

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Gedik Yatırım) tarafından hazırlanan Ecogreen Enerji Holding A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Ecogreen Enerji Holding A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Ecogreen Enerji Holding A.Ş.	
Borsa Kodu	ECGR
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %40 Yüksek Başvurulu Yatırımcılar (Asgari Pay Başvuru Miktarı 1.000.001 adet) : %10 Yurt İçi Kurumsal : %25 Yurt Dışı Kurumsal : %25
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	22-23-24 Ekim 2025
Halka Arz Öncesi Sermaye	430.000.000 TL
Sermaye Artırımı	110.000.000 TL
Ortak Satışı	0 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	540.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	20,37%
Talep Toplama Fiyatı	10,40 TL
Halka Arz Büyüklüğü	1.144.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	4.472.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Net Borç (Net Nakit)	8.882.970.415 TL
Firma Değeri	13.354.970.415 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	5.616.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2025/06	7,30
FD/FAVÖK 2025/06	15,81
FD/FAVÖK2* 2025/06	10,78
PD/DD 2025/06	0,32

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2025/06	9,17
FD/FAVÖK 2025/06	15,81
FD/FAVÖK2* 2025/06	10,78
PD/DD 2025/06	0,37

*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre

Özet Bilgi

Şirket, Ecogreen Enerji Yatırım A.Ş. unvanı ile 29 Aralık 2020 tarihinde kurulmuş olup, kuruluş işlemleri 29 Aralık 2020 tarihli ve 10234 sayılı TTSG ilanında duyurulmuştur. Şirketin unvanı 27 Mayıs 2021 tarihinde mevcut unvanı olan Ecogreen Enerji Holding A.Ş. olarak değiştirilmiş ve bu değişiklik 28 Mayıs 2021 tarihli 10337 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

Şirketin fiili faaliyet konusu, yasal mevzuat uyarınca; bağlı ortaklıkları vasıtasıyla güneş enerjisi santralleri, biyokütle enerji santralleri ve biyogaz enerji santrallerinden elektrik enerjisi üretimi ve üretilen elektriğin satışı ile gübre üretimi ve Proje Geliştirme ve Müteahhitlik faaliyetleridir. Şirket, bu doğrultuda elektrik üretimi ve ticareti faaliyetlerinde bulunan şirketlere iştirak etmiş ve bunları çatısı altında toplayarak "Holding" statüsünde bir çatı şirket haline gelmiştir. 31 Aralık 2024 tarihi itibarıyla, şirketin bağlı ortaklığı olarak her biri enerji sektöründeki yatırımlar için kurulan toplam 8 adet bağlı ortaklığı ve 1 adet iştiraki bulunmaktadır.

Şirketin enerji portföyünün tamamı yenilenebilir enerji kaynakları kullanılarak elektrik üreten santrallerden oluşmakta olup, enerji santrallerinin tamamı ilgili bağlı ortaklıklar üzerine kayıtlıdır. Şirket doğrudan elektrik üretimi gerçekleştirmemekte, üretim faaliyetini bağlı ortaklıkları kanalıyla yürütmektedir, Şirketin bağlı ortaklıklarının mevcut durum itibarıyla toplam kurulu gücü 179,586 MW (hibrit yardımcı kaynak dahil 181,686 MW)'tır.

Şirket, holding olarak yalnızca iştiraklerde bulunmak ve iştirakte bulunduğu şirketlerin yönetim ve denetimini elinde tutmaktadır. Bu nedenle kendisine ait doğrudan herhangi bir üretim tesisi bulunmamaktadır. Şirket, hali hazırda Güneş Enerjisi Santralleri, Biyogaz Enerji Santralleri, Biyokütle Enerji Santralleri ve Gübre üretim tesisine sahip bağlı ortaklıkları ile faaliyetlerine devam etmektedir. Bunların unvanları ise şöyledir;

- Denizli Biyogaz Enerji Üretim A.Ş.
- Denizli Biyokütle Enerji Üretim A.Ş.
- Ecofer Gübre ve Enerji Üretim A.Ş. (Eski Unvanı: Turgutlu Biyogaz Enerji Üretim A.Ş.)
- Karacabey Biyogaz Enerji Üretim A.Ş. (Eski Unvanı Karakeçili Biyogaz Enerji ve Gübre Üretim Tic. San. A.Ş.)
- Megaron Enerji Grup A.Ş. (dolaylı bağlı ortaklık- 26100 sahibi Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş.)
- Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş.
- Ecogreen Elektrik Enerji Üretim A.Ş.
- Ecowind 3 Enerji A.Ş.

Şirketin söz konusu bağlı ortaklıklarından Ecowind 3 Enerji A.Ş. altında proje süreci başlatılan Kırklareli 3 RES santrali için 100 MWe depolamalı RES yatırımı bulunmaktadır. İlgili yatırımın ön lisansı alınmış olup, lisans süreci devam etmektedir. Bu süreçte rüzgâr ölçüm istasyonları, ÇED süreçleri, imar süreçleri gibi lisans için gerekli olan çalışmalar sürdürülmektedir. Diğer yedi bağlı ortaklık ise üretim faaliyetlerini sürdürmektedir.

Ecogreen Enerji Holding A.Ş.'nin temelleri Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş. ile atılmıştır. Uğurlular Elektrik, lisanssız güneş enerji santrali yatırımlarıyla yenilenebilir enerji alanındaki faaliyetlerine başlamış olup, toplamda 17,90 MWp kurulu güce sahip 21 lisanssız güneş enerji santraline sahiptir. Şirket'in kalan lisanssız güneş enerji santralleri Megaron Enerji Grup A.Ş. bağlı ortaklığının altında faaliyet göstermekte olup, toplamda 8,9 MWp kurulu güce sahip 8 güneş enerji santralinden oluşmaktadır.

Ecogreen Enerji, yenilenebilir enerji yatırımlarına biyogaz santralleri ile devam etmiş ve üç biyogaz enerji santralini kurulumunu tamamlamıştır. Toplam kurulu güç kapasitesi, Turgutlu (Ecofer) Biyogaz Santrali 3,002 MW (bu kapasitenin içinde 0,4455 MWp hibrit güneş santrali bulunmaktadır), Karacabey Biyogaz Santrali 3,002 MW ve Denizli Biyogaz Santrali 1,501 MW olmak üzere toplam 7,504 MW'dır. Denizli Biyogaz Santrali ayrıca 0,760 MWp hibrit güneş enerji santraline sahiptir.

Bu yatırımlara ek olarak, şirketin iki biyokütle enerji santrali de bulunmaktadır. Denizli Biyokütle, 12 MW ve Honaz 2,9 MW olmak üzere toplam 14,9 MW kurulu güce sahiptir. Enerji üretiminin yanı sıra, biyogaz ve biyokütleyle dayalı organik ve organomineral gübre üretimi de yapılmaktadır. Ecofer Gübre ve Enerji Üretim A.Ş., yıllık 90.000 ton üretim kapasitesine sahip gübre fabrikasının yatırımını tamamlamış ve Ecofer markası ile satışlarına başlamıştır.

Organomineral gübre, organik ve kimyasal hammaddelerin harmanlanarak üretildiği hibrit bir gübre çeşididir. Bu gübre türü, organik maddelerin toprak iyileştirici özellikleri ile kimyasal minerallerin avantajlarını birleştirir. Türkiye'de son zamanlarda yaygın olarak kullanılmaya başlanan bu gübre çeşidi, tarımsal verimliliği artırma konusunda önemli bir rol oynamaktadır.

Aynı zamanda şirket, elektrik satışını üretim santrallerinden ve tedarik lisansı ile spot piyasadan alım ile satış gerçekleştirebilmektedir. Üretim santralleri YEKDEM, YEKA veya Spot elektrik piyasasında olacak şekilde elektrik satışını gerçekleştirebilir. Şirket lisanslı santralleri YEKDEM ve YEKA kapsamı dahilindedir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket, sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek yeni payların halka arzından elde edilecek gelirin,

- %70'ini yatırım finansmanında,
- %20'sini kredi ödemesinde
- %10'unu işletme sermayesinde

kullanılması planlanmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Ecogreen Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Osman Uğurlu	430.000.000	100,00%	430.000.000	79,63%
Halka Açık Kısım			110.000.000	20,37%
Toplam	430.000.000	100,0%	540.000.000	100,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

Ecogreen Enerji Holding A.Ş. Bilanço, TL				
VARLIKLAR	2022	2023	2024	30.06.2025
Dönen Varlıklar	3.305.248.304	1.899.948.436	1.762.382.040	3.032.214.411
Nakit ve Nakit Benzerleri	629.122.760	179.088.154	383.656.745	1.044.962.610
Finansal Yatırımlar	262.933.748	648.354.225	46.693.846	0
Ticari Alacaklar	158.048.683	329.436.402	444.130.725	886.096.727
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>85.359.833</i>	<i>48.492.634</i>	<i>12.111.183</i>	<i>331.080.079</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>72.688.850</i>	<i>280.943.768</i>	<i>432.019.542</i>	<i>555.016.648</i>
Diğer Alacaklar	1.077.084	788.638	341.942	5.713.013
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>0</i>	<i>525.375</i>	<i>160.118</i>	<i>599.928</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>1.077.084</i>	<i>263.263</i>	<i>181.824</i>	<i>5.173.084</i>
Türev Araçlar	0	347.817	652.198	0
Stoklar	239.744.182	153.233.426	82.025.968	101.284.029
Peşin Ödenmiş Giderler	1.771.928.086	290.124.562	674.895.574	864.780.784
<i>İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	<i>1.262.515.826</i>	<i>31.747.758</i>	<i>1.689.855</i>	<i>0</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenen Giderler</i>	<i>509.412.260</i>	<i>258.376.804</i>	<i>673.205.719</i>	<i>864.780.784</i>
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	7.362.068	228.259	4.447.125	9.377.098
Diğer Dönen Varlıklar	235.031.693	298.346.953	125.537.917	119.940.151
Duran Varlıklar	15.923.513.699	30.677.469.966	27.130.685.652	26.521.154.524
Ticari Alacaklar	0	26.320.745	39.971.880	0
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>0</i>	<i>26.320.745</i>	<i>39.971.880</i>	<i>0</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>0</i>	<i>9</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Diğer Alacaklar	8.775.809	11.834.429	6.460.230	6.510.583
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>8.775.809</i>	<i>11.834.429</i>	<i>6.460.230</i>	<i>6.510.583</i>
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	8.573	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0	34.347.442	12.179.555	0
Maddi Duran Varlıklar	14.821.372.312	29.246.289.913	26.405.810.294	25.990.231.448
Kullanım Hakkı Varlıkları	1.834.068	9.029.441	4.236.237	6.079.645
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	21.255.175	31.752.218	32.509.928	32.022.293
<i>Şerefiye</i>	<i>1.391.437</i>	<i>1.391.437</i>	<i>1.391.437</i>	<i>1.391.437</i>
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	<i>19.863.738</i>	<i>30.360.781</i>	<i>31.118.491</i>	<i>30.630.856</i>
Peşin Ödenmiş Giderler	131.319.791	225.095.227	349.007.845	206.445.202
<i>İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	<i>129.749.334</i>	<i>123.973.376</i>	<i>102.907.282</i>	<i>99.352.000</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenen Giderler</i>	<i>1.570.457</i>	<i>101.121.851</i>	<i>246.100.563</i>	<i>107.093.202</i>
Ertelenmiş Vergi Varlığı	938.956.544	1.091.882.652	279.865.352	279.865.353
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Duran Varlıklar	0	917.899	635.758	0
TOPLAM VARLIKLAR	19.228.762.003	32.577.418.402	28.893.067.692	29.553.368.935

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2022	2023	2024	30.06.2025
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.443.708.784	6.309.495.720	5.866.414.674	5.897.364.963
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.064.477.449	2.807.245.867	1.940.608.217	1.415.777.940
<i>Banka Kredileri</i>	<i>909.780.461</i>	<i>2.645.425.818</i>	<i>1.869.590.836</i>	<i>1.370.448.489</i>
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	<i>154.096.988</i>	<i>161.620.049</i>	<i>71.017.381</i>	<i>45.329.451</i>
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.210.538.416	2.364.794.737	1.772.343.551	1.826.289.268
Türev Araçlardan Borçlar	0	662.802	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler	50.741	12.387.705	9.611.246	18.609.513
Ticari Borçlar	115.529.666	309.017.942	487.565.310	1.234.695.050
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>114.542</i>	<i>0</i>	<i>53.447.826</i>	<i>3.310.801</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>115.415.124</i>	<i>309.017.942</i>	<i>434.117.484</i>	<i>1.231.384.249</i>
Çalışanlara Sağ. Faydalar Kısımında Borçlar	5.507.169	448.689	540.106	13.236.834
Diğer Borçlar	29.621.956	79.458.159	885.135.149	607.139.425
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>16.697.666</i>	<i>37.955.062</i>	<i>671.761.552</i>	<i>596.491.327</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>12.924.290</i>	<i>41.503.097</i>	<i>13.375.397</i>	<i>10.648.098</i>
Ertelenmiş Gelirler	8.883.890	677.041.007	758.854.852	769.645.051
<i>İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	<i>0</i>	<i>655.434.570</i>	<i>696.682.830</i>	<i>714.017.359</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ertelenmiş Gelirler</i>	<i>8.883.890</i>	<i>21.606.437</i>	<i>62.172.022</i>	<i>55.627.692</i>
Kısa Vadeli Karşılıklar	9.099.497	58.438.812	11.756.243	11.971.882
<i>Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Kısa Vadeli Kar.</i>	<i>1.785.576</i>	<i>2.070.587</i>	<i>4.829.791</i>	<i>5.679.421</i>
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>7.313.921</i>	<i>55.468.225</i>	<i>6.926.452</i>	<i>6.292.461</i>

Ecogreen Enerji Holding A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

Uzun Vadeli Yükümlülükler	9.403.734.616	11.854.635.949	8.810.993.296	9.538.590.042
Uzun Vadeli Borçlanmalar	5.930.966.539	6.358.256.659	4.999.615.298	6.074.043.682
Banka Kredileri	5.432.827.238	6.076.461.763	4.894.283.387	5.990.365.728
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	498.139.281	281.794.896	105.331.911	83.077.954
Ticari Borçlar	0	130.876	475.825	12.578.104
İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar	0	130.876	475.825	12.578.104
Diğer Borçlar	0	0	341.575	292.760
İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar	0	0	341.575	292.760
Ertelenmiş Gelirler	0	0	5.688.902	0
İlişkili Olmayan Taraplara Ertelenmiş Gelirler	0	0	5.688.902	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.615.158	4.284.069	8.404.600	9.610.266
Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Uzun Vadeli Kar.	2.615.158	4.284.069	2.404.600	9.610.266
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.470.152.919	5.491.964.345	3.796.467.096	3.442.065.230
ÖZKAYNAKLAR	7.381.318.604	14.413.286.733	14.215.659.722	14.117.413.931
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6.728.687.358	13.833.357.044	14.215.659.722	14.117.413.931
Ödenmiş Sermaye	170.000.000	430.000.000	430.000.000	430.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	815.689.772	1.050.921.996	1.050.921.996	1.050.921.996
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İç. Bir. Etkisi	85.073.340	73.708.679	71.031.410	-71.031.410
Kar veya Zar.Yen. Sınıf. Birikmiş Diğer Kap. Gel veya Gid.	4.568.612.628	9.582.089.698	7.612.854.923	7.320.028.900
Mad. Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları	4.567.194.148	9.580.048.517	7.612.163.051	7.317.779.737
Tan.ayda planları yeniden ölçüm kazançları ve kay.	1.418.480	2.041.181	691.872	2.249.163
Kar veya Zar. Yen. Sınıflandırılma. Birikmiş Diğer Kap. Gel. veya Gi	-1.314.617.847	-1.870.387.195	-1.038.740.212	-1.324.533.221
Nakit Akış Riskinden Korunma Kayıpları	-1.314.617.847	-1.870.387.195	-1.038.740.212	-1.324.533.221
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0	6.281.154	8.600.274	8.600.274
Geçmiş Yıllar Kar/Zarar	2.264.945.145	2.512.842.807	5.044.481.438	6.517.437.463
Net Dönem Karı	138.984.320	2.047.899.905	1.178.572.713	185.989.929
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	652.631.246	579.929.689	0	0
TOPLAM KAYNAKLAR	19.228.762.004	32.577.418.402	28.893.067.692	29.553.368.935

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Ecogreen Enerji Holding A.Ş. Gelir Tablosu	2022	2023	2024	30.06.2024	30.06.2025	Son 4Ç
TL						
Hasılat	1.030.986.915	2.098.703.831	4.094.680.249	1.581.851.942	3.342.162.745	5.854.991.052
Yıllık Değişim		103,6%	95,1%		111,3%	
Satışların Maliyeti (-)	-790.389.690	-1.627.640.274	-3.624.625.347	-1.002.441.132	-2.742.732.332	-5.364.916.547
Yıllık Değişim		105,9%	122,7%		173,6%	
Brüt Kar/Zarar	240.597.225	471.063.557	470.054.902	579.410.810	599.430.413	490.074.505
Yıllık Değişim		95,8%	-0,2%		3,5%	
Brüt Kar Marjı	23,3%	22,4%	11,5%	36,6%	17,9%	8,4%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-116.416.521	-203.148.243	-243.397.561	-167.717.481	-166.786.980	-242.467.060
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)			-9.368.128	-3.205.266	-8.490.762	-14.653.624
Faaliyet Karı	124.180.704	267.915.314	217.289.213	408.488.063	424.152.671	232.953.821
Yıllık Değişim		115,7%	-18,9%		3,8%	
Faaliyet Kar Marjı	12,0%	12,8%	5,3%	25,8%	12,7%	4,0%
Amortisman	378.108.224	526.217.337	825.519.577	528.079.964	314.163.237	611.602.850
FAVÖK1	502.288.928	794.132.651	1.042.808.790	936.568.027	738.315.908	844.556.671
Yıllık Değişim		58,1%	31,3%		-21,2%	
FAVÖK1 Marjı	48,7%	37,8%	25,5%	59,2%	22,1%	14,4%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	701.098.745	2.285.387.605	896.401.839	254.051.758	1.011.280.936	1.653.631.017
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-354.063.970	-909.247.392	-677.771.589	-68.631.280	-650.673.804	-1.259.814.113
Esas Faaliyet Karı	471.215.479	1.644.055.527	435.919.463	593.908.541	784.759.803	626.770.725
Yıllık Değişim		248,9%	-73,5%		32,1%	
FAVÖK2	849.323.703	2.170.272.864	1.261.439.040	1.121.988.505	1.098.923.040	1.238.373.575
Yıllık Değişim		155,5%	-41,9%		-2,1%	
FAVÖK2 Marjı	82,4%	103,4%	30,8%	70,9%	32,9%	21,2%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.274.293	158.367.031	76.475.372	28.267.445	403.008.189	451.216.116
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-814.957.548	-1.677.414.068	-425.678.349	-420.440.044	-389.096.185	-394.334.490
Özkaynak Yön. Değ. Yatırımların Zararlarından Paylar		-48.515.946	33.487.786	-5.902.654	-360.884	39.029.556
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	-342.467.776	76.492.544	120.204.272	195.833.288	798.310.923	722.681.907
Finansman Giderleri (-)	1.330.883.750	1.670.467.987	1.001.424.380	254.629.489	320.984.512	1.067.779.403
Finansman Gelirleri	-1.507.876.660	-4.035.333.608	-3.151.127.948	-1.884.867.111	-2.751.561.936	-4.017.822.773
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	2.142.451.824	5.422.816.131	4.537.944.319	3.396.745.529	2.072.626.176	3.213.824.966
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	1.622.991.138	3.134.443.054	2.508.445.023	1.962.341.195	440.359.675	986.463.503
Dönem Vergi Gelir / (Gideri)		-4.686.638				
Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)	-1.422.082.716	-1.084.359.512	-1.329.872.310	-1.210.153.429	-254.369.746	-374.088.627
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı / (Zararı)	200.908.422	2.045.396.905	1.178.572.713	752.187.766	185.989.929	612.374.876
Dönem Karı / (Zararı)	200.908.422	2.045.396.905	1.178.572.713	752.187.766	185.989.929	612.374.876
Dönem Karı / (Zararının) Dağılımı	200.908.422	2.045.396.905	1.178.572.713	752.187.766	185.989.929	612.374.876
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	61.924.102	-2.503.000				
Ana Ortaklık Payları	138.984.320	2.047.899.905	1.178.572.713	752.187.766	185.989.929	612.374.876

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Gedik Yatırım, Ecogreen Enerji Holding A.Ş.'nin değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %60 ve Çarpan Analizi %40 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Ecogreen özelinde yönetimin beklentilerini yansıtmaları açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Gedik Yatırım tarafından Ecogreen'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içinde yenilenebilir enerji ve güneş enerji sektöründe faaliyet gösteren proje geliştirme ve müteahhitlik şirketleri arasından seçilmiş halka açık şirketleri incelenmiş ve FD/FAVÖK, F/K, FD/Satış Gelirleri ve PD/DD çarpanlarının medyanı incelenmiştir. Bu çarpanlardan F/K ve FD/Satışlar çarpanlarına sırasıyla %40-%60 ağırlık verilmiştir. F/K ve FD/Satışlar çarpanlarının medyanın kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Yurt içi çarpanları analizinde, F/K ve FD/Satış Gelirleri çarpanları hesaplamasında yurt içinde yenilenebilir enerji sektöründeki şirketlerden seçilmiş olanların aşırı yüksek değerler, sıfır ve negatif olanlar (<0x) ile en yüksek dörtte bir (quartile) ve en düşük dörtte bir dilimlerinde olan veriler aykırı değer olarak değerlendirilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Gedik Yatırım tarafından F/K ve FD/Satış Gelirleri çarpanları hesaplanırken şirketlerin 16 Ekim 2025 tarihli piyasa verileri ile 30.06.2025 tarihinde sona eren 12 aylık finansal verileri kullanılmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Yurt içi benzer şirketler çarpan analizinde, Borsa İstanbul'da bilişim sektöründe faaliyet gösteren 18 şirket incelenmiş olup F/K ve FD/Satış Gelirleri çarpanlarından öncelikle aşırı yüksek değerler, sıfır ve negatif olanlar (<0x) ile en yüksek dörtte bir (quartile) ve en düşük dörtte bir dilimlerinde olan veriler aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Benzer Şirketler Çarpanları, TL					16.10.2025
Borsa Kodu	Şirket Ünvanı	FD/ FAVÖK	F/K	FD/Satışlar	PD/DD
HUNER	Hun Yenilenebilir Enerji	10,24	5,75	5,82	0,71
KARYE	Kartal Yenilenebilir Enerji	7,66	30,96	4,92	0,54
PAMEL	Pamel Yenilenebilir Elektrik		0,00		0,38
AYDEM	Aydem Elektrik	10,83	0,00	4,47	1,04
GWIND	Galata Wind Enerji A.Ş.	9,26	18,64	6,24	0,46
AYEN	Ayen Enerji A.Ş.	7,95	25,41	2,20	3,18
BİOEN	Biotrend		0,00	7,02	2,85
MAGEN	Margün Enerji		0,00		5,22
MOGAN	Mogan Enerji	9,41	0,00	4,89	0,33

Benzer Şirketler Çarpanları, TL					16.10.2025
Borsa Kodu	Şirket Ünvanı	FD/ FAVÖK	F/K	FD/Satışlar	PD/DD
ENTRA	İc Enterra Yenilenebilir Enerji	12,58	0,00	9,43	0,65
TATEN	Tatlıpınar Enerji	18,90	31,79		4,72
YEOTK	Yeo Teknoloji	9,84	30,38	2,02	5,19
BRLSM	Birleşim Mühendislik	5,40	10,22	1,23	1,96
ORGE	Orge Elektrik Taahhüt	33,89	0,00	2,69	3,69
KONTR	Kontrolmatik	6,53	18,61	1,36	1,67
GESAN	Girişim Elektrik	14,38	59,46	2,65	2,16
CWENE	Cw Enerji	15,18	49,59	2,28	1,91
EUPWR	Europower Enerji	3,18	8,53	1,70	1,66
Medyan		9,84	9,38	2,69	1,79
Ortalama		11,68	16,07	3,93	2,13
Seçilmiş Medyan		9,3	14,4	2,5	1,4

- Yurt içi benzer şirket çarpan analizinden F/K çarpan değerine %40 ve FD/ Satışlar çarpan değerine %60 ağırlık verilerek şirket için 6.859.411.090 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	Çarpanlar	Seçilmiş Finansallar TL (2025/06 Son 12 Ay)	Özkaynak Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlık Özkaynak Değeri (TL)
F/K	2,5x	612.374.876	6.828.399.025	40%	3.531.359.614
FD/Satış Gelirleri	14,4x	5.854.991.052	5.546.752.467	60%	3.328.051.480
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri					6.859.411.090

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2025-2054 yılları için projekte edilmiştir.
- Satışlar:** Şirket'in gelir modellemesinde satış gelirleri, her bir faaliyet kolunun tahmin edilen üretim miktarlarının USD/MW bazında belirlenmiş satış fiyatı ile çarpılmasıyla hesaplama yapılmıştır. Şirket, bazı güneş enerji santralleri ile birlikte bazı biyokütle ve biyogaz santrallerinde farklı YEKDEM sürelerine tabidir. Şirket, santral bazında YEKDEM süresi kapsamında üreteceği elektriği 133 USD/MW fiyat seviyesinde satacaktır. Lisanssız güneş enerji santralleri için teşvikli alım bittikten sonra tesisler için satış Piyasa Takas Fiyatı üzerinden yapılacaktır.

Biyokütle ve Biyogaz tesisleri için YEKDEM süresi tamamlandıktan sonra satış fiyatı Piyasa Takas Fiyatı olacaktır.

Yeka-4 Bor-2 GES için Santralin ilk Bakanlık kabul tarihi 2023 yılı Ağustos ayıdır. YEKA şartnamesine göre YEKA sözleşme tarihi olan 16 Mayıs 2022 yılından itibaren 45 aylık süre için (16 Şubat 2026 serbest piyasa satışı "piyasa takas fiyatı" üzerinden yapılmaktadır. 45 aylık sürenin bitim tarihi olan 2026 yılı Şubat ayı itibarıyla ise üretilecek ilk 2.300 GWh miktar için ihale fiyatı 28 USD/MWh uygulanacaktır. Santralde yıllık yaklaşık 300 GWh elektrik üretimi olacağı öngörüsü ile 8 yıllık sürede, ilk 2.300 GWh üretim; 2033 yılı itibarıyla tamamlanması öngörülmektedir.

Proje geliştirme ve müteahhitlik tarafında Şirket, güneş enerji santrallerinin kurulumu ile ilgili olarak 2024 yılında 6 adet projeyi tamamlamıştır. 2025 yılından itibaren 10 yıllık projeksiyon

dönemi sonuna kadar her yıl için 45 MW'lık iş yapması ve bunun karşılığında elde edilecek gelirin MW başına 2025 yılında 740.788 USD/MW olması, sonraki yıllarda da %3 artış ile gerçekleşmesi beklenmektedir.

Gübre faaliyetleri ile ilgili olarak 2025 yılında ton başına gübre satış gelirin Şirket ile yapılan görüşmeler neticesinde 386 USD/ton olması beklenmektedir. Bu fiyat tespit edilirken 2025 yılı ilk 6 ay gerçekleşen değer kullanılmıştır. 2025 yılı sonrası için projeksiyon dönemi sonuna kadar ton başına satış fiyatının her yıl için Dolar bazında %3 oranında artış göstereceği varsayılmıştır.

- **Satışların Maliyeti:** Şirket Güneş enerji, biyogaz ve biyokütle santralleri kapsamında sistem kullanım bedeli dışında kalan maliyet kalemleri ilgili faaliyet kolunun 2025 yılı altı aylık finansal sonuçlarına göre oluşan satış gelirin olan oranı baz alınarak hesaplanmış ve bu oran projeksiyon dönemi boyunca devam ettirmiştir. Gübre tarafında ise Şirket'in gübre üretiminde kendi bünyesinde sağlayabildiği hammaddelerin olmasının etkisiyle projeksiyon dönemi boyunca hammadde maliyetinin her yıl için Dolar bazında %2 artış göstereceği varsayılmıştır. İşletme maliyetleri ise büyük oranda sabit maliyetlerden oluşması sebebiyle tonaj artışında birim olarak azalmaktadır. İşletme maliyetindeki azalan eğilim ve hammadde maliyetlerindeki bahsedilen artış oranı ile birlikte toplam birim üretim maliyetinin projeksiyon dönemi boyunca stabil bir seyir izleyeceği düşünülmüş olup 2025 yılında gübre birim üretim maliyetinin 282 USD/Ton olacağı öngörülmüştür.

Proje geliştirme ve müteahhitliğinde maliyet hesaplaması için yine Şirket projeksiyonları baz alınmış, 2025 yılı için tahmin edilen 551.358 USD/MW birim maliyet 2034 yılına kadar her yıl için %3 artış olacak şekilde artırılmıştır.

- **Kurumlar Vergisi:** Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca ödeyeceği kurumlar vergisi oranı %25 olarak varsayılmıştır.
- **İşletme Sermayesi:** Şirket'in 2025-2054 projeksiyon dönemi boyunca son üç yıllık finansal tablolarındaki rakamların dolar bazında 31.12.2024 finansalları ile son 3 yılın (31.12.2023-31.12.2022) net işletme sermayesi/satışlar oranı hesaplanmış ve %12,2 olarak bulunmuştur. Bu oran Güneş Enerji Santralleri dışında her bir faaliyet kolu bazında yapılan işletme sermayesi ihtiyacı hesaplamasında kullanılmıştır ve muhafazakâr tarafta kalınarak projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur. Güneş Enerji Santrallerinin işletme sermayesi ihtiyacının daha düşük olması nedeniyle bu faaliyet kolu için net işletme sermayesi/satışlar oranı %6,5 olarak belirlenmiştir.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığınca ihraç edilen 30 yıllık Eurobond tahvil oranındaki değişiklikler incelenmiştir ve Eurobond tahvilin 16.10.2025 tarihi itibarıyla son 12 aylık ortalaması Bloomberg Terminali aracılığıyla sağlanan günlük kapanış verileri üzerinden %8,2 olarak hesaplanmış ve 2025 yılı için risksiz getiri oranı olarak kullanılmıştır. Risksiz getiri oranının projeksiyon dönemi boyunca %8,00-%5,00 aralığında olacağı varsayılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

- **Piyasa Risk Primi:** %5,50 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Kaldıraçsız beta 0,56 olarak alınmış olup kaldıraçlı beta 0,79 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Şirket'in vergi kalkanı öncesindeki uzun vadeli borçlanma maliyeti, projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranı üzerinden 2,5 puan borç primi eklenerek hesaplanmıştır. %25 kurumlar vergisi çerçevesinde, vergi kalkanı sonrasındaki uzun vadeli borçlanma maliyeti 2025 yılı için %7,88 olarak hesaplanmaktadır. 2026-2054 yılları arasında ise %7,88 ile %5,63 arasında olacağı varsayılmıştır.
- AOSM, 2025 yılı için %10,02, 2025 yılı sonrası için %9,93-%7,34 olarak hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Uç Değer Büyüme Oranı:** %2 olarak varsayılmış olup tarafımızca makuldür.

Halka Arz Değeri

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA %60 ve Çarpan Analizi %40 şeklinde ağırlıklandırılmış olup pay başına 10,40 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.

Değerleme Sonucu			
	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri (TL)
İNA Değeri	4.832.367.410	60,00%	2.899.420.446
Çarpan Değeri	6.859.411.090	40,00%	2.743.764.436
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		100%	5.643.184.882
Halka Arz İskontosu			20,00%
İskonto Sonrası Piyasa Değeri			4.514.547.906
Ödenmiş Sermaye, TL			430.000.000
Pay Başı Değer, TL			10,40

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2025-2054 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Ecogreen'in fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Ecogreen özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Risksiz getiri oranı olarak T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığınca ihraç edilen 30 yıllık Eurobond tahvil oranının 16.10.2025 tarihi itibarıyla 2025 yılı için %8,2 olarak hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca %8,00-%5,00 aralığında olacağı varsayılmıştır. Risksiz getiri oranının raporda kullanıldığı şekliyle düşmemesi durumunda hesaplanan değer düşebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

- Kaldıraçsız beta 0,56 olarak alınmış olup kaldıraçlı beta 0,79 olarak hesaplanmıştır.
- Gedik Yatırım tarafından Ecogreen'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içinde yenilenebilir enerji ve güneş enerji sektöründe faaliyet gösteren proje geliştirme ve müteahhitlik şirketleri incelenmiş ve F/K ve FD/Satış Gelirleri çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. F/K ve FD/Satış Gelirleri çarpanları ile beraber faaliyet karlılığını yansıtan FD/FAVÖK çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA %60 ve Çarpan Analizi %40 şeklinde ağırlıklandırılmış olup tarafımızca makul bulunmuştur.
- Gedik Yatırım'ın İNA ve çarpan varsayımları dahilinde hesaplanan halka arz öncesi piyasa değerinin, önceki maddelerde yer verdiğimiz çekincelerimiz saklı kalmak koşuluyla, makul olduğu düşünülmektedir.
- Farklı İNA ve çarpan varsayımlarıyla farklı değerlere ulaşılabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2025/06	7,30
FD/FAVÖK 2025/06	15,81
FD/FAVÖK2* 2025/06	10,78
PD/DD 2025/06	0,32

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2025/06	9,17
FD/FAVÖK 2025/06	15,81
FD/FAVÖK2* 2025/06	10,78
PD/DD 2025/06	0,37

**Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre*