16,4%	16,7%	17,1%	17,5%
EPIAŞ giderleri	USD	66.196	67.365	68.555	69.766	70.998	72.252	73.528	74.827
-İletim Sistem Kullanım	USD	63.044	64.157	65.290	66.444	67.617	68.811	70.027	71.264
<i>İletim ve Sistem Kullanım</i>	<i>USD/KWh</i>	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
<i>İletim ve Sistem Kullanım</i>	<i>TL/KWh</i>	0,88	0,98	1,09	1,22	1,35	1,51	1,68	1,87
<i>Enflasyon-Yıllık</i>	%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
<i>USD/TL (Ortalama)</i>	<i>TL</i>	94,66	103,13	112,36	122,42	133,38	145,32	158,32	172,49
-EPIAŞ Diğer Giderler	Sistem K. %si	3.152	3.208	3.265	3.322	3.381	3.441	3.501	3.563
<i>Diğer Giderler</i>	<i>Sistem K. %si</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
-YEK Fonu Destekleme Payı	USD	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Fonu Katkı Payı Oranı</i>	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Amortisman ve itfa giderleri	USD	117.592	105.833	94.074	82.315	70.555	58.796	47.037	35.278
<i>Elektrik Satış Gelirine Oranı</i>	%	26,7%	24,1%	21,5%	18,9%	16,3%	13,6%	10,9%	8,2%
İşletme Giderleri*	USD	89.837	92.727	95.729	98.848	102.089	105.458	108.960	112.602
<i>Elektrik Satış Gelirine Oranı</i>	%	20,4%	21,1%	21,9%	22,7%	23,6%	24,4%	25,3%	26,3%
<i>Kurulu Güç Başına Gider</i>	<i>\$/DC MWp</i>	18.716	19.318	19.944	20.593	21.269	21.970	22.700	23.459
Bakım onarım giderleri	USD	11.514	11.765	12.021	12.282	12.549	12.822	13.101	13.386
<i>Kurulu Güç</i>	<i>DC MWp</i>	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000
<i>Kurulu Güç Başına Gider</i>	<i>\$/DC MWp</i>	2.399	2.451	2.504	2.559	2.614	2.671	2.729	2.789
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	<i>Yıllık %</i>	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Sigorta giderleri	USD	23.028	23.529	24.041	24.564	25.098	25.644	26.202	26.772
<i>Kurulu Güç</i>	<i>DC MWp</i>	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000
<i>Kurulu Güç Başına Gider</i>	<i>\$/DC MWp</i>	4.798	4.902	5.009	5.117	5.229	5.343	5.459	5.577
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	<i>Yıllık %</i>	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Personel giderleri	USD	30.539	32.139	33.824	35.596	37.461	39.424	41.490	43.665
<i>Personel Sayısı</i>	(#)	3	3	3	3	3	3	3	3
<i>Personel Başına Ort. Ücret</i>	<i>USD/Yıl</i>	10.180	10.713	11.275	11.865	12.487	13.141	13.830	14.555
<i>Personel Başına Ort. Diğer</i>	<i>Ort Ücret %si</i>	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	<i>Yıllık %</i>	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Genel Yönetim giderleri	USD	13.241	13.529	13.824	14.124	14.431	14.745	15.066	15.394
<i>Kurulu Güç</i>	<i>DC MWp</i>	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000
<i>Kurulu Güç Başına Gider</i>	<i>\$/DC MWp</i>	2.759	2.819	2.880	2.943	3.007	3.072	3.139	3.207
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	<i>Yıllık %</i>	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Diğer Giderler	USD	11.514	11.765	12.021	12.282	12.549	12.822	13.101	13.386
<i>Kurulu Güç</i>	<i>DC MWp</i>	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000
<i>Kurulu Güç Başına Gider</i>	<i>\$/DC MWp</i>	2.399	2.451	2.504	2.559	2.614	2.671	2.729	2.789
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	<i>Yıllık %</i>	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman ve itfa giderleri	USD	-	-	-	-	-	-	-	-

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç

P: Projeksiyon

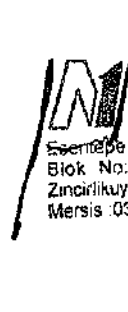


A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Lavent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli Kat:1 Kat:1
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270189
Mersis : 0388004352100015 / www.a1capital.com.tr

Tablo 38		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2040 – 2045)						
HİBRİT GES TESİSİ	Birim	2040P	2041P	2042P	2043P	2044P	2045P	
Satışların Maliyeti*	USD	76.149	77.494	78.862	80.255	81.673	83.115	
<i>Elektrik Satış Gelirine Oranı</i>	%	17,9%	18,2%	18,6%	19,0%	19,5%	19,9%	
EPIAŞ giderleri	USD	76.149	77.494	78.862	80.255	81.673	83.115	
-İletim Sistem Kullanım	USD	72.522	73.803	75.107	76.434	77.784	79.158	
<i>İletim ve Sistem Kullanım</i>	USD/KWh	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	
<i>İletim ve Sistem Kullanım</i>	TL/KWh	2,08	2,31	2,57	2,87	3,19	3,55	
<i>Enflasyon-Yıllık</i>	%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	
<i>USD/TL (Ortalama)</i>	TL	187,93	204,75	223,08	243,04	264,80	288,50	
-EPIAŞ Diğer Giderler	Sistem K. %si	3.626	3.690	3.755	3.822	3.889	3.958	
<i>Diğer Giderler</i>	Sistem K. %si	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
-YEK Fonu Destekleme Payı	USD	-	-	-	-	-	-	
<i>Fonu Katkı Payı Oranı</i>	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Amortisman ve itfa giderleri	USD	23.518	11.759	0	0	0	0	
<i>Elektrik Satış Gelirine Oranı</i>	%	5,5%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
İşletme Giderleri*	USD	116.389	120.329	124.429	128.695	133.136	137.760	
<i>Elektrik Satış Gelirine Oranı</i>	%	27,3%	28,3%	29,4%	30,5%	31,7%	33,0%	
<i>Kurulu Güç Başına Gider</i>	\$/DC MWp	24.248	25.069	25.923	26.811	27.737	28.700	
Bakım onarım giderleri	USD	13.677	13.974	14.278	14.589	14.906	15.230	
<i>Kurulu Güç</i>	DC MWp	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	
<i>Kurulu Güç Başına Gider</i>	\$/DC MWp	2.849	2.911	2.975	3.039	3.105	3.173	
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Sigorta giderleri	USD	27.354	27.949	28.557	29.178	29.813	30.461	
<i>Kurulu Güç</i>	DC MWp	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	
<i>Kurulu Güç Başına Gider</i>	\$/DC MWp	5.699	5.823	5.949	6.079	6.211	6.346	
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Personel giderleri	USD	45.953	48.361	50.895	53.562	56.369	59.323	
<i>Personel Sayısı</i>	(#)	3	3	3	3	3	3	
<i>Personel Başına Ort. Ücret</i>	USD/Yıl	15.318	16.120	16.965	17.854	18.790	19.774	
<i>Personel Başına Ort. Diğer</i>	Ort Ücret %si	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Genel Yönetim giderleri	USD	15.729	16.071	16.420	16.777	17.142	17.515	
<i>Kurulu Güç</i>	DC MWp	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	
<i>Kurulu Güç Başına Gider</i>	\$/DC MWp	3.277	3.348	3.421	3.495	3.571	3.649	
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Diğer Giderler	USD	13.677	13.974	14.278	14.589	14.906	15.230	
<i>Kurulu Güç</i>	DC MWp	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	
<i>Kurulu Güç Başına Gider</i>	\$/DC MWp	2.849	2.911	2.975	3.039	3.105	3.173	
<i>Nominal Birim Maliyet</i>	Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Amortisman ve itfa giderleri	USD	-	-	-	-	-	-	

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları
 *: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç

P: Projeksiyon

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 272 697
 Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 39		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2046 – 2051)						
HİBRİT GES TESİSİ		Birim	2046P	2047P	2048P	2049P	2050P	2051P
Satışların Maliyeti*		USD	84.584	86.078	87.598	89.145	90.720	92.322
<i>Elektrik Satış Gelirine Oranı</i>		%	20,3%	20,8%	21,2%	21,7%	22,1%	22,6%
EPIAŞ giderleri		USD	84.584	86.078	87.598	89.145	90.720	92.322
-İletim Sistem Kullanım		USD	80.556	81.979	83.427	84.900	86.400	87.926
<i>İletim ve Sistem Kullanım</i>		USD/KWh	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
<i>İletim ve Sistem Kullanım</i>		TL/KWh	3,95	4,40	4,90	5,45	6,07	6,76
<i>Enflasyon-Yıllık</i>		%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
<i>USD/TL (Ortalama)</i>		TL	314,32	342,45	373,10	406,49	442,88	482,52
-EPIAŞ Diğer Giderler		Sistem K. %si	4.028	4.099	4.171	4.245	4.320	4.396
<i>Diğer Giderler</i>		Sistem K. %si	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
-YEK Fonu Destekleme Payı		USD	-	-	-	-	-	-
<i>Fonu Kağıdı Payı Oranı</i>		%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Amortisman ve itfa giderleri		USD	0	0	0	0	0	0
<i>Elektrik Satış Gelirine Oranı</i>		%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
İşletme Giderleri*		USD	142.574	147.589	152.813	158.256	163.929	169.842
<i>Elektrik Satış Gelirine Oranı</i>		%	34,2%	35,6%	37,0%	38,5%	40,0%	41,6%
<i>Kurulu Güç Başına Gider</i>		\$/DC MWp	29.703	30.748	31.836	32.970	34.152	35.384
Bakım onarım giderleri		USD	15.562	15.900	16.246	16.599	16.960	17.329
<i>Kurulu Güç</i>		DC MWp	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000
<i>Kurulu Güç Başına Gider</i>		\$/DC MWp	3.242	3.313	3.385	3.458	3.533	3.610
<i>Nominal Birim Maliyet</i>		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Sigorta giderleri		USD	31.124	31.800	32.492	33.199	33.921	34.659
<i>Kurulu Güç</i>		DC MWp	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000
<i>Kurulu Güç Başına Gider</i>		\$/DC MWp	6.484	6.625	6.769	6.916	7.067	7.221
<i>Nominal Birim Maliyet</i>		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Personel giderleri		USD	62.431	65.703	69.146	72.769	76.583	80.596
<i>Personel Sayısı</i>		(#)	3	3	3	3	3	3
<i>Personel Başına Ort. Ücret</i>		USD/Yıl	20.810	21.901	23.049	24.256	25.528	26.865
<i>Personel Başına Ort. Diğer</i>		Ort Ücret %si	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<i>Nominal Birim Maliyet</i>		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Genel Yönetim giderleri		USD	17.896	18.285	18.683	19.089	19.505	19.929
<i>Kurulu Güç</i>		DC MWp	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000
<i>Kurulu Güç Başına Gider</i>		\$/DC MWp	3.728	3.809	3.892	3.977	4.063	4.152
<i>Nominal Birim Maliyet</i>		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Diğer Giderler		USD	15.562	15.900	16.246	16.599	16.960	17.329
<i>Kurulu Güç</i>		DC MWp	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000	4.8000
<i>Kurulu Güç Başına Gider</i>		\$/DC MWp	3.242	3.313	3.385	3.458	3.533	3.610
<i>Nominal Birim Maliyet</i>		Yıllık %	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman ve itfa giderleri		USD	-	-	-	-	-	-

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç

AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D. : 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 277042
 Mersis : 0388004352100015 www.aicapital.com.tr

Tablo 40		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2023 – 2030)								
KATI GÜBRE TESİSİ		Birim	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Satışların Maliyeti*		USD	2.906.803	842.412	1.574.497	2.040.080	3.211.897	4.429.247	5.112.056	5.223.243
Hammadde Gideri		USD	2.488.902	606.538	1.049.930	1.453.228	2.479.473	3.546.450	4.141.322	4.231.396
	Tonaj	Ton/Yıl	8.802	1.976	3.325	4.500	7.500	10.500	12.000	12.000
	Birim Tonaj	Ton/Üretim		1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
	Birim Fiyat	USD/Ton	283	307	316	323	331	338	345	353
	Yıllık Değişim	%		8,5%	2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%
Ambalaj Gideri		USD	95.599	42.296	73.215	101.339	172.903	247.307	288.789	295.070
	Çuval Kapasitesi	Kg	50	50	50	50	50	50	50	50
	Çuval Adedi	#	176.035	76.902	129.390	175.114	291.857	408.600	466.971	466.971
	Çuval Birim Fiyatı	USD/Adet	0,54	0,55	0,57	0,58	0,59	0,61	0,62	0,63
	Yıllık Değişim	%		1,3%	2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%
Doğalgaz Gideri		USD	63.077	30.978	53.248	73.701	125.747	179.859	210.028	214.597
	Doğalgaz Tüketimi	m ³ /Yıl	88.640	38.723	64.695	87.557	145.928	204.300	233.486	233.486
	Birim Doğalgaz Tüketimi	m ³ /Ton Üretim	10,07	10,07	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
	Birim Doğalgaz Fiyatı	USD/ m ³	0,71	0,80	0,82	0,84	0,86	0,88	0,90	0,92
Bakım Gideri		USD	7.616	16.000	16.461	16.835	17.234	17.607	17.991	18.382
	Yıllık Değişim	%		110,1%	2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%
	Satışlara Oranı	%		1,01%	0,47%	0,35%	0,22%	0,16%	0,14%	0,14%
Personel Gideri		USD	227.344	130.575	359.082	367.236	375.944	384.087	392.448	400.984
	Personel Sayısı	(#)	15	8	20	20	20	20	20	20
	Personel Başına Ort. Ücret	USD/Yıl	7.000	7.350	8.085	8.269	8.465	8.648	8.836	9.028
	Personel Başına Ort. Diğer	USD/Yıl	182	200	220	225	231	236	241	246
İşletme, Sigorta, Genel Gider		USD	7.974	8.772	9.649	9.868	10.102	10.321	10.545	10.775
	Satışlara Oranı	%		8,2%	8,3%	10,2%	7,7%	4,7%	3,5%	3,1%
Elektrik Gideri		USD	16.291	7.252	12.913	17.872	30.494	43.616	50.932	52.040
	Birim Elektrik Kullanımı	kWh/Ton	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98
	Elektrik Birim Fiyatı	\$/l Ton Üretim	1,85	1,89	2,00	2,04	2,09	2,13	2,18	2,23
Amortisman ve İtfa Giderleri		USD	207.695	69.753	65.102	60.452	55.802	51.152	46.502	41.852
	Satış Gelirine Oranı	%		7,5%	4,4%	1,8%	1,3%	0,7%	0,5%	0,4%
	Kalan Faydalı Ömür	Yıl		15						
İşletme Giderleri*		USD	26.281	158.994	347.363	470.115	783.525	1.096.935	1.253.639	1.253.639
Genel Yönetim Giderleri		USD	26.281	158.994	347.363	470.115	783.525	1.096.935	1.253.639	1.253.639
	Gübre Üretimi	Ton/Yıl	8.802	3.845	6.469	8.756	14.593	20.430	23.349	23.349
	Tonaj Başına Gider	\$/l Ton Üretim	3,0	41,3	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7
Amortisman ve İtfa Giderleri		USD	2.266	33.139	2.267	2.105	1.943	1.781	1.619	1.457
	Satış Gelirine Oranı	%		0,08%	2,09%	0,06%	0,04%	0,02%	0,02%	0,01%

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç

AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 270900
 Mersis : 0388004362100015 www.aicapital.com.tr

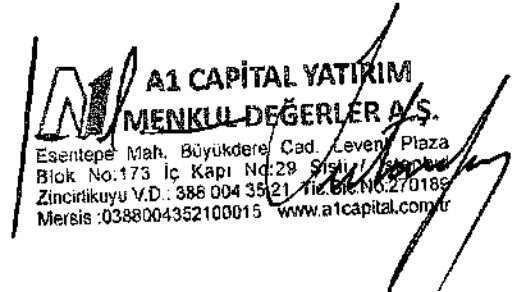


Tablo 41		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2031 – 2038)								
KATI GÜBRE TESİSİ		Birim	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P
Satışların Maliyeti*		USD	5.336.848	5.452.925	5.571.526	5.692.707	5.816.523	5.943.032	6.072.293	6.204.366
Hammadde Gideri		USD	4.323.428	4.417.463	4.513.543	4.611.712	4.712.017	4.814.504	4.919.219	5.026.212
	Tonaj	Ton/Yıl	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000
	Birim Tonaj	Ton/Üretim	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
	Birim Fiyat	USD/Ton	360	368	376	384	393	401	410	419
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Ambalaj Gideri		USD	301.488	308.046	314.746	321.591	328.586	335.733	343.035	350.496
	Çuval Kapasitesi	Kg	50	50	50	50	50	50	50	50
	Çuval Adedi	#	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971
	Çuval Birim Fiyatı	USD/Adet)	0,65	0,66	0,67	0,69	0,70	0,72	0,73	0,75
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Doğalgaz Gideri		USD	219.264	224.033	228.906	233.884	238.971	244.169	249.480	254.906
	Doğalgaz Tüketimi	m ³ /Yıl	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486
	Birim Doğalgaz Tüketimi	m ³ /Ton Üretim	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
	Birim Doğalgaz Fiyatı	USD/ m ³	0,94	0,96	0,98	1,00	1,02	1,05	1,07	1,09
Bakım Gideri		USD	18.782	19.190	19.608	20.034	20.470	20.915	21.370	21.835
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
	Satışlara Oranı	%	0,15%	0,15%	0,15%	0,16%	0,16%	0,16%	0,17%	0,17%
Personel Gideri		USD	409.705	418.616	427.721	437.024	446.529	456.241	466.165	476.304
	Personel Sayısı	(#)	20	20	20	20	20	20	20	20
	Personel Başına Ort. Ücret	USD/Yıl	9.225	9.425	9.630	9.840	10.054	10.273	10.496	10.724
	Personel Başına Ort. Diğer	USD/Yıl	251	257	262	268	274	280	286	292
İşletme, Sigorta, Genel Gider		USD	11.009	11.249	11.493	11.743	11.999	12.260	12.526	12.799
	Satışlara Oranı	%	3,2%	3,3%	3,4%	3,4%	3,5%	3,6%	3,7%	3,7%
Blektrik Gideri		USD	53.172	54.328	55.510	56.717	57.951	59.211	60.499	61.815
	Birim Elektrik Kullanımı	kWh/Ton	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98
	Elektrik Birim Fiyatı	\$/1 Ton Üretim	2,28	2,33	2,38	2,43	2,48	2,54	2,59	2,65
Amortisman ve İtfa Giderleri		USD	37.201	32.551	27.901	23.251	18.601	13.951	9.300	4.650
	Satış Gelirine Oranı	%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
	Kalan Faydalı Ömür	Yıl								
İşletme Giderleri*		USD	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639
Genel Yönetim Giderleri		USD	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639
	Gübre Üretimi	Ton/Yıl	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349
	Tonaj Başına Gider	\$/1 Ton Üretim	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7
Amortisman ve İtfa Giderleri		USD	1.295	1.133	972	810	648	486	324	162
	Satış Gelirine Oranı	%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç




Tablo 42		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2039 – 2046)								
KATI GÜBRE TESİSİ		Birim	2039P	2040P	2041P	2042P	2043P	2044P	2045P	2046P
Satışların Maliyeti*		USD	6.339.311	6.477.191	6.618.070	6.762.013	6.909.086	7.059.359	7.212.900	7.369.781
Hammadde Gideri		USD	5.135.532	5.247.230	5.361.357	5.477.967	5.597.112	5.718.850	5.843.235	5.970.325
	Tonaj	Ton/Yıl	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000
	Birim Tonaj	Ton/Üretim	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
	Birim Fiyat	USD/Ton	428	437	447	456	466	477	487	498
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Ambalaj Gideri		USD	358.119	365.908	373.867	381.998	390.307	398.796	407.470	416.332
	Çuval Kapasitesi	Kg	50	50	50	50	50	50	50	50
	Çuval Adedi	#	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971
	Çuval Birim Fiyatı	USD/Adet)	0,77	0,78	0,80	0,82	0,84	0,85	0,87	0,89
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Doğalgaz Gideri		USD	260.450	266.115	271.903	277.817	283.859	290.033	296.342	302.787
	Doğalgaz Tüketimi	m ³ /Yıl	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486
	Birim Doğalgaz Tüketimi	m ³ /Ton Üretim	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
	Birim Doğalgaz Fiyatı	USD/ m ³	1,12	1,14	1,16	1,19	1,22	1,24	1,27	1,30
Bakım Gideri		USD	22.310	22.795	23.291	23.797	24.315	24.844	25.384	25.936
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
	Satışlara Oranı	%	0,18%	0,18%	0,18%	0,19%	0,19%	0,20%	0,20%	0,20%
Personel Gideri		USD	486.663	497.248	508.063	519.114	530.405	541.941	553.728	565.772
	Personel Sayısı	(#)	20	20	20	20	20	20	20	20
	Personel Başına Ort. Ücret	USD/Yıl	10.958	11.196	11.439	11.688	11.942	12.202	12.468	12.739
	Personel Başına Ort. Diğer	USD/Yıl	299	305	312	318	325	332	340	347
İşletme, Sigorta, Genel Gider		USD	13.077	13.361	13.652	13.949	14.252	14.562	14.879	15.203
	Satışlara Oranı	%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%	4,4%	4,5%
Elektrik Gideri		USD	63.159	64.533	65.936	67.371	68.836	70.333	71.863	73.426
	Birim Elektrik Kullanımı	kWh/Ton	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98
	Elektrik Birim Fiyatı	\$/1 Ton Üretim	2,71	2,76	2,82	2,89	2,95	3,01	3,08	3,14
Amortisman ve İtfa Giderleri		USD	0	0	0	0	0	0	0	0
	Satış Gelirine Oranı	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Kalan Faydalı Ömür	Yıl								
İşletme Giderleri*		USD	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639
Genel Yönetim Giderleri		USD	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639
	Gübre Üretimi	Ton/Yıl	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349
	Tonaj Başına Gider	\$/1 Ton Üretim	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7
Amortisman ve İtfa Giderleri		USD	0	0	0	0	0	0	0	0
	Satış Gelirine Oranı	%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç




A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esenlepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli/Beşiktaş/İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270165
Mersis:0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 43		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2047 – 2054)								
KATI GÜBRE TESİSİ		Birim	2047P	2048P	2049P	2050P	2051P	2052P	2053P	2054P
Satışların Maliyeti*		USD	7.530.073	7.693.852	7.861.194	8.032.175	8.206.875	8.385.374	8.567.756	8.754.105
Hammadde Gideri		USD	6.100.180	6.232.858	6.368.423	6.506.936	6.648.462	6.793.066	6.940.815	7.091.778
	Tonaj	Ton/Yıl	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000
	Birim Tonaj	Ton/Üretim	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
	Birim Fiyat	USD/Ton	508	519	531	542	554	566	578	591
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Ambalaj Gideri		USD	425.387	434.640	444.093	453.752	463.621	473.705	484.008	494.535
	Çıval Kapasitesi	Kg	50	50	50	50	50	50	50	50
	Çıval Adedi	#	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971
	Çıval Birim Fiyatı	USD/Adet	0,91	0,93	0,95	0,97	0,99	1,01	1,04	1,06
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Doğalgaz Gideri		USD	309.373	316.101	322.977	330.001	337.179	344.513	352.006	359.662
	Doğalgaz Tüketimi	m ³ /Yıl	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486
	Birim Doğalgaz Tüketimi	m ³ /Ton Üretim	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
	Birim Doğalgaz Fiyatı	USD/ m ³	1,33	1,35	1,38	1,41	1,44	1,48	1,51	1,54
Bakım Gideri		USD	26.500	27.077	27.666	28.267	28.882	29.510	30.152	30.808
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
	Satışlara Oranı	%	0,21%	0,21%	0,22%	0,22%	0,23%	0,23%	0,24%	0,24%
Personel Gideri		USD	578.077	590.650	603.497	616.623	630.035	643.738	657.739	672.045
	Personel Sayısı	(#)	20	20	20	20	20	20	20	20
	Personel Başına Ort. Ücret	USD/Yıl	13.016	13.299	13.588	13.884	14.186	14.494	14.810	15.132
	Personel Başına Ort. Diğer	USD/Yıl	355	362	370	378	387	395	404	412
İşletme, Sigorta, Genel Gider		USD	15.533	15.871	16.216	16.569	16.929	17.298	17.674	18.058
	Satışlara Oranı	%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%
Elektrik Gideri		USD	75.023	76.655	78.322	80.025	81.766	83.544	85.361	87.218
	Birim Elektrik Kullanımı	kWh/Ton	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98
	Elektrik Birim Fiyatı	\$/1 Ton Üretim	3,21	3,28	3,35	3,43	3,50	3,58	3,66	3,74
Amortisman ve İtfa Giderleri		USD	0	0	0	0	0	0	0	0
	Satış Gelirine Oranı	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Kalan Faydalı Ömür	Yıl								
İşletme Giderleri*		USD	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639
Genel Yönetim Giderleri		USD	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639
	Gübre Üretimi	Ton/Yıl	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349
	Tonaj Başına Gider	\$/1 Ton Üretim	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7
Amortisman ve İtfa Giderleri		USD	0	0	0	0	0	0	0	0
	Satış Gelirine Oranı	%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P : Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç




**AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
E-Sentepe Mah. Büyükdere/Çad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli/İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270196
Mersis :0388004352100015 www.aicapital.com.tr

Tablo 44		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2055 – 2062)								
KATI GÜBRE TESİSİ		Birim	2055P	2056P	2057P	2058P	2059P	2060P	2061P	2062P
Satışların Maliyeti*		USD	8.944.506	9.139.049	9.337.824	9.540.921	9.748.436	9.960.465	10.177.105	10.398.457
Hammadde Gideri		USD	7.246.024	7.403.625	7.564.654	7.729.185	7.897.295	8.069.061	8.244.563	8.423.883
	Tonaj	Ton/Yıl	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000
	Birim Tonaj	Ton/Üretim	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
	Birim Fiyat	USD/Ton	604	617	630	644	658	672	687	702
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Ambalaj Gideri		USD	505.291	516.281	527.510	538.984	550.707	562.685	574.923	587.428
	Çuval Kapasitesi	Kg	50	50	50	50	50	50	50	50
	Çuval Adedi	#	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971	466.971
	Çuval Birim Fiyatı	USD/Adet)	1,08	1,11	1,13	1,15	1,18	1,20	1,23	1,26
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Doğalgaz Gideri		USD	367.484	375.477	383.644	391.988	400.514	409.225	418.126	427.220
	Doğalgaz Tüketimi	m ³ /Yıl	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486	233.486
	Birim Doğalgaz Tüketimi	m ³ /Ton Üretim	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
	Birim Doğalgaz Fiyatı	USD/ m ³	1,57	1,61	1,64	1,68	1,72	1,75	1,79	1,83
Bakım Gideri		USD	31.478	32.163	32.862	33.577	34.307	35.054	35.816	36.595
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
	Satışlara Oranı	%	0,25%	0,25%	0,26%	0,26%	0,27%	0,28%	0,28%	0,29%
Personel Gideri		USD	686.662	701.597	716.857	732.448	748.379	764.656	781.288	798.281
	Personel Sayısı	(#)	20	20	20	20	20	20	20	20
	Personel Başına Ort. Ücret	USD/Yıl	15.461	15.797	16.141	16.492	16.850	17.217	17.591	17.974
	Personel Başına Ort. Diğer	USD/Yıl	421	430	440	449	459	469	479	490
İşletme, Sigorta, Genel Gider		USD	18.451	18.852	19.262	19.681	20.109	20.547	20.994	21.450
	Satışlara Oranı	%	5,4%	5,5%	5,6%	5,8%	5,9%	6,0%	6,2%	6,3%
Elektrik Gideri		USD	89.115	91.053	93.034	95.057	97.125	99.237	101.396	103.601
	Birim Elektrik Kullanımı	kWh/Ton	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98
	Elektrik Birim Fiyatı	\$/l Ton Üretim	3,82	3,90	3,98	4,07	4,16	4,25	4,34	4,44
Amortisman ve İtfa Giderleri		USD	0	0	0	0	0	0	0	0
	Satış Gelirine Oranı	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Kalan Faydalı Ömür	Yıl								
İşletme Giderleri*		USD	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639
Genel Yönetim Giderleri		USD	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639
	Gübre Üretimi	Ton/Yıl	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349	23.349
	Tonaj Başına Gider	\$/l Ton Üretim	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7
Amortisman ve İtfa Giderleri		USD	0	0	0	0	0	0	0	0
	Satış Gelirine Oranı	%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Kaynak : Şirket, Bağımsız Deneği Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç



AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sicil No: 270156
Mersis : 0388004352100013 www.aicapital.com.tr

Tablo 45 Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2063 – 2067)						
KATI GÜBRE TESİSİ	Birim	2063P	2064P	2065P	2066P	2067P
Satışların Maliyeti*	USD	10.624.624	10.855.709	11.091.821	11.333.068	11.579.562
Hammadde Gideri	USD	8.607.102	8.794.307	8.985.583	9.181.019	9.380.706
	<i>Tonaj</i>	<i>Ton/Yıl</i>	<i>12.000</i>	<i>12.000</i>	<i>12.000</i>	<i>12.000</i>
	<i>Birim Tonaj</i>	<i>Ton/Üretim</i>	<i>1,9</i>	<i>1,9</i>	<i>1,9</i>	<i>1,9</i>
	<i>Birim Fiyat</i>	<i>USD/Ton</i>	<i>717</i>	<i>733</i>	<i>749</i>	<i>765</i>
	<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>
Ambalaj Gideri	USD	600.204	613.259	626.597	640.225	654.150
	<i>Çuval Kapasitesi</i>	<i>Kg</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>50</i>
	<i>Çuval Adedi</i>	<i>#</i>	<i>466.971</i>	<i>466.971</i>	<i>466.971</i>	<i>466.971</i>
	<i>Çuval Birim Fiyatı</i>	<i>USD/Adet</i>	<i>1,29</i>	<i>1,31</i>	<i>1,34</i>	<i>1,37</i>
	<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>
Doğalgaz Gideri	USD	436.512	446.006	455.707	465.618	475.746
	<i>Doğalgaz Tüketimi</i>	<i>m³/Yıl</i>	<i>233.486</i>	<i>233.486</i>	<i>233.486</i>	<i>233.486</i>
	<i>Birim Doğalgaz Tüketimi</i>	<i>m³/Ton Üretim</i>	<i>10,00</i>	<i>10,00</i>	<i>10,00</i>	<i>10,00</i>
	<i>Birim Doğalgaz Fiyatı</i>	<i>USD/ m³</i>	<i>1,87</i>	<i>1,91</i>	<i>1,95</i>	<i>1,99</i>
Bakım Gideri	USD	37.391	38.204	39.035	39.884	40.752
	<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>
	<i>Satışlara Oran</i>	<i>%</i>	<i>0,29%</i>	<i>0,30%</i>	<i>0,31%</i>	<i>0,32%</i>
Personel Gideri	USD	815.643	833.383	851.510	870.030	888.953
	<i>Personel Sayısı</i>	<i>(#)</i>	<i>20</i>	<i>20</i>	<i>20</i>	<i>20</i>
	<i>Personel Başına Ort. Ücret</i>	<i>USD/Yıl</i>	<i>18.365</i>	<i>18.764</i>	<i>19.172</i>	<i>19.589</i>
	<i>Personel Başına Ort. Diğer</i>	<i>USD/Yıl</i>	<i>500</i>	<i>511</i>	<i>522</i>	<i>534</i>
İşletme, Sigorta, Genel Gider	USD	21.917	22.394	22.881	23.378	23.887
	<i>Satışlara Oran</i>	<i>%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,0%</i>
Elektrik Gideri	USD	105.854	108.157	110.509	112.912	115.368
	<i>Birim Elektrik Kullanımı</i>	<i>kWh/Ton</i>	<i>12,98</i>	<i>12,98</i>	<i>12,98</i>	<i>12,98</i>
	<i>Elektrik Birim Fiyatı</i>	<i>\$/1 Ton Üretim</i>	<i>4,53</i>	<i>4,63</i>	<i>4,73</i>	<i>4,84</i>
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	0	0	0	0	0
	<i>Satış Gelirine Oran</i>	<i>%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
	<i>Kalan Faydalı Ömür</i>	<i>Yıl</i>				
İşletme Giderleri*	USD	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639
Genel Yönetim Giderleri	USD	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639
	<i>Gübre Üretimi</i>	<i>Ton/Yıl</i>	<i>23.349</i>	<i>23.349</i>	<i>23.349</i>	<i>23.349</i>
	<i>Tonaj Başına Gider</i>	<i>\$/1 Ton Üretim</i>	<i>53,7</i>	<i>53,7</i>	<i>53,7</i>	<i>53,7</i>
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	0	0	0	0	0
	<i>Satış Gelirine Oranı</i>	<i>%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç


AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Etiler/Beşiktaş/İstanbul
 Etiler Mah. Büyükdere Cad. Levant Plaza
 Kat: No: 5/5. Kat No: 29/29 Katlı Menkul
 Değerler A.Ş. Sicil No: 279168
 Tic. Sicil No: 279168
 Mersis :0398004352100015 www.aicapital.com.tr

Tablo 46		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2024 – 2031)								
AMBALAJLI SIVI GÜBRE	Birim	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	
Satışların Maliyeti*	USD	66.014	31.737	1.555.230	2.017.713	2.894.728	3.547.927	3.986.063	4.705.155	
Hammadde Gideri	USD	1.486	2.469	189.393	452.395	990.416	1.416.769	1.723.313	2.183.387	
Tonaj	Ton/Yıl	12	20	1.500	3.500	7.500	10.500	12.500	15.500	
Birim Tonaj	Ton/ Üretim	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
Birim Fiyat	USD/Ton	120	123	126	129	132	135	138	141	
Yıllık Değişim	%		2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Ambalaj Gideri	USD	505	190	1.167.925	1.195.616	1.221.513	1.248.106	1.275.252	1.302.989	
Ambalaj Adedi	#	273	100	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	
Ambalaj Birim Fiyatı	USD/Adet)	1,85	1,90	1,95	1,99	2,04	2,08	2,13	2,17	
Yıllık Değişim	%		2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Bakım Gideri	USD	10.000	1.508	91.632	172.946	319.642	416.174	465.719	577.491	
Satışlara Oranı	%	23,59%	2,00%	1,80%	1,60%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	
Personel Gideri	USD	24.000	26.400	27.000	27.640	28.238	28.853	29.481	30.122	
Personel Sayısı	(#)	3	3	3	3	3	3	3	3	
Personel Başına Ort. Ücret	USD/Yıl	7.000	7.700	7.875	8.062	8.236	8.415	8.599	8.786	
Yıllık Değişim	%		10,0%	2,3%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Personel Başına Ort. Diğer	USD/Yıl	1.000	1.100	1.125	1.152	1.177	1.202	1.228	1.255	
Ortalama Ücretin %'si	%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	
İşletme, Sigorta, Genel Gider	USD	30.000	1.131	76.360	162.137	319.642	416.174	465.719	577.491	
Satışlara Oranı	%	70,77%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	
Elektrik Gideri	USD	23	38	2.921	6.978	15.276	21.852	26.580	33.676	
Birim Elektrik Kullanımı	kWh/Ton	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	
Elektrik Birim Fiyatı	\$/1 Ton Üretim	1,85	1,90	1,95	1,99	2,04	2,08	2,13	2,17	
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	13.419	12.524	11.630	10.735	9.841	8.946	8.051	7.157	
Satış Gelirine Oranı	%	31,7%	16,6%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Kalan Faydalı Ömür	Yıl	15								
İşletme Giderleri*	USD	15.500	206	15.783	37.700	82.535	118.064	143.609	181.949	
Genel Yönetim giderleri	USD	15.500	206	15.783	37.700	82.535	118.064	143.609	181.949	
Gübre Üretimi	Ton/Yıl	12	20	1.500	3.500	7.500	10.500	12.500	15.500	
Tonaj Başına Gider	\$/1 Ton Üretim	10,00	10,29	10,52	10,77	11,00	11,24	11,49	11,74	
Yıllık Değişim	%		2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	5.908	0	0	0	0	0	0	0	

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç


 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esenstepe Mah. Büyükdere / Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Sıfır Kat
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 T.C. Sicil No: 270189
Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 47 Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2032 – 2039)									
AMBALAJLI SIVI GÜBRE	Birim	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	2039P
Satışların Maliyeti*	USD	5.444.358	5.532.790	5.623.145	5.715.465	5.809.794	5.906.174	6.004.650	6.105.268
Hammadde Gideri	USD	2.662.657	2.720.570	2.779.743	2.840.202	2.901.976	2.965.094	3.029.585	3.095.479
Tonaj	Ton/Yıl	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500
Birim Tonaj	Ton/ Üretim	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Birim Fiyat	USD/Ton	144	147	150	154	157	160	164	167
Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Ambalaj Gideri	USD	1.331.329	1.360.285	1.389.871	1.420.101	1.450.988	1.482.547	1.514.793	1.547.739
Ambalaj Adedi	#	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000
Ambalaj Birim Fiyatı	USD/Adet)	2,22	2,27	2,32	2,37	2,42	2,47	2,52	2,58
Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Bakım Gideri	USD	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263
Satışlara Oranı	%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Personel Gideri	USD	30.777	31.446	32.130	32.829	33.543	34.273	35.018	35.780
Personel Sayısı	(#)	3	3	3	3	3	3	3	3
Personel Başına Ort. Ücret	USD/Yıl	8.977	9.172	9.371	9.575	9.783	9.996	10.214	10.436
Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Personel Başına Ort. Diğer	USD/Yıl	1.282	1.310	1.339	1.368	1.398	1.428	1.459	1.491
Ortalama Ücretin %'si	%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
İşletme, Sigorta, Genel Gider	USD	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263
Satışlara Oranı	%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Elektrik Gideri	USD	41.068	41.961	42.874	43.806	44.759	45.733	46.727	47.744
Birim Elektrik Kullanımı	kWh/Ton	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98
Elektrik Birim Fiyatı	\$/1 Ton Üretim	2,22	2,27	2,32	2,37	2,42	2,47	2,53	2,58
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	6.262	5.368	4.473	3.578	2.684	1.789	895	0
Satış Gelirine Oranı	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kalan Faydalı Ömür	Yıl								
İşletme Giderleri*	USD	221.888	226.714	231.645	236.684	241.831	247.091	252.465	257.957
Genel Yönetim giderleri	USD	221.888	226.714	231.645	236.684	241.831	247.091	252.465	257.957
Gübre Üretimi	Ton/Yıl	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500
Tonaj Başına Gider	\$/1 Ton Üretim	11,99	12,25	12,52	12,79	13,07	13,36	13,65	13,94
Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	0	0	0	0	0	0	0	0

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç



A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli Çarşı
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270189
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 48		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2040 – 2047)								
AMBALAJLI SIVI GÜBRE	Birim	2040P	2041P	2042P	2043P	2044P	2045P	2046P	2047P	
Satışların Maliyeti*	USD	6.208.075	6.313.118	6.420.445	6.530.107	6.642.154	6.756.637	6.873.611	6.993.129	
Hammadde Gideri	USD	3.162.805	3.231.596	3.301.884	3.373.700	3.447.078	3.522.051	3.598.656	3.676.927	
Tonaj	Ton/Yıl	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	
Birim Tonaj	Ton/ Üretim	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
Birim Fiyat	USD/Ton	171	175	178	182	186	190	195	199	
Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Ambalaj Gideri	USD	1.581.403	1.615.798	1.650.942	1.686.850	1.723.539	1.761.026	1.799.328	1.838.463	
Ambalaj Adedi	#	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	
Ambalaj Birim Fiyatı	USD/Adet)	2,64	2,69	2,75	2,81	2,87	2,94	3,00	3,06	
Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Bakım Gideri	USD	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	
Satışlara Oranı	%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	
Personel Gideri	USD	36.558	37.353	38.166	38.996	39.844	40.711	41.596	42.501	
Personel Sayısı	(#)	3	3	3	3	3	3	3	3	
Personel Başına Ort. Ücret	USD/Yıl	10.663	10.895	11.132	11.374	11.621	11.874	12.132	12.396	
Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Personel Başına Ort. Diğer	USD/Yıl	1.523	1.556	1.590	1.625	1.660	1.696	1.733	1.771	
Ortalama Ücretin %'si	%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	
İşletme, Sigorta, Genel Gider	USD	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	
Satışlara Oranı	%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	
Elektrik Gideri	USD	48.782	49.843	50.927	52.035	53.166	54.323	55.504	56.712	
Birim Elektrik Kullanımı	kWh/Ton	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	
Elektrik Birim Fiyatı	\$/1 Ton Üretim	2,64	2,69	2,75	2,81	2,87	2,94	3,00	3,07	
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	0	0	0	0	0	0	0	0	
Satış Gelirine Oranı	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Kalan Faydalı Ömür	Yıl									
İşletme Giderleri*	USD	263.567	269.300	275.157	281.142	287.256	293.504	299.888	306.411	
Genel Yönetim giderleri	USD	263.567	269.300	275.157	281.142	287.256	293.504	299.888	306.411	
Gübre Üretimi	Ton/Yıl	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	
Tonaj Başına Gider	\$/1 Ton Üretim	14,25	14,56	14,87	15,20	15,53	15,87	16,21	16,56	
Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	0	0	0	0	0	0	0	0	

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları
 *: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç

P: Projeksiyon

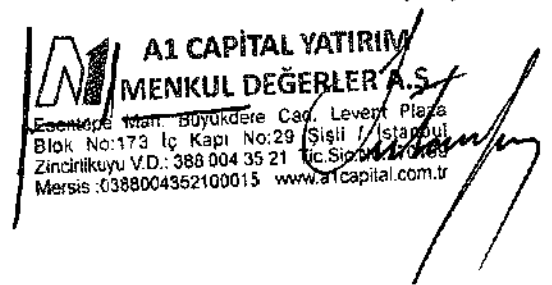
 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sic No: 272000
 Mersis : 0398004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 49		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2048 – 2055)							
AMBALAJLI SIVI GÜBRE	Birim	2048P	2049P	2050P	2051P	2052P	2053P	2054P	2055P
Satışların Maliyeti*	USD	7.115.247	7.240.021	7.367.508	7.497.769	7.630.862	7.766.850	7.905.796	8.047.765
Ham madde Gideri	USD	3.756.900	3.838.613	3.922.102	4.007.408	4.094.569	4.183.626	4.274.620	4.367.593
	Tonaj	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500
	Birim Tonaj	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	Birim Fiyat	203	207	212	217	221	226	231	236
	Yıllık Değişim	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Ambalaj Gideri	USD	1.878.450	1.919.306	1.961.051	2.003.704	2.047.285	2.091.813	2.137.310	2.183.797
	Ambalaj Adedi	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000
	Ambalaj Birim Fiyatı	3,13	3,20	3,27	3,34	3,41	3,49	3,56	3,64
	Yıllık Değişim	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Bakım Gideri	USD	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263
	Satışlara Oran	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Personel Gideri	USD	43.425	44.370	45.335	46.321	47.328	48.358	49.409	50.484
	Personel Sayısı	3	3	3	3	3	3	3	3
	Personel Başına Ort. Ücret	12.666	12.941	13.223	13.510	13.804	14.104	14.411	14.724
	Yıllık Değişim	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
	Personel Başına Ort. Diğer	1.809	1.849	1.889	1.930	1.972	2.015	2.059	2.103
	Ortalama Ücretin %'si	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
İşletme, Sigorta, Genel Gider	USD	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263
	Satışlara Oran	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Elektrik Gideri	USD	57.945	59.205	60.493	61.809	63.153	64.527	65.930	67.364
	Birim Elektrik Kullanımı	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98
	Elektrik Birim Fiyatı	3,13	3,20	3,27	3,34	3,41	3,49	3,56	3,64
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	0	0	0	0	0	0	0	0
	Satış Gelirine Oranı	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Kalan Faydalı Ömür	Yıl							
İşletme Giderleri*	USD	313.075	319.884	326.842	333.951	341.214	348.636	356.218	363.966
Genel Yönetim giderleri	USD	313.075	319.884	326.842	333.951	341.214	348.636	356.218	363.966
	Gübre Üretimi	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500
	Tonaj Başına Gider	16,92	17,29	17,67	18,05	18,44	18,85	19,26	19,67
	Yıllık Değişim	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	0	0	0	0	0	0	0	0

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç




AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No: 270969
 Mersis : 0388004352100015 www.aicapital.com.tr

Tablo 50		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2056 – 2063)							
AMBALAJLI SIVI GÜBRE	Birim	2056P	2057P	2058P	2059P	2060P	2061P	2062P	2063P
Satışların Maliyeti*	USD	8.192.820	8.341.031	8.492.466	8.647.194	8.805.287	8.966.820	9.131.865	9.300.500
Hammadde Gideri	USD	4.462.588	4.559.649	4.658.822	4.760.151	4.863.685	4.969.470	5.077.556	5.187.992
Tonaj	Ton/Yıl	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500
Birim Tonaj	Ton/ Üretim	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Birim Fiyat	USD/Ton	241	246	252	257	263	269	274	280
Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Ambalaj Gideri	USD	2.231.294	2.279.825	2.329.411	2.380.076	2.431.842	2.484.735	2.538.778	2.593.996
Ambalaj Adedi	#	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000
Ambalaj Birim Fiyatı	USD/Adet)	3,72	3,80	3,88	3,97	4,05	4,14	4,23	4,32
Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Bakım Gideri	USD	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263
Satışlara Oranı	%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Personel Gideri	USD	51.582	52.704	53.850	55.021	56.218	57.441	58.690	59.967
Personel Sayısı	(#)	3	3	3	3	3	3	3	3
Personel Başına Ort. Ücret	USD/Yıl	15.045	15.372	15.706	16.048	16.397	16.754	17.118	17.490
Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Personel Başına Ort. Diğer	USD/Yıl	2.149	2.196	2.244	2.293	2.342	2.393	2.445	2.499
Ortalama Ücretin %'si	%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
İşletme, Sigorta, Genel Gider	USD	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263	689.263
Satışlara Oranı	%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Elektrik Gideri	USD	68.829	70.326	71.856	73.419	75.016	76.647	78.314	80.018
Birim Elektrik Kullanımı	kWh/Ton	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98
Elektrik Birim Fiyatı	\$/1 Ton Üretim	3,72	3,80	3,88	3,97	4,05	4,14	4,23	4,33
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	0	0	0	0	0	0	0	0
Satış Gelirine Oranı	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kalan Faydalı Ömür	Yıl								
İşletme Giderleri*	USD	371.882	379.971	388.235	396.679	405.307	414.122	423.130	432.333
Genel Yönetim giderleri	USD	371.882	379.971	388.235	396.679	405.307	414.122	423.130	432.333
Gübre Üretimi	Ton/Yıl	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500	18.500
Tonaj Başına Gider	\$/1 Ton Üretim	20,10	20,54	20,99	21,44	21,91	22,38	22,87	23,37
Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	0	0	0	0	0	0	0	0

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç




A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esenişte Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli/Beşiktaş/İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270129
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 51 Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2064 – 2067)						
AMBALAJLI SIVI GÜBRE	Birim	2064P	2065P	2066P	2067P	
Satışların Maliyeti*	USD	9.472.803	9.648.853	9.828.733	10.012.525	
Hammadde Gideri	USD	5.300.831	5.416.124	5.533.925	5.654.288	
<i>Tonaj</i>	<i>Ton/Yıl</i>	18.500	18.500	18.500	18.500	
<i>Birim Tonaj</i>	<i>Ton/ Üretim</i>	1,00	1,00	1,00	1,00	
<i>Birim Fiyat</i>	<i>USD/Ton</i>	287	293	299	306	
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Ambalaj Gideri	USD	2.650.416	2.708.062	2.766.963	2.827.144	
<i>Ambalaj Adedi</i>	<i>#</i>	600.000	600.000	600.000	600.000	
<i>Ambalaj Birim Fiyatı</i>	<i>USD/Adet</i>	4,42	4,51	4,61	4,71	
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Bakım Gideri	USD	689.263	689.263	689.263	689.263	
<i>Satışlara Oranı</i>	<i>%</i>	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	
Personel Gideri	USD	61.271	62.604	63.965	65.357	
<i>Personel Sayısı</i>	<i>(#)</i>	3	3	3	3	
<i>Personel Başına Ort. Ücret</i>	<i>USD/Yıl</i>	17.871	18.259	18.657	19.062	
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
<i>Personel Başına Ort. Diğer</i>	<i>USD/Yıl</i>	2.553	2.608	2.665	2.723	
<i>Ortalama Ücretin %'si</i>	<i>%</i>	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	
İşletme, Sigorta, Genel Gider	USD	689.263	689.263	689.263	689.263	
<i>Satışlara Oranı</i>	<i>%</i>	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	
Elektrik Gideri	USD	81.758	83.536	85.353	87.210	
<i>Birim Elektrik Kullanımı</i>	<i>kWh/Ton</i>	12,98	12,98	12,98	12,98	
<i>Elektrik Birim Fiyatı</i>	<i>\$/1 Ton Üretim</i>	4,42	4,52	4,61	4,71	
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	0	0	0	0	
<i>Satış Gelirine Oranı</i>	<i>%</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
<i>Kalan Faydalı Ömür</i>	<i>Yıl</i>					
İşletme Giderleri*	USD	441.736	451.344	461.160	471.191	
Genel Yönetim giderleri	USD	441.736	451.344	461.160	471.191	
<i>Gübre Üretimi</i>	<i>Ton/Yıl</i>	18.500	18.500	18.500	18.500	
<i>Tonaj Başına Gider</i>	<i>\$/1 Ton Üretim</i>	23,88	24,40	24,93	25,47	
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	0	0	0	0	

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları
*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç

P: Projeksiyon

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sic. No:270188
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 52		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2024 – 2031)							
DÖKME SIVI GÜBRE	Birim	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Satışların Maliyeti*	USD	30.000	143.730	258.010	401.852	679.049	878.683	1.012.264	1.234.032
Hammadde Gideri	USD	--	300	46.022	109.931	240.668	344.270	418.760	530.556
	Tonaj		10	1.500	3.500	7.500	10.500	12.500	15.500
	Birim Tonaj		5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
	Birim Fiyat		30	31	31	32	33	34	34
	Yıllık Değişim		2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Ambalaj Gideri	USD	--	100.000	102.271	104.696	106.964	109.292	111.669	114.098
	Ambalaj Kapasitesi		1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
	Ambalaj Adedi		5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
	Ambalaj Birim Fiyatı		20	20	21	21	22	22	23
	Yıllık Değişim		2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Bakım Gideri	USD	--	178	24.057	51.081	100.703	131.115	148.285	183.873
	Satışlara Oranı		1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Personel Gideri	USD	--	42.951	43.926	44.968	45.942	46.942	47.963	49.006
	Personel Sayısı		5	5	5	5	5	5	5
	Personel Başına Ort. Ücret		7.000	7.700	7.875	8.062	8.236	8.415	8.599
	Yıllık Değişim		10,0%	2,3%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
	Personel Başına Ort. Diğer		890	910	932	952	973	994	1.016
	Ortalama Ücretin %'si		11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
İşletme, Sigorta Üretim Gideri	USD	30.000	238	32.076	68.108	134.270	174.820	197.713	245.164
	Satışlara Oranı		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Elektrik Gideri	USD	--	63	9.658	23.069	50.503	72.244	87.875	111.335
	Birim Elektrik Kullanımı		12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98
	Elektrik Birim Fiyatı		1,24	1,26	1,29	1,32	1,35	1,38	1,44
Amortisman ve itfa giderleri	USD	13.419	12.524	11.630	10.735	9.841	8.946	8.051	7.157
	Satış Gelirine Oranı		105,4%	0,7%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
	Kalan Faydalı Ömür		15						
İşletme Giderleri*	USD	--	103	15.783	37.700	82.535	118.064	143.609	181.949
Genel Yönetim Giderleri	USD	--	103	15.783	37.700	82.535	118.064	143.609	181.949
	Gübre Üretimi		50	7.500	17.500	37.500	52.500	62.500	77.500
	Tonaj Başına Gider		2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3
	Yıllık Değişim		2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	5.908	0	0	0	0	0	0	0

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç


AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sicil No: 271187
 Mersis : 0388004352100015 www.ai1capital.com.tr

		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2032 – 2039)							
DÖKME SIVI GÜBRE	Birim	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	2039P
Satışların Maliyeti*	USD	1.251.541	1.269.430	1.287.709	1.306.385	1.325.467	1.344.964	1.364.886	1.385.241
Ham madde Gideri	USD	542.096	553.886	565.933	578.242	590.819	603.669	616.799	630.215
	Tonaj	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500
	Birim Tonaj	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
	Birim Fiyat	35	36	37	37	38	39	40	41
	Yıllık Değişim	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Ambalaj Gideri	USD	116.580	119.115	121.706	124.353	127.058	129.821	132.645	135.530
	Ambalaj Kapasitesi	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
	Ambalaj Adedi	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
	Ambalaj Birim Fiyatı	23	24	24	25	25	26	27	27
	Yıllık Değişim	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Bakım Gideri	USD	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873
	Satışlara Oranı	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Personel Gideri	USD	50.072	51.161	52.274	53.411	54.572	55.759	56.972	58.211
	Personel Sayısı	5	5	5	5	5	5	5	5
	Personel Başına Ort. Ücret	8.977	9.172	9.371	9.575	9.783	9.996	10.214	10.436
	Yıllık Değişim	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
	Personel Başına Ort. Diğer	1.038	1.060	1.083	1.107	1.131	1.156	1.181	1.206
	Ortalama Ücretin %'si	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
İşletme, Sigorta Üretim Gideri	USD	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164
	Satışlara Oranı	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Elektrik Gideri	USD	113.757	116.231	118.759	121.342	123.981	126.678	129.433	132.248
	Birim Elektrik Kullanımı	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98
	Elektrik Birim Fiyatı	1,47	1,50	1,53	1,57	1,60	1,63	1,67	1,71
Amortisman ve İtfa giderleri	USD	6.262	5.368	4.473	3.578	2.684	1.789	895	0
	Satış Gelirine Oranı	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Kalan Faydalı Ömür	Yıl							
İşletme Giderleri*	USD	185.906	189.950	194.081	198.302	202.615	207.022	211.525	216.126
Genel Yönetim Giderleri	USD	185.906	189.950	194.081	198.302	202.615	207.022	211.525	216.126
	Gübre Üretimi	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500
	Tonaj Başına Gider	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8
	Yıllık Değişim	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	0	0	0	0	0	0	0	0

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç

 **AI CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esenler Mah. Büyükdere Cad. Lavyent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Beşiktaş / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 27 0189
Mersis : 0388004352100015 www.aicapital.com.tr

		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2040 – 2047)							
DÖKME SIVI GÜBRE	Birim	2040P	2041P	2042P	2043P	2044P	2045P	2046P	2047P
Satışların Maliyeti*	USD	1.406.038	1.427.288	1.449.000	1.471.184	1.493.851	1.517.010	1.540.674	1.564.852
Ham madde Gideri	USD	643.922	657.927	672.237	686.858	701.797	717.061	732.657	748.593
	Tonaj	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500
	Birim Tonaj	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
	Birim Fiyat	42	42	43	44	45	46	47	48
	Yıllık Değişim	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Ambalaj Gideri	USD	138.478	141.490	144.567	147.711	150.924	154.207	157.561	160.988
	Ambalaj Kapasitesi	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
	Ambalaj Adedi	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
	Ambalaj Birim Fiyatı	28	28	29	30	30	31	32	32
	Yıllık Değişim	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Bakım Gideri	USD	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873
	Satışlara Oranı	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Personel Gideri	USD	59.477	60.771	62.093	63.443	64.823	66.233	67.674	69.146
	Personel Sayısı	5	5	5	5	5	5	5	5
	Personel Başına Ort. Ücret	10.663	10.895	11.132	11.374	11.621	11.874	12.132	12.396
	Yıllık Değişim	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
	Personel Başına Ort. Diğer	1.233	1.260	1.287	1.315	1.343	1.373	1.403	1.433
	Ortalama Ücretin %'si	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
İşletme, Sigorta Üretim Gideri	USD	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164
	Satışlara Oranı	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Elektrik Gideri	USD	135.124	138.063	141.066	144.134	147.269	150.472	153.745	157.089
	Birim Elektrik Kullanımı	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98
	Elektrik Birim Fiyatı	1,74	1,78	1,82	1,86	1,90	1,94	1,98	2,03
Amortisman ve itfa giderleri	USD	0	0	0	0	0	0	0	0
	Satış Gelirine Oranı	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Kalan Faydalı Ömür	Yıl							
İşletme Giderleri*	USD	220.827	225.629	230.537	235.551	240.674	245.909	251.258	256.722
Genel Yönetim Giderleri	USD	220.827	225.629	230.537	235.551	240.674	245.909	251.258	256.722
	Gübre Üretimi	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500
	Tonaj Başına Gider	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3
	Yıllık Değişim	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	0	0	0	0	0	0	0	0

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç

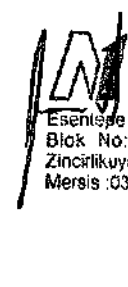
AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 398 004 35 21 / Tic Sicil No: 271992
 Mersis :038800435210001 www.ai-capital.com.tr

Tablo 55		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2048 -2055)								
DÖKME SIVI GÜBRE		Birim	2048P	2049P	2050P	2051P	2052P	2053P	2054P	2055P
Satışların Maliyeti*		USD	1.589.556	1.614.797	1.640.587	1.666.939	1.693.863	1.721.373	1.749.481	1.778.201
Hammadde Gideri		USD	764.875	781.511	798.508	815.876	833.621	851.753	870.278	889.207
	Tonaj	Ton/Yıl	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500
	Birim Tonaj	Ton/Üretim	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
	Birim Fiyat	USD/Ton	49	50	52	53	54	55	56	57
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Ambalaj Gideri		USD	164.489	168.067	171.722	175.457	179.273	183.173	187.157	191.227
	Ambalaj Kapasitesi	Kg	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
	Ambalaj Adedi	#	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
	Ambalaj Birim Fiyatı	USD/Adet	33	34	34	35	36	37	37	38
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Bakım Gideri		USD	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873
	Satışlara Oranı	%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Personel Gideri		USD	70.650	72.186	73.756	75.360	76.999	78.674	80.385	82.134
	Personel Sayısı	(#)	5	5	5	5	5	5	5	5
	Personel Başına Ort. Ücret	USD/Yıl	12.666	12.941	13.223	13.510	13.804	14.104	14.411	14.724
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
	Personel Başına Ort. Diğer	USD/Yıl	1.464	1.496	1.529	1.562	1.596	1.631	1.666	1.702
	Ortalama Ücretin %'si	%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
İşletme, Sigorta Üretim Gideri		USD	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164
	Satışlara Oranı	%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Elektrik Gideri		USD	160.506	163.997	167.564	171.208	174.932	178.737	182.624	186.596
	Birim Elektrik Kullanımı	kWh/Ton	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98	12,98
	Elektrik Birim Fiyatı	\$/1 Ton Üretim	2,07	2,12	2,16	2,21	2,26	2,31	2,36	2,41
Amortisman ve itfa giderleri		USD	0	0	0	0	0	0	0	0
	Satış Gelirine Oranı	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Kalan Faydalı Ömür	Yıl								
İşletme Giderleri*		USD	262.306	268.011	273.840	279.797	285.882	292.100	298.453	304.945
Genel Yönetim Giderleri		USD	262.306	268.011	273.840	279.797	285.882	292.100	298.453	304.945
	Gübre Üretimi	Ton/Yıl	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500	77.500
	Tonaj Başına Gider	\$/1 Ton Üretim	3,4	3,5	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	3,9
	Yıllık Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortisman ve İtfa Giderleri		USD	0	0	0	0	0	0	0	0

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç

 **A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esenyol Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sic No:270185
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 56		Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2056 – 2063)								
DÖKME SIVI GÜBRE	Birim	2056P	2057P	2058P	2059P	2060P	2061P	2062P	2063P	
Satışların Maliyeti*	USD	1.807.545	1.837.528	1.868.163	1.899.464	1.931.445	1.964.123	1.997.511	2.031.625	
Hammadde Gideri	USD	908.547	928.308	948.499	969.128	990.207	1.011.744	1.033.749	1.056.233	
<i>Tonaj</i>	<i>Ton/Yıl</i>	<i>15.500</i>	<i>15.500</i>	<i>15.500</i>	<i>15.500</i>	<i>15.500</i>	<i>15.500</i>	<i>15.500</i>	<i>15.500</i>	
<i>Birim Tonaj</i>	<i>Ton/Üretim</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	
<i>Birim Fiyat</i>	<i>USD/Ton</i>	<i>59</i>	<i>60</i>	<i>61</i>	<i>63</i>	<i>64</i>	<i>65</i>	<i>67</i>	<i>68</i>	
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	
Ambalaj Gideri	USD	195.386	199.636	203.978	208.415	212.948	217.579	222.312	227.147	
<i>Ambalaj Kapasitesi</i>	<i>Kg</i>	<i>1.000</i>	<i>1.000</i>	<i>1.000</i>	<i>1.000</i>	<i>1.000</i>	<i>1.000</i>	<i>1.000</i>	<i>1.000</i>	
<i>Ambalaj Adedi</i>	<i>#</i>	<i>5.000</i>	<i>5.000</i>	<i>5.000</i>	<i>5.000</i>	<i>5.000</i>	<i>5.000</i>	<i>5.000</i>	<i>5.000</i>	
<i>Ambalaj Birim Fiyatı</i>	<i>USD/Adet</i>	<i>39</i>	<i>40</i>	<i>41</i>	<i>42</i>	<i>43</i>	<i>44</i>	<i>44</i>	<i>45</i>	
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	
Bakım Gideri	USD	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873	183.873	
<i>Satışlara Oranı</i>	<i>%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	
Personel Gideri	USD	83.920	85.745	87.610	89.516	91.463	93.452	95.485	97.562	
<i>Personel Sayısı</i>	<i>(#)</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	
<i>Personel Başına Ort. Ücret</i>	<i>USD/Yıl</i>	<i>15.045</i>	<i>15.372</i>	<i>15.706</i>	<i>16.048</i>	<i>16.397</i>	<i>16.754</i>	<i>17.118</i>	<i>17.490</i>	
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	
<i>Personel Başına Ort. Diğer</i>	<i>USD/Yıl</i>	<i>1.739</i>	<i>1.777</i>	<i>1.816</i>	<i>1.855</i>	<i>1.896</i>	<i>1.937</i>	<i>1.979</i>	<i>2.022</i>	
<i>Ortalama Ücretin %'si</i>	<i>%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,6%</i>	
İşletme, Sigorta Üretim Gideri	USD	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164	245.164	
<i>Satışlara Oranı</i>	<i>%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	
Elektrik Gideri	USD	190.655	194.802	199.039	203.368	207.791	212.310	216.928	221.646	
<i>Birim Elektrik Kullanımı</i>	<i>kWh/Ton</i>	<i>12,98</i>	<i>12,98</i>	<i>12,98</i>	<i>12,98</i>	<i>12,98</i>	<i>12,98</i>	<i>12,98</i>	<i>12,98</i>	
<i>Elektrik Birim Fiyatı</i>	<i>\$/1 Ton Üretim</i>	<i>2,46</i>	<i>2,51</i>	<i>2,57</i>	<i>2,62</i>	<i>2,68</i>	<i>2,74</i>	<i>2,80</i>	<i>2,86</i>	
Amortisman ve itfa giderleri	USD	0	0	0	0	0	0	0	0	
<i>Satış Gelirine Oranı</i>	<i>%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	
<i>Kalan Faydalı Ömür</i>	<i>Yıl</i>									
İşletme Giderleri*	USD	311.577	318.354	325.278	332.353	339.582	346.967	354.514	362.225	
Genel Yönetim Giderleri	USD	311.577	318.354	325.278	332.353	339.582	346.967	354.514	362.225	
<i>Gübre Üretimi</i>	<i>Ton/Yıl</i>	<i>77.500</i>	<i>77.500</i>	<i>77.500</i>	<i>77.500</i>	<i>77.500</i>	<i>77.500</i>	<i>77.500</i>	<i>77.500</i>	
<i>Tonaj Başına Gider</i>	<i>\$/1 Ton Üretim</i>	<i>4,0</i>	<i>4,1</i>	<i>4,2</i>	<i>4,3</i>	<i>4,4</i>	<i>4,5</i>	<i>4,6</i>	<i>4,7</i>	
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	0	0	0	0	0	0	0	0	

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 270189
Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 57 Satışların Maliyeti (SM) ve İşletme Giderleri Projeksiyonu (2064 – 2067)						
DÖKME SIVI GÜBRE	Birim	2064P	2065P	2066P	2067P	
Satışların Maliyeti*	USD	2.066.481	2.102.096	2.138.485	2.175.665	
Hammadde Gideri	USD	1.079.207	1.102.679	1.126.663	1.151.167	
	<i>Tonaj</i>	<i>Ton/Yıl</i>	<i>15.500</i>	<i>15.500</i>	<i>15.500</i>	<i>15.500</i>
	<i>Birim Tonaj</i>	<i>Ton/Üretim</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>
	<i>Birim Fiyat</i>	<i>USD/Ton</i>	<i>70</i>	<i>71</i>	<i>73</i>	<i>74</i>
	<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>
Ambalaj Gideri	USD	232.087	237.135	242.293	247.563	
	<i>Ambalaj Kapasitesi</i>	<i>Kg</i>	<i>1.000</i>	<i>1.000</i>	<i>1.000</i>	<i>1.000</i>
	<i>Ambalaj Adedi</i>	<i>#</i>	<i>5.000</i>	<i>5.000</i>	<i>5.000</i>	<i>5.000</i>
	<i>Ambalaj Birim Fiyatı</i>	<i>USD/Adet</i>	<i>46</i>	<i>47</i>	<i>48</i>	<i>50</i>
	<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>
Bakım Gideri	USD	183.873	183.873	183.873	183.873	
	<i>Satışlara Oran</i>	<i>%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>
Personel Gideri	USD	99.684	101.852	104.067	106.330	
	<i>Personel Sayısı</i>	<i>(#)</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>5</i>
	<i>Personel Başına Ort. Ücret</i>	<i>USD/Yıl</i>	<i>17.871</i>	<i>18.259</i>	<i>18.657</i>	<i>19.062</i>
	<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>
	<i>Personel Başına Ort. Diğer</i>	<i>USD/Yıl</i>	<i>2.066</i>	<i>2.111</i>	<i>2.157</i>	<i>2.204</i>
	<i>Ortalama Ücretin %'si</i>	<i>%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,6%</i>
İşletme, Sigorta Üretim Gideri	USD	245.164	245.164	245.164	245.164	
	<i>Satışlara Oran</i>	<i>%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>
Elektrik Gideri	USD	226.467	231.393	236.426	241.568	
	<i>Birim Elektrik Kullanımı</i>	<i>kWh/Ton</i>	<i>12,98</i>	<i>12,98</i>	<i>12,98</i>	<i>12,98</i>
	<i>Elektrik Birim Fiyatı</i>	<i>\$/1 Ton Üretim</i>	<i>2,92</i>	<i>2,99</i>	<i>3,05</i>	<i>3,12</i>
Amortisman ve itfa giderleri	USD	0	0	0	0	
	<i>Satış Gelirine Oran</i>	<i>%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
	<i>Kalan Faydalı Ömür</i>	<i>Yıl</i>				
İşletme Giderleri*	USD	370.103	378.153	386.378	394.781	
Genel Yönetim giderleri	USD	370.103	378.153	386.378	394.781	
	<i>Gübre Üretimi</i>	<i>Ton/Yıl</i>	<i>77.500</i>	<i>77.500</i>	<i>77.500</i>	<i>77.500</i>
	<i>Tonaj Başına Gider</i>	<i>\$/1 Ton Üretim</i>	<i>4,8</i>	<i>4,9</i>	<i>5,0</i>	<i>5,1</i>
	<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>
Amortisman ve İtfa Giderleri	USD	0	0	0	0	

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç

Şirket, Karbon Kredi satışlarıyla ilgili olarak 2025, 2030, 2035, 2040, 2045, 2050, 2055, 2060 ve 2065 yıllarında 285'er ABD Doları sertifika ücreti ödeyecek olup projeksiyon dönemi boyunca herhangi gelir öngörülmemiştir. Benzer şekilde, projeksiyon dönemi boyunca diğer gelir ve diğer gider de öngörülmemiştir.

Yatırım harcamaları: İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.4 numaralı bölümünde açıklandığı üzere Şirket Biyogaz Elektrik Üretim ve Gübre Üretim Tesislerindeki yatırımlarını tamamlamış olup, bakım-onarım harcamaları dışında kapasite artırımı yönünde herhangi bir yatırım planlamamaktadır. Hibrit GES Tesislerinde ise Şirket'in 0,7295 MWp kurulu güç yatırımını 2026 yılında, yaklaşık 4,1 MWp kurulu güç yatırımını da 2027 yılında yaptıktan sonra projeksiyon döneminde Elektrik üretim ve Gübre üretim tesislerinde periyodik bakım ve idame yatırımları dışında kapasite artımlarına yönelik herhangi bir yatırım harcaması planlamayacağı varsayılmaktadır. Bu varsayımlar altında, 2025-2067 projeksiyon yılları arasında yatırım harcamaları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 58 (ABD Doları)	Yatırım Harcamaları – Gerçekleşme ve Projeksiyon (2021-2028)							
	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Toplam Yatırımlar	2.826.116	7.772.185	2.048.643	862	238.060	239.705	5.032	8.528
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>20,28%</i>	<i>148,32%</i>	<i>19,98%</i>	<i>0,02%</i>	<i>4,90%</i>	<i>1,83%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>
Biyogaz, GES ve Gübre Tesisi	418.952	5.836.348	2.009.440	0	237.088	237.088	0	0
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>3,01%</i>	<i>111,38%</i>	<i>19,60%</i>	<i>0,00%</i>	<i>4,88%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>
Demirbaşlar	12.634	21.093	1.487	862	972	2.618	5.032	8.528
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,09%</i>	<i>0,40%</i>	<i>0,01%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>
Yapılmakta Olan Yatırımlar	2.394.530	1.914.744	37.717	0	0	0	0	0
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>17,18%</i>	<i>36,54%</i>	<i>0,37%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

Tablo 59 (ABD Doları)	Yatırım Harcamaları – Projeksiyon (2029-2036)							
	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P
Toplam Yatırımlar	521.996	11.177	13.195	14.685	14.685	748.919	14.684	1.115.983
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>1,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>1,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>1,52%</i>
Biyogaz, GES ve Gübre Tesisi	511.761	0	0	0	0	734.234	0	1.101.299
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>1,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>1,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>1,50%</i>
Demirbaşlar	10.235	11.177	13.195	14.685	14.685	14.685	14.684	14.684
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>
Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

Tablo 60 (ABD Doları)	Yatırım Harcamaları – Projeksiyon (2037-2044)							
	2037P	2038P	2039P	2040P	2041P	2042P	2043P	2044P
Toplam Yatırımlar	14.684	14.683	748.831	14.683	14.682	14.682	14.682	748.744
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>1,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>1,02%</i>
Biyogaz, GES ve Gübre Tesisi	0	0	734.148	0	0	0	0	734.063
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>1,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>1,00%</i>
Demirbaşlar	14.684	14.683	14.683	14.683	14.682	14.682	14.682	14.681
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>
Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>


Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

Tablo 61 (ABD Doları)	Yatırım Harcamaları – Projeksiyon (2045-2052)							
	2045P	2046P	2047P	2048P	2049P	2050P	2051P	2052P
Toplam Yatırımlar	14.681	14.681	14.680	14.680	748.659	14.679	14.679	14.597
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>1,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>
Biyogaz, GES ve Gübre Tesisi	0	0	0	0	733.980	0	0	0
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>1,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>
Demirbaşlar	14.681	14.681	14.680	14.680	14.680	14.679	14.679	14.597
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>
Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon


A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 386 004 35 21 Tic Sic No: 270189
Mersis : 0398004352100015 | www.a1capital.com.tr

Tablo 62 (ABD Doları)	Yatırım Harcamaları – Projeksiyon (2053-2060)							
	2053P	2054P	2055P	2056P	2057P	2058P	2059P	2060P
Toplam Yatırımlar	14.597	744.463	14.597	14.597	14.597	744.463	14.597	14.597
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,02%</i>	<i>1,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>1,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>
Biyogaz, GES ve Gübre Tesisi	0	729.866	0	0	0	729.866	0	0
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,00%</i>	<i>1,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>1,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>
Demirbaşlar	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>
Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

Tablo 63 (ABD Doları)	Yatırım Harcamaları – Projeksiyon (2061-2067)						
	2061P	2062P	2063P	2064P	2065P	2066P	2067P
Toplam Yatırımlar	14.597	14.597	744.463	14.597	14.597	14.597	14.597
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>1,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>
Biyogaz, GES ve Gübre Tesisi	0	0	729.866	0	0	0	0
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>1,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>
Demirbaşlar	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>
Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0
<i>Toplam Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

Yukarıda yatırım harcamalarına yönelik projeksiyonlar işbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.10 numaralı bölümünde yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi üzerinden Şirket'in özsermaye değerine yansıtılmıştır.

Şirket'in halka arzdan elde edeceği fonlar ile yapılması planlanan yatırımlar aşağıda özetlenmektedir:

Mikro Alg Yatırımının Finansmanı

Gıda, nutrasötikler, ilaç, hayvan yemi, kozmetik ve biyogübre endüstrisinde uygulama alanı giderek artan tek hücreli fotosentetik organizmalar olan mikro algler, özellikle ülkemizde endüstriyel yetiştiriciliği son derece sınırlı ancak çok sayıda yüksek katma değerli sektörde girdi maddesi olarak kullanılmaları sebebiyle yüksek talep gören ürünlerdir. Şirket'in mevcut biyogaz santraline entegre olacak şekilde endüstriyel mikro alg üretim tesisi kurulması planlanmaktadır.

Mikro alg yatırımı sonucunda Şirket'in hem biyogaz santralinin çıktısı olan karbondioksitin ve ısıtılmış suyun kullanılarak mikro alg üretimini en düşük maliyetle gerçekleştirmesi hem de mikro alg üretim sürecinin sonunda ortaya çıkan organik karbonun büyük bir kısmının biyogaza dönüştürülerek biyogaz enerji üretim tesisinin verimliliğinin artırılması planlanmaktadır.

Şirket halka arzdan elde edeceği net gelirin yaklaşık %15'ini, reaktör inşası, sirkülasyon pompası, ısıtma ve soğutma ekipmanları, gaz boşaltma ekipmanları, saflaştırma ve analiz laboratuvarı ve mikro alg yatırımına ilişkin diğer yatırım harcamalarının finansmanında kullanmayı planlamaktadır.

Güneş Enerjisi Santrali Yatırımlarının Finansmanı

2022 yılı içinde EPDK'dan 0,7 MW GES yatırım izni alan Şirket, önümüzdeki dönemde planladığı yatırımlarla EPDK'nın 10822 sayılı Karar'ının "Lisanslı Hibrit Santrallerde Yardımcı Kaynak Kapasite Sınırlamasına" ilişkin maddesi Kurul'un 01.09.2022 tarih ve 11160 sayılı Karar'ı ile değiştirilmiş ve yardımcı kaynak gücünü ana kaynak kurulu gücünün %15'yle sınırlayan düzenleme yürürlükten kaldırılmıştır. Bu kapsamda, Şirket'in bölgesel kapasitede ortaya çıkacak boşluğa bağlı olarak ilerleyen dönemde yeni lisans başvurusunda bulunma imkanı ortaya çıkmıştır. Bu imkan dahilinde, Arf Bio GES'de önümüzdeki dönemde planladığı yatırımlarla 4,8MWp kurulu güce ulaşmayı hedeflemektedir. 2026 yılında başlayıp 2027 yılında devreye alınması öngörülen Hibrit GES yatırımının projeksiyon döneminin takip eden yıllarında hasılatı sağlayacağı katkı işbu Fiyat Tespit Raporundaki değerlendirme çalışmasına yansıtılmıştır. Öte yandan, Mikro Alg yatırımlarından sağlanacak ciro ve FAVÖK katkıları değerlendirilmiştir.

Şirket'in yenilenebilir enerji üretim prensibine uygun olarak gerçekleştirmeyi planladığı GES yatırımlarının finansmanı kapsamında, halka arzdan elde ettiği net gelirin %10'unun kullanılması planlanmaktadır.

Sürdürülebilir Enerji ve Dönüşüm Yatırımlarının Finansmanı

Şirket yenilenebilir enerji alanında faaliyet göstermekte olup, Şirket'in en üst stratejileri arasında temiz enerji yatırımları ve sürdürülebilir kalkınma yatırımlarının bir parçası olmak yer almaktadır. Şirket bu amaçla yalnızca yenilenebilir enerji değil, bunun yanında sürdürülebilir bir büyüme ve kalkınmayı desteklemek için geri dönüşüm projelerini de desteklemektedir. Bu amaçla Şirket ilerleyen dönemlerde yenilenebilir enerji yatırımlarını çeşitlendirmeyi (güneş, rüzgar, bio enerji vb.) ve sürdürülebilir büyüme ve kalkınma perspektifiyle geri dönüşüm alanında da yatırım yapmayı planlamaktadır.

Şirket halka arzdan elde edeceği net gelirin yaklaşık %35'ini yenilenebilir enerji yatırımlarını çeşitlendirmeyi ve/veya sürdürülebilir ekonomiye destek verecek nitelikte geri dönüşüm projelerinin finansmanında kullanmayı planlamaktadır. Bu amaçla çeşitli yenilenebilir enerji yatırım projeleri ile geri dönüşüm projeleri Şirket tarafından geliştirilebileceği gibi, mevcut yenilenebilir enerji üretim tesisleri ve/veya geri dönüşüm tesislerinin satın alınması ve/veya yenilenebilir enerji projelerine/tesislerine ve/veya geri dönüşüm projelerine/tesislerine yatırım yapan girişim sermayesi yatırım fonlarına yatırımcı olarak katılmak da Şirket tarafından değerlendirilecektir.

Amortisman Giderleri: 30.09.2025 hesap dönemine ait Özel Bağımsız Denetçi Raporu'nun 2 numaralı dip notunda belirtilen amortisman politikası uygulanmıştır. Bu yaklaşım altında amortisman giderinin hasıllata oranı 2021'de %2,9, 2022'de %7,6 ve 2023 yılında %7,4 ile yaklaşık 756bin ABD Doları seviyesinde gerçekleşmiştir. 2024 yılında amortisman tutarı 1.143 Bin ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiş ve cironun %26,5'i oranına yükselmiştir. Ocak-Eylül 2025 döneminde ise amortisman tutarı 723,8 Bin ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiş ve cironun %18,3'ü oranında gerçekleşmiştir 2025-2067 projeksiyon döneminde öngörülen olağan sabit sermaye yatırımlarında ekonomik ömür ortalama 15 yıl varsayılmıştır. 2025 yılı öncesinde edinimi gerçekleşen maddi duran varlıklardan kaynaklanan amortisman da projeksiyon çalışmasına eklenmiştir.

Tablo 64 (ABD Doları)	Amortisman Giderleri – Gerçekleşme ve Projeksiyon (2024-2028)							
	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Amortisman Gideri (a+b)	408.417	398.523	755.838	1.142.609	761.905	724.597	848.032	783.554
<i>Ciro Oranı (%)</i>	2,9%	7,6%	7,4%	26,5%	15,7%	5,5%	3,4%	1,8%
a) Mevcut Faaliyetin Amortismanı	408.417	398.523	755.838	1.142.609	746.034	692.746	815.846	750.799
<i>Satışların Maliyeti</i>	408.082	397.203	746.772	779.715	727.734	675.753	800.160	736.420
<i>Faaliyet Gideri</i>	335	1.320	9.066	362.894	18.300	16.993	15.686	14.378
b) Sabit Sermaye Yatırımları					15.871	31.851	32.186	32.755

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

Tablo 65 (ABD Doları)	Amortisman Giderleri – Projeksiyon (2029-2036)							
	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P
Amortisman Gideri (a+b)	753.306	689.004	624.836	560.768	496.699	481.580	417.512	426.863
<i>Ciro Oranı (%)</i>	1,5%	1,2%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%
a) Mevcut Faaliyetin Amortismanı	685.751	620.704	555.657	490.609	425.562	360.514	295.467	230.420
<i>Satışların Maliyeti</i>	672.680	608.940	545.199	481.459	417.719	353.979	290.239	226.498
<i>Faaliyet Gideri</i>	13.071	11.764	10.457	9.150	7.843	6.536	5.229	3.921
b) Sabit Sermaye Yatırımları	67.555	68.300	69.180	70.159	71.138	121.065	122.044	196.443


Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

Tablo 66 (ABD Doları)	Amortisman Giderleri – Projeksiyon (2037-2044)							
	2037P	2038P	2039P	2040P	2041P	2042P	2043P	2044P
Amortisman Gideri (a+b)	362.795	298.726	283.601	272.820	262.040	251.260	252.238	302.155
<i>Ciro Oranı (%)</i>	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,4%
a) Mevcut Faaliyetin Amortismanı	165.372	100.325	35.278	23.518	11.759	0	0	0
<i>Satışların Maliyeti</i>	162.758	99.018	35.278	23.518	11.759	0	0	0
<i>Faaliyet Gideri</i>	2.614	1.307	0	0	0	0	0	0
b) Sabit Sermaye Yatırımları	197.422	198.401	248.323	249.302	250.281	251.260	252.238	302.155

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blök No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 45 21 / Tic Sic. No: 270188
Mersis : 0388004382100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 67		Amortisman Giderleri – Projeksiyon (2045-2052)						
(ABD Doları)	2045P	2046P	2047P	2048P	2049P	2050P	2051P	2052P
Amortisman Gideri (a+b)	303.133	304.112	305.091	306.069	355.980	356.959	357.937	358.910
<i>Ciro Oranı (%)</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>
a) Mevcut Faaliyetin Amortismanı	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Satışların Maliyeti</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Faaliyet Gideri</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
b) Sabit Sermaye Yatırımları	303.133	304.112	305.091	306.069	355.980	356.959	357.937	358.910


Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamalar P: Projeksiyon

Tablo 68		Amortisman Giderleri – Projeksiyon (2053-2060)						
(ABD Doları)	2053P	2054P	2055P	2056P	2057P	2058P	2059P	2060P
Amortisman Gideri (a+b)	359.884	409.514	410.488	411.461	412.434	462.065	463.038	464.011
<i>Ciro Oranı (%)</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,6%</i>
a) Mevcut Faaliyetin Amortismanı	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Satışların Maliyeti</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Faaliyet Gideri</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
b) Sabit Sermaye Yatırımları	359.884	409.514	410.488	411.461	412.434	462.065	463.038	464.011

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamalar P: Projeksiyon

Tablo 69		Amortisman Giderleri – Projeksiyon (2061-2067)					
(ABD Doları)	2061P	2062P	2063P	2064P	2065P	2066P	2067P
Amortisman Gideri (a+b)	464.984	465.957	515.588	516.561	517.535	518.508	519.481
<i>Ciro Oranı (%)</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,7%</i>
a) Mevcut Faaliyetin Amortismanı	0	0	0	0	0	0	0
<i>Satışların Maliyeti</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Faaliyet Gideri</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
b) Sabit Sermaye Yatırımları	464.984	465.957	515.588	516.561	517.535	518.508	519.481

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamalar P: Projeksiyon


A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İş Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sic No: 272100
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

8.3.2.7 FAVÖK Gelişimi

2024 yılı, 2023 yılıyla karşılaştırıldığında, Şirket'in mevcut iki jeneratörüne yaptırdığı revizyon ve bakım onarımdan dolayı elektrik üretiminde kayıp yaşanmıştır. 2023 yılında 17.107 MWh olan elektrik üretimi 2024 yılında %26,5 oranında azalarak 12.572 MWh düzeyine inmiş ve bunun neticesinde Arf Bio'nun elektrik satış geliri aynı oranında gerileyerek 2.275.213 ABD Dolarından 1.672.108 ABD Doları düzeyine gerilemiştir.

Şirket'in Hibrit GES tesisi 30.09.2025 itibarıyla henüz devreye alınamazken, elektrik ve organik-organomineral gübre tesislerinin entegre olması sebebiyle, bu dönemde oluşan düşük biyogaz ve dolayısıyla elektrik üretimi organik ve organomineral gübre hasılatını da baskılamıştır. Ayrıca, 2021, 2022 ve 2023 yıllarının Aralık aylarında elde edilen karbon ihraç primlerindeki dönemsellik gereği karbon geliri 2024 yılının ancak son ayında hasılatı katkı sağlayabilmiştir ki bu tutar da 1.000.000 ABD Dolarıyla sınırlı kalmıştır. 30.09.2025 itibarıyla Şirket'in henüz karbon sertifikası satış geliri oluşmamıştır.

Tüm bu gelişmeler nedeniyle, toplam ciro 2024 yılında, sıvı gübre satışlarının devreye girmesine rağmen, 2023 yılına göre %58 oranında azalarak 10.251.343 ABD Dolarından 4.307.961 ABD Doları seviyesine gerilemiştir. 2025 yılının ilk dokuz ayında ise 2024 yılının aynı dönemine göre ciro %81,5 oranında artarak 3.957.896 ABD Doları düzeyinde oluşmuştur. Öte yandan, 2024 yılında Şirket'in entegre yapısından dolayı elektrik üretimindeki düşüş neticesinde azalan hammadde maliyeti, satışların maliyeti ve diğer işletme giderlerinde de düşüş sağlamıştır. Amortisman hariç Satışların Maliyeti 2024 yılında 5.075.678 ABD Dolarından 2.141.630 ABD Doları düzeyine gerilerken, 2024 yılında Amortisman hariç İşletme Giderleri ise 1.360.113 ABD Dolarından 1.523.722 ABD Doları seviyesine yükselmiştir. Özetle, 2024 yılında satış hasılatındaki düşüşe rağmen, satışların maliyetindeki daralma, FAVÖK'deki düşüşü sınırlandırarak 31.12.2024 itibarıyla "artı" 642.609 ABD Doları seviyesinde gerçekleşmesini sağlamıştır. Öte yandan, Şirket'in gübre satış hasılatında mevsimsellik etkisi bulunmaktadır. Mevsimsellik etkisinden dolayı 2025 yılının ilk dokuz aylık bölümünde ciro ve dolayısıyla FAVÖK tutarları yılı geneline göre nispeten düşük düzeyde gerçekleşmektedir. Bu nedenle, 30.09.2025 itibarıyla yılın ilk dokuz ayında ciro bir önceki yılın aynı dönemine göre %81,5 oranında artarak 3.957.896 ABD Doları seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK performansında ise Satışların Maliyetindeki artıştan dolayı 488.987 ABD Doları tutarında açık oluşmuştur. Öte yandan, 2024 yılının aynı döneminde gerçekleşen 756.350 ABD Doları açık düzeyi ile kıyaslandığında FAVÖK'te %35,3 oranında iyileşme sağlanmıştır.

Gübre Hasılatında Mevsimsellik Etkisi:

Gübre satış hasılatındaki mevsimsellik, esas olarak Türkiye'nin tarım toprağının biyolojik durumundan kaynaklanmaktadır. Türkiye tarım toprakları azot ve fosfor bakımından fakir, potasyum bakımından yeterli düzeydedir. Ticari gübrelerde en çok Azot, Fosfor ve Potasyum içerikli gübreler piyasada bulunmaktadır. İklim, bitki deseni, toprak çeşidine göre tarımsal

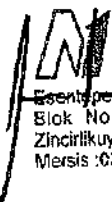
Üretim yapılacağı alanlarda ihtiyaca göre gübreleme yapılması gerekmektedir. Gübreleme ile toprağın fiziksel, kimyasal ve biyolojik yapısı iyileştirilip, havalanma ve su tutma kapasitesi ve ayrıca besin içeriği ve mikroorganizma sayısını artırılabilir. Bu şekilde, toprağın verim gücünü artırılarak, ürünlerin kalitesini yükseltilebilir.

Yeterli ve dengeli gübreleme için öncelikle toprağın verim içeriği kritik önem arz eder. En uygun gbrelemeyi karlı olarak gerçekleştirebilmek için ilk adımda toprak analizinin yapılması gerekmektedir. Gübreleme faaliyetinin, kimyasal ve biyolojik kapsamda bilimsel bir süreç dahilinde gerçekleştirilmesi gerektiğinden tek bir parametreye bakılarak karar verilmesi gereken uygulama değildir. Bitkinin ve toprağın ihtiyacına göre, üretim sezonunda, uygun gübre çeşidinin, usulüne göre verilmesi doğru bir gübreleme programı oluşturmada önemli etkenlerdir. Her bitkiyi beslemede faktörler farklıdır. Yetiştiği toprak özelliği, iklim-su isteği, vejetatif dönemi, sulama ve gübreleme yöntemleri dahi büyüme döneminde farklılık göstermektedir. Doğru gübreleme ile hem toprağın yapısını bilerek uygun gübrenin kullanımı hem de doğru zamanda gübreleme yapmak daha verimli ve hastalık, zararlılara karşı daha dayanıklı bitkisel üretim sağlanabilmektedir.

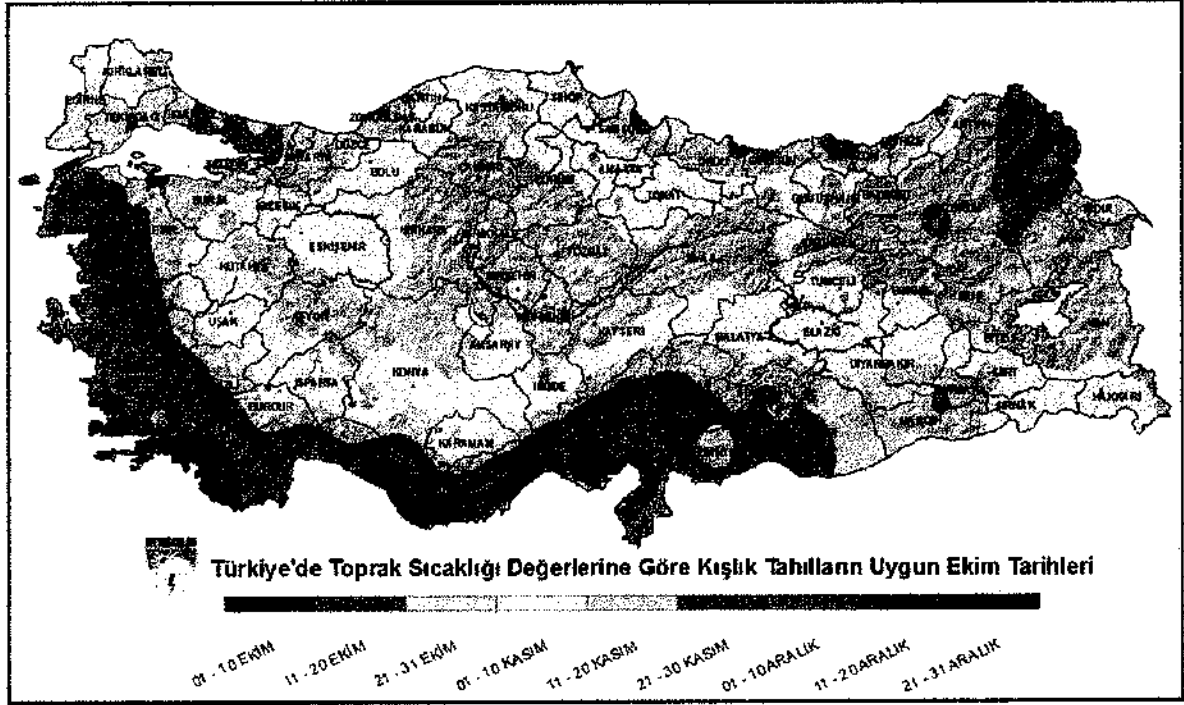
Bu kapsamda, Arf Bio, organik organomineral gübre satışlarını genel olarak yılın ikinci çeyreğinde ve ekseriyetle son çeyreğinde yapmaktadır. Gübre satışları esas olarak buğday, ayçiçeği, patates ve mısır rimi yapan çiftçilere yapılmaktadır. Bu rnlerin ekim dönemlerine göre Arf Bio gübre satışlarını gerçekleştirmektedir. Türkiye’de tahıl ekimi genel olarak yılın son çeyreğinde yapıldığından, Arf Bio tahıl rimi için gübre almak isteyen üreticilere ürünlerini yılın ikinci çeyreğinin sonunda ve özellikle büyük ölçüde yılın son çeyreğinde yapmaktadır.

Ülkemizde temel gıda maddesi olarak buğday ne kadar önemli ise patatesin de yetiştiriciliği bir o kadar önemlidir. Ülkemizde Patates yetiştiriciliği bölgesine göre farklı zaman dilimlerinde ekilir. Ege bölgesinde patates ekimi genel olarak yılın ilk çeyreğinde yapıldığından Arf Bio’nun patates üreticilerine yaptığı gübre satışları ekseriyetle yılın son çeyreğinin sonunda ve özellikle Aralık ayında yapılmaktadır.

şirket, yaptıkları ARGE ve RGE çalışmaları sonucunda mevcut organik ve organomineral gbrelelerini geliştirmekte ağaç ve iek bitkileri için gübre üretmeyi planlamaktadır. Bu yatırım planıyla şirket, aşağıdaki ekim zamanlarına göre satışlarını planlamaktadır.

 **A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.ř.**
Esentepe Mah. Bykdefe Cad. Levent Plaza
Blok No:173 iç Kapı No:29 Sışlı İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sic No:270185
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Grafik 1 Toprak Sıcaklığı Değerlerine Göre Kışlık Tahılların Ekim Tarihleri



Kaynak: Gübreler ve Gübreleme Tekniği, Prof Dr. Burhan Kaçar, Prof Dr. A. Vahap Katkat

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esenyol Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / Beşiktaş
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sic No:270189
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 70 (ABD Doları)	FAVÖK Gelişimi (31.12.2021 – 30.09. 2025)					
	2021	2022	2023	2024/9	2024	2025/9
Toplam Satış Geliri	13.936.477	5.240.246	10.251.343	2.180.516	4.307.961	3.957.896
Biyogaz Elektrik Üretim Tesisi	2.380.268	3.033.221	2.275.213	1.338.496	1.672.108	803.282
GES Elektrik Üretim Tesisi	-	-	-	0	-	0
Katı Gübre Üretim Tesisi	-	-	2.760.385	775.246	1.582.692	3.119.524
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	-	-	-	42.585	42.393	7.754
Dökme Sıvı Gübre Üretim Tesisi	-	-	-	0	-	0
Karbon Satışı	11.550.000	2.200.000	5.200.000	0	1.000.000	0
Diğer	6.210	7.025	15.745	24.189	10.767	27.337
Satışların Maliyeti (SM)	3.266.490	4.355.145	5.822.450	2.415.630	2.921.345	4.006.842
SM (Amortisman Hariç)	2.858.408	3.957.942	5.075.678	1.751.799	2.141.630	3.296.736
Amortisman Giderleri	408.082	397.203	746.772	663.831	779.715	710.106
Biyogaz Elektrik Üretim Tesisi	2.858.408	3.957.942	2.078.875	919.270	1.203.205	838.264
GES Elektrik Üretim Tesisi	0	0	0	0	-	0
Katı Gübre Üretim Tesisi	0	0	2.906.803	763.283	842.412	2.428.317
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	0	0	45.000	44.246	66.014	29.156
Dökme Sıvı Gübre Üretim Tesisi	0	0	45.000	25.000	30.000	1.000
Karbon Satışı	0	0	0	-	-	-
Amortisman Giderleri	408.082	397.203	746.772	663.831	779.715	710.106
Biyogaz	408.082	397.203	510.322	581.248	683.125	635.106
GES	0	0	0	0	-	0
Katı Gübre	0	0	207.695	64.583	69.753	60.000
Sıvı Gübre	0	0	14.377	9.000	13.419	7.500
Dökme Sıvı Gübre	0	0	14.377	9.000	13.419	7.500
Brüt Satış Karı (Amortisman Dahil)	10.669.987	885.101	4.428.893	- 235.115	1.386.616	- 48.946
Brüt Satış Karı (Amortisman Hariç)	11.078.069	1.282.304	5.175.665	428.717	2.166.331	661.160
İşletme Giderleri (Amortisman Hariç)	229.799	288.760	1.360.113	1.185.067	1.523.722	1.150.146
Biyogaz Elektrik Üretim Tesisi	229.799	288.760	1.307.552	1.066.560	1.349.228	918.112
GES Elektrik Üretim Tesisi	0	0	0	0	0	0
Katı Gübre Üretim Tesisi	0	0	26.281	116.507	158.994	227.034
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	0	0	13.140	1.000	15.500	5.000
Dökme Sıvı Gübre Üretim Tesisi	0	0	13.140	1.000	0	0
Karbon Satışı	0	0	0	0	0	0
Amortisman Giderleri	335	1.320	9.066	244.776	362.894	13.655
Biyogaz	335	1.320	6.799	214.511	317.939	11.655
GES	0	0	0	0	0	0
Katı Gübre	0	0	2.266	22.350	33.139	2.000
Sıvı Gübre	0	0	0	3.958	5.908	0
Dökme Sıvı Gübre	0	0	0	3.958	5.908	0
FAVÖK	10.848.270	993.544	3.815.552	- 756.350	642.609	- 488.987
FAVÖK Marjı	77,8%	19,0%	37,2%	-34,7%	14,9%	-12,4%

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Elektrik üretim tesisindeki her iki jenaratörün 2024 yılının ikinci çeyreğinin ortalarında tam olarak devreye girmesiyle elektrik üretimi normal seviyelere dönmeye başlamıştır. Ayrıca, gübre sektöründeki mevsimsellikten dolayı organik ve organomineral gübre satışlarında 2024 yılının ikinci yarısından itibaren FAVÖK'te kısmi toparlanma görülmüştür.


Faaliyet bazında FAVÖK tutarlarının 2025 – 2067 yıllarına ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. FAVÖK projeksiyonları işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.10. bölümünde yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları Projeksiyonuna baz teşkil etmiştir.

Tablo 71 ARF BİO FAVÖK Gerçekleşme ve Projeksiyon (2021-2029)									
ARF BİO FAVÖK (USD)	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Toplam Satış Geliri	13.936.477	5.240.246	10.251.343	4.307.961	4.860.783	13.087.863	25.159.149	42.640.129	51.176.067
Biyogaz Elektrik Üretim	2.380.268	3.033.221	2.275.213	1.672.108	1.254.081	1.630.306	2.086.791	2.587.621	1.542.845
GES Elektrik Üretim Tesisi	--	--	--	--	--	--	919.296	915.619	445.693
Katı Gübre Üretim Tesisi	--	--	2.760.385	1.582.692	3.519.405	4.763.104	7.938.507	11.113.910	12.701.611
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	--	--	--	42.393	75.417	5.090.653	10.809.152	21.309.472	27.744.932
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	--	--	--	--	11.880	1.603.800	3.405.402	6.713.507	8.740.986
Karbon Satışı	11.550.000	2.200.000	5.200.000	1.000.000	--	--	--	--	--
Diğer Satış Gelirleri	6.210	7.025	15.745	10.767	--	--	--	--	--
Satışların Maliyeti*	2.858.408	3.957.942	5.075.678	2.141.630	2.977.924	5.263.779	7.330.395	9.953.433	11.781.060
Biyogaz Elektrik Üretim	2.858.408	3.957.942	2.078.875	1.203.205	1.227.675	1.410.460	1.636.309	1.887.421	2.178.992
GES Elektrik Üretim Tesisi	--	--	--	--	--	--	62.625	62.988	63.403
Katı Gübre Üretim Tesisi	--	--	2.906.803	842.412	1.574.497	2.040.080	3.211.897	4.429.247	5.112.056
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	--	--	45.000	66.014	31.737	1.555.230	2.017.713	2.894.728	3.547.927
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	--	--	45.000	30.000	143.730	258.010	401.852	679.049	878.683
Karbon Satışı	--	--	--	--	285	--	--	--	--
<i>Amortisman Giderleri</i>	<i>408.082</i>	<i>397.203</i>	<i>746.772</i>	<i>779.715</i>	<i>743.414</i>	<i>707.222</i>	<i>831.961</i>	<i>768.782</i>	<i>739.424</i>
<i>Biyogaz</i>	<i>408.082</i>	<i>397.203</i>	<i>510.322</i>	<i>683.125</i>	<i>637.583</i>	<i>592.041</i>	<i>546.500</i>	<i>500.958</i>	<i>455.416</i>
<i>GES</i>	--	--	--	--	--	--	<i>176.388</i>	<i>164.629</i>	<i>152.870</i>
<i>Katı Gübre</i>	--	--	<i>207.695</i>	<i>69.753</i>	<i>65.102</i>	<i>60.452</i>	<i>55.802</i>	<i>51.152</i>	<i>46.502</i>
<i>Sıvı Gübre</i>	--	--	<i>14.377</i>	<i>13.419</i>	<i>12.524</i>	<i>11.630</i>	<i>10.735</i>	<i>9.841</i>	<i>8.946</i>
<i>Dökme Sıvı Gübre</i>	--	--	<i>14.377</i>	<i>13.419</i>	<i>12.524</i>	<i>11.630</i>	<i>10.735</i>	<i>9.841</i>	<i>8.946</i>
<i>Sabit Sermaye Yatırımları</i>	--	--	--	--	<i>15.680</i>	<i>31.469</i>	<i>31.800</i>	<i>32.362</i>	<i>66.744</i>
Brüt Satış Karı*	11.078.069	1.282.304	5.175.665	2.166.331	1.882.859	7.824.083	17.828.754	32.686.695	39.395.007
İşletme Giderleri*	229.799	288.760	1.360.113	1.523.722	1.831.822	2.019.536	2.489.679	2.928.806	3.193.619
Biyogaz Elektrik Üretim	229.799	288.760	1.307.552	1.349.228	1.484.150	1.517.855	1.553.844	1.587.500	1.622.060
GES Elektrik Üretim Tesisi	--	--	--	--	--	--	76.911	79.302	81.792
Katı Gübre Üretim Tesisi	--	--	26.281	158.994	347.363	470.115	783.525	1.096.935	1.253.639
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	--	--	13.140	15.500	206	15.783	37.700	82.535	118.064
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	--	--	13.140	--	103	15.783	37.700	82.535	118.064
Karbon Satışı	--	--	--	--	--	--	--	--	--
<i>Amortisman Giderleri</i>	<i>335</i>	<i>1.320</i>	<i>9.066</i>	<i>362.894</i>	<i>18.490</i>	<i>17.375</i>	<i>16.072</i>	<i>14.771</i>	<i>13.882</i>
<i>Biyogaz</i>	<i>335</i>	<i>1.320</i>	<i>6.799</i>	<i>317.939</i>	<i>16.033</i>	<i>14.888</i>	<i>13.742</i>	<i>12.597</i>	<i>11.452</i>
<i>GES</i>	--	--	--	--	--	--	--	--	--
<i>Katı Gübre</i>	--	--	<i>2.266</i>	<i>33.139</i>	<i>2.267</i>	<i>2.105</i>	<i>1.943</i>	<i>1.781</i>	<i>1.619</i>
<i>Sıvı Gübre</i>	--	--	--	<i>5.908</i>	--	--	--	--	--
<i>Dökme Sıvı Gübre</i>	--	--	--	<i>5.908</i>	--	--	--	--	--
<i>Sabit Sermaye Yatırımları</i>	--	--	--	--	<i>190</i>	<i>382</i>	<i>386</i>	<i>393</i>	<i>810</i>
FAVÖK	10.848.270	993.544	3.815.552	642.609	51.038	5.804.548	15.339.075	29.757.889	36.201.387
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>77,8%</i>	<i>19,0%</i>	<i>37,2%</i>	<i>14,9%</i>	<i>1,0%</i>	<i>44,4%</i>	<i>61,0%</i>	<i>69,8%</i>	<i>70,7%</i>
VFÖK	10.439.854	595.021	3.059.714	-500.000	-710.867	5.079.951	14.491.043	28.974.335	35.448.082
<i>VFÖK Marjı</i>	<i>74,9%</i>	<i>11,4%</i>	<i>29,8%</i>	<i>-11,6%</i>	<i>-14,6%</i>	<i>38,8%</i>	<i>57,6%</i>	<i>68,0%</i>	<i>69,3%</i>

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç



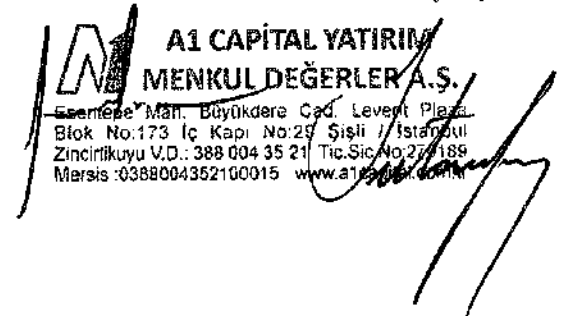
A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esenlepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 270909
Mersis: 0398004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 72									
ARF BİO FAVÖK Projeksiyonu (2030-2038)									
ARF BİO FAVÖK (USD)	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P
Toplam Satış Geliri	55.884.189	65.977.232	73.426.960	73.425.198	73.423.444	73.421.696	73.419.956	73.418.222	73.416.496
Biyogaz Elektrik Üretim	1.805.129	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898
GES Elektrik Üretim Tesisi	443.910	442.135	440.366	438.605	436.850	435.103	433.362	431.629	429.902
Katı Gübre Üretim Tesisi	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	31.047.900	38.499.396	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	9.885.639	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192
Karbon Satışı	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Diğer Satış Gelirleri	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Satışların Maliyeti*	12.753.431	14.116.906	15.051.218	15.338.997	15.633.030	15.933.739	16.240.407	16.554.031	16.874.471
Biyogaz Elektrik Üretim	2.467.658	2.775.824	2.836.199	2.897.886	2.960.915	3.025.315	3.091.116	3.158.347	3.227.041
GES Elektrik Üretim Tesisi	63.918	65.047	66.196	67.365	68.555	69.766	70.998	72.252	73.528
Katı Gübre Üretim Tesisi	5.223.243	5.336.848	5.452.925	5.571.526	5.692.707	5.816.523	5.943.032	6.072.293	6.204.366
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	3.986.063	4.705.155	5.444.358	5.532.790	5.623.145	5.715.465	5.809.794	5.906.174	6.004.650
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	1.012.264	1.234.032	1.251.541	1.269.430	1.287.709	1.306.385	1.325.467	1.344.964	1.364.886
Karbon Satışı	285	0	0	0	0	285	0	0	0
<i>Amortisman Giderleri</i>	<i>676.420</i>	<i>613.549</i>	<i>550.776</i>	<i>488.003</i>	<i>473.592</i>	<i>410.819</i>	<i>420.585</i>	<i>357.812</i>	<i>295.039</i>
<i>Biyogaz</i>	<i>409.875</i>	<i>364.333</i>	<i>318.791</i>	<i>273.250</i>	<i>227.708</i>	<i>182.167</i>	<i>136.625</i>	<i>91.083</i>	<i>45.542</i>
<i>GES</i>	<i>141.111</i>	<i>129.351</i>	<i>117.592</i>	<i>105.833</i>	<i>94.074</i>	<i>82.315</i>	<i>70.555</i>	<i>58.796</i>	<i>47.037</i>
<i>Katı Gübre</i>	<i>41.852</i>	<i>37.201</i>	<i>32.551</i>	<i>27.901</i>	<i>23.251</i>	<i>18.601</i>	<i>13.951</i>	<i>9.300</i>	<i>4.650</i>
<i>Sıvı Gübre</i>	<i>8.051</i>	<i>7.157</i>	<i>6.262</i>	<i>5.368</i>	<i>4.473</i>	<i>3.578</i>	<i>2.684</i>	<i>1.789</i>	<i>895</i>
<i>Dökme Sıvı Gübre</i>	<i>8.051</i>	<i>7.157</i>	<i>6.262</i>	<i>5.368</i>	<i>4.473</i>	<i>3.578</i>	<i>2.684</i>	<i>1.789</i>	<i>895</i>
<i>Sabit Sermaye Yatırımları</i>	<i>67.481</i>	<i>68.350</i>	<i>69.317</i>	<i>70.284</i>	<i>119.613</i>	<i>120.581</i>	<i>194.087</i>	<i>195.054</i>	<i>196.021</i>
Brüt Satış Karı*	43.130.759	51.860.326	58.375.742	58.086.201	57.790.414	57.487.958	57.179.549	56.864.192	56.542.025
İşletme Giderleri*	3.282.572	3.397.978	3.481.489	3.530.881	3.581.396	3.633.061	3.685.905	3.739.955	3.795.241
Biyogaz Elektrik Üretim	1.657.340	1.693.387	1.730.218	1.767.850	1.806.301	1.845.588	1.885.729	1.926.744	1.968.651
GES Elektrik Üretim Tesisi	84.374	87.054	89.837	92.727	95.729	98.848	102.089	105.458	108.960
Katı Gübre Üretim Tesisi	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	143.609	181.949	221.888	226.714	231.645	236.684	241.831	247.091	252.465
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	143.609	181.949	185.906	189.950	194.081	198.302	202.615	207.022	211.525
Karbon Satışı	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Amortisman Giderleri</i>	<i>12.583</i>	<i>11.287</i>	<i>9.991</i>	<i>8.696</i>	<i>7.988</i>	<i>6.692</i>	<i>6.278</i>	<i>4.982</i>	<i>3.687</i>
<i>Biyogaz</i>	<i>10.307</i>	<i>9.162</i>	<i>8.016</i>	<i>6.871</i>	<i>5.726</i>	<i>4.581</i>	<i>3.436</i>	<i>2.290</i>	<i>1.145</i>
<i>GES</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Katı Gübre</i>	<i>1.457</i>	<i>1.295</i>	<i>1.133</i>	<i>972</i>	<i>810</i>	<i>648</i>	<i>486</i>	<i>324</i>	<i>162</i>
<i>Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Dökme Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Sabit Sermaye Yatırımları</i>	<i>819</i>	<i>830</i>	<i>842</i>	<i>853</i>	<i>1.452</i>	<i>1.464</i>	<i>2.356</i>	<i>2.368</i>	<i>2.380</i>
FAVÖK	39.848.187	48.462.347	54.894.253	54.555.321	54.209.018	53.854.896	53.493.644	53.124.236	52.746.784
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>71,3%</i>	<i>73,5%</i>	<i>74,8%</i>	<i>74,3%</i>	<i>73,8%</i>	<i>73,4%</i>	<i>72,9%</i>	<i>72,4%</i>	<i>71,8%</i>
VFÖK	39.159.183	47.837.511	54.333.485	54.058.621	53.727.438	53.437.385	53.066.781	52.761.442	52.448.058
<i>VFÖK Marjı</i>	<i>70,1%</i>	<i>72,5%</i>	<i>74,0%</i>	<i>73,6%</i>	<i>73,2%</i>	<i>72,8%</i>	<i>72,3%</i>	<i>71,9%</i>	<i>71,4%</i>

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç



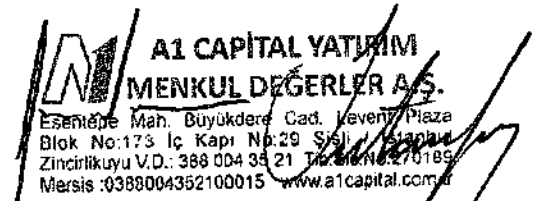
AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:25 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:277189
Mersis :0388004352100015 www.ai19.com.tr

Tablo 73		ARF BİO FAVÖK Projeksiyonu (2039-2046)							
ARF BİO FAVÖK (USD)	2039P	2040P	2041P	2042P	2043P	2044P	2045P	2046P	
Toplam Satış Geliri	73.414.776	73.413.064	73.411.358	73.409.659	73.407.966	73.406.281	73.404.602	73.402.930	
Biyogaz Elektrik Üretim	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	
GES Elektrik Üretim Tesisi	428.183	426.470	424.764	423.065	421.373	419.687	418.009	416.337	
Katı Gübre Üretim Tesisi	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	
Karbon Satışı	-	-	-	-	-	-	-	-	
Diğer Satış Gelirleri	-	-	-	-	-	-	-	-	
Satışların Maliyeti*	17.201.876	17.536.681	17.878.187	18.227.407	18.584.216	18.948.780	19.321.553	19.701.851	
Biyogaz Elektrik Üretim	3.297.229	3.368.944	3.442.219	3.517.087	3.593.584	3.671.744	3.751.605	3.833.202	
GES Elektrik Üretim Tesisi	74.827	76.149	77.494	78.862	80.255	81.673	83.115	84.584	
Katı Gübre Üretim Tesisi	6.339.311	6.477.191	6.618.070	6.762.013	6.909.086	7.059.359	7.212.900	7.369.781	
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	6.105.268	6.208.075	6.313.118	6.420.445	6.530.107	6.642.154	6.756.637	6.873.611	
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	1.385.241	1.406.038	1.427.288	1.449.000	1.471.184	1.493.851	1.517.010	1.540.674	
Karbon Satışı	0	285	0	0	0	0	285	0	
<i>Amortisman Giderleri</i>	<i>280.622</i>	<i>269.830</i>	<i>259.038</i>	<i>248.246</i>	<i>249.213</i>	<i>298.530</i>	<i>299.497</i>	<i>300.464</i>	
<i>Biyogaz</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>GES</i>	<i>35.278</i>	<i>23.518</i>	<i>11.759</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Katı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Dökme Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Sabit Sermaye Yatırımları</i>	<i>245.345</i>	<i>246.312</i>	<i>247.279</i>	<i>248.246</i>	<i>249.213</i>	<i>298.530</i>	<i>299.497</i>	<i>300.464</i>	
Brüt Satış Karı*	56.212.900	55.876.382	55.533.170	55.182.252	54.823.750	54.457.501	54.083.049	53.701.079	
İşletme Giderleri*	3.851.792	3.909.641	3.968.817	4.029.355	4.091.287	4.154.647	4.219.472	4.285.797	
Biyogaz Elektrik Üretim	2.011.469	2.055.218	2.099.919	2.145.593	2.192.259	2.239.941	2.288.660	2.338.438	
GES Elektrik Üretim Tesisi	112.602	116.389	120.329	124.429	128.695	133.136	137.760	142.574	
Katı Gübre Üretim Tesisi	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	257.957	263.567	269.300	275.157	281.142	287.256	293.504	299.888	
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	216.126	220.827	225.629	230.537	235.551	240.674	245.909	251.258	
Karbon Satışı	0	0	0	0	0	0	0	0	
<i>Amortisman Giderleri</i>	<i>2.979</i>	<i>2.990</i>	<i>3.002</i>	<i>3.014</i>	<i>3.026</i>	<i>3.624</i>	<i>3.636</i>	<i>3.648</i>	
<i>Biyogaz</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>GES</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Katı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Dökme Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Sabit Sermaye Yatırımları</i>	<i>2.979</i>	<i>2.990</i>	<i>3.002</i>	<i>3.014</i>	<i>3.026</i>	<i>3.624</i>	<i>3.636</i>	<i>3.648</i>	
FAVÖK	52.361.108	51.966.741	51.564.353	51.152.897	50.732.464	50.302.853	49.863.577	49.415.282	
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>71,3%</i>	<i>70,8%</i>	<i>70,2%</i>	<i>69,7%</i>	<i>69,1%</i>	<i>68,5%</i>	<i>67,9%</i>	<i>67,3%</i>	
VFÖK	52.077.507	51.693.921	51.302.313	50.901.637	50.480.225	50.000.699	49.560.444	49.111.169	
<i>VFÖK Marjı</i>	<i>70,9%</i>	<i>70,4%</i>	<i>69,9%</i>	<i>69,3%</i>	<i>68,8%</i>	<i>68,1%</i>	<i>67,5%</i>	<i>66,9%</i>	

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İfa Giderleri Hariç



AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esenyol Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli İşletme
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 270189
Mersis : 0388004352100015 www.ai1capital.com.tr

Tablo 74		ARF BİO FAVÖK Projeksiyonu (2047-2054)							
ARF BİO FAVÖK (USD)	2047P	2048P	2049P	2050P	2051P	2052P	2053P	2054P	
Toplam Satış Geliri	73.401.265	73.399.606	73.397.954	73.396.309	73.394.670	72.986.594	72.986.594	72.986.594	
Biyogaz Elektrik Üretim	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	
GES Elektrik Üretim Tesisi	414.671	413.012	411.360	409.715	408.076	-	-	-	
Katı Gübre Üretim Tesisi	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	
Karbon Satışı	-	-	-	-	-	-	-	-	
Diğer Satış Gelirleri	-	-	-	-	-	-	-	-	
Satışların Maliyeti*	20.090.706	20.488.013	20.893.955	21.309.004	21.732.499	22.071.536	22.512.277	22.962.605	
Biyogaz Elektrik Üretim	3.916.574	4.001.760	4.088.798	4.177.729	4.268.595	4.361.437	4.456.298	4.553.222	
GES Elektrik Üretim Tesisi	86.078	87.598	89.145	90.720	92.322	0	0	0	
Katı Gübre Üretim Tesisi	7.530.073	7.693.852	7.861.194	8.032.175	8.206.875	8.385.374	8.567.756	8.754.105	
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	6.993.129	7.115.247	7.240.021	7.367.508	7.497.769	7.630.862	7.766.850	7.905.796	
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	1.564.852	1.589.556	1.614.797	1.640.587	1.666.939	1.693.863	1.721.373	1.749.481	
Karbon Satışı	0	0	0	285	0	0	0	0	
<i>Amortisman Giderleri</i>	<i>301.431</i>	<i>302.398</i>	<i>351.710</i>	<i>352.677</i>	<i>353.644</i>	<i>354.605</i>	<i>355.567</i>	<i>404.602</i>	
<i>Biyogaz</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>GES</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Katı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Dökme Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Sabit Sermaye Yatırımları</i>	<i>301.431</i>	<i>302.398</i>	<i>351.710</i>	<i>352.677</i>	<i>353.644</i>	<i>354.605</i>	<i>355.567</i>	<i>404.602</i>	
Brüt Satış Karı*	53.310.558	52.911.593	52.503.999	52.087.304	51.662.171	50.915.058	50.474.316	50.023.989	
İşletme Giderleri*	4.353.660	4.423.100	4.494.155	4.566.867	4.641.277	4.541.422	4.612.932	4.685.996	
Biyogaz Elektrik Üretim	2.389.299	2.441.266	2.494.364	2.548.616	2.604.049	2.660.687	2.718.557	2.777.685	
GES Elektrik Üretim Tesisi	147.589	152.813	158.256	163.929	169.842	0	0	0	
Katı Gübre Üretim Tesisi	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	306.411	313.075	319.884	326.842	333.951	341.214	348.636	356.218	
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	256.722	262.306	268.011	273.840	279.797	285.882	292.100	298.453	
Karbon Satışı	0	0	0	0	0	0	0	0	
<i>Amortisman Giderleri</i>	<i>3.659</i>	<i>3.671</i>	<i>4.270</i>	<i>4.282</i>	<i>4.293</i>	<i>4.305</i>	<i>4.317</i>	<i>4.912</i>	
<i>Biyogaz</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>GES</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Katı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Dökme Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Sabit Sermaye Yatırımları</i>	<i>3.659</i>	<i>3.671</i>	<i>4.270</i>	<i>4.282</i>	<i>4.293</i>	<i>4.305</i>	<i>4.317</i>	<i>4.912</i>	
FAVÖK	48.956.898	48.488.493	48.009.844	47.520.437	47.020.894	46.373.635	45.861.385	45.337.993	
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>66,7%</i>	<i>66,1%</i>	<i>65,4%</i>	<i>64,7%</i>	<i>64,1%</i>	<i>63,5%</i>	<i>62,8%</i>	<i>62,1%</i>	
VFÖK	48.651.807	48.182.424	47.653.864	47.163.479	46.662.957	46.014.725	45.501.501	44.928.478	
<i>VFÖK Marjı</i>	<i>66,3%</i>	<i>65,6%</i>	<i>64,9%</i>	<i>64,3%</i>	<i>63,6%</i>	<i>63,0%</i>	<i>62,3%</i>	<i>61,6%</i>	

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İtfa Giderleri Hariç

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Etiler Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 36 21 Tic Sic No: 270166
 Mersis : 0388004362100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 75		ARF BİO FAVÖK Projeksiyonu (2055-2062)						
ARF BİO FAVÖK (USD)	2055P	2056P	2057P	2058P	2059P	2060P	2061P	2062P
Toplam Satış Geliri	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594
Biyogaz Elektrik Üretim	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898
GES Elektrik Üretim Tesisi	-	-	-	-	-	-	-	-
Katı Gübre Üretim Tesisi	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192
Karbon Satışı	-	-	-	-	-	-	-	-
Diğer Satış Gelirleri	-	-	-	-	-	-	-	-
Satışların Maliyeti*	23.423.012	23.892.857	24.373.212	24.864.015	25.365.493	25.878.162	26.401.407	26.936.323
Biyogaz Elektrik Üretim	4.652.255	4.753.442	4.856.829	4.962.465	5.070.399	5.180.680	5.293.360	5.408.490
GES Elektrik Üretim Tesisi	0	0	0	0	0	0	0	0
Katı Gübre Üretim Tesisi	8.944.506	9.139.049	9.337.824	9.540.921	9.748.436	9.960.465	10.177.105	10.398.457
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	8.047.765	8.192.820	8.341.031	8.492.466	8.647.194	8.805.287	8.966.820	9.131.865
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	1.778.201	1.807.545	1.837.528	1.868.163	1.899.464	1.931.445	1.964.123	1.997.511
Karbon Satışı	285	0	0	0	0	285	0	0
<i>Amortisman Giderleri</i>	<i>405.564</i>	<i>406.525</i>	<i>407.487</i>	<i>456.523</i>	<i>457.484</i>	<i>458.445</i>	<i>459.407</i>	<i>460.368</i>
<i>Biyogaz</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>GES</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Katı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Dökme Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Sabit Sermaye Yatırımları</i>	<i>405.564</i>	<i>406.525</i>	<i>407.487</i>	<i>456.523</i>	<i>457.484</i>	<i>458.445</i>	<i>459.407</i>	<i>460.368</i>
Brüt Satış Karı*	49.563.582	49.093.737	48.613.382	48.122.579	47.621.101	47.108.431	46.585.187	46.050.271
İşletme Giderleri*	4.760.650	4.836.927	4.914.864	4.994.496	5.075.859	5.158.993	5.243.934	5.330.723
Biyogaz Elektrik Üretim	2.838.100	2.899.829	2.962.900	3.027.343	3.093.188	3.160.464	3.229.205	3.299.440
GES Elektrik Üretim Tesisi	0	0	0	0	0	0	0	0
Katı Gübre Üretim Tesisi	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	363.966	371.882	379.971	388.235	396.679	405.307	414.122	423.130
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	304.945	311.577	318.354	325.278	332.353	339.582	346.967	354.514
Karbon Satışı	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Amortisman Giderleri</i>	<i>4.924</i>	<i>4.935</i>	<i>4.947</i>	<i>5.542</i>	<i>5.554</i>	<i>5.566</i>	<i>5.577</i>	<i>5.589</i>
<i>Biyogaz</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>GES</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Katı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Dökme Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Sabit Sermaye Yatırımları</i>	<i>4.924</i>	<i>4.935</i>	<i>4.947</i>	<i>5.542</i>	<i>5.554</i>	<i>5.566</i>	<i>5.577</i>	<i>5.589</i>
FAVÖK	44.802.932	44.256.809	43.698.518	43.128.083	42.545.242	41.949.439	41.341.253	40.719.548
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>61,4%</i>	<i>60,6%</i>	<i>59,9%</i>	<i>59,1%</i>	<i>58,3%</i>	<i>57,5%</i>	<i>56,6%</i>	<i>55,8%</i>
VFÖK	44.392.444	43.845.349	43.286.084	42.666.018	42.082.204	41.485.427	40.876.268	40.253.590
<i>VFÖK Marjı</i>	<i>60,8%</i>	<i>60,1%</i>	<i>59,3%</i>	<i>58,5%</i>	<i>57,7%</i>	<i>56,8%</i>	<i>56,0%</i>	<i>55,2%</i>

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İfa Giderleri Hariç



AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270900
Mersis :0388004352100015 www.aicapital.com.tr



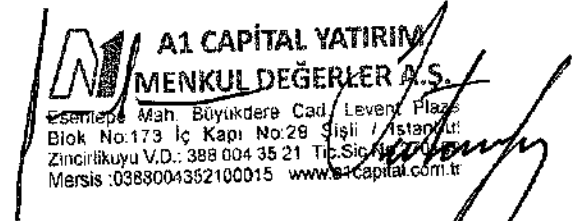
AI Capital

Tablo 76		ARF BİO FAVÖK Projeksiyonu (2063-2067)				
ARF BİO FAVÖK (USD)	2063P	2064P	2065P	2066P	2067P	
Toplam Satış Geliri	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	
Biyogaz Elektrik Üretim	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	2.075.898	
GES Elektrik Üretim Tesisi	-	-	-	-	-	
Katı Gübre Üretim Tesisi	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	12.701.611	
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	45.950.892	
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	12.258.192	
Karbon Satışı	-	-	-	-	-	
Diğer Satış Gelirleri	-	-	-	-	-	
Satışların Maliyeti*	27.482.873	28.041.311	28.612.180	29.194.890	29.790.564	
Biyogaz Elektrik Üretim	5.526.125	5.646.318	5.769.125	5.894.604	6.022.812	
GES Elektrik Üretim Tesisi	0	0	0	0	0	
Katı Gübre Üretim Tesisi	10.624.624	10.855.709	11.091.821	11.333.068	11.579.562	
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	9.300.500	9.472.803	9.648.853	9.828.733	10.012.525	
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	2.031.625	2.066.481	2.102.096	2.138.485	2.175.665	
Karbon Satışı	0	0	285	0	0	
<i>Amortisman Giderleri</i>	<i>509.404</i>	<i>510.366</i>	<i>511.327</i>	<i>512.288</i>	<i>513.250</i>	
<i>Biyogaz</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>GES</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Katı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Dökme Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Sabit Sermaye Yatırımları</i>	<i>509.404</i>	<i>510.366</i>	<i>511.327</i>	<i>512.288</i>	<i>513.250</i>	
Brüt Satış Karı*	45.503.720	44.945.282	44.374.413	43.791.704	43.196.030	
İşletme Giderleri*	5.419.399	5.510.005	5.602.581	5.697.170	5.793.817	
Biyogaz Elektrik Üretim	3.371.203	3.444.526	3.519.445	3.595.993	3.674.205	
GES Elektrik Üretim Tesisi	0	0	0	0	0	
Katı Gübre Üretim Tesisi	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	1.253.639	
Sıvı Gübre Üretim Tesisi	432.333	441.736	451.344	461.160	471.191	
Dökme Sıvı Gübre Tesisi	362.225	370.103	378.153	386.378	394.781	
Karbon Satışı	0	0	0	0	0	
<i>Amortisman Giderleri</i>	<i>6.184</i>	<i>6.196</i>	<i>6.208</i>	<i>6.219</i>	<i>6.231</i>	
<i>Biyogaz</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>GES</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Katı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Dökme Sıvı Gübre</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
<i>Sabit Sermaye Yatırımları</i>	<i>6.184</i>	<i>6.196</i>	<i>6.208</i>	<i>6.219</i>	<i>6.231</i>	
FAVÖK	40.084.321	39.435.277	38.771.832	38.094.534	37.402.213	
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>54,9%</i>	<i>54,0%</i>	<i>53,1%</i>	<i>52,2%</i>	<i>51,2%</i>	
VFÖK	39.568.732	38.918.716	38.254.298	37.576.026	36.882.732	
<i>VFÖK Marjı</i>	<i>54,2%</i>	<i>53,3%</i>	<i>52,4%</i>	<i>51,5%</i>	<i>50,5%</i>	

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Amortisman ve İfa Giderleri Hariç



8.3.2.8 Ticari İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Ticari İşletme Sermayesi, projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilirken Şirket'in Özel Bağımsız Denetçi Raporu'nun bilanço ve gelir tablosu tutarlarına göre 2021, 2022, 2023 ve 2024 yılları ile 30.09.2025 ara döneme ait finansallar tablolarında gerçekleşen ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma, ortalama borç ödeme süreleri, tedarikçilere verilen sipariş avansları ve müşterilerden alınan sipariş avansları incelenmiştir.

Şirket'in Ticari İşletme Sermayesi ihtiyacı, 2021 yılında 11,2 Milyon ABD Doları, 2022 yılında 11,0 Milyon ABD Doları, 2023 yılında 18,8 Milyon ABD Doları ve 2024 yılında 18,9 Milyon ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiştir. 30.09.2025 ara döneminde ise Net İşletme Sermayesi İhtiyacı yaklaşık 14,0 Milyon ABD Doları olarak hesaplanmıştır. Nakit çevirme gün sayısı da 2023'de 538 gün, 2024 yılında 1.596 gün ve 30.09.2025 tarihli ara dönemde ise 844 gün olmuştur. Ticari İşletme Sermayesi hesaplanırken, Özel Bağımsız Denetçi Raporu'nun 2.01 numaralı bölümünde belirtilen dönem sonu ve ortalama ABD Dolar kuru dikkate alınmıştır. Ticari alacaklar, ticari borçlar, stoklar ve avanslar ilgili yıllardaki dönem sonu ABD Dolar kuruna bölünerek ABD Dolarına çevrilirken, Satışların Maliyeti ilgili yıllardaki ortalama ABD Dolar kuruna bölünerek ABD Dolarına çevrilmiştir. Net Satışların ABD Dolarına çevrilmesi işlemi ise Arf Bio'nun faaliyetleri iş kolları bazında ayrıştırılarak gerçekleştirilmiştir. Buna göre, elektrik ve gübre satış hasılatı ortalama kur üzerinden ABD Dolarına çevrilirken, Karbon Geliri ise, fatura tarihindeki ABD Dolar karşılığı hesaplanarak hasılatı dahil edilmiştir. Örneğin, 2024 yılında 1.000.000 ABD doları olan Karbon Geliri yıl sonu kapanış kuruna yakın bir kur düzeyinde (35,2033) faturalandırılarak 35.203.288 TL olarak hasılat yazılmış ve 2024 yılı toplam hasılatın %24,5'ini oluşturmuştur. Şirket karbon sertifikası satışlarını Aralık aylarında gerçekleştirdiğinden, karbon satış geliri yıl sonu kapanış kuruna yakın seviyelerde TL'ye çevrilerek hasılat kaydedilmektedir.

Şirket'in 30.09.2025 itibarıyla 844 gün gibi uzun sayılabilecek bir sürede nakdini çevirebiliyor olması ve dolayısıyla yüksek oranda Ticari İşletme Sermayesine ihtiyaç duyması, karbon gelir tahsilatındaki gecikmeden kaynaklanmaktadır. Yılın son ayında (Aralık) faturalandırılan Karbon Gelirlerinin tahsilatı izleyen yıllarda gerçekleştiğinden, Şirket'in alacak tahsil gün süresi 30.09.2025 itibarıyla 834 gün olarak hesaplanmıştır. Öte yandan, halka arz sonrası elde edilecek kaynakla Şirket'in ticari işletme sermayesi ihtiyacını finanse eder duruma gelmesi ve bu sayede başta gübre üretimi olmak üzere tüm üretim sürecinde ihtiyaç duyduğu hammadde temininde aksama yaşamayacak olması ve bu şekilde satış hacmini ve dolayısıyla ciroyu artırabilme imkanına kavuşacak olması, nakit döngüsüne katkı sağlayacaktır.

Halka arz sonrasında Şirket'in nakit döngüsünde belirgin iyileşme öngörüsüne rağmen, 2025-2067 projeksiyon döneminde Ticari Alacak, Ticari Borç ve Stok Tutma süreleri 2022-2024 yılların kapsayan 3 yıllık dönemin ortalaması olarak "sabit" düzeyde varsayılmıştır. Bu


varsayım altında, 2025-2067 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde Ticari Alacak Tahsil süresi 968 gün, Ticari Borç Ödeme süresi 38 gün, Stok Tutma gün sayısı da 43 gün olarak sabit sürelerde öngörülmüştür.

Şirketin Müşterilerden Aldığı Avans gün süresi 2022-2024 arasında ortalama 8 gün ve Tedarikçilere Verilen Avans gün süresi aynı tarihler arasında ortalama 4 gün olarak hesaplanmış olup, 2025-2067 projeksiyon döneminde bu sürelerde sabit kalacağı varsayılmıştır.

Tablo 77 (ABD Doları)	Ticari İşletme Sermayesi				
	2021	2022	2023	2024	30.09.2025
Net Satışlar	13.936.477	5.240.246	10.251.343	4.307.961	3.957.896
Satışların Maliyeti (SM)	3.266.490	4.355.145	5.822.450	2.921.345	4.006.842
Ticari İşletme Sermayesi	11.174.769	11.048.142	18.786.756	18.860.814	13.985.666
<i>Ticari İşletme Sermayesi Değişim</i>	<i>a.d.</i>	<i>-126.627</i>	<i>7.738.614</i>	<i>74.058</i>	<i>a.d.</i>
<i>Ticari İşletme Sermayesi/Satışlar</i>	<i>80,2%</i>	<i>210,8%</i>	<i>183,3%</i>	<i>437,8%</i>	<i>353,4%</i>
Ticari Alacaklar	11.245.750	11.482.585	18.291.876	19.068.837	13.897.250
Ortalama Ticari Alacaklar Tahsil Süresi (Gün)	295	792	530	1.583	834
Ortalama Ticari Alacak Devir Hızı	1,24	0,46	0,69	0,23	0,44
Ticari Alacaklar / Net Satışlar	80,7%	219,1%	178,4%	442,6%	228,4%
Ticari Borçlar	99.057	577.966	242.562	677.594	667.532
Ortalama Borç Ödeme Süresi (Gün)	11	27	24	64	51
Ortalama Borç Devir Hızı	33,84	13,59	15,28	5,68	7,14
Ticari Borçlar / SM	3,0%	13,3%	4,2%	23,2%	14,8%
Stoklar	85.883	330.794	777.483	469.196	721.988
Ortalama Stok Tutma Süresi (Gün)	10	17	35	78	58
Ortalama Stok Devir Hızı	38,03	20,90	10,51	4,69	6,25
Stoklar / SM	2,6%	7,6%	13,4%	16,1%	16,0%
Müşterilerden Alınan Avanslar	133.116	219.737	70.797	50.597	14.565
Ortalama Alınan Avans Süresi (Gün)	3	12	5	5	1
Alınan Avans / Net Satışlar	1,0%	4,2%	0,7%	1,2%	0,2%
Tedarikçilere Verilen Avanslar	75.309	32.465	30.756	50.972	48.525
Ortalama Verilen Avans Süresi (Gün)	8	5	2	5	4
Verilen Avans / SM	2,3%	0,7%	0,5%	1,7%	1,9%
Nakit Çevirme Süresi (Gün)	298	774	538	1.596	844

Kaynak : Özel Bağımsız Denetçi Raporu, Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları
a.d: Anlamlı Değil

Bu varsayımlar altında Net İşletme Sermayesi projeksiyonu aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

 **A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blk No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic. 291100
Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr



AI Capital

Tablo 78		Ticari İşletme Sermayesi Projeksiyonları (2024-2030)						
(ABD Doları)		2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Ticari İşletme Sermayesi		18.860.814	12.145.699	23.735.976	50.499.901	89.200.070	123.732.192	141.580.409
	/Hasılat	437,8%	249,9%	181,4%	200,7%	209,2%	241,8%	253,3%
Ticari Alacaklar		19.068.837	12.159.430	23.803.184	50.722.525	89.668.561	124.417.415	142.371.518
	Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	1.583	968	968	968	968	968	968
Ticari Borçlar		677.594	348.851	509.008	742.235	989.042	1.220.626	1.366.566
	Ort. Ödeme Süresi (Gün)	64	38	38	38	38	38	38
Stoklar		469.196	394.558	575.699	839.484	1.118.629	1.380.555	1.545.616
	Stok Çevirme (Gün)	78	43	43	43	43	43	43
Müşteri Avansları		50.597	94.633	185.253	394.757	697.862	968.301	1.108.032
	Alınan Avans Süresi (Gün)	5	8	8	8	8	8	8
Tedarikçi Avansları		50.972	35.196	51.354	74.884	99.785	123.149	137.873
	Verilen Avans Süresi (Gün)	5	4	4	4	4	4	4
Ticari İşletme Sermayesi Değişimi		74.058	-6.715.115	11.590.277	26.763.925	38.700.169	34.532.122	17.848.217
	/Hasılat	1,7%	-138,1%	88,6%	106,4%	90,8%	67,5%	31,9%

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 79		Ticari İşletme Sermayesi Projeksiyonları (2031-2037)						
(ABD Doları)		2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P
Ticari İşletme Sermayesi		161.137.187	183.303.823	194.151.794	194.153.318	194.155.018	193.096.218	194.159.531
	/Hasılat	244,2%	249,6%	264,4%	264,4%	264,4%	263,0%	264,5%
Ticari Alacaklar		162.054.492	184.370.302	195.287.825	195.283.149	195.278.493	194.206.784	195.269.235
	Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	968	968	968	968	968	968	968
Ticari Borçlar		1.482.944	1.588.603	1.655.076	1.681.650	1.708.905	1.728.601	1.767.972
	Ort. Ödeme Süresi (Gün)	38	38	38	38	38	38	38
Stoklar		1.677.243	1.796.745	1.871.928	1.901.983	1.932.810	1.955.086	1.999.616
	Stok Çevirme (Gün)	43	43	43	43	43	43	43
Müşteri Avansları		1.261.219	1.434.895	1.519.863	1.519.827	1.519.790	1.511.450	1.519.718
	Alınan Avans Süresi (Gün)	8	8	8	8	8	8	8
Tedarikçi Avansları		149.615	160.275	166.981	169.662	172.412	174.399	178.371
	Verilen Avans Süresi (Gün)	4	4	4	4	4	4	4
Ticari İşletme Sermayesi Değişimi		19.556.778	22.166.636	10.847.971	1.524	1.700	-1.058.800	1.063.313
	/Hasılat	29,6%	30,2%	14,8%	0,0%	0,0%	-1,4%	1,4%

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 80		Ticari İşletme Sermayesi Projeksiyonları (2038-2044)						
(ABD Doları)		2038P	2039P	2040P	2041P	2042P	2043P	2044P
Ticari İşletme Sermayesi		194.161.176	194.163.598	193.105.828	194.170.334	194.174.013	194.178.041	193.121.899
	/Hasılat	264,5%	264,5%	263,0%	264,5%	264,5%	264,5%	263,1%
Ticari Alacaklar		195.264.634	195.260.051	194.188.517	195.250.940	195.246.412	195.241.902	194.170.540
	Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	968	968	968	968	968	968	968
Ticari Borçlar		1.794.751	1.824.803	1.848.193	1.892.826	1.928.064	1.964.726	1.994.404
	Ort. Ödeme Süresi (Gün)	38	38	38	38	38	38	38
Stoklar		2.029.904	2.063.892	2.090.347	2.140.828	2.180.682	2.222.149	2.255.715
	Stok Çevirme (Gün)	43	43	43	43	43	43	43
Müşteri Avansları		1.519.683	1.519.647	1.511.307	1.519.576	1.519.541	1.519.506	1.511.168
	Alınan Avans Süresi (Gün)	8	8	8	8	8	8	8
Tedarikçi Avansları		181.073	184.105	186.465	190.968	194.523	198.222	201.216
	Verilen Avans Süresi (Gün)	4	4	4	4	4	4	4
Ticari İşletme Sermayesi Değişimi		1.645	2.422	-1.057.770	1.064.506	3.679	4.028	-1.056.142
	/Hasılat	0,0%	0,0%	-1,4%	1,5%	0,0%	0,0%	-1,4%

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 81		Ticari İşletme Sermayesi Projeksiyonları (2045-2051)						
(ABD Doları)		2045P	2046P	2047P	2048P	2049P	2050P	2051P
Ticari İşletme Sermayesi		194.188.188	194.192.987	194.198.001	193.142.020	194.209.295	194.215.585	194.221.516
	/Hasılat	264,5%	264,6%	264,6%	263,1%	264,6%	264,6%	264,6%
Ticari Alacaklar		195.232.937	195.228.481	195.224.043	194.152.848	195.215.220	195.210.834	195.206.467
	Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	968	968	968	968	968	968	968
Ticari Borçlar		2.046.839	2.086.598	2.127.204	2.156.855	2.213.654	2.259.535	2.303.796
	Ort. Ödeme Süresi (Gün)	38	38	38	38	38	38	38
Stoklar		2.315.020	2.359.989	2.405.915	2.439.451	2.503.691	2.555.584	2.605.644
	Stok Çevirme (Gün)	43	43	43	43	43	43	43
Müşteri Avansları		1.519.436	1.519.401	1.519.367	1.511.030	1.519.298	1.519.264	1.519.230
	Alınan Avans Süresi (Gün)	8	8	8	8	8	8	8
Tedarikçi Avansları		206.506	210.517	214.614	217.606	223.336	227.965	232.431
	Verilen Avans Süresi (Gün)	4	4	4	4	4	4	4
Ticari İşletme Sermayesi Değişimi		1.066.289	4.799	5.013	-1.055.981	1.067.275	6.290	5.931
	/Hasılat	1,5%	0,0%	0,0%	-1,4%	1,5%	0,0%	0,0%

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 82		Ticari İşletme Sermayesi Projeksiyonları (2052-2058)						
(ABD Doları)		2052P	2053P	2054P	2055P	2056P	2057P	2058P
Ticari İşletme Sermayesi		192.631.826	193.161.342	193.172.835	193.184.568	192.140.237	193.207.581	193.220.052
	/Hasılat	263,9%	264,7%	264,7%	264,7%	263,3%	264,7%	264,7%
Ticari Alacaklar		193.597.893	194.118.947	194.118.947	194.118.947	193.058.188	194.118.947	194.118.947
	Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	968	968	968	968	968	968	968
Ticari Borçlar		2.331.244	2.385.218	2.434.775	2.485.368	2.520.607	2.584.597	2.638.371
	Ort. Ödeme Süresi (Gün)	38	38	38	38	38	38	38
Stoklar		2.636.688	2.697.734	2.753.784	2.811.006	2.850.863	2.923.236	2.984.056
	Stok Çevirme (Gün)	43	43	43	43	43	43	43
Müşteri Avansları		1.506.711	1.510.766	1.510.766	1.510.766	1.502.510	1.510.766	1.510.766
	Alınan Avans Süresi (Gün)	8	8	8	8	8	8	8
Tedarikçi Avansları		235.200	240.645	245.645	250.749	254.305	260.761	266.186
	Verilen Avans Süresi (Gün)	4	4	4	4	4	4	4
Ticari İşletme Sermayesi Değişimi		-1.589.690	529.516	11.493	11.733	-1.044.331	1.067.344	12.471
	/Hasılat	-2,2%	0,7%	0,0%	0,0%	-1,4%	1,5%	0,0%

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 83		Ticari İşletme Sermayesi Projeksiyonları (2059-2065)						
(ABD Doları)		2059P	2060P	2061P	2062P	2063P	2064P	2065P
Ticari İşletme Sermayesi		193.232.781	192.189.205	193.257.864	193.270.811	193.284.629	192.242.457	193.312.550
	/Hasılat	264,8%	263,3%	264,8%	264,8%	264,8%	263,4%	264,9%
Ticari Alacaklar		194.118.947	193.058.188	194.118.947	194.118.947	194.118.947	193.058.188	194.118.947
	Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	968	968	968	968	968	968	968
Ticari Borçlar		2.693.259	2.731.756	2.801.419	2.857.244	2.916.828	2.961.379	3.037.222
	Ort. Ödeme Süresi (Gün)	38	38	38	38	38	38	38
Stoklar		3.046.135	3.089.676	3.168.467	3.231.606	3.298.996	3.349.385	3.435.165
	Stok Çevirme (Gün)	43	43	43	43	43	43	43
Müşteri Avansları		1.510.766	1.502.510	1.510.766	1.510.766	1.510.766	1.502.510	1.510.766
	Alınan Avans Süresi (Gün)	8	8	8	8	8	8	8
Tedarikçi Avansları		271.724	275.608	282.636	288.268	294.279	298.774	306.426
	Verilen Avans Süresi (Gün)	4	4	4	4	4	4	4
Ticari İşletme Sermayesi Değişimi		12.729	-1.043.576	1.068.659	12.946	13.818	-1.042.172	1.070.093
	/Hasılat	0,0%	-1,4%	1,5%	0,0%	0,0%	-1,4%	1,5%

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 84	Ticari İşletme Sermayesi Projeksiyonları	2066P	2067P
(ABD Doları)			
Ticari İşletme Sermayesi		193.326.662	193.341.077
	/Hasılat	264,9%	264,9%
Ticari Alacaklar		194.118.947	194.118.947
	Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	968	968
Ticari Borçlar		3.098.071	3.160.227
	Ort. Ödeme Süresi (Gün)	38	38
Stoklar		3.503.987	3.574.287
	Stok Çevirme (Gün)	43	43
Müşteri Avansları		1.510.766	1.510.766
	Alınan Avans Süresi (Gün)	8	8
Tedarikçi Avansları		312.565	318.836
	Verilen Avans Süresi (Gün)	4	4
	Ticari İşletme Sermayesi Değişimi	14.112	14.415
	/Hasılat	0,0%	0,0%

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

8.3.2.9 İndirgeme Oranı

İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımına göre Şirket değeri, faaliyette bulunduğu sürece yaratılması beklenen nakit akımları toplamının bugünkü değeridir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gereklidir. Değerleme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.30 maddesinin (b) bendinde belirtildiği üzere, işletme değerlemelerinde yaygın olarak “Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)” yöntemi kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır.

AOSM = Özsermaye Maliyeti * (1 – Finansal Borçluluk Oranı) + Vergi sonrası borçlanma maliyeti * Finansal Borçluluk Oranı

Özsermaye Maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$R_e = R_f + [\beta \times (R_m - R_f)]$$

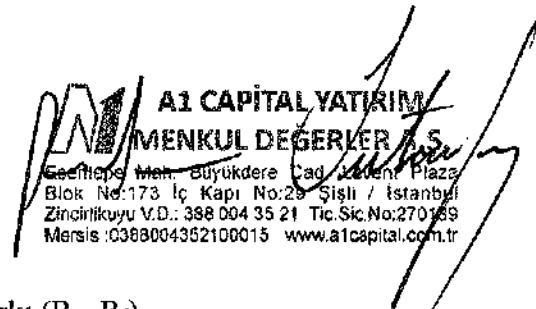
R_e = Özsermaye Maliyeti

R_f = Risksiz Getiri Oranı

R_m = Piyasada Beklenen Getiri Oranı

Risk Primi = Piyasada Beklenen Getiri ile Risksiz Faiz Oranı Farkı ($R_m - R_f$)

β (Beta) = İşlem gören menkul kıymetlerin işlem gördükleri piyasaya göre risk seviyesi



A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Gecitçepe Mah. Büyükdere Cad. Akmerkez Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270 369
 Mersis :0388004362100015 www.a1capital.com.tr

Özel Bağımsız Denetçi Raporu'nun 2 numaralı dip notunda belirtildiği üzere, Şirket'in fonksiyonel para birimi ABD Doları'dır ("USD"). Şirketin finansal durumu ve faaliyet sonuçları, geçerli para birimi olan USD cinsinden sunulmuştur. Buna bağlı olarak, İndirgeme Oranı olarak kullanılan Özsermaye Maliyeti'nin hesaplanmasında;

Risksiz Getiri Oranı (R_f): UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.31 maddesi (e) bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın ömrü ile en tutarlı risksiz getiri oranı olarak Eurobond piyasasında işlem gören en uzun vadeli US900123CM05 ISIN kodlu 11 Mayıs 2047 vadeli (TURKEY 5 ¼ 05/11/2047 Corp) Eurobond seçilmiştir. İşbu Fiyat Tespit Rapor tarihi olan 19.11.2025'ten bir iş günü öncesinde (18.11.2025) yukarıda tanımlanan tahvilin piyasa kapanış oranı %7,54 seviyesinde belirlenmiştir. İhtiyatlılık ilkesi gereği, risksiz faiz oranı projeksiyon dönemi boyunca %7,60 seviyesinde sabit varsayılmıştır.

Risk Primi (R_m-R_f): New York Üniversitesi Stern School of Business Prof Dr. Aswath Damodaran tarafından ülkelerin sermaye piyasaları risk prim düzeylerine yönelik olarak yapılan çalışmanın Temmuz 2025'de güncellenmiş versiyonuna¹⁰ göre, Türkiye'nin CDS bazında ülke risk primi %5,46 ve sermaye piyasaları risk primi de %9,67 olarak hesaplanırken, kredi notu bazlı ülke risk primi ise %6,66 ve sermaye piyasaları risk primi de %10,87 olarak hesaplanmıştır. Bu hesaplamalar yapılırken, Moody's tarafından B1 ve S&P tarafından BB- olarak belirlenen Türkiye'nin kredi notları dikkate alınmıştır. Bu oranlar esas alınarak, indirgenme oranının belirlenmesinde kullanılan ülke risk primi %6,00 seviyesinde varsayılmış ve bu oranda hesaplamalara dahil edilmiştir. Türkiye'nin Ülke Risk Primine ilaveten Şirket Risk Primi olarak da 1 puanlık bir Spesifik Risk Primi eklenmiştir.

Bu şekilde Türk Sermaye Piyasalarının Risk Primi %7,00 olarak hesaplanmış ve 2025-2067 yılları için %7,00 seviyesinde sabit varsayılmıştır. Bu şekilde, Tablo 87'de belirlenen risksiz faiz oranına 2025-2067 projeksiyon dönemi boyunca toplamda 7,00 puan risk primi ilave edilmiş ve dolayısıyla, UDS 400 / 60.5 / b bendinde yer alan "ilave risklerle düzeltilmiş risksiz getiri oranı" ifadesi karşılanmıştır.

Beta (B): Pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan oranıdır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi, bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilişkilidir.

- Beta = 0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir; risk düzeyi sıfırdır.
- Beta = 1 ise; hisse senedi piyasa ile aynı yönde ve aynı oranda değişim gösterir.
- Beta > 1 ise; beklenen getiri daha çok risklidir.
- Beta < 1 ise; beklenen getiri daha az risklidir.

¹⁰ <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/?C=M;O=A>

Pratikte Beta hesaplaması mümkün olmakla birlikte, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamaması nedeniyle paya özgü Beta hesabı yapılamayacağından işbu fiyat tespit raporunda gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında Beta (β) = 1 kabul edilmiştir.

Borçluluk Oranı: Arf Bio'nun 30.09.2025 tarihli Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş bilançosuna göre Şirket'in toplam finansal borcu **348.879.662 TL** olarak hesaplanmıştır. İşbu Rapor itibarıyla Şirket'in 30.09.2025 tarihli finansal tabloları bazında finansman yapısı ve borçluluk durumu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 85 (TL)	Finansal Borçluluk Durumu			
	2022	2023	2024	30.09.2025
+Kısa Vadeli Finansal Borçlar	13.082.869	18.712.980	89.185.502	84.734.337
- Banka Kredileri	13.069.175	16.889.431	86.789.155	82.519.983
- Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	13.694	1.525.105	331.768	0
- Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	0	155.934	474.881	432.579
- Diğer	0	142.510	1.589.698	1.781.775
+Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	32.713.194	48.330.960	52.131.259	122.308.815
- Banka Kredileri	32.713.194	48.330.960	52.131.259	122.308.815
+Uzun Vadeli Finansal Borçlar	94.004.515	114.432.378	100.334.169	141.836.510
- Banka Kredileri	94.004.515	113.951.269	99.559.996	141.386.128
- Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	0	181.634	0	0
- Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	0	299.475	774.173	450.382
= Toplam Finansal Borçlar*	139.800.578	181.476.318	241.650.930	348.879.662
Özkaynaklar	444.618.986	988.138.579	1.207.585.365	1.278.047.638
Özkaynaklar + Finansal Borçlar Toplamı	584.419.464	1.169.614.897	1.449.236.295	1.626.927.300
Finansal Borçluluk Oranı**	23,92%	15,52%	16,67%	21,44%

Kaynak: Özel Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Finansal Borçların hesaplanmasında Banka Kredilerinden kaynaklanan yükümlülükler dahil edilmiştir.

** : Finansal Borçlar toplamı, Özkaynaklar, KV ve UV Finansal Borçlar Toplamına bölünerek hesaplanmıştır.

Öte yandan, 30.09.2025 tarihi itibarıyla Şirket toplam 6.492.259 TL tutarında nakit durumu ve İlişkili Taraflara Ticari Olmayan Diğer Borç tutarı (57.798.433 TL) ile **400.185.836 TL (9.643.404 ABD Doları)** tutarında net finansal borç pozisyonundadır.

Tablo 86 (TL)	Net Nakit Pozisyonu			
	2022	2023	2024	30.09.2025
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	13.082.869	18.712.980	89.185.502	84.734.337
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	32.713.194	48.330.960	52.131.259	122.308.815
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	94.004.515	114.432.378	100.334.169	141.836.510
= Toplam Finansal Borçlar	139.800.578	181.476.318	241.650.930	348.879.662
Artı: İlişkili Taraflara Ticari Olmayan Diğer Borçlar	40.081.969	139.427.528	158.885.156	57.798.433
Eksi: Nakit Durumu	33.964.000	19.661.273	1.463.492	6.492.259
Net Finansal Borç (Nakit)	145.918.547	301.242.573	399.072.594	400.185.836

Kaynak: Özel Bağımsız Denetçi Raporu*, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No: 173 İç Kapı No: 29/ Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 270903
 Mersis : 0388004352100015 www.arfcapital.com.tr

Tablo 87 (ABD Doları)	Net Nakit Pozisyonu			
	2022	2023	2024	30.09.2025
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	699.682	635.670	2.532.003	2.041.870
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	1.749.528	1.641.777	1.480.022	2.947.314
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	5.027.436	3.887.207	2.848.517	3.417.879
= Toplam Finansal Borçlar	7.476.646	6.164.654	6.860.542	8.407.063
Artı: İlişkili Taraflara Ticari Olmayan Diğer Borçlar	2.143.616	4.736.279	4.510.797	1.392.787
Eksi: Nakit Durumu	1.816.422	667.883	41.549	156.446
Net Finansal Borç (Nakit)	7.803.840	10.233.050	11.329.790	9.643.404


Kaynak: Özel Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Kurumlar Vergisi: Torba Kanun olarak bilinen 7456 Sayılı 06.02.2023 Tarihinde Meydana Gelen Depremlerin Yol Açtığı Ekonomik Kayıpların Telifisi için Ek Motorlu Taşıtlar Vergisi İhdası ile Bazı Kanunlarda ve 375 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun 15.07.2023 Tarih ve 32249 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır¹¹. Yapılan düzenleme ile %20 olarak uygulanan kurumlar vergisi oranı %5 puanlık artışla %25 (banka ve finans kurumlar için %30) olarak belirlenmiştir. Bu oran 01.10.2023 tarihinden itibaren verilecek beyannamelerden başlamak üzere kurumların 2023 ve izleyen yıllar kazançları için geçerli olacaktır. Bununla birlikte, kurumlar vergisi oranına ilişkin yapılan bir diğer değişiklik ise ihracattan elde edilen kazançlara ilişkin uygulanan indirim oranının artırılması olmuştur. Buna göre, ihracattan elde edilen kazançlara uygulanan 1 puanlık indirim 5 puana çıkarılmıştır. Dolayısıyla ihracattan elde edilen kazançlar için %20; imalattan elde edilen kazançlar için ise %24 kurumlar vergisi oranı uygulanacaktır.

Son düzenleme kapsamında kurumlar vergisi oranı %25 seviyesinde AOSM hesaplamalarında uygulanmıştır. Ayrıca, gelir tablosu ve nakit akımı projeksiyonlarında aynı kurumlar vergisi oranı (%25) kullanılmıştır. Öte yandan, ihracat yapan kurumların münhasıran ihracattan elde ettikleri kazançlarına uygulanan 5 puanlık Kurumlar Vergisi indirimi, Şirket'in Yurt Dışı Satışlarının ihmal edilebilir tutarda olmasından dolayı İNA projeksiyonlarında dikkate alınmamıştır.

Borçlanma Maliyeti: İhtiyatlılık ilkesi gereği Şirket'in ABD Doları cinsi borçlanma maliyeti yukarıda ISIN kodu belirtilen tahvil faizinin işbu Fiyat Tespit Rapor tarihinden bir iş günü önceki piyasa kapanış oranının 1 puan üzerinde varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca bu seviyesinde sabit tutularak AOSM'ye yansıtılmıştır. İNA Projeksiyonlarında kullanılan AOSM ABD Doları bazında 12,85% oranında hesaplanmış olup, 2025-2067 projeksiyon dönemi boyunca seviyesinde sabit varsayılmıştır.

$$\begin{aligned} \text{Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti} &= (7,60\% + 1,00\%) * (1-0,25) \\ &= 6,45\% \end{aligned}$$

**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esenyurt, Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 272245
Mersis: 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

¹¹ <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2023/07/20230715-2.pdf>

olarak hesaplanmaktadır.

Özsermaye Maliyeti

$$R_e = R_f + (\beta * Risk\ Primi) = 7,60\% + 1 * (1,00\% + 6,00\%) = 14,60\% \text{ olarak hesaplanmıştır.}$$

Netice itibarıyla, 2025 yılı için

AOSM = Özsermaye Maliyeti * (1 – Borçluluk oranı) + Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti * Borçluluk Oranı

$$= 14,60\% * (1 - 0,2144) + 6,45\% * 0,2144$$

$$= 0,1146976 + 0,0138288$$


$$= 12,85\%$$

olarak hesaplanmıştır.

Tablo 88 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)		
AOSM Bileşenleri	Hesaplama Yöntemi	2025-2067
Risksiz Faiz Oranı	F	7,60%
Spesifik Risk Primi	S	1,00%
Türkiye Risk Primi	R	6,00%
Beta (β)	B	1,00
Kurumlar Vergisi Oranı	V	25,0%
Borçlanma Maliyeti	BM	8,60%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	VSBM = BM * (1-V)	6,45%
Sermaye Maliyeti	SM = F + (S+R) * B	14,60%
Finansal Borçluluk Oranı ¹	FBO = [D / (D + E)]	21,44%
AOSM	= SM*(1-FBO)+VSBM*FBO	12,85%

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

1: D, finansal borcu; E özkaynak tutarını göstermektedir.

 **AI CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270148
 Mersis :0398004352100015 www.aicapital.com.tr

8.3.2.10 İNA Projeksiyonları

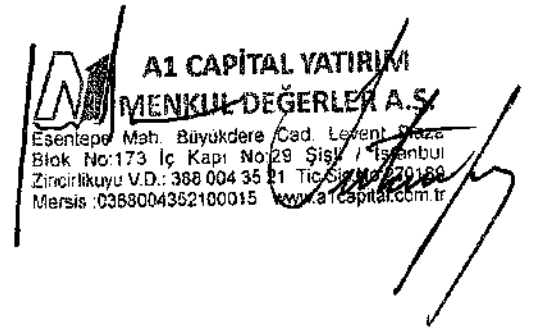
Arf Bio'nun 2025 – 2067 döneminde elde edeceği serbest nakit akımlarının toplam değeri Şirket'in Firma Değerini ifade etmektedir. Firma Değerinden 30.09.2025 tarihi itibarıyla Şirket bilançosunda yer alan **9.643.404** ABD Doları seviyesindeki düzeltilmiş net finansal borcun¹² düşülmesi suretiyle Firma Değerine ulaşılmaktadır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değer hesabı yapılmamıştır.

Halka arz edilecek Şirket'in tahminleri, kısmen Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir. 2025 –2067 tahmin dönemine ilişkin tahmin ettiğimiz “serbest nakit akışlarının toplamını” söz konusu tahmin döneminde belirlediğimiz indirgeme oranı ile bugüne indirgenmiş değeri ile Firma Değerine ulaşmaktayız. Söz konusu Firma değerinden Şirket'in net finansal borç pozisyonu çıkarılarak Şirketin Hedef Özsermaye (Piyasa) Değerini hesaplamaktayız. Hedef Özsermaye (Piyasa) Değeri Şirketin ödenmiş sermaye tutarına oranlanarak, Şirketin halka arz öncesi Hedef Pay Fiyatına ulaşılmıştır.

Şirket'e ait 2025 – 2067 tahmin dönemine ilişkin İNA projeksiyonumuz Tablo 90-95'te gösterilmektedir. Firmaya ait Serbest Nakit Akımları İşbu Fiyat Tespit Rapor tarihine (19.11.2025) indirgenerek İNA Yaklaşımına dahil edilmiştir. Her bir projeksiyon yılına ait İndirgeme Faktörü aşağıdaki yöntem ile hesaplanmıştır.

$$\text{İndirgeme Faktörü} = 1 / [(1 + \text{AOSM})^{((\text{Değerleme Rapor Tarihi} - \text{Projeksiyon Yıl Sonu}) / \text{Takvim Yılı Gün Sayısı})]$$

Projeksiyon dönemleri itibarı ile indirgeme faktörü aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

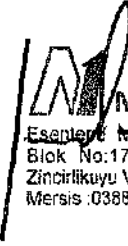


¹² Tablo 87

Tablo 89 İndirgeme Faktörü			
Projeksiyon Dönemi	Gün Sayısı	AOSM	İndirgeme Faktörü
01.10.31.12.2025*	91	12,85%	0,9457
2026	407	12,85%	0,8739
2027	772	12,85%	0,7743
2028	1.138	12,85%	0,6866
2029	1.503	12,85%	0,6078
2030	1.868	12,85%	0,5377
2031	2.233	12,85%	0,4763
2032	2.599	12,85%	0,4238
2033	2.964	12,85%	0,3736
2034	3.329	12,85%	0,3309
2035	3.694	12,85%	0,2932
2036	4.060	12,85%	0,2615
2037	4.425	12,85%	0,2300
2038	4.790	12,85%	0,2037
2039	5.155	12,85%	0,1804
2040	5.521	12,85%	0,1614
2041	5.886	12,85%	0,1415
2042	6.251	12,85%	0,1254
2043	6.616	12,85%	0,1111
2044	6.982	12,85%	0,0996
2045	7.347	12,85%	0,0871
2046	7.712	12,85%	0,0772
2047	8.077	12,85%	0,0684
2048	8.443	12,85%	0,0615
2049	8.808	12,85%	0,0536
2050	9.173	12,85%	0,0475
2051	9.538	12,85%	0,0421
2052	9.904	12,85%	0,0379
2053	10.269	12,85%	0,0330
2054	10.634	12,85%	0,0292
2055	10.999	12,85%	0,0259
2056	11.365	12,85%	0,0234
2057	11.730	12,85%	0,0203
2058	12.095	12,85%	0,0180
2059	12.460	12,85%	0,0159
2060	12.826	12,85%	0,0144
2061	13.191	12,85%	0,0125
2062	13.556	12,85%	0,0111
2063	13.921	12,85%	0,0098
2064	14.287	12,85%	0,0089
2065	14.652	12,85%	0,0077
2066	15.017	12,85%	0,0068
2067	15.382	12,85%	0,0060

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları


* : Gün sayısı Rapor tarihi itibarıyla hesaplanmıştır

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sic No: 270168
 Mersis :0368004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 90-95'te yer alan İNA projeksiyonunda serbest nakit akımlarının (S.N.A) bugünkü değeri hesaplanmıştır. Net bugünkü değer hesabı, şirketin projeksiyon dönemi boyunca yıllar itibarı ile elde edeceği "Serbest Nakit Akımlarının" ilgili projeksiyon yılına ait "indirgeme oranı" ile çarpılması sonucunda elde edilen indirgenmiş serbest nakit akımlarının toplamından oluşmaktadır. Gelecekteki nakit akışları hesaplanırken, Şirketin Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

Faaliyet Karı * (1-Vergi) + Amortisman – İşletme Sermayesindeki Değişim – Yatırım Harcamaları

Bu yöntemle hesaplanan operasyonel Serbest Nakit Akımlarının AOSM oranı ile işbu Rapor tarihine indirgediğimiz değerlerinin 2025 - 2067 projeksiyon dönemindeki toplamı Firma Değerini (119.155.977 ABD Doları) ifade etmektedir. Firma değerinden Şirket'in 9.643.404 ABD Doları olan net finansal borç pozisyonunu düşüldüğünde Şirketin Hedef Özsermaye (Piyasa) Değeri 109.512.573 ABD Doları olarak hesaplanmaktadır.

 **AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 34 21 Tic Sic No: 272414
Mersis :0388004352100015 www.ai-capital.com.tr

Tablo 90	İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Modeli (2021-2028)							
	Gerçekleşme			Tahmin	İNA Modelinde Kullanılan Projeksiyon			
(ABD Doları)	2022	2023	2024	2025T	01.10.25-31.12.25P	2026P	2027P	2028P
Net Satışlar	5.240.246	10.251.343	4.307.961	4.860.783	902.887	13.087.863	25.159.149	42.640.129
<i>Yıllık Büyüme</i>	<i>a.d</i>	<i>95,6%</i>	<i>-58,0%</i>	<i>12,8%</i>	<i>-57,6%</i>	<i>169,3%</i>	<i>92,2%</i>	<i>69,5%</i>
Satışların Maliyeti (SM)	4.355.145	5.822.450	2.921.345	3.721.338	-285.504	5.971.001	8.162.356	10.722.216
<i>SM /Net Satışlar</i>	<i>a.d</i>	<i>56,8%</i>	<i>-49,8%</i>	<i>76,6%</i>	<i>-31,6%</i>	<i>45,6%</i>	<i>32,4%</i>	<i>25,1%</i>
Brüt Kar	885.101	4.428.893	1.386.616	1.139.445	1.188.391	7.116.861	16.996.793	31.917.913
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>16,9%</i>	<i>43,2%</i>	<i>32,2%</i>	<i>23,4%</i>	<i>131,6%</i>	<i>54,4%</i>	<i>67,6%</i>	<i>74,9%</i>
Esas Faaliyet Giderleri	290.080	1.369.179	1.886.616	1.850.312	686.510	2.036.910	2.505.751	2.943.578
<i>/ Net Satışlar</i>	<i>5,5%</i>	<i>13,4%</i>	<i>43,8%</i>	<i>38,1%</i>	<i>76,0%</i>	<i>15,6%</i>	<i>10,0%</i>	<i>6,9%</i>
<i>Yıllık Büyüme</i>	<i>a.d</i>	<i>372,0%</i>	<i>37,8%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>50,3%</i>	<i>10,1%</i>	<i>23,0%</i>	<i>17,5%</i>
Ar-ge Teşvik Geliri	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>/ Net Satışlar</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)	595.021	3.059.714	-500.000	-710.867	501.880	5.079.951	14.491.043	28.974.335
<i>VFÖK Marjı</i>	<i>11,4%</i>	<i>29,8%</i>	<i>-11,6%</i>	<i>-14,6%</i>	<i>55,6%</i>	<i>38,8%</i>	<i>57,6%</i>	<i>68,0%</i>
FAVÖK	993.544	3.815.552	642.609	51.038	540.024	5.804.548	15.339.075	29.757.889
<i>Yıllık Büyüme</i>	<i>a.d</i>	<i>284,0%</i>	<i>-83,2%</i>	<i>-92,1%</i>	<i>-61,4%</i>	<i>11273,1%</i>	<i>164,3%</i>	<i>94,0%</i>
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>19,0%</i>	<i>37,2%</i>	<i>14,9%</i>	<i>1,0%</i>	<i>59,8%</i>	<i>44,4%</i>	<i>61,0%</i>	<i>69,8%</i>
Amortisman Gideri	398.523	755.838	1.142.609	761.905	38.144	724.597	848.032	783.554
<i>/Net Satışlar</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,4%</i>	<i>26,5%</i>	<i>15,7%</i>	<i>4,2%</i>	<i>5,5%</i>	<i>3,4%</i>	<i>1,8%</i>
Ticari İşletme Sermayesi	11.048.142	18.786.756	18.860.814	12.145.699	3.990.179	23.735.976	50.499.901	89.200.070
<i>/Net Satışlar</i>	<i>210,8%</i>	<i>183,3%</i>	<i>437,8%</i>	<i>249,9%</i>	<i>441,9%</i>	<i>181,4%</i>	<i>200,7%</i>	<i>209,2%</i>
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	11.482.585	18.291.876	19.068.837	12.159.430	4.018.774	23.803.184	50.722.525	89.668.561
<i>Ort. Tahsilat Süresi (Gün)</i>	<i>792</i>	<i>530</i>	<i>1.583</i>	<i>968</i>	<i>968</i>	<i>968</i>	<i>968</i>	<i>968</i>
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	577.966	242.562	677.594	348.851	11.565	509.008	742.235	989.042
<i>Ort. Ödeme Süresi (Gün)*</i>	<i>27</i>	<i>24</i>	<i>64</i>	<i>38</i>	<i>38</i>	<i>38</i>	<i>38</i>	<i>38</i>
Stoklar	330.794	777.483	469.196	394.558	13.080	575.699	839.484	1.118.629
<i>Stok Çevirme (Gün)</i>	<i>17</i>	<i>35</i>	<i>78</i>	<i>43</i>	<i>43</i>	<i>43</i>	<i>43</i>	<i>43</i>
Müşterilerden Alınan Avans	219.737	70.797	50.597	94.633	31.277	185.253	394.757	697.862
<i>Alınan Avans Süresi (Gün)</i>	<i>12</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>8</i>	<i>8</i>	<i>8</i>	<i>8</i>	<i>8</i>
Tedarikçilere Verilen Avans	32.465	30.756	50.972	35.196	1.167	51.354	74.884	99.785
<i>Verilen Avans Süresi (Gün)</i>	<i>5</i>	<i>2</i>	<i>5</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>
İşletme Sermayesi Değişim	a.d	7.738.614	74.058	-6.715.115	-9.995.487	11.590.277	26.763.925	38.700.169
<i>/Net Satışlar</i>	<i>a.d</i>	<i>75,5%</i>	<i>1,7%</i>	<i>-138,1%</i>	<i>-1107,1%</i>	<i>88,6%</i>	<i>106,4%</i>	<i>90,8%</i>
Yatırım Harcamaları	7.772.185	2.048.643	862	238.060	180.785	239.705	5.032	8.528
<i>Yatırımlar / Net Satışlar</i>	<i>148,3%</i>	<i>20,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>4,9%</i>	<i>20,0%</i>	<i>1,8%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
-Biyogaz, GES Gübre Tesisi	5.836.348	2.009.440	0	237.088	237.088	237.088	0	0
-Demirbaşlar	21.093	1.487	862	972	972	2.618	5.032	8.528
-Yapılmakta Olan Yatırımlar	1.914.744	37.717	0	0	0	0	0	0
-Diğer	0	0	0	0	0	0	0	0
Vergi					125.470	1.269.988	3.622.761	7.243.584
Serbest Nakit Akımları					10.229.256	-7.295.422	-15.052.642	-16.194.392
AOSM					<i>12,85%</i>	<i>12,85%</i>	<i>12,85%</i>	<i>12,85%</i>
İndirgeme Oranı					<i>0,9457</i>	<i>0,8739</i>	<i>0,7743</i>	<i>0,6866</i>
İndirgenmiş Nakit Akımları					9.674.053	-6.375.257	-11.656.000	-11.119.736

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamalar
*:Stoklardaki değişim SM'ye eklenmiştir

P: Projeksiyon

AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esenyurt Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli - İstanbul
Zincirlikuyu V.D. 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 270889
Mersis :0388004352100015 www.ai-capital.com.tr


Tablo 91 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Modeli (2029-2036)

(ABD Doları)	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P
Net Satışlar	51.176.067	55.884.189	65.977.232	73.426.960	73.425.198	73.423.444	73.421.696	73.419.956
<i>Yıllık Büyüme</i>	20,0%	9,2%	18,1%	11,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satışların Maliyeti	12.520.485	13.429.851	14.730.456	15.601.994	15.827.000	16.106.622	16.344.558	16.660.992
<i>SM / Net Satışlar</i>	24,5%	24,0%	22,3%	21,2%	21,6%	21,9%	22,3%	22,7%
Brüt Kar	38.655.582	42.454.338	51.246.776	57.824.966	57.598.198	57.316.822	57.077.138	56.758.964
<i>Brüt Kar Marjı</i>	75,5%	76,0%	77,7%	78,8%	78,4%	78,1%	77,7%	77,3%
Esas Faaliyet Giderleri	3.207.501	3.295.155	3.409.265	3.491.480	3.539.577	3.589.384	3.639.754	3.692.183
<i>/ Net Satışlar</i>	6,3%	5,9%	5,2%	4,8%	4,8%	4,9%	5,0%	5,0%
<i>Yıllık Büyüme</i>	9,0%	2,7%	3,5%	2,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Ar-ge Teşvik Geliri	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>/ Net Satışlar</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vergi Faiz Öncesi Kar	35.448.082	39.159.183	47.837.511	54.333.485	54.058.621	53.727.438	53.437.385	53.066.781
<i>VFÖK Marjı</i>	69,3%	70,1%	72,5%	74,0%	73,6%	73,2%	72,8%	72,3%
FAVÖK	36.201.387	39.848.187	48.462.347	54.894.253	54.555.321	54.209.018	53.854.896	53.493.644
<i>Yıllık Büyüme</i>	21,7%	10,1%	21,6%	13,3%	-0,6%	-0,6%	-0,7%	-0,7%
<i>FAVÖK Marjı</i>	70,7%	71,3%	73,5%	74,8%	74,3%	73,8%	73,4%	72,9%
Amortisman Gideri	753.306	689.004	624.836	560.768	496.699	481.580	417.512	426.863
<i>/ Net Satışlar</i>	1,5%	1,2%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%
Ticari İşletme Sermayesi	123.732.192	141.580.409	161.137.187	183.303.823	194.151.794	194.153.318	194.155.018	193.096.218
<i>/ Net Satışlar</i>	241,8%	253,3%	244,2%	249,6%	264,4%	264,4%	264,4%	263,0%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	124.417.415	142.371.518	162.054.492	184.370.302	195.287.825	195.283.149	195.278.493	194.206.784
<i>Ort. Tahsilat Süresi (Gün)</i>	968	968	968	968	968	968	968	968
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1.220.626	1.366.566	1.482.944	1.588.603	1.655.076	1.681.650	1.708.905	1.728.601
<i>Ort. Ödeme Süresi (Gün)*</i>	38	38	38	38	38	38	38	38
Stoklar	1.380.555	1.545.616	1.677.243	1.796.745	1.871.928	1.901.983	1.932.810	1.955.086
<i>Stok Çevirme (Gün)</i>	43	43	43	43	43	43	43	43
Müşterilerden Alınan Avans	968.301	1.108.032	1.261.219	1.434.895	1.519.863	1.519.827	1.519.790	1.511.450
<i>Alınan Avans Süresi (Gün)</i>	8	8	8	8	8	8	8	8
Tedarikçilere Verilen Avans	123.149	137.873	149.615	160.275	166.981	169.662	172.412	174.399
<i>Verilen Avans Süresi (Gün)</i>	4	4	4	4	4	4	4	4
İşletme Sermayesi Değişim	34.532.122	17.848.217	19.556.778	22.166.636	10.847.971	1.524	1.700	-1.058.800
<i>/ Net Satışlar</i>	67,5%	31,9%	29,6%	30,2%	14,8%	0,0%	0,0%	-1,4%
Yatırım Harcamaları	521.996	11.177	13.195	14.685	14.685	748.919	14.684	1.115.983
<i>Yatırımlar / Net Satışlar</i>	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	1,5%
-Biyogaz, GES, Gübre Tesisi	511.761	0	0	0	0	734.234	0	1.101.299
-Demirbaşlar	10.235	11.177	13.195	14.685	14.685	14.685	14.684	14.684
-Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0
-Diğer	0	0	0	0	0	0	0	0
Vergi	8.862.020	9.789.796	11.959.378	13.583.371	13.514.655	13.431.859	13.359.346	13.266.695
Serbest Nakit Akımları	-7.714.751	12.198.997	16.932.996	19.129.560	30.178.009	40.026.715	40.479.165	40.169.766
<i>AOSM</i>	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%
<i>İndirgeme Oranı</i>	0,6078	0,5377	0,4763	0,4238	0,3736	0,3309	0,2932	0,2615
İndirgenmiş Nakit Akımları	-4.689.148	6.559.149	8.064.964	8.106.315	11.274.715	13.246.777	11.866.895	10.505.251

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamalar

*:Stoklardaki değişim SM'ye eklenmiştir

P: Projeksiyon



AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Eserdere Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No:270188
 Mersis :0388004352100015 www.aicapital.com.tr

Tablo 92 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Modeli (2037-2044)

(ABD Doları)	2037P	2038P	2039P	2040P	2041P	2042P	2043P	2044P
Net Satışlar	73.418.222	73.416.496	73.414.776	73.413.064	73.411.358	73.409.659	73.407.966	73.406.281
<i>Yıllık Büyüme</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satışların Maliyeti	16.911.843	17.169.511	17.482.498	17.806.512	18.137.225	18.475.653	18.833.429	19.247.311
<i>SM / Net Satışlar</i>	23,0%	23,4%	23,8%	24,3%	24,7%	25,2%	25,7%	26,2%
Brüt Kar	56.506.379	56.246.985	55.932.278	55.606.552	55.274.132	54.934.006	54.574.537	54.158.970
<i>Brüt Kar Marjı</i>	77,0%	76,6%	76,2%	75,7%	75,3%	74,8%	74,3%	73,8%
Esas Faaliyet Giderleri	3.744.937	3.798.928	3.854.771	3.912.631	3.971.819	4.032.369	4.094.312	4.158.272
<i>/ Net Satışlar</i>	5,1%	5,2%	5,3%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%
<i>Yıllık Büyüme</i>	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%
Ar-ge Teşvik Geliri	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>/ Net Satışlar</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vergi Faiz Öncesi Kar	52.761.442	52.448.058	52.077.507	51.693.921	51.302.313	50.901.637	50.480.225	50.000.699
<i>VFÖK Marjı</i>	71,9%	71,4%	70,9%	70,4%	69,9%	69,3%	68,8%	68,1%
FAVÖK	53.124.236	52.746.784	52.361.108	51.966.741	51.564.353	51.152.897	50.732.464	50.302.853
<i>Yıllık Büyüme</i>	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
<i>FAVÖK Marjı</i>	72,4%	71,8%	71,3%	70,8%	70,2%	69,7%	69,1%	68,5%
Amortisman Gideri	362.795	298.726	283.601	272.820	262.040	251.260	252.238	302.155
<i>/ Net Satışlar</i>	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,4%
Ticari İşletme Sermayesi	194.159.531	194.161.176	194.163.598	193.105.828	194.170.334	194.174.013	194.178.041	193.121.899
<i>/ Net Satışlar</i>	264,5%	264,5%	264,5%	263,0%	264,5%	264,5%	264,5%	263,1%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	195.269.235	195.264.634	195.260.051	194.188.517	195.250.940	195.246.412	195.241.902	194.170.540
<i>Ort. Tahsilat Süresi (Gün)</i>	968	968	968	968	968	968	968	968
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1.767.972	1.794.751	1.824.803	1.848.193	1.892.826	1.928.064	1.964.726	1.994.404
<i>Ort. Ödeme Süresi (Gün)*</i>	38	38	38	38	38	38	38	38
Stoklar	1.999.616	2.029.904	2.063.892	2.090.347	2.140.828	2.180.682	2.222.149	2.255.715
<i>Stok Çevirme (Gün)</i>	43	43	43	43	43	43	43	43
Müşterilerden Alınan Avans	1.519.718	1.519.683	1.519.647	1.511.307	1.519.576	1.519.541	1.519.506	1.511.168
<i>Alınan Avans Süresi (Gün)</i>	8	8	8	8	8	8	8	8
Tedarikçilere Verilen Avans	178.371	181.073	184.105	186.465	190.968	194.523	198.222	201.216
<i>Verilen Avans Süresi (Gün)</i>	4	4	4	4	4	4	4	4
İşletme Sermayesi Değişim	1.063.313	1.645	2.422	-1.057.770	1.064.506	3.679	4.028	-1.056.142
<i>/ Net Satışlar</i>	1,4%	0,0%	0,0%	-1,4%	1,5%	0,0%	0,0%	-1,4%
Yatırım Harcamaları	14.684	14.683	748.831	14.683	14.682	14.682	14.682	748.744
<i>Yatırımlar / Net Satışlar</i>	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%
-Biyogaz, GES, Gübre Tesisi	0	0	734.148	0	0	0	0	734.063
-Demirbaşlar	14.684	14.683	14.683	14.683	14.682	14.682	14.682	14.681
-Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0
-Diğer	0	0	0	0	0	0	0	0
Vergi	13.190.360	13.112.014	13.019.377	12.923.480	12.825.578	12.725.409	12.620.056	12.500.175
Serbest Nakit Akımları	38.855.880	39.618.441	38.590.478	40.086.349	37.659.586	38.409.126	38.093.698	38.110.077
<i>AQSM</i>	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%
<i>İndirgeme Oranı</i>	0,2300	0,2037	0,1804	0,1614	0,1415	0,1254	0,1111	0,0996
İndirgenmiş Nakit Akımları	8.935.290	8.070.391	6.963.421	6.469.821	5.330.456	4.815.801	4.230.898	3.795.983

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamalar
*Stoklardaki değişim SM'ye eklenmiştir

P: Projeksiyon

A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Eserlerçe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
STOK No:173 İç Kapı No:29 Şişli // İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 270904
Mersis : 0358004352100015 www.a1capital.com.tr

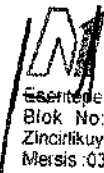
Tablo 93

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Modeli (2045-2052)

(ABD Doları)	2045P	2046P	2047P	2048P	2049P	2050P	2051P	2052P
Net Satışlar	73.404.602	73.402.930	73.401.265	73.399.606	73.397.954	73.396.309	73.394.670	72.986.594
<i>Yıllık Büyüme</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,6%
Satışların Maliyeti	19.621.050	20.002.316	20.392.138	20.790.411	21.245.665	21.661.681	22.086.143	22.426.141
<i>SM/Net Satışlar</i>	26,7%	27,3%	27,8%	28,3%	28,9%	29,5%	30,1%	30,7%
Brüt Kar	53.783.552	53.400.614	53.009.127	52.609.195	52.152.289	51.734.627	51.308.527	50.560.452
<i>Brüt Kar Marjı</i>	73,3%	72,7%	72,2%	71,7%	71,1%	70,5%	69,9%	69,3%
Esas Faaliyet Giderleri	4.223.108	4.289.445	4.357.320	4.426.771	4.498.425	4.571.148	4.645.570	4.545.727
<i>/ Net Satışlar</i>	5,8%	5,8%	5,9%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,2%
<i>Yıllık Büyüme</i>	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	-2,1%
Ar-ge Teşvik Geliri	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>/ Net Satışlar</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vergi Faiz Öncesi Kar	49.560.444	49.111.169	48.651.807	48.182.424	47.653.864	47.163.479	46.662.957	46.014.725
<i>VFÖK Marjı</i>	67,5%	66,9%	66,3%	65,6%	64,9%	64,3%	63,6%	63,0%
FAVÖK	49.863.577	49.415.282	48.956.898	48.488.493	48.009.844	47.520.437	47.020.894	46.373.635
<i>Yıllık Büyüme</i>	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,1%	-1,4%
<i>FAVÖK Marjı</i>	67,9%	67,3%	66,7%	66,1%	65,4%	64,7%	64,1%	63,5%
Amortisman Gideri	303.133	304.112	305.091	306.069	355.980	356.959	357.937	358.910
<i>/Net Satışlar</i>	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ticari İşletme Sermayesi	194.188.188	194.192.987	194.198.001	193.142.020	194.209.295	194.215.585	194.221.516	192.631.826
<i>/Net Satışlar</i>	264,5%	264,6%	264,6%	263,1%	264,6%	264,6%	264,6%	263,9%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	195.232.937	195.228.481	195.224.043	194.152.848	195.215.220	195.210.834	195.206.467	193.597.893
<i>Ort. Tahsilat Süresi (Gün)</i>	968	968	968	968	968	968	968	968
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	2.046.839	2.086.598	2.127.204	2.156.855	2.213.654	2.259.535	2.303.796	2.331.244
<i>Ort. Ödeme Süresi (Gün)*</i>	38	38	38	38	38	38	38	38
Stoklar	2.315.020	2.359.989	2.405.915	2.439.451	2.503.691	2.555.584	2.605.644	2.636.688
<i>Stok Çevirme (Gün)</i>	43	43	43	43	43	43	43	43
Müşterilerden Alınan Avans	1.519.436	1.519.401	1.519.367	1.511.030	1.519.298	1.519.264	1.519.230	1.506.711
<i>Alınan Avans Süresi (Gün)</i>	8	8	8	8	8	8	8	8
Tedarikçilere Verilen Avans	206.506	210.517	214.614	217.606	223.336	227.965	232.431	235.200
<i>Verilen Avans Süresi (Gün)</i>	4	4	4	4	4	4	4	4
İşletme Sermayesi Değişim	1.066.289	4.799	5.013	-1.055.981	1.067.275	6.290	5.931	-1.589.690
<i>/Net Satışlar</i>	1,5%	0,0%	0,0%	-1,4%	1,5%	0,0%	0,0%	-2,2%
Yatırım Harcamaları	14.681	14.681	14.680	14.680	748.659	14.679	14.679	14.597
<i>Yatırımlar / Net Satışlar</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-Biyogaz, GES, Gübre Tesisi	0	0	0	0	733.980	0	0	0
-Demirbaşlar	14.681	14.681	14.680	14.680	14.680	14.679	14.679	14.597
-Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0
-Diğer	0	0	0	0	0	0	0	0
Vergi	12.390.111	12.277.792	12.162.952	12.045.606	11.913.466	11.790.870	11.665.739	11.503.681
Serbest Nakit Akımları	36.392.496	37.118.009	36.774.252	37.484.189	34.280.444	35.708.599	35.334.545	36.445.047
<i>AOSM</i>	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%
<i>İndirgeme Oranı</i>	0,0871	0,0772	0,0684	0,0615	0,0536	0,0475	0,0421	0,0379
İndirgenmiş Nakit Akımları	3.170.572	2.864.546	2.513.971	2.304.205	1.838.269	1.696.215	1.486.801	1.382.612

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamalar
*Stoklardaki değişim SM'ye eklenmiştir

P: Projeksiyon

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Lavent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sic No: 270903
Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 94 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Modeli (2053-2060)

(ABD Doları)	2053P	2054P	2055P	2056P	2057P	2058P	2059P	2060P
Net Satışlar	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594
<i>Yıllık Büyüme</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satışların Maliyeti	22.867.844	23.367.207	23.828.576	24.299.382	24.780.699	25.320.537	25.822.977	26.336.608
<i>SM / Net Satışlar</i>	31,3%	32,0%	32,6%	33,3%	34,0%	34,7%	35,4%	36,1%
Brüt Kar	50.118.749	49.619.386	49.158.018	48.687.211	48.205.895	47.666.056	47.163.617	46.649.986
<i>Brüt Kar Marjı</i>	68,7%	68,0%	67,4%	66,7%	66,0%	65,3%	64,6%	63,9%
Esas Faaliyet Giderleri	4.617.248	4.690.908	4.765.574	4.841.863	4.919.811	5.000.038	5.081.413	5.164.558
<i>/ Net Satışlar</i>	6,3%	6,4%	6,5%	6,6%	6,7%	6,9%	7,0%	7,1%
<i>Yıllık Büyüme</i>	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Ar-ge Teşvik Geliri	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>/ Net Satışlar</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vergi Faiz Öncesi Kar	45.501.501	44.928.478	44.392.444	43.845.349	43.286.084	42.666.018	42.082.204	41.485.427
<i>VFÖK Marjı</i>	62,3%	61,6%	60,8%	60,1%	59,3%	58,5%	57,7%	56,8%
FAVÖK	45.861.385	45.337.993	44.802.932	44.256.809	43.698.518	43.128.083	42.545.242	41.949.439
<i>Yıllık Büyüme</i>	-1,1%	-1,1%	-1,2%	-1,2%	-1,3%	-1,3%	-1,4%	-1,4%
<i>FAVÖK Marjı</i>	62,8%	62,1%	61,4%	60,6%	59,9%	59,1%	58,3%	57,5%
Amortisman Gideri	359.884	409.514	410.488	411.461	412.434	462.065	463.038	464.011
<i>/ Net Satışlar</i>	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Ticari İşletme Sermayesi	193.161.342	193.172.835	193.184.568	192.140.237	193.207.581	193.220.052	193.232.781	192.189.205
<i>/ Net Satışlar</i>	264,7%	264,7%	264,7%	263,3%	264,7%	264,7%	264,8%	263,3%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	194.118.947	194.118.947	194.118.947	193.058.188	194.118.947	194.118.947	194.118.947	193.058.188
<i>Ort. Tahsilat Süresi (Gün)</i>	968	968	968	968	968	968	968	968
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	2.385.218	2.434.775	2.485.368	2.520.607	2.584.597	2.638.371	2.693.259	2.731.756
<i>Ort. Ödeme Süresi (Gün)*</i>	38	38	38	38	38	38	38	38
Stoklar	2.697.734	2.753.784	2.811.006	2.850.863	2.923.236	2.984.056	3.046.135	3.089.676
<i>Stok Çevirme (Gün)</i>	43	43	43	43	43	43	43	43
Müşterilerden Alınan Avans	1.510.766	1.510.766	1.510.766	1.502.510	1.510.766	1.510.766	1.510.766	1.502.510
<i>Alınan Avans Süresi (Gün)</i>	8	8	8	8	8	8	8	8
Tedarikçilere Verilen Avans	240.645	245.645	250.749	254.305	260.761	266.186	271.724	275.608
<i>Verilen Avans Süresi (Gün)</i>	4	4	4	4	4	4	4	4
İşletme Sermayesi Değişim	529.516	11.493	11.733	-1.044.331	1.067.344	12.471	12.729	-1.043.576
<i>/ Net Satışlar</i>	0,7%	0,0%	0,0%	-1,4%	1,5%	0,0%	0,0%	-1,4%
Yatırım Harcamaları	14.597	744.463	14.597	14.597	14.597	744.463	14.597	14.597
<i>Yatırımlar / Net Satışlar</i>	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%
-Biyogaz, GES, Gübre Tesisi	0	729.866	0	0	0	729.866	0	0
-Demirbaşlar	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597
-Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0
-Diğer	0	0	0	0	0	0	0	0
Vergi	11.375.375	11.232.120	11.098.111	10.961.337	10.821.521	10.666.505	10.520.551	10.371.357
Serbest Nakit Akımları	33.941.896	33.349.917	33.678.490	34.325.206	31.795.056	31.704.644	31.997.364	32.607.060
<i>AOSM</i>	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%
<i>İndirgeme Oranı</i>	0,0330	0,0292	0,0259	0,0234	0,0203	0,0180	0,0159	0,0144
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.120.304	975.079	872.254	803.644	645.946	570.565	510.084	471.141

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamalar
*:Stoklardaki değişim SM'ye eklenmiştir

P: Projeksiyon

A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 270198
Mersis: 0398004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 95 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Modeli (2061-2067)

(ABD Doları)	2061P	2062P	2063P	2064P	2065P	2066P	2067P
Net Satışlar	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594
<i>Yıllık Büyüme</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satışların Maliyeti	26.860.814	27.396.691	27.992.277	28.551.677	29.123.507	29.707.178	30.303.814
<i>SM /Net Satışlar</i>	36,8%	37,5%	38,4%	39,1%	39,9%	40,7%	41,5%
Brüt Kar	46.125.780	45.589.902	44.994.316	44.434.917	43.863.086	43.279.415	42.682.780
<i>Brüt Kar Marjı</i>	63,2%	62,5%	61,6%	60,9%	60,1%	59,3%	58,5%
Esas Faaliyet Giderleri	5.249.511	5.336.312	5.425.584	5.516.201	5.608.788	5.703.389	5.800.048
<i>/ Net Satışlar</i>	7,2%	7,3%	7,4%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%
<i>Yıllık Büyüme</i>	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Ar-ge Teşvik Geliri	0	0	0	0	0	0	0
<i>/ Net Satışlar</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vergi Faiz Öncesi Kar	40.876.268	40.253.590	39.568.732	38.918.716	38.254.298	37.576.026	36.882.732
<i>VFÖK Marjı</i>	56,0%	55,2%	54,2%	53,3%	52,4%	51,5%	50,5%
FAVÖK	41.341.253	40.719.548	40.084.321	39.435.277	38.771.832	38.094.534	37.402.213
<i>Yıllık Büyüme</i>	-1,4%	-1,5%	-1,6%	-1,6%	-1,7%	-1,7%	-1,8%
<i>FAVÖK Marjı</i>	56,6%	55,8%	54,9%	54,0%	53,1%	52,2%	51,2%
Amortisman Gideri	464.984	465.957	515.588	516.561	517.535	518.508	519.481
<i>/Net Satışlar</i>	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Ticari İşletme Sermayesi	193.257.864	193.270.811	193.284.629	192.242.457	193.312.550	193.326.662	193.341.077
<i>/Net Satışlar</i>	264,8%	264,8%	264,8%	263,4%	264,9%	264,9%	264,9%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	194.118.947	194.118.947	194.118.947	193.058.188	194.118.947	194.118.947	194.118.947
<i>Ort. Tahsilat Süresi (Gün)</i>	968	968	968	968	968	968	968
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	2.801.419	2.857.244	2.916.828	2.961.379	3.037.222	3.098.071	3.160.227
<i>Ort. Ödeme Süresi (Gün)*</i>	38	38	38	38	38	38	38
Stoklar	3.168.467	3.231.606	3.298.996	3.349.385	3.435.165	3.503.987	3.574.287
<i>Stok Çevirme (Gün)</i>	43	43	43	43	43	43	43
Müşterilerden Alınan Avans	1.510.766	1.510.766	1.510.766	1.502.510	1.510.766	1.510.766	1.510.766
<i>Alınan Avans Süresi (Gün)</i>	8	8	8	8	8	8	8
Tedarikçilere Verilen Avans	282.636	288.268	294.279	298.774	306.426	312.565	318.836
<i>Verilen Avans Süresi (Gün)</i>	4	4	4	4	4	4	4
İşletme Sermayesi Değişim	1.068.659	12.946	13.818	-1.042.172	1.070.093	14.112	14.415
<i>/Net Satışlar</i>	1,5%	0,0%	0,0%	-1,4%	1,5%	0,0%	0,0%
Yatırım Harcamaları	14.597	14.597	744.463	14.597	14.597	14.597	14.597
<i>Yatırımlar / Net Satışlar</i>	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-Biyogaz, GES, Gübre Tesisi	0	0	729.866	0	0	0	0
-Demirbaşlar	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597
-Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0
-Diğer	0	0	0	0	0	0	0
Vergi	10.219.067	10.063.398	9.892.183	9.729.679	9.563.574	9.394.006	9.220.683
Serbest Nakit Akımları	30.038.929	30.628.606	29.433.856	30.733.173	28.123.568	28.671.818	28.152.518
<i>AOSM</i>	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%
<i>İndirgeme Oranı</i>	0,0125	0,0111	0,0098	0,0089	0,0077	0,0068	0,0060
İndirgenmiş Nakit Akımları	375.628	339.270	288.809	274.053	216.462	195.484	170.027

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamalar
*Stoklardaki değişim SM'ye eklenmiştir

P: Projeksiyon

A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esenyol Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:28 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 270 186
Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 96	İNA Sonucu	ABD Doları
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri		119.155.977
(-) Net Finansal Borç		9.643.404
Hedef Özsermaye Değeri		109.512.573

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

8.3.3 Piyasa Çarpanları (Pazar) Yönetimi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca, Pazar (Piyasa Çarpanları) Yaklaşımı, değerlemesi yapılacak şirketlere benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu metod etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır. Şirket'in, pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle karşılaştırmaların yapıldığı Pazar yaklaşımının pratik ve güvenilir olduğu tarafımızca değerlendirilmiştir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 20.2 maddesinin (b) bendi uyarınca değerlendirme konusu Şirket'e önemli ölçüde benzerlik gösteren Şirket(ler)in ilgili Borsa pazarında aktif olarak işlem görmesi zorunludur.

Arf Bio'nun çarpan analizinden piyasa değeri hesaplanırken Biyogaz, Hibrit GES, Organik Gübre ve Karbon Satış faaliyetlerini çok yönlü ve entegre yapıda gerçekleştiren Şirket'le benzer entegre yapıda faaliyette bulunan borsa şirketleri yurt içinde ve yurt dışında tespit edilememiştir. Bunun yerine Biyogaz, Hibrit GES, Organik Gübre ve Karbon Satış faaliyetlerini birini veya birkaçını gerçekleştiren yurt içi ve yurt dışı bezer firmalar Bloomberg Terminal'inden belirlenmiş ve piyasa çarpan analizine dahil edilmiştir. Bu şekilde, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.6 uyarınca her biri farklı çarpanlara sahip karşılaştırılabilir varlıklardan elde edilen Pazar Çarpanlarının kullanılması ilkesi karşılanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu tarihinden bir işgünü önce (18.11.2025) kapanışları üzerinden Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Fiyat-Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) çarpanları değerlendirilmiş olup Şirket'in değerini en iyi yansıttığı düşünülen FD/FAVÖK çarpanı piyasa çarpanları analizinde dikkate alınmıştır.

Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarında 2022, 2023 ve 2024 yılları ile 30.09.2025 tarihli ara döneme ilişkin dökme sıvı gübre satışı bulunmazken, 2023 yılında katı gübrede kapasitesinin sadece %15,9'u oranında üretim gerçekleştiren Şirket'in organik gübre geliri 2.760.385 ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiştir. 2024 yılında ise katı gübre ve ambalajlı sıvı gübre hasılatı toplam 1.625.085 ABD Doları olmuştur. 30.09.2025 tarihli ara dönemde ise katı gübre ve ambalajlı sıvı gübre hasılatı 2024 yılının aynı döneminde göre %282,4 oranında artarak toplam 3.127.277 ABD Doları düzeyine ulaşmıştır.

30.09.2025 tarihli ara dönem itibarıyla henüz ambalajsız dökme sıvı gübre üretim ve satışı gerçekleşmediğinden çarpan analizinde dikkate alınmamıştır. İşbu Fiyat Tespit Rapor tarihi itibarıyla Hibrit GES tesisini devreye alamayan Şirket'in, Biyogaz Tesisinde kapasite kullanımını 2023 yılında %40,1 düzeyinde kalmıştır. İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.7 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, 2024 yılında Şirket'in mevcut iki jeneratörüne yaptırdığı ilave revizyon ve bakım onarımdan dolayı Biyogaz tesisinde elektrik üretim kaybı meydana gelmiş ve yıllık kapasitenin %29,5'i kullanılabilmiştir. 30.09.2025 itibarıyla kapasite kullanımını %14,2 oranında gerçekleştirmiştir.

2024 yılı itibarıyla katma değeri yüksek ambalajlı sıvı gübre satışlarının start alması ve ayrıca 2024 2. çeyrek ortaları itibarıyla revizyon ve bakım sürecinden çıkan Biyogaz Elektrik üretim tesisinin ciroya ve operasyonel karlılığa katkı sağlamaya başlaması neticesinde, Arf Bio'nun 2025 yılının sonlarına doğru nispeten yüksek FAVÖK tutarlarına ulaşacağı hususu değerlendirilmiştir. Bu nedenle, çarpan analizinde 2025 yılı için iş kolları bazında tahmin edilen FAVÖK tutarları ve çarpan analizinde yer alan benzer firmaların 2025 yılına ilişkin tahmini FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır¹³. Hibrit GES tesisi işbu Fiyat Tespit Rapor tarihi itibarıyla devreye alınmadığı için FAVÖK tutarına dahil edilmemiştir. Bu kapsamda, iş kolları bazında 2025 sonu itibarıyla tahmin edilen FAVÖK tutarlarının 2025 yılı için belirlenen indirgeme oranı (0,9862) ile indirgenmiş değerleri belirlenmiştir. Arf Bio'nun iş kolları bazında belirlenen 2025 Yılı İndirgenmiş FAVÖK projeksiyonları çarpan analizine temel teşkil etmiştir. Söz konusu FAVÖK projeksiyonlarının iş kolları bazında hesaplanan FD/FAVÖK çarpanları ile çarpılması suretiyle iş kolları bazında firma değeri hesaplanmıştır. İş kolları bazında hesaplanan firma değerleri toplanarak Arf Bio'nun Firma Değerine ulaşılmış olup, söz konusu tutardan 30.09.2025 tarihli net finansal borç tutarı olan 9.643.404 ABD Dolarının düşülmesiyle "hedef piyasa" değerine ulaşılmıştır.

Tablo 97 Çarpan Analizinde Kullanılan Finansal Tablo Parametreleri

Parametreler	(ABD Doları)
İndirgenmiş Operasyonel FAVÖK	50.332
Organik ve Organomineral Gübre Üretim Tesisi	1.488.217
2025 Yılı FAVÖK Projeksiyonu	1.509.067
İndirgeme Oranı (31.12.2025)	0,9862
Biyogaz Tesisi	-1.437.603
2025 Yılı FAVÖK Projeksiyonu	-1.457.744
İndirgeme Oranı (31.12.2025)	0,9862
Karbon Sertifikası Satışları	-281
2025 Yılı FAVÖK Projeksiyonu	-285
İndirgeme Oranı (31.12.2025)	0,9862
Net Borç / (Nakit)	9.643.404
Nakit ve Nakit Benzerleri (30.09.2025)	156.446
Finansal Borç (30.09.2025)	8.407.063
İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar (30.09.2025)	1.392.787

Kaynak: Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

 **AI CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Etiler, Beşiktaş, İstanbul
Blok No: 173 İç Kapı No: 29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No: 270801
Mersis: 0398004352100015 www.ai-capital.com.tr

¹³ Kaynak: Bloomberg Terminali

Karşılaştırılabilir şirket çarpanları analizinde yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler bir arada değerlendirilmiştir. Buna göre, karşılaştırılabilir şirketler listesi aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Bu şirketler, faaliyet kriterine göre seçilmiştir.

Tablo 98 Karşılaştırılabilir Firmalar			
Firma Adları	Ülkesi	Borsa Kodu	Faaliyetine İlişkin Açıklama
1.NISSAN CHEMICAL CORP	Japonya	4021 JP	Nissan Chemical Corporation kimyasal ürünler üretmektedir. Şirket ağırlıklı olarak melamin, sülfürik asit, nitrik asit ve daha fazlasını üretmekte ve satmaktadır. Nissan Chemical ayrıca farmasötik ürünler, performans malzemeleri ve başka ürünler de sunmaktadır.
2.WILMAR INTERNATIONAL LTD	Singapur	WIL SP	Wilmar International Limited, bir gıda işleme şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, palmiye yağı yetiştirme, yemeklik yağ rafine etme, kırma ve kazanç işleme hizmetleri sunmanın yanı sıra şeker, un ve pirinç de sağlamaktadır. Wilmar International dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.
3.VERBIO SE	Almanya	VBK GR	Verbio SE biyodizel ve biyoetanol yakıtları üretmektedir. Şirket, tarımda kullanılmak üzere biyogübre, verbiyodizel, verbiyoetanol, verbiyogaz, gübre ve hayvan yemi ile ilaç, kozmetik ve gıda endüstrilerine yönelik verbiyogliserin, verbiosterol ve diğer hammaddeleri üretmektedir. Verbio dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
4.SICHUAN GUOQUANG AGROCHEMI-A	Çin	002749 CH	Sichuan Guoquang Agrochemical Co Ltd, tarımsal kullanıma yönelik kimyasal ürünler üreten bir biyokimyasal şirkettir. Şirket, çevre dostu biyo-pestisitler ve gübrelerin Ar-Ge, üretim, pazarlama ve dağıtımını yapmaktadır.
5.HUBEI XINGFA CHEMICALS GRP-A	Çin	600141 CH	Hubei Xingfa Chemicals Group Co.,Ltd fosforik kimyasallar üretir ve dağıtır. Şirket sarı fosfor, glifosat, fosfor triklorür, fosforik asit ve diğer kimyasalları üretmektedir. Hubei Xingfa Chemicals Group, ürünlerini Amerika Birleşik Devletleri, Japonya, Brezilya ve Vietnam'a pazarlamaktadır.
6.LSB INDUSTRIES INC	ABD	LXU US	LSB Industries, Inc. bağlı ortaklıkları aracılığıyla madencilik, tarım ve endüstriyel pazarlara yönelik kimyasal ürünler üretmekte ve satmaktadır. Şirket ayrıca ticari ve konut iklim kontrol ürünleri üretmekte ve satmaktadır, ayrıca özel mühendislik hizmetleri ve diğer faaliyetler de sağlamaktadır.
7.CF INDUSTRIES HOLDINGS INC	ABD	CF US	CF Industries Holdings, Inc. dünyayı sürdürülebilir bir şekilde beslemek ve yakıt olarak kullanmak için temiz enerji sağlıyor. CF Industries Holdings, Inc dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
8.ICL GROUP LTD	İsrail	ICL IT	ICL Group Ltd tarım kimyasalları üretmektedir. Şirket çeşitli gübre çeşitleri sunmaktadır. ICL Grubu Asya'daki müşterilere hizmet vermektedir.
9.COMPASS MINERALS INTERNATIONAL	ABD	CMP US	Compass Minerals International, Inc. temel mineralleri sağlar. Şirket, tuz, bitki besin maddeleri ve magnezyum klorür üretiminin yanı sıra emekliye ayrılmış bir madende güvenli kayıt depolama olanağı da sunuyor. Compass Minerals International, dünya çapında endüstriyel, tarımsal, ticari ve tüketici pazarlarında çeşitli uygulamalara hizmet vermektedir.
10.SAUDI BASIC INDUSTRIES CORP	Suudi Arabistan	SABIC AB	Saudi Basic Industries Corporation (SABIC), kimyasallar ve çelik üretmektedir. Şirket, metanol, etilen, propilen, benzen, toluen, ksilen, endüstriyel gazlar, termoplastik reçineler, polyester, melamin, üre gübreleri ile uzun ve yassı sıcak ve soğuk haddelenmiş çelik ürünleri üretmektedir.
11.COROMANDEL INTERNATIONAL LTD	Hindistan	CRIN IN	Coromandel International Ltd, gübre ve böcek ilacı üretmektedir. Şirket hem kimyasal hem de organik gübreler, böcek ilaçları, mantar ilaçları, bitki ilaçları ve bitki biyostimülanları üretmektedir.
12.TPI POLENE PUBLIC CO LTD	Tayland	TPIPL TB	TPI Polene Public Company Limited, çimento ve hazır beton ile torba, şişe, su boruları ve kaplama malzemeleri üretiminde kullanılan düşük yoğunluklu polietilen (LDPE) plastik reçine üretmektedir. Polene markası altında pazarlanan Tayland'ın tek düşük yoğunluklu polietilen üreticisidir. Ortak girişim ile seramik sektörünün hammaddesi olan frit üretimini de gerçekleştirmektedir.

13. ANDERSONS INC/THE	ABD	ANDE US	Andersons, Inc. tahıl ticareti yapıyor, tahıl kaldırma tesisleri işletiyor, toptan tarımsal gübre dağıtıyor ve bayilere ve çiftçilere tarımsal girdi dağıtıyor. Şirket ayrıca çim gübresi ve mısır koçanı bazı ürünler üretmekte ve vagon satın almak, satmak, onarmak ve kiralamak suretiyle faaliyet göstermektedir. Ayrıca The Andersons perakende satış mağazaları ve bir dağıtım merkezi işletmektedir.
14. ADVANSIX INC	ABD	ASIX US	Advansix Inc. polimer reçineler üretmektedir. Şirket, mühendislik plastikleri, elyaflar, filamentler, filmler, elektronik bileşenler, halılar, spor kıyafetleri, balık ağıları ve gıda ve endüstriyel ambalajlara yönelik ürünler sunmaktadır.
15. CENTRAL GLASS CO LTD	Japonya	4044 JP	Central Glass Co. Ltd. cam ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Ürünler otomobillerde, elektrikte ve inşaatlarda kullanılan düz camlar ve işlenmiş camlardır. Şirket aynı zamanda kimyasallar ve gübreler konusunda da uzmanlaşmakta ve aynı zamanda ince kimyasallar ve cam elyaf ürünleri de geliştirmektedir.
16. INCITEC PIVOT LTD	Avustralya	IPL AU	Incitec Pivot Ltd. endüstriyel patlayıcılar, endüstriyel kimyasallar ve gübreler üreten ve dağıtan çok çeşitli endüstriyel kimyasallar şirkettir. Şirketin öncelikli olarak Avustralya ve Kuzey Amerika'da faaliyetleri bulunmaktadır.
17. TECK RESOURCES LTD-CLS B	Kanada	TECK/B CN	Teck Resources Ltd. madencilik, izabe ve rafinaj alanlarında faaliyet gösteren entegre bir doğal kaynak grubudur. Şirket, Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Peru ve Şili'de çinko, bakır, molibden, altın ve metalurjik kömür madenciliği yapmaktadır. Teck ayrıca rafine metaller, özel metal ürünler ve diğer ürünleri de üretmektedir.
18. ABOU KIR FERTIL & CHEMICALS	Mısır	ABUK EY	Abou Kir Gübreler ve Kimya Endüstrisi Şirketi, ihracat için doğal gaz hammaddesi ve ruhtun tedariki yoluyla kimyasallar, tire ve amonyum nitrat gübreleri, amonyak ve nitrik asit üretmektedir.
19. YARA INTERNATIONAL ASA	Norveç	YAR NO	Yara International ASA, nitrojen bazlı mineral gübreler ve ilgili endüstriyel ürünleri üretir, dağıtır ve satar. Şirket ayrıca çeşitli fosfat ve potas bazlı mineral gübrelerin yanı sıra karmaşık ve özel mineral gübre ürünleri de satmaktadır.
20. PGG WRIGHTSON LTD	Yeni Zelanda	PGW NZ	PGG Wrightson Limited (PGW) tarım hizmetleri sunmaktadır. Şirket, kırsal sektöre insanların bilgi ve uzmanlığıyla ürün ve hizmetler sunmaktadır. PGW, kırsal perakende malzemeleri, hayvancılık, yün, mera iyileştirmeleri, bahçecilik, hayvan sağlığı ve beslenmesi, su ve gayrimenkulün yanı sıra teknik tavsiye ve desteğe odaklanmaktadır.
21. GRUPA AZOTY SA	Polonya	ATT PW	Grupa Azoty SA kimyasallar üretir, satar ve dağıtır. Şirket, plastik üretimi, mineral gübreler ve diğer kimyasal ürünler için hammaddeler sunmaktadır. Group Azoty, Polonya'da faaliyet göstermektedir ve ürünlerini dünya çapında dağıtmaktadır.
22. GUJARAT AMBUJA EXPORTS LTD	Hindistan	GAEX IN	Gujarat Ambuja Exports Limited, tarımsal işlenmiş ürünler ve pamuk ipliği üretmektedir. Şirket, yağlı tohumlar, mısır ve buğdayın işlenmesi de dahil olmak üzere tarımsal işleme faaliyetlerine odaklanmaktadır. Gujarat Ambuja Exports ayrıca ring iplik ve açık uçlu iplik de üretiyor. Gujarat Ambuja Exports Hindistan'daki müşterilere hizmet veriyor.
23. DUC GIANG CHEMICALS JSC	Vietnam	DGC VN	Duc Giang Chemicals JSC kimyasal ürünler sağlamaktadır. Şirket gübre, fosfor, fosforik asit ve hayvan yemi katkı maddeleri sunmaktadır. Duc Giang Chemicals Vietnam'daki müşterilere hizmet veriyor.
24. MISR FERTILIZERS PRODUCTION	Mısır	MFPC EY	Mısır Gübre Üretim Şirketi S.A.E. amonyak, üre ve nitrojen gibi gübrelerin üretimini ve pazarlamasını yapmaktadır.
25. GÜBRE FABRİKALARI TAS	Türkiye	GUBRF TI	Gübre Fabrikaları T.A.S. gübre üretimi ve satışı yapmaktadır. Şirket, Türkiye genelinde perakende satışını yaptığı kompozit gübre ve triple süperfosfat üretmektedir.
26. BAĞFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİK	Türkiye	BAGFS TI	Bağfaş Bandırma Gübre Fabrikaları A.Ş. kompozit gübre, amonyum sülfat, diamonyumfosfat ve üçlü gübre dahil olmak üzere kimyasal gübreler ve asitler üretmektedir. Bağfas ürünlerini Türkiye'nin her yerine satmaktadır.
27. EGE GÜBRE SANAYİİ AS	Türkiye	EGGUB TI	EGE Gübre Sanayii A.Ş. gübre ve solvent üretir. Şirket, inşaat, metal, ahşap ürünleri, deri ve tekstil sektörlerine yönelik DAP, MAP, amonyum sülfat ve kalsiyum amonyum nitrat gübreleri ve solventleri üretmekte ve pazarlamaktadır. EGE Gübre ürünlerinin yurt içi ve yurt dışına satışını yapmaktadır.

28.ALKIM ALKALI KIMYA A.S	Türkiye	ALKIM TI	Alkim Alkali Kimya A.Ş. deterjan, cam ve kağıt üretiminde kullanılan bir hammadde olan sodyum sülfatı üretmektedir. Şirketin ayrıca kağıt ve gübre üretim üniteleri de faaliyet göstermektedir.
29.HEKTAS TICARET T.A.S	Türkiye	HEKTS TI	Hektaş Ticaret T.A.S. Tarımsal böcek ilaçları üretiyor. Şirket, ürünlerini yurt içinde Orta Doğu ve Orta Türk Cumhuriyetleri'nde dağıtmaktadır.
30.TEKFEN HOLDING AS	Türkiye	TKFEN TI	Tekfen Holding A.Ş. holding şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, bankacılık, ticaret, menkul kıymet komisyonculuğu hizmetleri vb. gibi finansal hizmetler sunmaktadır. Tekfen'in ilgi alanı aynı zamanda mühendislik ve inşaat, tarımsal sanayi, tekstil, gıda işleme ve diğerlerini de kapsamaktadır.
31.NATIONAL FERTILIZERS LTD	Hindistan	NFL IN	National Fertilizers Limited, bir dizi başka kimyasal madde ve yan ürün sağlamanın yanı sıra, kimyasal gübreler üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirket aynı zamanda çiftçilerin gübre, tarım ekipmanı ve makineleri, saf tohumlar, böcek ilaçları ve mantar ilaçlarının kullanımı konusunda eğitilmesine yardımcı olan bir dizi ortak hizmet de sağlamaktadır.
32.GUJARAT STATE FERT & CHEMICA	Hindistan	GSFC IN	Gujarat State Fertilizers & Chemicals Ltd dört ürün alanında gübre ve kimyasallar üretmektedir: Bitmiş Ürünler, Ara Ürünler, Polimerler ve Lifli Ürünler. Şirket ayrıca naylon ürünler, petrokimya, endüstriyel gazlar ve plastik alanlarında da ticari faaliyetlerini sürdürmektedir.
33.RASHTRIYA CHEMICALS & FERT	Hindistan	RCF IN	Rashtriya Chemicals and Fertilizers Limited, iki bölüm aracılığıyla geniş bir ürün yelpazesini hem yurt içinde hem de yurt dışında üretmekte ve pazarlamaktadır: Gübreler ve Endüstriyel Ürünler. Ürünler amonyak/üre, formik asit ve karbon dioksit ve hidrojen peroksiti içerir. Şirketin ayrıca amonyak üretim tesislerinden amonyak, hidrojen, metan ve argonu geri kazanan temizleme gazı operasyonları da bulunmaktadır.
34.ABO WIND AG	Almanya	AB9 GR	ABO Wind AG yenilenebilir enerji hizmetleri sunmaktadır. Şirket rüzgar enerjisi santralleri tasarlıyor ve geliştiriyor. ABO Wind Avrupa genelinde hizmet sunmaktadır. ABO Wind, yatırımcılara rüzgar enerjisi fonları, rüzgar santralleri ve biyoenerji projelerinde sağlam yatırım fırsatları sunuyor.
35.BAYWA-BAYERISCHE WARENVERMIT	Almanya	BYW6 GR	BayWa AG, tarım, inşaat malzemeleri ve enerjiden oluşan temel segmentlerinde ticaret, lojistik ve tamamlayıcı hizmetler sunmaktadır. Şirket tarımsal ekipman ve kaynaklar, kalorifer yakıtı, dizel, odun peletleri, yağlayıcılar ve inşaat malzemeleri ticareti yapmaktadır. BayWa, hizmetlerini inşaat müteahhitlerine, bahçe merkezlerine, benzin istasyonlarına, gıda endüstrisine sunmaktadır.
36.KUALA LUMPUR KEPONG BHD	Malezya	KLK MK	Kuala Lumpur Kepong Berhad, plantasyonlarında palmiye ürünleri, doğal kauçuk ve kakao üretip işliyor. Şirket, bağıl ortaklıkları aracılığıyla palm yağı ürünlerini işliyor ve rafine ediyor, rami yetiştiriyor ve oleokimyasallar, sabun, esterler, lateks eldivenler, banyo malzemeleri ve parke döşeme ürünleri üretiyor. Kuala Lumpur Kepong ayrıca mülkler geliştiriyor ve tatil bungalovları işletiyor.
37.CONIFEX TIMBER INC	Kanada	CFF CN	Conifex Timber, Inc. orman ürünleri üretmektedir. Şirket yumuşak ağaç tedarik etmekte ve yapısal sınıf boyutlu kereste üretmektedir. Conifex Kanada'da hizmet vermektedir.
38.ENDESA SA	İspanya	ELE SM	Endesa S.A. İspanya, Portekiz ve Kuzey Afrika'da elektrik üretimi, iletimi, dağıtımı ve ticarileştirilmesi alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket aynı zamanda doğal gaz piyasasında da önemli bir operatördür ve enerji işiyle ilgili başka hizmetler de sunmaktadır.
39.GALP ENERGIA SGPS SA	Portekiz	GALP PL	Galp Energia, SGPS, S.A. Dünya çapında çeşitli faaliyetlere sahip entegre bir enerji şirkettir. Şirket, Brezilya'nın tuz öncesi Santos havzası ve Angola açık denizini içeren verimli Güney Atlantik bölgesine ve Mozambik'teki birinci sınıf Rovuma havzasına odaklanmıştır. Galp Energia SGPS, rafinaj ve pazarlama, doğal gaz ve enerji sektörlerine odaklanmaktadır.
40.OSAKA GAS CO LTD	Japonya	9532 JP	Osaka Gas Co. Ltd. öncelikle Osaka, Kyoto ve Hyogo bölgelerinde doğal gaz üretmekte ve tedarik etmektedir. Şirket, konut, ticari ve endüstriyel müşterilere gaz ve enerji ürünleri sunmaktadır. Osaka Gas ayrıca gaz tedarik hatlarının inşasını ve bakımını da yapıyor. Ayrıca Şirket gazlı cihazların satışını da yapmaktadır.
41.COSAN SA	Brezilya	CSAN3 BZ	Cosan SA bir yatırım şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, tarım sektörü, akaryakıt ve doğal gaz dağıtımı ve madeni yağ şirketlerine yatırım


			yapmakta ve faaliyet göstermektedir. Cosan dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
42.RWE AG	Almanya	RWE GY	RWE Aktiengesellschaft, dünya çapında faaliyet gösteren bir enerji şirkettir. Şirket elektrik üretimi ve ticareti yapmaktadır. RWE, yenilenebilir kaynaklara dayalı yaklaşık 10 gigawatt'lık bir kapasiteye, gaz filosuna ve uluslararası alanda aktif bir enerji ticareti işine sahiptir. RWE, Avrupa, Asya-Pasifik ve Amerika Birleşik Devletleri'ndeki müşterilere hizmet vermektedir.
43.GS HOLDINGS	Güney Kore	078930 KS	GS Holdings Corp. çeşitli iş alanlarında iştirakleri bulunan bir holding şirkettir.
44.TA ANN HOLDINGS BERHAD	Malezya	TAH MK	Ta Ann Holdings Berhad bir yatırım holding şirkettir. Şirket, bağlı ortaklıkları aracılığıyla kontrplak, kereste, tomruk ve kereste ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Şirket ayrıca ağaçlandırma ve ağaçlandırma hizmetleri de vermektedir.
45.ADECOAGRO SA	ABD	AGRO US	Adecoagro S.A. Arjantin, Brezilya ve Uruguay'da faaliyet gösteren Güney Amerika'daki bir tarım şirkettir. Şirket şu anda tarım bitkileri ve diğer tarım ürünleri, büyükbaş hayvan ve süt ürünleri operasyonları, şeker, etanol ve enerji üretimi ve arazi dönüşümü de dahil olmak üzere geniş bir faaliyet yelpazesinde yer almaktadır.
46.CEZ AS	Çek Cumhuriyeti	CEZ CP	CEZ, A. S. entegre enerji hizmetleri sunmaktadır. Şirket, elektrik ve ısı üretimi, dağıtım, ticareti ve satışının yanı sıra doğal gaz satışı ve kömür çıkarımı da yapmaktadır. CEZ, Avrupa'daki müşterilere hizmet vermektedir.
47.SEMAPA-SOCIEDADE DE INVESTIM	Portekiz	SEM PL	Semapa - Sociedade de Investimento e Gestao, SGPS, S.A., bağlı ortaklıkları aracılığıyla ağırlıklı olarak kağıt ve kağıt hamuru üretmektedir. Şirket ayrıca çimento ve çimento ürünleri de üretmektedir. Grup dikey entegre olup hazır beton, agrega, prefabrik çimento ürünleri ve diğer inşaat malzemeleri üretmekte, mini hidroelektrik santralleri inşa etmekte ve işletmektedir.
48.TAURON POLSKA ENERGIA SA	İsviçre	TPE PW	Tauron Polska Energia, S.A. kurumsal ve bireysel müşteriler için elektrik üretir ve dağıtır.
49.BIOTREND CEVRE VE ENERJİ YAT	Türkiye	BIOEN TI	Biotrend Çevre VE Enerji Yatırımları Anonim Şirketi, katı atık yönetimi ve enerji üretimi çözümleri sunmaktadır. Şirket, katı atık ayrıştırma, biyometanizasyon, atık saha yönetimi, biyokütle yakma tesisi ve atık ısı tesisleri konularında hizmet vermenin yanı sıra mühendislik, taahhüt ve danışmanlık hizmetleri de sunmaktadır.
50.CONSUM ENERJİ İŞLETMECİLİĞİ	Türkiye	CONSE	Consum Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş. enerji hizmet şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, yenilenebilir kaynaklara yatırım yaparak sanayi kuruluşlarının ihtiyaç duyduğu enerji çözümlerini yerinde hayata geçirmektedir. Consum Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.
51.HUN YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRE	Türkiye	HUNER	Hun Yenilenebilir Enerji Üretim Anonim Şirketi bir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, elektrik enerjisinin kurulması, inşaatı, işletmeye alınması, kiralanması ve üretiminin yanı sıra enerji ticareti yoluyla üretilen elektrik enerjisi ve kapasitenin yurt içi ve yurt dışındaki müşterilere satışına odaklanmaktadır.
52.CLODBERRY CLEAN ENERGY ASA	Norveç	CLOUD NO	Cloudberry Clean Energy ASA, yenilenebilir bir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, hidroelektrik santralleri ve rüzgar santrallerinin sahibi, geliştiricisi ve işletmecisidir. Cloudberry Clean Energy, Norveç ve İsveç'teki müşterilere hizmet vermektedir.
53.SCATEC ASA	Norveç	SCATC NO	Scatec ASA bir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, temiz ve güvenilir elektrik üreten güneş, hidroelektrik ve rüzgar enerji santralleri geliştirir, inşa eder, sahibi olur, işletir ve bakımını yapar. Scatec dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.
54.VOLTALIA SA- REGR	Fransa	VLTA FP	Voltalia, enerji üreticisi ve servis sağlayıcı şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, biyokütle, güneş ve rüzgar kaynaklarından elektrik üretimini yanı sıra yenilenebilir enerji proje geliştirme hizmetleri de sunmaktadır. Voltalia dünya çapında konut, ticari ve endüstriyel sektörlere hizmet vermektedir.
55.NEOEN SA	Fransa	NEOEN FP	Neoen bağımsız bir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, güneş, rüzgar ve biyokütle gibi yenilenebilir enerji santralleri geliştirir, finanse eder, inşa eder ve yönetir.

			hizmet vermektedir.
56.MERIDIAN ENERGY LTD	Yeni Zelanda	MEL NZ	Meridian Energy Ltd., devlete ait bir elektrik üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket hidroelektrik enerji üretmekte ve konut, ticari ve kırsal müşterilere elektrik sağlamaktadır. Meridian Energy, Yeni Zelanda'nın her yerinde hizmet vermektedir.
57.ENCAVIS AG	Almanya	ECV GR	Encavis AG, enerji santrallerinden elektrik üretimi sağlıyor. Şirket, güneş enerjisi santralleri ve rüzgar santralleri de dahil olmak üzere yenilenebilir enerji kaynaklarından enerji üretmekte olup, güneş parklarının teknik işletimi, rutin bakım, izleme, olay yönetimi ve performans analizi konularında uzmanlaşmıştır. Encavis Avrupa'da yenilenebilir enerji sektörüne hizmet vermektedir.
58.BCPG PCL	Tayland	BCPG TB	BCPG Public Company Limited, yenilenebilir enerjiden üretilen elektriği üretir ve dağıtır. Şirket, yenilenebilir enerji santrallerinin yatırımı, geliştirilmesi ve yönetimine odaklanarak güneş enerjisi alanında uzmanlaşmıştır.
59.INDIA NIPPON ELECTRICALS LTD	Kanada	INE CN	Innergex Yenilenebilir Enerji A.Ş. bağımsız bir yenilenebilir enerji üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket hidroelektrik tesisleri, rüzgar santralleri ve güneş enerjisi santralleri geliştirir, satın alır, sahip olur ve işletir. Innergex Renewable Energy, Kanada, Amerika Birleşik Devletleri, Fransa ve Şili'deki müşterilere hizmet vermektedir.
60.EDP RENOVAVEIS SA	İspanya	EDPR PL	EDP Renovaveis SA enerji santrallerini tasarlar, geliştirir, yönetir ve işletir. Şirket, rüzgar enerjisi yoluyla yenilenebilir enerji kaynaklarını kullanarak elektrik üretimi gerçekleştirmektedir. EDP Renovaveis dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.
61.SCATEC ASA	Norveç	SCATC NO	Scatec ASA bir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, temiz ve güvenilir elektrik üreten güneş, hidroelektrik ve rüzgar enerji santralleri geliştirir, inşa eder, sahibi olur, işletir ve bakımını yapar. Scatec dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.
62.SERMSANG POWER CORP CO LTD	Tayland	SSP TB	Sermsang Power Corporation Company Limited yenilenebilir enerji projeleri geliştirmektedir. Şirket güneş enerjisi, biyokütle, biyogaz ve rüzgar enerjisi çözümleri sunmaktadır. Sermsang Power dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.
63.7C SOLARPARKEN AG	Almanya	HRPK GR	Şirket fotovoltaik enerji sistemleri inşaa edip işletmektedir.
64.GUNKUL ENGINEERING PCL	Tayland	GUNKUL TB	Şirket enerji üretimi ve dağıtım faaliyetini yürütmektedir.
65.TERNA ENERGY SA	Yunanistan	TENERGY GA	Terna Energy S.A, yenilenebilir enerji kaynaklarından enerji üretmektedir. Şirket, atıkların ve biyokütlenin genel yönetimi ve enerji kullanımına yönelik rüzgar santralleri, küçük hidroelektrik santralleri ve entegre proses birimleri inşa etmekte ve işletmektedir.
66.NHPC LTD	Hindistan	NHPC IN	NHPC Limited bir hidroelektrik geliştirme şirkettir. Şirket, toplam kurulu güce sahip hidroelektrik enerji projeleri inşa etmekte ve geliştirmektedir. NHPC Hindistan'da ve yurt dışında faaliyet göstermektedir.
67.GCL NEW ENERGY HOLDINGS LTD	Hong Kong	451 HK	GCL New Energy Holdings Ltd., bağlı ortaklıkları aracılığıyla güneş enerjisi santrallerinin işletimi ve bakımı konusunda hizmet vermektedir. Şirket ayrıca enerji depolama teknolojisi, mikro şebeke ve akıllı entegrasyon yetenekleri de sunuyor.
68.CHINA DATANG CORP RENEWABL-H	Hong Kong	1798 HK	China Datang Corporation Renewable Power Co., Limited, enerji üretimi işlerini yürütmektedir. Şirket, rüzgar enerjisi, güneş enerjisi, biyokütle enerjisi ve diğer yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretmektedir. China Datang Corporation Yenilenebilir Enerji aynı zamanda düşük karbonlu teknolojiler de geliştiriyor.
69.SPCG PCL	Malezya	SPCG TB	SPCG PCL, güneş enerjisi çiftlikleri geliştiren alternatif bir enerji şirkettir. Şirket, Tayland'ın Kuzeydoğu bölgesinde güneş enerjisi çiftlikleri geliştiriyor.
70.SOLTECH ENERGY SWEDEN AB	İsveç	SOLT SS	SolTech Energy İsveç AB bir güneş enerjisi şirkettir. Şirket, çatı kaplama, duvar montajı için güneş enerjisi ürünleri ve bina entegrasyonu için ince film güneş pilleri sunmaktadır.
71.SOLAER RENEWABLE ENERGIES LT	İsrail	SOLR IT	Solaer Renewable Energies Ltd, yenilenebilir bir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, enerji yönetimi ve depolama sistemleri, güneş enerjisi çiftlikleri ve çatı sistemleri de dahil olmak üzere yeşil enerji üretiminde uzmanlaşmıştır. Solaer Renewable Energies İsrail'deki müşterilere hizmet veriyor.

72.AKFEN YENİLENEBİLİR ENERJİ A	Türkiye	AKFYE	Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. yenilenebilir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket yenilenebilir enerji santralleri aracılığıyla elektrik üretimi ve ticareti yapmaktadır. Akfen Yenilenebilir Enerji Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.
73.KARTAL YENİLENEBİLİR ENERJİ	Türkiye	KARYE	Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. yenilenebilir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir.
74.MARGUN ENERJİ ÜRETİM SANAYİ	Türkiye	MAGEN	Margun Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş. yenilenebilir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket yenilenebilir enerji projelerine sahiptir, geliştirir, kurar ve yatırım yapar. Margun Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret, Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.
75.MOGAN ENERJİ YATIRIM HOLDİNG	Türkiye	MOGAN	Mogan Enerji Yatırım Holding Anonim Şirketi, holding şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, iştirakleri aracılığıyla jeotermal, hidroelektrik ve rüzgar santrallerinden üretilen elektriğin üretim ve dağıtımını gerçekleştirmektedir. Mogan Enerji Yatırım Holding Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.
76.SERENA ENERGIA SA	Brezilya	SRNA3 BZ	Serena Energia SA yenilenebilir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket rüzgar, hidroelektrik ve güneş santralleri geliştiriyor ve işletiyor. Serena Energia Brezilya'daki müşterilere hizmet veriyor.
77.CK POWER PCL	Tayland	CKP TB	CK Power PCL güç geliştirir ve üretir. Şirket Tayland'da faaliyet göstermektedir.
78. AYDEM YENİLENEBİLİR ENERJİ A	Türkiye	AYDEM TI	Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. yenilenebilir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket hidro, rüzgar, jeotermal ve biyogaz enerji santralleri geliştirmektedir. Aydem Yenilenebilir Enerji Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.

Kaynak : Bloomberg

Eliminasyon sonrası Organomineral Gübre faaliyeti hesaplanan "medyan" FD/FAVÖK, çarpan değerleri 8,59(x) olarak hesaplanmıştır. Biyogaz, Hibrit GES ve Karbon Satış faaliyetleri için medyan FD/FAVÖK çarpanları aynı yöntemle aşağıdaki tablolarda hesaplanmıştır.

 **A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esenleşme Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:24 Şişli/Beşiktaş/İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270189
Mersis :0308004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 99 Organomineral Gübre Faaliyetine Yönelik Çarpan Analizi

Firma Adları	Borsa Kodu	Piyasa Değeri (000.000 \$)	FD/FAVÖK
NISSAN CHEMICAL CORP	4021 JP	4.439	9,82
WILMAR INTERNATIONAL LTD	WIL SP	15.864	9,33
VERBIO SE	VBK GR	1.213	33,15
SICHUAN GUO GUANG AGROCHEMI-A	002749 CH	953	
HUBEI XINGFA CHEMICALS GRP-A	600141 CH	5.268	
LSB INDUSTRIES INC	LXU US	660	7,76
CF INDUSTRIES HOLDINGS INC	CF US	12.648	6,12
ICL GROUP LTD	ICL IT	6.930	7,60
COMPASS MINERALS INTERNATION	CMP US	715	9,84
SAUDI BASIC INDUSTRIES CORP	SABIC AB	45.919	13,92
COROMANDEL INTERNATIONAL LTD	CRIN IN	7.435	21,03
TPI POLENE PUBLIC CO LTD	TPIPL TB	409	11,60
ANDERSONS INC/THE	ANDE US	1.681	8,28
ADVANSIX INC	ASIX US	381	4,98
CENTRAL GLASS CO LTD	4044 JP	531	5,80
INCITEC PIVOT LTD	IPL AU		5,59
TECK RESOURCES LTD-CLS B	TECK/B CN	19.370	8,67
ABOU KIR FERTIL & CHEMICALS	ABUK EY	1.246	4,83
YARA INTERNATIONAL ASA	YAR NO	9.170	5,39
PGG WRIGHTSON LTD	PGW NZ	93	7,29
GRUPA AZOTY SA	ATT PW	496	196,61
GUJARAT AMBUJA EXPORTS LTD	GAEX IN	561	10,38
DUC GIANG CHEMICALS JSC	DGC VN	1.422	7,03
MISR FERTILIZERS PRODUCTION	MFPC EY	1.743	7,62
GÜBRE FABRİKALARI T.A.S	GÜBRE TI	2.568	9,84
BAGFAS BANDIRMA GÜBRE FABRİK	BAGFS TI	92	9,96
EGE GÜBRE SANAYİİ A.S	EGGÜB TI	237	8,51
ALKİM ALKALİ KİMYA A.S	ALKİM TI	113	12,53
HEKTAS TİCARET T.A.S	HEKTS TI	649	
TEKFEN HOLDİNG A.S	TKFEN TI	636	18,57
NATIONAL FERTILIZERS LTD	NFL IN	509	9,73
GUJARAT STATE FERT & CHEMICA	GSFC IN	871	7,76
RASHTRİYA CHEMICALS & FERT	RCF IN	947	12,19
Medyan		947	8,59

Kaynak : Bloomberg, 18.11.2025 tarihli Avrupa piyasaları kapanış verileri


Eliminasyon sonrası Biyogaz faaliyeti için hesaplanan “medyan” FD/FAVÖK, çarpan değerleri 9,94(x) olarak hesaplanmıştır.

Tablo 100 Biyogaz Faaliyetine Yönelik Çarpan Analizi

Firma Adları	Borsa Kodu	Piyasa Değeri (000.000 \$)	FD/FAVÖK
ABO WIND AG	AB9 GR	371	13,32
BAYWA-BAYERISCHE WARENVERMIT	BYW6 GR	315	27,03
KUALA LUMPUR KEPONG BHD	KLK MK	5.531	11,25
CONFEX TIMBER INC	CFE CN	7	
ENDESA SA	ELE SM	39.152	6,85
GALP ENERGIA SGPS SA	GALP PL	15.750	5,20
OSAKA GAS CO LTD	9532 JP	13.028	7,38
COSAN SA	CSAN3 BZ	4.486	6,02
RWE AG	RWE GY	38.578	17,90
GS HOLDINGS	078930 KS	3.756	4,35
TA ANN HOLDINGS BERHAD	TAH MK	451	4,49
ADECOAGRO SA	AGRO US	770	5,26
CEZ AS	CEZ CP	33.150	
SEMAPA-SOCIEDADE DE INVESTIM	SEM PL	1.618	
TAURON POLSKA ENERGIA SA	TPE PW	4.513	3,09
BIOTREND CEVRE VE ENERJİ YAT	BIOEN TI	242	48,77
CONSUS ENERJİ İŞLETMECİLİĞİ	CONSE TI	59	15,45
HUN YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRE	HUNER TI	85	10,05
CLOUDBERRY CLEAN ENERGY ASA	CLOUD NO	392	29,01
SCATEC ASA	SCATC NO	1.566	9,94
VOLTALIA SA- REGR	VLTA FP	1.103	16,18
Medyan		936	9,94

Kaynak : Bloomberg, 18.11.2025 tarihli Avrupa piyasaları kapanış verileri

Eliminasyon sonrası Hibrit GES faaliyeti için hesaplanan “medyan” FD/FAVÖK, çarpan değerleri 10,48(x) olarak hesaplanmıştır.



**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / Beşiktaş / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 T.C. Sic.No:270106
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 101 Hibritle GES Faaliyetine Yönelik Çarpan Analizi

Firma Adları	Borsa Kodu	Piyasa Değeri (000.000 \$)	FD/FAVÖK
NEOEN SA	NEOEN FP	6.376	24,00
MERIDIAN ENERGY LTD	MEL NZ	8.643	14,10
ENCAVIS AG	ECV GR		12,75
BCPG PCL	BCPG TB	684	27,96
INDIA NIPPON ELECTRICALS LTD	INE IN		13,57
EDP RENOVAVEIS SA	EDPR PL	13.856	11,81
SCATEC ASA	SCATC NO	1.566	9,94
SERMSANG POWER CORP CO LTD	SSP TB	117	7,38
7C SOLARPARKEN AG	HRPK GR	156	7,03
GUNKUL ENGINEERING PCL	GUNKUL TB	491	10,48
TERNA ENERGY SA	TENERGY GA		
NHPC LTD	NHPC IN	9.134	22,09
GCL NEW ENERGY HOLDINGS LTD	451 HK	134	
CHINA DATANG CORP RENEWABL-H	1798 HK	2.205	9,90
SPCG PCL	SPCG TB	323	7,47
SOLTECH ENERGY SWEDEN AB	SOLT SS	52	1,49
SOLAER RENEWABLE	SOLR IT	327	
AKFEN YENILENEBİLİR ENERJİ A	AKFYE TI	490	37,69
HUN YENILENEBİLİR ENERJİ URE	HUNER TI	85	10,05
KARTAL YENILENEBİLİR ENERJİ	KARYE TI	40	6,12
MARGUN ENERJİ ÜRETİM SANAYİ	MAGEN TI	2.331	193,14
Medyan		490	10,48

Kaynak : Bloomberg, 18.11.2025 tarihli Avrupa piyasaları kapanış verileri

Karbon Satışları faaliyeti için hesaplanan “ortalama” FD/FAVÖK, çarpan değerleri 9,19(x) olarak hesaplanmıştır.

Tablo 102 Karbon Sertifikası Faaliyetine Yönelik Çarpan Analizi

Firma Adları	Borsa Kodu	Piyasa Değeri (000.000 \$)	FD/FAVÖK
SERENA ENERGIA SA	SRNA3 BZ	1.476	8,44
CK POWER PCL	CKP TB	567	10,91
AYDEM YENILENEBİLİR ENERJİ A	AYDEM TI	305	8,23
Ortalama		783	9,19

Kaynak : Bloomberg, 18.11.2025 tarihli Avrupa piyasaları kapanış verileri

Şirket'in varsayım ve öngörülleri esas alınarak faaliyet kolu bazında tarafımızdan ABD Doları olarak hesaplanan 2025 yılı Operasyonel FAVÖK projeksiyonlarının indirgeme faktörü ile işbu Rapor tarihine (19.11.2025) indirgenmiş değerlerinin faaliyet kolları bazında

anlamli sonuç vermemiştir. Bu nedenle, Biyogaz, Güneş enerjisi, Gübre retimi ve Karbon ticareti faaliyetlerine dair benzer firma çarpan analizleri tarafımızca değerlendirilmiş ancak değerleme çalışmasına dahil edilmemesine karar verilmiştir.

INA Yöntemi ile Şirketin Hedef zsermaye (Piyasa) Değeri **109.512.573 ABD Doları** olarak tahmin edilmiştir. ABD Doları bazında hesaplanan ağırlıklı ortalama zsermaye (Piyasa) Değeri işbu Fiyat Tespit Raporu tarihinden (19.11.2025) bir işgünü önce (18.11.2025) TCMB tarafından 15:30'da açıklanan ABD Dolar Alış Kuru (42,2641) ile çarpılarak halka arz öncesi hedef zsermaye (piyasa) değeri **4.628.450.327 TL** olarak tahmin edilmiştir. Bu değer, Şirketin halka arz öncesi denmiş sermayesine (147.337.401 TL) bölünmesiyle halka arz ncesi "Pay Değeri" 31,41 TL olarak tespit edilmiştir. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %37,9 oranında halka arz iskontosu uygulandığında pay başına halka arz fiyatı **19,50 TL** olarak tahmin edilmiştir.

 **AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEğERLER A.Ő.**
Esentepe Mar. Ayvazdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / Beşiktaş / İstanbul
Zincirlikuyu V.D. 389 004 35 21 Tc.Sic.No:276189
Mersis :0388004352100015 www.aicapital.com.tr

Tablo 104-a Değerleme Sonucu (ABD Doları)	Hedef		Ağırlıklandırılmış
	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Özsermaye Değeri
1-İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi			
Firma Değeri (ABD Doları)	119.155.977		
- Net Nakit / (Borç) (ABD Doları)	9.643.404		
<i>Nakit Durumu (ABD Doları)</i>	156.446		
<i>Finansal Borç (ABD Doları)</i>	9.799.850		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	109.512.573	100,00%	109.512.573
2-Piyasa Çarpanları Yöntemi			
Firma Değeri (ABD Doları)	-1.511.585		0
- Net Nakit / (Borç) (ABD Doları)	9.643.404		
<i>Nakit Durumu (ABD Doları)</i>	156.446		
<i>Finansal Borç (ABD Doları)</i>	9.799.850		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	-11.154.989	0,00%	0
2.1-Gübre Tesisi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	8,59		
- Firma Değeri (ABD Doları)	12.778.012	0,00%	0
<i>FAVÖK (2025; ABD Doları)</i>	1.509.067		
<i>İndirgeme Faktörü (19.11.2025)</i>	0,9862		
<i>İndirgenmiş FAVÖK (ABD Doları)</i>	1.488.217		
2.2-Biyogaz Tesisi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	9,94		
- Firma Değeri (ABD Doları)	-14.287.013	0,00%	0
<i>FAVÖK (2025; ABD Doları)</i>	-1.457.744		
<i>İndirgeme Faktörü (19.11.2025)</i>	0,9862		
<i>İndirgenmiş FAVÖK (ABD Doları)</i>	-1.437.603		
2.3-Hibrit GES Tesisi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	10,48		
- Firma Değeri (ABD Doları)	0	0,00%	0
<i>FAVÖK (2025; ABD Doları)</i>	0		
<i>İndirgeme Faktörü (19.11.2025)</i>	0,9862		
<i>İndirgenmiş FAVÖK (ABD Doları)</i>	0		
2.4-Karbon Satışları			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	9,19		
- Firma Değeri (ABD Doları)	-2.584	0,00%	0
<i>FAVÖK (2025; ABD Doları)</i>	-285		
<i>İndirgeme Faktörü (19.11.2025)</i>	0,9862		
<i>İndirgenmiş FAVÖK (ABD Doları)</i>	-281		

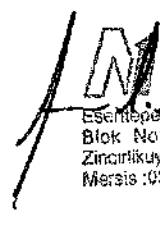
Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları


A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Lavan Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / Beşiktaş
 Zincirlikuyu M.D.: 388 004 35 31 Tic. Sic. No: 270136
 Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 104 - b Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri	Ağırlık Oranı	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri (ABD Doları)	109.512.573	100,00%	109.512.573
Çarpan Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri (ABD Doları)	-11.154.989	0,00%	0
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri (ABD Doları)		100,00%	109.512.573
<i>USD/TRY-TCMB 15:30 Döviz Alış Kuru (18.11.2025)</i>			<i>42,2641</i>
Halka Arz Öncesi Hedef Özsermaye Değeri (TL)			4.628.450.327
<i>Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)</i>			<i>147.337.401</i>
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)			31,41
<i>İskonto Oranı (%)</i>			<i>37,9%</i>
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri (TL)			2.873.079.319
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			19,50

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğunu beyan ederiz. Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması ve değerlendirme yöntemlerindeki ağırlıklandırma oranlarının değiştirilmesi durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür. Bununla birlikte, kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi/değiştirilmesi, farklı değerlendirme yöntemlerinin uygulanması durumunda işbu raporda elde edilen değerlerden daha farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

 **AI CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Eskişehir Mah. Levent Plaza
Blok No:17S İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D: 338 004 35 21 Tic. Sic. No: 27165
Mersis : 0388004352100015 www.ai-capital.com.tr

Ek 1: Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA

Eskişehir Yolu 8.Km No: 156
06530 Ankara



Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent Plaza
Blok No: 173 İç Kapı No: 29
Şişli/İstanbul

İstanbul, 19.11.2025

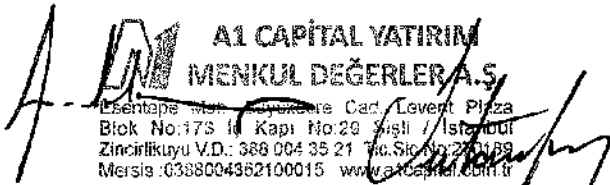
Konu : Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

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

Saygılarımızla,

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.


A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No: 173 İç Kapı No: 29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No: 270189
Mersis: 0388004382100015 www.a1capital.com.tr

Ahmet Hulusi KONUK
Genel Müdür Yardımcısı

Sertan KARGIN
Genel Müdür Yardımcısı

Ek 2: Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA

Eskişehir Yolu 8.Km No: 156
06530 Ankara



Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent Plaza
Blok No: 173 İç Kapı No: 29
Şişli/İstanbul

İstanbul, 19.11.2025

Konu : Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 19.11.2025 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca, gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Geniş Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı veya Türev Araçlar Lisansı'na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen çalışana,
- Ayrı kurumsal finansman bölümüne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiği ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisinin bulunmadığı ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

A1 CAPITAL YATIRIM

MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli İstanbul
Zincirlikuyu M.D. 338 004 35 21 Tic.Sic.No:
Mersis :0336004352100015 www.a1capital.com.tr

Ahmet Hulusi KONUK

Sertan KARGIN


Genel Müdür Yardımcısı

Genel Müdür Yardımcısı

Ek 3: Lisans Belgeleri

Lisans Adı	Hak Ediş Tarihi	Basım Tarihi	Askıya Alınma Tarihi	Belge No	Lisans Durumu
 Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı	22.01.2006	1.06.2016	12.09.2026	202976	Aktif Lisans
 Türev Araçlar Lisansı	20.12.2015	20.04.2016	29.12.2027	307458	Aktif Lisans

Sertan Kargın

**AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:175 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D. 308 004 35 21 Tic.Sic.No:271188
Mersis :0385004352100016 www.aicapital.com.tr