



ECOGREEN ENERJİ HOLDİNG A.Ş.
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

ALLBATROS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

21.10.2025

İÇİNDEKİLER TABLOSU

ÖNEMLİ NOT.....	3
1) HALKA ARZ İLE İLGİLİ BİLGİLER	4
2) ŞİRKET HAKKINDA.....	4
3) FİNANSAL DURUM	5
4) DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ	5
4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	6
4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları)	6
5) DEĞERLEME SONUCU	7
6) GÖRÜŞ.....	8
UYARI NOTU	8

ÖNEMLİ NOT

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden Allbatross Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Allbatross Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Ecogreen Enerji Holding A.Ş. ("Ecogreen" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 16 Ekim 2025 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Allbatross Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1) HALKA ARZ İLE İLGİLİ BİLGİLER

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Bireyselle “Eşit”, diğer gruplara “Oransal” dağıtım
Ödenmiş Sermaye	430.000.000 TL
Halka Arz Oranı (Halka Açıklık)	20,37%
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı: 110.000.000 Adet Ortak Satışı: Yok
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	110.000.000 TL
Ek Satış	-
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 yıl (Fiyat İstikrarı kapsamında alınabilecek paylar hariç)
Tahsisat Oranları	Yurt İçi Bireysel %40 44.000.000 TL Yurt İçi Yüksek Başvuru* %10 11.000.000 TL Yurt İçi Kurumsal %25 27.500.000 TL Yurt Dışı Kurumsal %25 27.500.000 TL
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır.
Halka Arz Büyüklüğü	1.144.000.000 TL
Talep Toplama	22-23-24 Ekim 2025
Halka Arz Fiyatı	10,40 TL

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
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: Ecogreen Enerji Holding A.Ş. İzahnamesi

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Yüzde
Yatırım Finansmanı	%70
Finansal Borç Ödemesi	%20
İşletme Sermayesi	%10
Toplam	%100

2) ŞİRKET HAKKINDA

Şirket 29 Aralık 2020 tarihinde kurulmuş olup, yasal mevzuat uyarınca bağlı ortaklıkları vasıtasıyla güneş enerjisi santralleri (GES), biyokütle enerji santralleri ve biyogaz enerji santrallerinden elektrik enerjisi üretimi ve üretilen elektriğin satışı ile gübre üretimi ve Proje Geliştirme ve Mühendislik faaliyetleridir. Şirket bu doğrultuda elektrik üretimi ve ticareti faaliyetlerinde bulunan şirketlere iştirak etmiş ve bunları çatısı altında toplayarak “Holding” statüsünde bir çatı şirketi konumuna gelmiştir. Şirket toplam 8 adet bağlı ortaklığı ve 1 adet iştiraki altında her biri yenilenebilir enerji sektöründe 30 güneş, 3 biyogaz ve 2 biyokütleyle dayalı enerji santrali portföyüne sahiptir. Şirketin toplam kurulu Allbatross Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

gücü 179,586 MW seviyesindedir.

Türkiye' nin dokuz bölgesine yayılmış olan yenilenebilir enerji santrallerinin dökümü şöyledir. GES santrallerinin 29 adedi lisanssız üretim hakkına sahip olup 26, 94 MWp yıllık kurulu güce sahiptir. Bir adet lisanslı GES santrali ise YEKA ihalesi ile lisanslı üretim yapmakta olup 130 MWp kurulu güce sahiptir.

Üç adet Biyogaz Enerji santralleri ise toplam 7,5 MWe kurulu güce sahiptir. Bir adet 14,9 MWe kurulu güce sahip Biyokütle santrali ile toplamda 180 MW kurulu güce sahip enerji santrali portföyü tamamlanmaktadır.

Şirketin ayrıca 3 biyogaz enerji üretim santrali ile entegre çalışan gübre üretim merkezinde yılda 90.000 ton katı organomineral gübre üretim kapasitesine sahiptir.

Şirket ön lisansı alınmış projesi kapsamında 100 MWe kurulu güce sahip depolamalı Rüzgar Enerjisi Santrali (RES) yatırımı inşaatına 2025 yılı sonunda başlamayı hedefleyerek RES alanına da adım atmayı planlamaktadır.

Şirket ayrıca GES santralleri için proje geliştirme ve kurulum hizmeti de vermekte olup bugüne kadar 214,2 MWp toplam kurulu güce sahip GES projesi almıştır. Bunların 28,6 MWp toplam kurulu güce sahip kadarını tamamlamıştır. Diğerlerinin kurulumu devam etmektedir.

3) FİNANSAL DURUM

Tablo 4: Bilanço

TL	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025
Dönen Varlıklar	3.305.248.304	1.899.948.436	1.762.382.040	3.032.214.411
Duran Varlıklar	15.923.513.699	30.677.469.966	27.130.685.652	26.521.154.524
Toplam Varlıklar	19.228.762.003	32.577.418.402	28.893.067.692	29.553.368.935
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.443.708.784	6.309.495.720	5.866.414.674	5.897.364.963
Uzun Vadeli Yükümlülükler	9.403.734.616	11.854.635.949	8.810.993.296	9.538.590.042
Özkaynaklar	7.381.318.604	14.413.286.733	14.215.659.722	14.117.413.931
Toplam Kaynaklar	19.228.762.003	32.577.418.402	28.893.067.692	29.553.368.935

Kaynak: Ecogreen Enerji Holding A.Ş. İzahnamesi

Tablo 5: 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	240.597.225	471.063.557	470.054.902	579.410.810	599.430.413
Brüt Kar Marjı (%)	23,3	22,4	11,5	36,6	17,9
Esas Faaliyet Karı	471.215.479	1.644.055.527	435.919.463	593.908.541	784.759.803
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	45,7	78,3	10,6	37,5	23,5
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	-342.467.776	76.492.544	120.204.272	195.833.288	798.310.923
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Dönem Karı	1.622.991.138	3.134.443.054	2.508.445.023	1.962.341.195	440.359.675
Net Dönem Karı	200.908.422	2.045.396.905	1.178.572.713	752.187.766	185.989.929
Net Kar Marjı (%)	19,5	97,5	28,8	47,5	5,6

Kaynak: Ecogreen Enerji Holding A.Ş. İzahnamesi

4) DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Şirket'in Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 16.10.2025 tarihli Fiyat Tespit Raporu'nda 'İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi' ve 'Benzer Şirket Çarpanı' yöntemleri kullanılmıştır. Söz konusu yöntemler arasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nin %60 ve Benzer Şirket Çarpanları analizinin %40 oranında ağırlıklandırılması sonucu Ecogreen için

hesaplanan piyasa değeri 5,643,184,882 TL olup, %20 halka arz iskontosu sonrası bulunan değer 4.514.547.906 TL ve pay başı satış fiyatı da 10,40 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme TL	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer
İndirgenmiş Nakit Akımları	4.832.367.410	60%	2.899.420.446
Piyasa Çarpan Analizi	6.859.411.090	40%	2.743.764.436
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			5.643.184.882

Kaynak: Ecogreen Enerji Holding A.Ş. İzahnamesi

4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Ecogreen'in çarpan analizinde Borsa İstanbul'da yenilenebilir enerji sektöründe yer alan halka açık şirketler incelenmiştir. Şirketin 30.06.2025 mali tablolarında toplam faaliyet gelirlerinin %58' lik kısmı EPC (yenilenebilir elektrik santrali projelendirilmesi ve kurulumu) faaliyetlerinden elde edildiği için benzer şirketler kümesine Borsa İstanbul' da işlem gören EPC şirketleri de eklenmiştir. Söz konusu benzer şirketlerin F/K (fiyat/kazanç), PD/DD (piyasa değeri/defter değeri), FD/FAVÖK (firma değeri/faiz, amortisman, vergi öncesi kar), FD/Satışlar (firma değeri/satışlar) çarpanları incelenmiş ve sonuçta **sadece F/K ve FD/Satışlar çarpanları hesaplamada kullanılmıştır.**

Hesaplamalarda Ecogreen'in 30.06.2025, 31.12.2024, 31.12.2023 tarihli ve 31.12.2022 tarihli özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları kullanılmıştır.

Değerleme çalışması kapsamında, çarpan analizinde Şirket'in 30.06.2025 itibarıyla son 12 aylık (Yıllıklandırılmış) mali verileri dikkate alınmıştır.

Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörün dinamikleri ve gelir modeli göz önünde bulundurulduğunda satış gelirleri şirketin faaliyet büyüklüğünü ve sürdürülebilirliğini en istikrarlı biçimde yansıtan mali verilerden biri olduğu için ve enerji üretim şirketlerinde yaygın olarak kullanılmakta olduğundan FD/Satışlar çarpanına %60 ağırlık verilmiştir. F/K çarpanı ise yatırımcılar tarafından takip edilen bir çarpan olması nedeniyle değerlendirme kapsamında %40 ağırlıkla yer bulmuştur. Böylelikle 18 şirketin çarpanları değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

Benzer şirket çarpanlarının negatif ve sıfır değerli olanları baştan elenmiş, kalan serilerin q2 ve q3 leri (en düşük ve en yüksek çeyrek değerleri elenerek kalan ortadaki çeyrek değerler) üzerinden medyanlar hesaplanarak değerlemede kullanılarak aşırı sapmalar arındırılmıştır. Böylelikle çarpan analizinden 6.859.411.090 TL özkaynak değerine ve Pay Başına 15,95 TL değere ulaşılmıştır.

Çarpanlar	Çarpan Değeri	Son 12 Ay Mali Veri (TL)	Özkaynak Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Özkaynak Değeri (TL)
F/K	14,4x	612.374.876	8.828.399.025	%40	3.531.359.610
FD/Satışlar	2,5x	5.854.991.052	5.546.752.467	%60	3.328.051.480
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri					6.859.411.090

4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları)

İNA yönteminde ayrı ayrı her bir güneş enerjisi santralleri (GES) için Modus Enerji Danışmanlık firmasının hesaplanan satış fiyatı tahminleri ve elektrik üretim tahminleri ile ihraççı tarafından biyogaz ve biyokütle santralleri için oluşturulan elektrik üretim tahminleri ile gübre ve EPC için geleceğe yönelik verilen tahminler esas alınmıştır. Gedik Yatırım, hesaplama konusundaki tüm bu varsayımları 2025-2054 yıllarını kapsayan şekilde işlemiştir. Bulunan nihai değerden 30.06.2025 özel bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarda yer alan net finansal borçlar düşülmüştür. Her bir santral için YEKDEM süresince elektrik satış fiyatı olarak 133 USD/MW baz alınmış, YEKDEM süresi bittikten sonra için ise piyasa takas fiyatı tahminleri yapılarak kullanılmıştır.

Tüm satış gelirleri ve maliyetler USD bazında hesaplanarak yıllar bazında tahmin edilmiş ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)' de her bir santral için ayrı ayrı USD bazlı veriler üzerinden hesaplanarak indirgenmiş ve nihai olarak bulunan indirgenmiş USD bazlı santral değerleri toplanarak USD bazlı özkaynak değeri bulunduktan sonra sonuç kısmında TL' ye

çevrilmiştir.

Kullanılan AOSM verileri:

- Risksiz faiz olarak, T.C. Hazine bakanlığı tarafından ihraç edilmiş olan 30 yıllık Eurobond tahvillerinin son 12 aylık ortalaması olan %8,2 2025 yılı için esas alınmış ve tahmin döneminde %8-%5 aralığında kademeli gerileme öngörülmüştür.
- Risk Primi olarak, Borsa İstanbul’ da gerçekleşen son 5 yıldaki halka arzların risk primi ortalaması olan %5,5 alınmıştır.
- Beta Katsayısı olarak, sektöre yönelik Damodaran tarafından hesaplanan kaldıraçsız beta değeri 0,56, şirketin borç/özkaynak oranı %54,15 ve kurumlar vergisi %25 kullanılarak kaldıraçlı beta değeri 0,79 hesaplanmış ve kullanılmıştır.
- Borçlanma maliyeti ise yıllar bazında risksiz faiz üzerine 2,5 puan prim eklenerek bulunan değer kurumlar vergisi sonrasında 2025 yılı için %7,88 olmuş ve tahmin dönemi süresince %5,63 seviyesine doğru kademeli gerileyeceği ön görülmüştür.
- Böylelikle AOSM değeri 2025 yılı için %10,02 olmuş ve tahmin dönemi boyunca kademeli olarak %9,93-%7,34 aralığında gerileyeceği varsayılmıştır.

Tahmin dönemi olan 2054 yılından sonra ise santrallerin hurda değeri ise satılacağı varsayılarak, kullanılan kıymetli metallerin ton başına hurda değeri üzerinden çıkış değeri hesaplanarak indirgenmiş değere eklenerek nihai özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Son toplamda ise bulunan Gübre üretimi ve Biyogaz Enerji Üretimi değerlendirme sonuçları değerlendirme kapsamından çıkartılarak değerlendirilmedi kullanılmamıştır.

İndirgenmiş nakit akımlarından bulunan 339 Milyon USD değerden 224 Milyon USD Net Finansal borcun düşülmesiyle 116 Milyon USD özkaynak değerine ulaşılmış ve rapor tarihi itibarıyla 41,84 USD/TL kurundan dönüştürülerek 4.832.367.410 TL değere ulaşılmıştır. Pay başına ise 11,24 TL’ ye karşılık gelmektedir.

5) DEĞERLEME SONUCU

Şirket için Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket’in piyasa değeri tespit edilirken Piyasa Çarpanları Analizine %40 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %60 ağırlık verilerek iskonto öncesi 5,643,184,882 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Bu değere %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak halka arz öncesi pay başına 10,40 TL Pay Değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Özeti (TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	4.832.367.410	60%	2.899.420.446
Çarpan Analizi	6.859.411.090	40%	2.743.764.436
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri			5.643.184.882
Halka Arz İskontosu (%)			20%
İskonto Sonrası Ağırlıklı Özkaynak Değeri			4.514.547.906
İskonto Sonrası Pay Başına Değer			10,40

6) GÖRÜŞ

Halka arza ilişkin Fiyat Tespit Raporu'nda sunulan şirket ve sektörel bilgileri anlaşılır ve yeterli bulmaktayız.

- Hazırlanan fiyat tespit raporunda sektör ve Şirket ile ilgili bilgilerin bununla birlikte değerlemede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Fiyat Tespit Raporu'nda iki farklı değerlendirme yönteminin kullanılmasını olumlu bulmaktayız.
- Yapılan değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- İndirgenmiş nakit akımı analizi yönteminin geleceğe yönelik çokça varsayımlar ve tahminler içermesi ve tüm bunların yorumlanması aşamasında bu bölümde elde edilen sonuçların gerçekleştirilebilirliği tarafımızca ayrıca test edilmemiştir.
- İndirgenmiş nakit akımı analizi yöntemi ile değerlendirme çalışmasında tahmin dönemi boyunca yaratılan gelir ve gider kalemleri ABD doları cinsinden tahmin edilmiş olup, uygun olduğunu değerlendiriyoruz.
- İndirgenmiş nakit akımı analizi hesabında kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM) projeksiyon dönemi boyunca ABD doları cinsinden hesaplanmış olması tarafımızca makuldür.
- Uç değer hesaplamasından kaçınılarak santrallerin verimli çalışacağı ilk 20 yıl için İNA hesaplanıp sonrasında hurda fiyatı üzerinden çıkış yapılması yöntem olarak tarafımızca makul değerlendirilmektedir.
- Piyasa Çarpanları yönteminde sadece F/K ve FD/Satışlar çarpanları kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanı da çalışmaya eklenebilirdi. Ancak mevcut raporda kar bazlı çarpan olarak kullanılan F/K oranına %40, FD/Satışlar çarpanına ise %60 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Piyasa Çarpanları Yöntemi 'ne %40, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi 'ne ise %60 oranında ağırlık verilmesini muhafazakar yaklaşım olarak uygun değerlendiriyoruz.

Sonuç olarak hesaplanan Özkaynak değeri üzerinden %20 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra birim pay değeri 10,40 TL olarak hesaplanan halka arz pay başına değerini makul buluyoruz.

UYARI NOTU

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, Allbatross Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Allbatross Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.