

Ecogreen Enerji Holding A.Ş

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 16 Ekim 2025 tarihinde Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Gedik Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

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

Şirketin fiilli faaliyet konusu, 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 ticari faaliyetlerinde bulunan şirketlere iştirak etmiş ve bunları çatısı altında toplayarak "Holding" statüsünde bir çatı şirket haline gelmiştir. 31 Aralık 2024 tarihi itibarıyla, şirketin 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. Mevcut durum itibarıyla şirketin bağlı ortaklıklarının toplam kurulu gücü 179,586MW (hibrit yardımcı kaynak dahil 181,686 MW)'tır.

Şirket, holding olarak yalnızca iştiraklerde bulunmakta ve iştiraklerinin yönetim ve denetimini elinde tutmaktadır. Bu nedenle kendisine ait doğrudan herhangi bir üretim tesisi bulunmamaktadır. Şirket, hali hazırda Güneş Enerji 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

Karacabey Biyogaz Enerji Üretim A.Ş

Megaron Enerji Grup A.Ş

Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş

Ecogreen Elektrik Enerji Üretim A.Ş

Ecowind 3 Enerji A.Ş

2. Şirketin Faaliyet Gösterdiği Sektörler Hakkında

Şirket'in faaliyet konusu her nevi doğal ve suni kaynaklardan enerji üreten, ileten, depolayan, satan, yurt içinde veya yurt dışında kurulmuş veya kurulacak şirketlere iştirak etmek ve bu şirketlerin, yatırım, finansman, organizasyon ve yönetim işlevlerini toplu bir bünye içerisinde ve modern işletmecilik esasları dahilinde gerçekleştirmek, riski dağıtmak, ekonomik dalgalanmalara karşı yatırımların güvenliğini artırmak ve böylece bu şirketlerin sağlıklı şekilde gelişmelerini ve devamlılıklarını teminat altına almak ve bu amaca uygun ticari, sınai ve mali girişimlerde bulunmaktır.

Şirket, doğrudan enerji üretimi gerçekleştirmemektedir. Mevcut durumda bağlı ortaklıklarının sahip olduğu Güneş, biyokütle ve biyogaza dayalı enerji üretim tesisleri ile yenilenebilir enerji alanında üretim gerçekleştirmektedir. Bunun yanı sıra GES proje Geliştirme – Taahhüt, organik ve organomineral gübre üretimi ve elektrik ticareti faaliyetlerinde bulunmaktadır. Grubun ayrıca rüzgar (Depolamalı RES) yenilenebilir enerji üretimi alanında yatırımları devam etmektedir.

Türk elektrik sektöründe 2022-2024 dönemleri içerisinde çok önemli gelişmeler yaşanmıştır. Covid-19 salgını sırasında 2020 yılında birçok ülkede elektrik tüketimi azalırken, Türkiye'de tüketim 2019 yılı seviyesinde gerçekleşmiştir. 2021 yılında pandemi etkisinin azalması ve ekonomik aktivitenin artmasıyla beraber ertelenmiş tüketim de devreye girmiş ve elektrik talebi önemli seviyede artmıştır. 2022 yılı boyunca, Türkiye de Avrupa ile beraber, artan elektrik fiyatlarından etkilenmiştir. Artan elektrik fiyatlarına ek olarak Türk Lirası'nın da önemli derecede değer kaybetmiş olması elektrik fiyatlarının enflasyon üzerindeki etkisini artırmıştır. Düzenleyiciler enerji fiyatlarındaki artışın enflasyonist etkisi ile ekonomik faaliyetler üzerindeki kısıtlayıcı etkisini kontrol altına almak amacıyla daha önce deneyimlenmemiş geçici süreli yeni düzenlemelere başvurmuşlardır. 2022-2024 yıllarında ağırlığını hissettirmiş bu gelişmelere rağmen, düzenleyici kurumlar ve yatırımcılar yeni hedefler belirleyerek sektörün gelişimine katkı vermeye devam etmişlerdir. Özellikle 2022 yılından itibaren depolamalı santraller, hibrit santraller, öz tüketim yatırımları ve elektrikli araç şarj ağı faaliyetleri gibi yenilenebilir enerji teknolojilerinin artan seviyede kullanılmasına olanak sağlayacak yeni yatırım alanları ile ilgili getirilen yasal düzenlemeler ve yatırımcıların bu yeni alanlara olan ilgisi sıklıkla gündeme gelmiştir. Söz konusu artan faaliyetler ve yatırımcı ilgisi; yenilenebilir enerjinin toplam elektrik üretimi içindeki payının sürdürülebilir bir şekilde artırılmasına yönelik ortak hedefin bütün sektör aktörleri tarafından aynı seviyede benimsenmiş olduğunun önemli bir göstergesidir.

3. Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	Ecogreen Enerji	
Talep Toplama Tarihi	22-23-24 Ekim	
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı	%100 Sermaye Artırımı: 110.000.000 TL nominal
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar	44.000.000 TL nominal (%40)
	Yüksek Başvurulu Yatırımcılar	11.000.000 TL nominal (%10)
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	27.500.000 TL nominal (%25)
	Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar	27.500.000 TL nominal (%25)
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış	
Halka Arz Fiyatı	10,40 TL	
Ödenmiş Sermaye (Halka Arz Öncesi)	430.000.000	
Ödenmiş Sermaye (Halka Arz Sonrası)	540.000.000	
Öngörülen Piyasa Değeri (Halka Arz Sonrası)	5.616.000.000	
Tahmini Arz Büyüklüğü	1.144.000.000	
Halka Açıklık Oranı	20,37%	
Fon Kullanım Yeri	%70: Yatırım Finansmanı	
	%20: Kredi Ödemesi	
	%10: İşletme Sermayesi	

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

4. Şirket Ortaklık Yapısı

Şirket payları A ve B grubu olmak üzere iki pay grubundan oluşmaktadır. A grubu payların, Yönetim Kurulunun yarısını aday gösterme imtiyazı ile Genel Kurul'da her bir paya 5 oy hakkı veren oy imtiyazı bulunmaktadır. B grubu payların herhangi bir imtiyazı bulunmamaktadır. Şirket yönetim hakimiyeti tek pay sahibi Osman Uğurlu'ya aittir.

	Halka Arz Sonrası Pay Sahipliği Yapısı			Halka Arz Sonrası Pay Sahipliği Yapısı	
	Grubu	Tutar (TL)	Oran (%)	Tutar (TL)	Oran (%)
Osman Uğurlu	A	86.000.000	20,00	86.000.000	15,93
	B	344.000.000	80,00	344.000.000	63,70
Halka Açık Kısım	B	-		110.000.000	20,37
Toplam		430.000.000	100,00	540.000.000	100,00

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

5. Şirket'in Operasyonları ve Finansalları Hakkında Özet Bilgi

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2024	30.06.2025
Hasılat	1.030.986.915	2.098.703.831	4.094.680.249	1.581.851.942	3.342.162.745
Satışların Maliyeti (-)	-790.389.690	-1.627.640.274	-3.624.625.347	-1.002.441.132	-2.742.732.332
Brüt Kar/Zarar	240.597.225	471.063.557	470.054.902	579.410.810	599.430.413
Genel Yönetim Giderleri (-)	-116.416.521	-203.148.243	-243.397.561	-167.717.481	-166.786.980
Pazarlama Giderleri (-)	-	-	-9.368.128	-3.205.266	-8.490.762
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	701.098.745	2.285.387.605	896.401.839	254.051.758	1.011.280.936
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-354.063.970	-909.247.392	-677.771.589	-68.631.280	-650.673.804
Esas Faaliyet Karı/Zararı	471.215.479	1.644.055.527	435.919.463	593.908.541	784.759.803
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.274.293	158.367.031	76.475.372	28.267.445	403.008.189
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-814.957.548	-1.677.414.068	-425.678.349	-420.440.044	-389.096.185
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Zararlarında	-	-48.515.946	33.487.786	-5.902.654	-360.884
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	-342.467.776	76.492.544	120.204.272	195.833.288	798.310.923
Finansman Gelirleri	1.330.883.750	1.670.467.987	1.001.424.380	254.629.489	320.984.512
Finansman Giderleri (-)	-1.507.876.660	-4.035.333.608	-3.151.127.948	-1.884.867.111	-2.751.561.936
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
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
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-1.422.082.716	-1.089.046.150	-1.329.872.310	-1.210.153.429	-254.369.746
Dönem Vergi Geliri/Gideri	-	-4.686.638	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	-1.422.082.716	-1.084.359.512	-1.329.872.310	-1.210.153.429	-254.369.746
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	200.908.422	2.045.396.905	1.178.572.713	752.187.766	185.989.929
Dönem Karı/Zararı	200.908.422	2.045.396.905	1.178.572.713	752.187.766	185.989.929
Dönem Kar/Zararının Dağılımı					
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

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

VARLIKLAR	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025
Dönen Varlıklar				
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	-
Ticari Alacaklar	158.048.683	329.436.402	444.130.725	886.096.727
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	85.359.833	48.492.634	12.111.183	331.080.079
İlişkili Olmayan Taraflardan Tic. Alacaklar	72.688.850	280.943.768	432.019.542	555.016.648
Diğer Alacaklar	1.077.084	788.638	341.942	5.773.012
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	525.375	160.118	599.928
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1.077.084	263.263	181.824	5.173.084
Türev Araçlar	-	347.817	652.198	-
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
İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	1.262.515.826	31.747.758	1.689.855	-
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	509.412.260	258.376.804	673.205.719	864.780.784
Cari Dönem Vergisiyle 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
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	3.305.248.304	1.899.948.436	1.762.382.040	3.032.214.411

Duran Varlıklar	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025
Ticari Alacaklar	-	26.320.745	39.971.880	-
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	26.320.745	39.971.880	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	-	-	-	-
Diğer Alacaklar	8.775.809	11.834.429	6.460.230	6.510.583
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	8.775.809	11.834.429	6.460.230	6.510.583
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	8.573	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	34.347.442	12.179.555	-
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
Şerefiye	1.391.437	1.391.437	1.391.437	1.391.437
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	19.863.738	30.360.781	31.118.491	30.630.856
Peşin Ödenmiş Giderler	131.319.791	225.095.227	349.007.845	206.445.202
İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	129.749.334	123.973.376	102.907.282	99.352.000
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	1.570.457	101.121.851	246.100.563	107.093.202
Ertelenmiş Vergi Varlığı	938.956.544	1.091.882.652	279.865.352	279.865.353
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Duran Varlıklar	-	917.899	635.758	-
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	15.923.513.699	30.677.469.966	27.130.685.652	26.521.154.524

KAYNAKLAR	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.064.477.449	2.807.245.867	1.940.608.217	1.415.777.940
Banka Kredileri	909.780.461	2.645.425.818	1.869.590.836	1.370.448.489
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	154.696.988	161.820.049	71.017.381	45.329.451
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	-	662.802	-	-
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
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	114.542	-	53.447.826	3.310.801
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	115.415.124	309.017.942	434.117.484	1.231.384.249
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında 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
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	16.697.666	37.955.062	871.761.552	596.491.327
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	12.924.290	41.503.097	13.373.597	10.648.098
Ertelenmiş Gelirler	8.883.890	677.041.007	758.854.852	769.645.051
İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	-	655.434.570	696.682.830	714.017.359
İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	8.883.890	21.606.437	62.172.022	55.627.692
Kısa Vadeli Karşılıklar	9.099.497	58.438.812	11.756.243	11.971.882
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin K.V Karşılıklar	1.785.576	2.970.587	4.829.791	5.679.421
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	7.313.921	55.468.225	6.926.452	6.292.461
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	2.443.708.784	6.309.495.720	5.866.414.674	5.897.364.963
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	5.930.966.539	6.358.256.659	4.999.615.298	6.074.043.682
Banka Kredileri	5.432.827.258	6.076.461.763	4.894.283.387	5.990.365.728
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	498.139.281	281.794.896	105.331.911	83.677.954
Ticari Borçlar	-	130.876	475.825	12.578.104
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	-	130.876	475.825	12.578.104
Diğer Borçlar	-	-	341.575	292.760
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	-	-	341.575	292.760
Ertelenmiş Gelirler	-	-	5.688.902	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	-	-	5.688.902	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.615.158	4.284.069	8.404.600	9.610.266
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	2.615.158	4.284.069	8.404.600	9.610.266
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.470.152.919	5.491.964.345	3.796.467.096	3.442.065.230
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	9.403.734.616	11.854.635.949	8.810.993.296	9.538.590.042
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 İçeren Birlik	85.073.340	73.708.679	-71.031.410	-71.031.410
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer	4.568.612.628	9.582.089.698	7.612.854.923	7.320.028.900
Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları	4.567.194.148	9.580.048.517	7.612.163.051	7.317.779.737
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları	1.418.480	2.041.181	691.872	2.249.163
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer	-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
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	-	6.281.154	8.600.274	8.600.274
Geçmiş Yıllar Karları	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	-	-
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	7.381.318.604	14.413.286.733	14.215.659.722	14.117.413.931
TOPLAM KAYNAKLAR	19.228.762.004	32.577.418.402	28.893.067.692	29.553.368.935

5.1. Gelirler

Şirketin net satışları 2023'te 2022'ye göre %104 artarak 2.098.703.831 TL seviyesinde olmuştur. 31.12.2024'te sona eren mali tablo döneminde ise yıllık %95 artarak 4.094.680.249 TL oldu. 30.06.2025 yıllık %111 artış göstererek artarak 3.342.162.745 TL oldu. Artışın ana sebepleri, G4-Bor-2 GES (130MW) yatırımının tamamlanıp tesisin tam kapasite ile üretime geçmesi, gübre fabrikasının yatırımının tamamlanıp üretime başlaması ve tedarik lisansı alınarak elektrik ticareti yapılmaya başlanması şeklinde sıralanabilir.

Hasılat (TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2024	30.06.2025
GES Üretim	329.604.566	835.459.048	1.094.864.800	493.364.653	372.335.329
GES Proje Geliştirme Taahhüt Hizmetleri	-	251.911.672	1.337.466.937	626.822.717	1.933.889.072
Gübre Üretimi	-	-	136.493.098	22.514.733	186.182.744
Biyogaz Enerji Üretimi	457.548.268	508.887.978	310.255.652	156.515.127	169.770.072
Biyokütle Enerji Üretimi	211.529.747	501.771.312	411.689.875	204.406.017	226.410.331
Rüzgar Enerji Üretimi	-	-	-	-	-
Elektrik Ticareti	-	-	803.045.877	78.228.694	453.575.197
Holding Faaliyetleri	32.304.334	673.820	864.010	-	-
Toplam	1.030.986.915	2.098.703.831	4.094.680.249	1.581.851.942	3.342.162.745

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

Net Satışlar (TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2024	30.06.2025
Yurtiçi Satışlar	1.012.616.446	2.007.522.268	4.229.143.911	1.663.861.951	3.375.393.545
Enerji Satış	1.012.616.446	1.755.610.596	1.938.940.581	933.209.548	789.676.916
Ges Proje Geliştirme Ve Taahhüt Hizmetleri	-	251.911.672	1.337.466.937	626.822.717	1.933.889.072
Elektrik Ticaret Satış	-	-	803.045.877	78.228.694	453.575.197
Gübre Satış	-	-	136.472.096	22.514.733	186.182.744
Bertaraf Geliri	-	-	13.218.420	3.086.259	12.069.616
Yurtdışı Satışlar	-	178.449.297	568.481	-	-
Diğer Gelirler	18.430.488	10.226.342	63.460.464	2.924.406	-
Brüt Satışlar	1.031.046.934	2.196.197.907	4.293.172.856	1.666.786.357	3.375.393.545
Satıştan İadeler	-60.019	-	-	-	-968.212
Diğer İndirimler	-	-97.494.076	-198.492.607	-84.934.415	-32.262.588
İade ve İndirimler	-60.019	-97.494.076	-198.492.607	-84.934.415	-33.230.800
Net Satışlar	1.030.986.915	2.098.703.831	4.094.680.249	1.581.851.942	3.342.162.745

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

5.2. Brüt Kar

Şirket'in brüt karı 2023'te %95,8 artarak 471.063.557 TL, 2024 tarihi %0,2'lik düşerek 470.054.902 TL olmuştur. 30.06.2024 tarihinde 579.410.810 TL olan brüt kar, 30.06.2025'te %3,5 artışla 599.430.413 TL olmuştur. Hammadde giderlerinin artması, yatırımların devreye alınmasıyla amortisman giderlerinin artması ve elektrik satışları kaynaklı sistem kullanım bedelinin artması satışların maliyetinin artışına yol açmaktadır.

Satışların maliyeti (TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2024	30.06.2025
Proje Taahhüt işi Maliyetleri	-	161.223.469	943.300.915	205.440.136	1.396.475.706
Elektrik Ticareti Maliyeti	-	-	838.569.016	-	451.337.190
Amortisman ve İtfa Payları	373.215.841	506.690.017	860.303.303	358.849.727	369.558.172
Direkt ilk Madde ve malzeme giderleri	139.733.326	199.023.608	371.557.848	99.549.080	235.771.160
Personel gideri	40.716.211	72.744.757	146.892.603	76.058.248	86.607.679
Sistem kullanım bedelleri	69.304.973	171.862.908	138.100.467	64.947.148	68.892.452
Nakliye ve vidanjör kiralama giderleri	62.567.135	63.762.094	81.678.673	49.521.035	56.566.945
Satılan ticari malların maliyeti	45.937.198	339.227.013	76.423.136	67.988.966	20.706.143
Diğer	58.915.006	113.106.408	167.799.386	80.086.792	56.816.885
SMM Toplam	790.389.690	1.627.640.274	3.624.625.347	1.002.441.132	2.742.732.332
Brüt Kar	240.597.225	471.063.557	470.054.902	579.410.810	599.430.413

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

5.3. Net Kar

Şirketin dönem karı ve zararı, 2022 ve 2023 yıllarında sona eren mali tablo dönemleri itibarıyla sırasıyla 138.984.320 TL ve 2.047.899.905 TL'dir. Net kardaki iyileşme, şirketin tüm santrallerinin tam kapasite ile üretim ve satış yapmasının yanı sıra, 2023'te tamamlanan 130 MW kapasiteli G4 Bor 2 GES santrali ve gübre fabrikalarının da aktif üretime ve satışa başlamasından kaynaklanmaktadır. Ek olarak, döviz kurlarındaki artış ve enflasyon muhasebesi uygulamaları, dönem karına pozitif etki etmiştir. 30.06.2025 tarihi itibarıyla net kar yıllık %75 oranında azalmış ve 185.989.929 TL olmuştur.

5.4. Net Borç

Şirket'in net borç hesaplanmasında 30.06.2025 tarihli denetimden geçmiş finansal tablolar kullanılmıştır. Kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlar ile "ilişkili taraflara diğer borçlar" altında Osman Uğurlu'ya olan 684.730.432 TL'lik borcun da finansal borç olarak eklenmesiyle bulunan rakamdan kısa ve uzun vadeli operasyonel yükümlülükler ile nakit ve nakit benzerleri çıkarıldığında Şirket'in net finansal borcu 8.882.970.415 TL olarak hesaplanmıştır.

6. Riskler

Fiyat Tespit Raporu ve İzahnamede Şirket'in faaliyetlerine yönelik yer verilen bazı temel risk unsurları:

- Türkiye'deki elektrik talebi, makroekonomik koşullar, demografik ve mevsimsellik gibi faktörlere göre değişiklik gösterebilir. Bu faktörler, elektrik üretim şirketlerinin elektrik satış miktarlarını olumsuz etkileyebilir.
- Şirket'in faaliyeti, büyük ölçüde bilgi teknolojileri altyapısına bağlıdır. Şirket'in bilgi teknolojileri sistem ve ağlarındaki gecikmeler, kesintiler veya bu sistem ve ağlara yapılabilecek siber-saldırıları Şirket'in faaliyetlerini olumsuz yönde etkileyebilir.
- Elektrik üretim hattında olabilecek bağlantı sorunları faaliyetler üzerinde risk oluşturabilir.
- Santrallerin işletilmesi, bakımı ve yenilenmesi, beklenmedik enerji kesintileri, düşük verim ve beklenmedik yatırım harcamalarına yola açabilecek riskler taşır.
- Mevzuata Uyum ve Tarife Değişikliği Riski sektörel risk olarak öne çıkıyor.

7. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Gedik Yatırım, Ecogreen Enerji paylarının halka arz fiyatını belirlerken

- "Yurt içi Benzer Şirketler (F/K ve FD/Satış Gelirleri çarpanı)"
- "İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)"

yöntemlerini kullanmış ve bu yöntemlerde İndirgenmiş Nakit Akımı'na %60, Benzer Şirketler Çarpanına %40 ağırlık verilmiştir.

a) Benzer Şirket Çarpan Analizi Yöntemi

Yurt içi benzer şirketler değerlendirilirken F/K ve FD/Satış Gelirleri çarpanının medyan değeri dikkate alınmış ve hesaplamalara dahil edilmiştir.

- Şirket'in 06/2025 dönemi itibarıyla son 12 aylık gelirleri 5.854.991.052 TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in 06/2025 dönemi itibarıyla son 12 aylık net karı 612.374.876 TL olarak hesaplanmıştır.

Analiz sırasında yurt içi benzer şirketler için faaliyet alanı Ecogreen Enerji'ye paralel olabileceği düşünülen şirketler seçilmiştir. Analizde kullanılan çarpanlardan aşırı yüksek değerler, sıfır ve negatif olanlar ile en yüksek dörtte bir (quartile) ve en düşük dörtte bir dilimlerinde olan veriler aykırı olarak değerlendirilmiş ve hesaplama dahil edilmemiştir. Benzer şirket çarpanına göre özkaynak değeri hesaplanırken, F/K çarpanına %40, FD/Satış gelirleri

çarpanına %60 ağırlık verilmiştir. Bunun sonucunda benzer şirket çarpanına göre ağırlıklandırılmış özkaynak değeri 6.859.411.090 TL'dir.

Yurt içi Benzer Şirketler Çarpanları	Çarpanlar	Seçilmiş Finansal TL (2025/06 Son 12 Ay)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer
F/K	14,4x	612.374.876	8.828.399.025	40%	3.531.359.610
FD/Satış Gelirleri	2,5x	5.854.991.052	5.546.752.467	60%	3.328.051.480
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri					6.859.411.090

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

b) İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Bu yöntem kapsamında, Şirket'in 2054'e kadar nakit akışlarının projeksiyonu yapılmış ve AOSM yöntemi kullanılarak bu değerler bugüne indirgenmiştir. Projeksiyonlar hazırlanırken nakit akışları ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti USD cinsinden hesaplanmıştır. Tahmin dönemi nakit akışları için temel girdi ve varsayımlar şu şekildedir:

Genel Varsayımlar:

- Projeksiyonlar, 2025 ve 2054 yıllarını kapsayacak şekilde yaklaşık 30 senelik bir iş planı çerçevesinde hazırlanmıştır. İNA metodunda, Güneş Enerji Santralleri faaliyet kolu için Modus Enerji Danışmanlık (Modus) tarafından yapılan çalışmayla oluşturulan satış fiyatı tahminleri ile birlikte güneş enerji santralleri için Modus Enerji Danışmanlık (Modus) tarafında yapılan elektrik üretim tahminleri ve Şirket yönetimi tarafından oluşturulan Biyogaz ve Biyokütle santralleri için elektrik üretim tahminleri ve Gedik Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2025-2054 yılları için projekte edilmiştir. Gübre ve Proje geliştirme ve müteahhitlik faaliyet kolunda ise geleceğe yönelik projeksiyonlar da Şirket tarafından sağlanmıştır.
- İndirgenmiş Nakit Akımı analizi USD bazında çalışılmış ve çalışma sonunda bulunan nihai değer fiyat tespit raporunun hazırlandığı tarihteki (16.10.2025) TCMB döviz alış kuru ile Türk Lirası'na çevrilmiştir.

Gelirlere Yönelik Varsayımlar:

Güneş Enerji Santralleri için yapılan çalışmada Şirket'in portföyündeki mevcut elektrik üretim santrallerinin İNA analizinde yer alan dönemler için olan 2025-2054 yıllarında muhtemel üretilecek elektrik enerjisi miktarı, santral bazında ve yıllar itibarıyla tahmin edilmiştir. Biyokütle tesisleri için ileriye yönelik üretim verileri tahminleri; tesislerin geçmiş üretim verileri, mevcut rezervleri ve benzer üretim tesislerinin değerlendirilmesi sonucunda simüle edilmiştir. Çalışmada, 2025 yılı için üretim miktarlarını belirledikten sonra diğer yıllar için %0,5 degradasyon oranı uygulayarak üretim miktarlarını 2054 yılına kadar tahmin edilmiştir. Fiyat tarafında ise santrallerin YEKDEM süreleri dikkate alınmış olup, YEKDEM sonrası santrallerin piyasa takas fiyatı üzerinden satışı gerçekleştirileceği tahmin edilmiştir. Proje geliştirme ve müteahhitlik tarafında şirket, 2025 yılından itibaren 10 yıllık projeksiyon dönemi sonuna kadar her yıl için 45 MW'lık iş yapması ve bunun karşılığında MW başına 2025 yılında 740.788 USD/MW olması, sonraki yıllardaysa yıllık ortalama %3 artış beklemektedir. Gübre fiyatlarında da 1Y25'te gerçekleşen 386USD/ton fiyatı baz alınarak projeksiyon dönemi sonuna kadar her yıl için %3 artış öngörülmüştür.

Giderlere ve Marjlara Yönelik Varsayımlar:

Satışların maliyeti projeksiyonu her bir faaliyet kolu bazında Şirket'ten alınan veriler doğrultusunda ayrı ayrı değerlendirmeye alınmıştır.

Güneş enerji, biyogaz ve biyokütle santralleri kapsamında sistem kullanım bedeli dışında kalan maliyet kalemleri ilgili satış geliriye oranlanmış ve projeksiyon dönemi boyunca devam ettirilmiştir.

Gübre tarafında maliyet hesaplaması için Şirket'ten elde edilen projeksiyonlar kullanılmıştır. Gübre üretimi için hammadde maliyetinin her yıl için USD bazında %2 artacağı varsayılmıştır. 2025'te 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 maliyeti 2034 yılına kadar her yıl %3 artış olacak şekilde artırılmıştır.

Net İşletme Sermayesine Yönelik Varsayımlar:

Net işletme sermayesi belirlenirken Şirket'in son üç yıllık finansal tablolarındaki rakamların USD bazında net işletme sermayesi / satışlar oranı %12,2 olarak hesaplanmıştır. Bu oran GES dışında her bir faaliyet kolu bazında yapılan işletme sermayesi ihtiyacı hesaplamasında kullanılmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur. GES'lerin işletme sermayesi ihtiyacının daha düşük olması nedeniyle bu faaliyet kolu için net işletme sermayesi / satışlar oranı %6,5 olarak belirlenmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Varsayımları

- Risksiz getiri oranı hesaplanırken Türkiye Devleti USD Eurobond'un son 12 aylık ortalaması olan %8,2 dikkate alınarak iş planı dönemi boyunca risksiz getiri oranının %8,00 - %5,00 aralığında kalacağı varsayılmıştır.
- Projeksiyon dönemi boyunca hisse risk primi %5,5 ve beta oranı 0,79 olarak sabit tutulmuştur. Beta oranı hesaplanırken, Yenilenebilir Enerji sektörü ortalaması dikkate alınarak kaldıraçsız beta 0,56 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in hedef dönemlerdeki borç/özkaynak oranına göre kaldıraçlı beta 0,79 olarak bulunmuştur.
- Güneş Enerji Santralleri, Biyogaz, Biyokütle Santralleri ve Proje Geliştirme ve Müteahhitlik faaliyetleri kollarında çıkış değer -Exit Multiple- yöntemi kullanılmıştır. Çıkış değer hesaplamasında yurt içi benzer şirketlerin FDVAFÖK çarpanlarının medyan baz alınmıştır.
- Şirket için özsermaye maliyeti 2025'te %12,56 iken devam eden yıllarda kademeli bir şekilde gerileyerek terminal yılda %9,36 seviyesine gerilemiştir. Hedef borç ağırlığı %54, özkaynak ağırlığı %46 olarak belirlenmiştir.
- Özetle, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) projeksiyon aralığında USD cinsinden 2025'te %10,02 olarak hesaplanmıştır. 2025 sonrası için %9,93 - %7,34 aralığında olacağı hesaplanmıştır.

İNA Analizi Sonucu:

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre şirketin firma değeri 339 milyon USD'dir. Net borç tutarıyla düzeltilmesiyle birlikte şirketin öz sermayesi 116 milyon USD olarak hesaplanmıştır. İlgili hesaplamada gübre üretimi ve biyogaz faaliyetlerinin değerlemeye etkisi dahil edilmemiştir.

İndirgenmiş Nakit Akım Analizi Sonucu	
Lisanssız GES Değerleme Sonucu (MnUSD)	50
YEKA GES Değerleme Sonucu (MnUSD)	198
EPC Değerleme Sonucu (MnUSD)	65
Gübre Değerleme Sonucu (MnUSD) – Hesaplamaya Dahil Edilmemiştir.	175
Biyokütle Değerleme Sonucu (MnUSD)	26
Biyogaz Değerleme Sonucu (MnUSD) – Hesaplamaya Dahil Edilmemiştir.	4
Şirke Değeri	339
+Nakit	26
-Borç	250
Özsermaye Değeri (Mn USD)	116
USDTRY 16.10.2025	41,84
Özsermaye Değeri (TL)	4.832
Pay Başına Değer	11,24

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu:

Şirket değerlemesinde, indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları analizine başvurulmuş ve bu yöntemler sırasıyla %60 ve %40 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Değer (TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık %	Ağırlıklandırılmış Değer
İndirgenmiş Nakit Akımları	4.832.367.410	60%	2.899.420.446
Piyasa Çarpanları Analizi	6.859.411.090	40%	2.743.764.436
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri			5.643.184.882
%20 İskonto Sonrası Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri			4.514.547.906
Pay Adedi			430.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri (TL)			10,40

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

Özet Görüşümüz:

Ecogreen Enerji için değerlendirme çalışmasında “İndirgenmiş Nakit Akımları” ve “Benzer Şirketler (F/K ve FD/Satışlar çarpanı)” yöntemleri kullanılmıştır. “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemine %60 ve “Benzer Şirketler (F/K ve FD/Satışlar çarpanı)” yöntemine ise %40 ağırlık verilmiştir. Değerleme için başvuru yöntemleri ve nihai değerlendirme aşamasında başvuru ağırlıklandırmayı makul karşılıyoruz.

Bununla birlikte, değerlendirme sürecine dair ekli yorumlarımızı/çekincelerimizi paylaşmakta fayda görüyoruz:

- Fiyat Tespit Raporu’nda şirket ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme için benzer şirket çarpan analizine başvurulmasını ve seçilen benzer şirketlerin, Ecogreen Enerji’nin faaliyet alanına uygun seçildiğini düşünüyoruz. Buna ek olarak, benzer şirket çarpanları hesaplamasında FD/VAFÖK çarpanının kullanılmasının daha uygun olabileceğini düşünüyoruz.
- Elektrik satış fiyatı tahminlerindeki aşağı yönlü sapmaların nakit akışı üzerinde önemli derecede etki yaratabileceğini hatırlatmakta fayda görüyoruz.
- “İndirgenmiş Nakit Akımları” projeksiyonlarında faaliyet alanlarına göre kırılıma gidilmesini ve bu kapsamda kullanılan metrikleri uygun ve makul değerlendiriyoruz.

- Uygulanan %20 halka arz iskontosunun, benzer işlemler nazarında, makul olduğunu düşünüyoruz.

İşbu açıklamalar çerçevesinde, Ecogreen Enerji için %20 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 10,40TL'lik halka arz birim pay fiyatının makul kabul edilebilecek yöntemler ışığında hesaplandığını düşünüyoruz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.