

‘Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU ECOGREEN ENERJİ HOLDİNG A.Ş.

‘Ecogreen Enerji Holding A.Ş. Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Ecogreen Enerji Holding A.Ş. (“Şirket” ve/veya “Ecogreen”) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

İşbu raporda kullanılan bilgiler, halka arza aracılık eden yetkili kuruluş Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Ecogreen Enerji Holding A.Ş. için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu, İzahname ve İzahname eklerinden temin edilmiştir.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

2020 yılında Ecogreen Enerji Yatırım A.Ş. unvanıyla kurulan Şirket, 2021 yılında bugünkü unvanını almıştır.

Şirket’in 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’in bu doğrultuda elektrik üretimi ve ticari faaliyetlerde bulunan 8 adet bağlı ortaklığı ve 1 adet iştiraki bulunmaktadır.

2. Şirket’in Operasyonları Hakkında:

Şirket’in enerji portföyünün tamamı yenilenebilir enerji kaynakları kullanılarak elektrik üreten santrallerden oluşmakta olup, enerji santrallerinin tamamı ilgili bağlı ortaklıklar üzerine kayıtlıdır. Dolayısıyla Şirket doğrudan elektrik üretimi gerçekleştirmemekte, elektrik üretim faaliyeti bağlı ortaklıklar üzerinden yürütülmektedir. Şirket’in bağlı ortaklıklarının mevcut durum itibarıyla toplam kurulu gücü 179,586 MW (hibrit yardımcı kaynak dahil 181,686 MW)’tır.

Şirket, %100 bağlı ortağı Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş. üzerinden proje geliştirme ve müteahhitlik faaliyetlerinde bulunmaktadır. 2023 yılında yurt içinde 5 MWp, yurt dışında 50 MWp olmak üzere toplam 55 MWp gücünde proje geliştirilmiştir. 2024 yılında Şirket'in ilişkili tarafı Uğurlular Tekstil San. Tic. A.Ş. ile yapılan sözleşmelere istinaden yaklaşık 101,55 MWp'lik EPC faaliyeti sürdürmektedir. 31.12.2024 itibarıyla 80,05 MWp'lik kısmı tamamlanmıştır. Önceki yıldan devam eden 21,5 MWp boyutunda projeye ilaveten 2025 yılında başlanan 112,5 MWp boyutunda proje ile beraber toplamda 134,4 MWp boyutundaki projelerin 30.06.2025 itibarıyla 35,2 MWp'lik kısmı tamamlanmış 98,9 MWp'lik kısmı devam etmektedir.

Şirket'in 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024, 30.06.2024 ve 30.06.2025 tarihleri itibarıyla hasılat kırılımına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir:

Hasılat (bin TL, 30.06.2025 satın alma gücüyle)	31.12.2022	%	31.12.2023	%	31.12.2024	%	30.06.2024	%	30.06.2025	%
GES Üretim	329.605	32,0%	835.459	39,8%	1.094.865	26,7%	493.365	31,2%	372.335	11,1%
GES Proje Geliştirme - Taahhüt Hizmetleri	-	-	251.912	12,0%	1.337.467	32,7%	626.823	39,6%	1.933.889*	57,9%
Gübre Üretimi	-	-	-	-	136.493	3,3%	22.515	1,4%	186.183	5,6%
Biyogaz Enerji Üretimi	457.548	44,4%	508.888	24,2%	310.256	7,6%	156.515	9,9%	169.770	5,1%
Biyokütle Enerji Üretimi	211.530	20,5%	501.771	23,9%	411.690	10,1%	204.406	12,9%	226.410	6,8%
Rüzgar Enerji Üretimi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Elektrik Ticareti	-	-	-	-	803.046	19,6%	78.229	4,9%	453.575	13,6%
Holding Faaliyetleri	32.304	3,1%	674	0,0%	864	-	-	-	-	-
TOPLAM	1.030.987	100,0%	2.098.704	100,0%	4.094.680	100,0%	1.581.852	100,0%	3.342.163	100,0%

(*) Söz konusu tutarın 1.513.253 bin TL'si Şirket'in ilişkili tarafı Uğurlular Tekstil San. Tic. A.Ş.'ye, 420.636 bin TL'si ise Şirket'in ilişkili tarafı Ecowind 1 Enerji A.Ş.'ye yapılan enerji proje taahhüt işlerinden kaynaklanmaktadır.

Özet Finansallar

Şirket'in 2021, 2022, 2023, 2024/06 ve 2025/06 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş özet finansalları aşağıdaki gibidir;

(mn TL, 30.06.2025 satın alma gücüyle)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2024	30.06.2025
Hasılat	1.031	2.099	4.095	1.582	3.342
Brüt Kar	241	471	470	579	599
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>23,3%</i>	<i>22,4%</i>	<i>11,5%</i>	<i>36,6%</i>	<i>17,9%</i>
Esas Faaliyet Karı	471	1.644	436	594	785
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	<i>45,7%</i>	<i>78,3%</i>	<i>10,6%</i>	<i>37,5%</i>	<i>23,5%</i>
Net Kar	201	2.045	1.179	752	186
<i>Net Kar Marjı (%)</i>	<i>19,5%</i>	<i>97,5%</i>	<i>28,8%</i>	<i>47,6%</i>	<i>5,6%</i>

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Şirket halka arzdan elde edeceği geliri aşağıda şekilde kullanmayı hedeflemektedir:

- Yatırım Finansmanı: %70
- Kredi Ödemesi: %20
- İşletme Sermayesi: %10

4. Değerleme Hakkında Verilen Özet Bilgi

Değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Çarpan Analizi olmak üzere 2 farklı yöntem kullanılmıştır. İNA yönteminde Şirket'in geçmiş dönemlerdeki finansalları baz alınarak gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda 2025T-2054T projeksiyonları kullanılarak USD bazında bir değerlendirme yapılmıştır. Çarpan Analizinde ise 16.10.2025 tarihi itibarıyla en güncel son 12 aylık döneme ait TL bazında veriler dikkate alınırken, yurt içi benzer şirketlerin F/K ve FD/Satış Gelirleri çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. Yurt içi benzer şirketlerin F/K ve FD/Satış Gelirleri çarpanlarına sırasıyla %40 ve %60 ağırlık verilmiştir. Çarpan analizi yöntemine %40 ağırlık verilirken, İNA yöntemine %60 ağırlık verilerek; 5.643 milyon TL ağırlıklandırılmış özsermaye değeri hesaplanmıştır. Buna göre ve %20 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra halka arz pay başına değeri ise virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanarak 10,40 TL olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi

Ecogreen'in özsermaye değeri çarpan analizi ile hesaplanırken yurt içi benzer şirketlerin seçilmiş F/K ve FD/Satış Gelirleri çarpanlarının medyan değeri kullanılmıştır. Yurt içi benzer şirketlerin F/K ve FD/Satış Gelirleri çarpanlarına sırasıyla %40 ve %60 ağırlık verilmiştir. Çarpan hesaplamalarında seçilmiş şirketlerin 2025/06 itibarıyla son 12 aylık döneme ait TL bazında finansalları dikkate alınmıştır. Yurt içi benzer şirketler için yenilenebilir enerji sektöründeki şirketler ve bu alanda hizmet veren müteahhitlik şirketleri kullanılmış ve uç değerler en yüksek dörtte bir ve en düşük dörtte bir dilimler olarak belirlenerek hesaplamalara dahil edilmemiştir.

Çarpan Analizi (TL)	Ağırlık	Sonuç
Yurt içi Benzer Şirketler		
FD/Satış Gelirleri Medyanı	60%	3.328.051.480
F/K Medyanı	40%	3.531.359.610
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		6.859.411.090

İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yönteminde 2025-2054 arasında USD bazında projeksiyon yapılmıştır. İNA öngörülerinde Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler kullanılmıştır. İNA analizi sonucunda 116 milyon USD (4.832.367.410 TL) özsermaye değerine ulaşılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Sonucu (mn USD)	
Lisanssız GES Değerleme Sonucu	50
YEKA GES Değerleme Sonucu	198
EPC Değerleme Sonucu	65
Biyokütle Değerleme Sonucu	26
Firma Değeri	339
Net Finansal Borç	224
Özsermaye Değeri	116
USDTRY (16.10.2025)	41,84
Özsermaye Değeri (mn TL)	4.832.367.410

Risksiz faiz oranı, Türkiye'deki 30 yıllık USD cinsi Eurobond'un 16.10.2025 tarihi itibarıyla son 12 aylık getiri ortalaması 8,2% baz alınarak 2025 yılı için risksiz getiri oranı olarak hesaplanmıştır. Hisse senedi risk primi %5,5 ve kaldıraçsız hisse betası 0,56, kaldıraçlı hisse betası 0,79 olarak kullanılmıştır. Borçlanma maliyeti, Şirket'e yönelik risk ve finansman koşulları gözetilerek risksiz getiri oranı üzerine 250 baz puan risk primi

eklenerek hesaplanmıştır. %25 kurumlar vergisi çerçevesinde, vergi sonrasındaki uzun vadeli borçlanma maliyeti 2025 yılı için %7,88 olarak hesaplanmıştır. 2026-2054 yılları arasında ise %7,88 ve %5,63 arasında olacağı varsayılmıştır. Şirket'in önümüzdeki dönemde büyüme planları göz önünde bulundurularak yapılmak istenen yatırımlar çerçevesinde gerekli özkaynaklar ve dış kaynaklar arasındaki strateji hedefleri doğrultusunda hedef borç oranı projeksiyon dönemi boyunca %54 olarak sabit varsayılmıştır.

AOSM	2025	2026-2035	2036-2040	2041-2051	2052-2054
Risksiz Getiri Oranı	8,2	8,0	7,0	6,0	5,0
Beta	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
Piyasa Risk Primi	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Özkaynak Maliyeti	12,56	12,36	11,36	10,36	9,36
Borç Maliyeti	10,5	10,5	9,5	8,5	7,5
Borçlanma Maliyeti (1-Vergi)	7,88	7,88	7,13	6,38	5,63
Hedef Borç Ağırlığı	54,0	54,0	54,0	54,0	54,0
Özkaynak Ağırlığı	46,0	46,0	46,0	46,0	46,0
AOSM	10,02	9,93	9,06	8,20	7,34

5. Sonuç

İNA yöntemine %60, benzer şirketler çarpan analizi yöntemine %40 ağırlık verilerek 5.643 milyon TL ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra pay başına değer virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanarak 10,40 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu (TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	60%	2.889.420.446
Piyasa Çarpanları Analizi	40%	2.743.764.436
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	100%	5.643.184.882
Halka Arz İskontosu (%)		20
İskonto Sonrası Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri		4.514.547.906

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Halka Arz İskontosu Öncesi Özkaynak Değeri (milyon TL)	5.643
Halka Arz İskontosu	%20,00
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri (milyon TL)	4.515
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (TL)	430.000.000
Halka Arz Pay Başına Değer (TL)	10,40
Halka Arz Öncesi Pay Adedi	430.000.000
<i>Sermaye Artırımı Pay Adedi</i>	<i>110.000.000</i>
<i>Ortak Satışı Pay Adedi</i>	<i>0</i>
Halka Arz Sonrası Pay Adedi	540.000.000
Halka Arz Büyüklüğü (TL)	1.144.000.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri (TL)	5.616.000.000
Halka Açıklık Oranı	20,37%

- Ecogreen için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunda kullanılan finansal bilgilerin ve değerlendirme yöntemlerinin anlaşılır olduğunu, Şirket hakkında verilen bilgilerin kapsamlı ve detaylı olduğunu düşünüyoruz.
- Dolar bazlı belirlenen elektrik satışlarından faaliyetleri bulunması sebebiyle USD bazlı İNA yönteminin kullanılmış olmasını makul buluyoruz.
- Kullanılan dolar bazlı elektrik satış fiyatı projeksiyonları değerlendirme açısından aşağı yönlü risk teşkil etmektedir.

- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ile Piyasa Çarpanları Analizinin kullanılmasını ve sırasıyla %60 ve %40 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Yurt içi çarpan analizinde, uç değerlerin hesaplama dışında bırakılmış olmasını makul buluyoruz.
- İNA analizi için kullanılan Risksiz Getiri Oranı, Beta ve Borçlanma Maliyeti parametrelerini makul buluyoruz.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.