

Ecogreen Enerji Holding A.Ş Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ("PhillipCapital") tarafından, yetkili Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım") Ecogreen Enerji holding A.Ş. (Kısaca "İhraççı", "Ecogreen" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. Halka Arz Gelirinin Kullanım Yeri

Halka arz gelirinin kullanım yeri aşağıdaki şekilde planlanmış olup bu şekilde kullanılmaya ihtiyaç olmadığı veya kullanmadığı durumlarda şirket menfaatleri gözetilerek kategoriler arasında azami %10 oranında geçiş yapılabileceği belirtilmiştir.

- Yatırım finansmanı: %70
- Kredi ödemesi: %20
- İşletme Sermayesi: %10

2. Şirket Hakkında Genel Bilgiler

Ecogreen Enerji Holding A.Ş., 29 Aralık 2020 tarihinde "Ecogreen Enerji Yatırım A.Ş." unvanıyla kurulmuş, 27 Mayıs 2021 tarihinde mevcut unvanını almıştır. Şirket, Türkiye genelinde yenilenebilir enerji yatırımlarına odaklanan bir holding olarak faaliyet göstermektedir. Ana faaliyet konusu; güneş enerjisi, biyogaz, biyokütle ve çöp gazı gibi yenilenebilir kaynaklardan elektrik üretimi gerçekleştiren iştiraklerin yönetimidir. Ayrıca grup bünyesinde organik atıklardan enerji ve gübre üretimi yapan tesisler de bulunmaktadır. Bu yapı, Ecogreen'in hem enerji üretimi hem de sürdürülebilir tarım alanlarında döngüsel bir iş modeli oluşturmasını sağlamaktadır.

Grup, 2021 yılından itibaren Türkiye'nin farklı bölgelerinde enerji üretim tesislerini devreye almıştır. Başlıca iştirakleri arasında Karacabey Biyogaz Enerji Üretim A.Ş., Denizli Biyokütle Enerji Üretim A.Ş., Megaron Enerji Grubu A.Ş. ve Uğurtatlar Elektrik Üretim A.Ş. yer almaktadır. Karacabey Biyogaz Enerji Üretim A.Ş. 1,5 MW kurulu güç kapasitesine sahip olup organik atıklardan biyogaz ve gübre üretimi yapmaktadır. Denizli Biyokütle Enerji Üretim A.Ş. 11 MW kurulu güce sahip olup 10 yıl süreyle 133 USD/MWh alım garantisi kapsamında YEKDEM teşvikinden yararlanmaktadır. Megaron Enerji Grubu A.Ş. 8,9 MW kurulu güce sahip güneş santralleriyle faaliyet gösterirken Uğurtatlar Elektrik Üretim A.Ş. 7 MW kapasiteyle grubun ilk GES yatırımı olmuştur.

2025 itibarıyla Ecogreen'in toplam kurulu gücü yaklaşık 60 MW seviyesindedir. Şirketin üretim portföyü Konya, Kütahya, Denizli, Afyon, Karaman ve Niğde illerine dağılmış durumdadır. Güneş ve biyogaz tesislerine ek olarak, yeni biyogaz ve enerji depolama projelerine yönelik fizibilite çalışmaları da devam etmektedir. Grup santrallerinin tamamı YEKDEM teşvik sistemi kapsamında yer almakta olup portföyün büyük bölümü 2031 yılına kadar döviz bazlı gelir garantisine sahiptir.

Şirketin sermaye yapısında Barış Oğün ve Cemil Uğurlu eşit payla %43,6 oranında pay sahibidir. Geriye kalan %12,8'lik kısım ise diğer ortaklara aittir. Ecogreen'in üretim performansı da istikrarlı bir artış göstermektedir. 2025 yılının ilk yarısında toplam 9.715 MWh elektrik üretimi gerçekleştirilmiştir. Denizli Biyokütle 2024 yılında 95.277 MWh, Ecogreen Elektrik Üretim 33.415 MWh, Uğurtatlar Elektrik Üretim ise 58.146 MWh üretim yapmıştır. Şirket 2025 yılı sonunda yaklaşık 200.000 MWh yıllık üretim hedeflemektedir.

Ecogreen Enerji, kısa sürede oluşturduğu çoklu üretim portföyüyle yenilenebilir enerji sektöründe hızla ölçek kazanmış bir oyuncu konumundadır. GES ve biyogaz santralleri sayesinde hem sürdürülebilir enerji politikalarına

uyum sağlamakta hem de döviz bazlı gelir yapısıyla güçlü bir kârlılık potansiyeli barındırmaktadır. Şirket, YEKDEM teşvik döneminin ardından hibrit enerji ve enerji depolama projeleriyle büyümesini sürdürmeyi planlamaktadır.

3. Ortaklık Hakkında Bilgiler

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

4. Mali Tablolar

Şirketin 31.12.2022, 31.12.2023 ve 31.12.2024 yıl sonu bilançoları ile 30.06.2024 ve 30.06.2025 ara dönem finansal tablolarına göre hazırlanan gelir dağılımı, aşağıdaki tabloda detaylı olarak sunulmuştur:

Hasılat (bin TL)	31.12.2022	%	31.12.2023	%	31.12.2024	%	30.06.2024	%	30.06.2025	%
GES Üretim	329.605	32%	835.459	39,8%	1.094.865	26,7%	493.365	31,2%	372.335	11,1%
Geliştirme - Taahhüt Hizmetleri	-	-	251.912	12%	1.337.467	32,7%	626.823,00	39,6%	1.933.889*	57,9%
Gübre Üretimi	-	-	-	-	136.493	3,3%	22.515	1,4%	186.183	5,6%
Biyokütle Enerji Üretimi	457.548	44%	508.888	24,2%	310.236	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 Holding	-	-	-	-	803.046	19,6%	78.229	4,9%	453.575	13,6%
Faaliyetleri	32.304	3,1%	674	0,0%	864	-	-	-	-	-
TOPLAM	1.030.987	100%	2.098.704	100%	4.094.680	100%	1.581.852	100%	3.342.163	100%

* 30.06.2025 satın alma gücüyle

Aşağıda, Şirket'in 2021, 2022 ve 2023 tam yıllarına ait finansal dönemleri ile 2024 ve 2025 yıllarının ilk altı aylık dönemlerine (2024/06 ve 2025/06) ilişkin, bağımsız denetimden geçmiş özet finansal verileri sunulmaktadır:

Özet 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	409.680.249	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
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>76,66%</i>	<i>77,55%</i>	<i>884,74%</i>	<i>63,37%</i>	<i>82,06%</i>
Esas Faaliyet Karı	471.215.479	1.644.055.527	435.919.463	593.908.541	784.759.803
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	<i>45,71%</i>	<i>78,34%</i>	<i>106,40%</i>	<i>37,55%</i>	<i>23,48%</i>
Dönem Karı/Zararı	138.984.320	2.047.899.905	1.178.572.713	752.187.766	185.989.929
<i>Net Kar Marjı (%)</i>	<i>13,48%</i>	<i>97,58%</i>	<i>287,68%</i>	<i>47,55%</i>	<i>5,56%</i>

5. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Sonuçları

Şirketin piyasa değerini belirlemek amacıyla yürütülen çalışmada iki farklı analiz yöntemi bir arada kullanılmıştır: **İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)** ve **Piyasa Çarpanları Analizi**.

- **İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi:** Bu yöntemde, Şirketin geçmiş dönem finansal performansı temel alınmış ve gelecek yıllara yönelik beklentileri doğrultusunda 2025-2054 yılları arasını kapsayan bir projeksiyon oluşturulmuştur. Değerleme, Amerikan Doları (USD) bazında gerçekleştirilmiştir.
- **Piyasa Çarpanları Analizi:** Bu analizde, yurt içindeki benzer şirketlerin verileri referans alınmıştır. Değerlemede, 16 Ekim 2025 tarihi itibarıyla en güncel son 12 aylık döneme ait finansal veriler Türk Lirası (TL) bazında dikkate alınmıştır. Yurt içi benzer şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/Satış Gelirleri (FD/Satış Gelirleri) çarpanlarının medyan değerleri kullanılmıştır. Bu çarpanlara sırasıyla %40 (F/K için) ve %60 (FD/Satış Gelirleri için) ağırlık verilmiştir.

Nihai şirket değerine ulaşılırken, bu iki yöntemde farklı ağırlıklar atanmıştır. **Piyasa Çarpanları Analizi'ne %40, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine ise %60** ağırlık verilmiştir. Bu ağırlıklandırma sonucunda şirketin özsermaye değeri **5.643 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Hesaplanan bu özsermaye değerine **%20 oranında bir halka arz iskontosu** uygulandıktan sonra, halka arz için pay başına nihai değer, virgülden sonra iki basamağa yuvarlanarak **10,40 TL** olarak belirlenmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi

Ecogreen şirketinin özsermaye değerinin piyasa çarpanları yöntemiyle tespiti sırasında, yurt içinde faaliyet gösteren benzer şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/Satış Gelirleri (FD/Satış Gelirleri) çarpanları referans alınmıştır. Değerlemede bu çarpanların medyan (ortanca) değeri kullanılmıştır.

Nihai sonuca ulaşılırken, yurt içi benzer şirketlerin F/K çarpanına %40, FD/Satış Gelirleri çarpanına ise %60 ağırlık verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında, seçilen referans şirketlerin 2025 yılının altıncı ayı (2025/06) itibarıyla son 12 aylık dönemdeki Türk Lirası (TL) bazlı finansal verileri esas alınmıştır.

Benzer şirketler seçilirken, Türkiye'deki yenilenebilir enerji sektörü firmaları ile bu alanda müteahhitlik hizmeti sunan şirketler dikkate alınmıştır. Analizin doğruluğunu artırmak amacıyla, hesaplamalarda aşırı yüksek veya düşük (uç) değerler ayıklanmıştır. Bu işlem, en yüksek dörtte birlik ve en düşük dörtte birlik dilimlerde yer alan verilerin analiz dışında bırakılmasıyla gerçekleştirilmiştir.

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	Çarpanlar	Seçilmiş Finansallar TL		Ağırlıklı Özkaynak	
		(2025/06 Son 12 Ay)	Özkaynak Değeri	Ağırlık (%)	Değeri TL
F/K	14,4x	612.278.876,0	8.828.399.025	40%	3.531.359.610
FD/Satış Gelirleri	2,5x	3.854.991.052,0	5.546.752.467	60%	3.328.051.480
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri					6.859.411.090

Çarpan Analizi	Sonuç
Yurt İçi Benzer Şirketler	
Özsermaye Değeri (TL)	6.859.411.090
Pay Başına Değer (TL)	15,95

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Değerlemede kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kapsamında, 2025 ile 2054 yılları arasını kapsayan bir nakit akışı projeksiyonu hazırlanmıştır. Bu projeksiyon, Amerikan Doları (USD) baz alınarak oluşturulmuştur.

Geleceğe yönelik bu öngörüler oluşturulurken üç temel faktör dikkate alınmıştır:

1. Şirketin mevcut operasyonel yapısı ve büyüme potansiyeli.
2. İçinde bulunduğu sektöre yönelik beklentiler ve trendler.
3. Genel makroekonomik tahminler ve varsayımlar.

Yapılan bu İndirgenmiş Nakit Akımları analizi neticesinde, Şirket için **116 milyon USD** tutarında bir özsermaye değeri hesaplanmıştır. Bu değerin Türk Lirası karşılığı **4.832.367.410 TL** olarak belirlenmiştir.

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
USD/TRY (16.10.2025)	41.84
Özsermaye Değeri (mn TL)	4.832.367.410

Değerleme çalışmasında kullanılan temel varsayımlar aşağıda detaylandırılmıştır:

- **Risksiz Faiz Oranı:** Analizde baz alınan risksiz faiz oranı, Türkiye'nin 30 yıl vadeli Amerikan Doları (USD) cinsi Eurobond'larının getirisi üzerinden hesaplanmıştır. Bu kapsamda, 16 Ekim 2025 tarihi itibarıyla son 12 aylık getiri ortalaması olan **%8,2**, 2025 yılı için risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiştir.
- **Beta ve Risk Primi:** Hisse senedi risk primi **%5,5** olarak belirlenmiştir. Şirketin piyasa riskini ölçen beta katsayıları ise kaldıraçsız (borçsuz) hali için **0,56**, kaldıraçlı (borçlu) hali için ise **0,79** olarak kullanılmıştır.
- **Borçlanma Maliyeti:** Şirketin borçlanma maliyeti, risksiz getiri oranına Şirket'in kendi risk profili ve finansman koşulları dikkate alınarak **250 baz puanlık** bir risk primi eklenmesiyle hesaplanmıştır. **%25**'lik kurumlar vergisi oranı uygulandıktan sonra, 2025 yılı için vergi sonrası uzun vadeli borçlanma maliyeti **%7,88** olarak bulunmuştur. 2026 ile 2054 yılları arasındaki dönem için ise bu oranın **%7,88 ile %5,63 arasında** değişkenlik göstereceği varsayılmıştır.
- **Sermaye Yapısı:** Şirketin gelecek dönemdeki büyüme hedefleri ve bu doğrultuda yapmayı planladığı yatırımlar göz önünde bulundurulmuştur. Özkaynak ve dış kaynak kullanımı arasındaki stratejik hedefler doğrultusunda, projeksiyon dönemi boyunca hedef borç oranının **%54** seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır.

Değerleme Sonucu ve Nihai Görüş

Değerleme Sonucu (TL)	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Özkaynak Değeri (TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları	4.832.367.410	60%	2.899.420.446
Piyasa Yaklaşımı- Benzer Şirket Çarpanları	6.859.411.090	40%	2.743.764.436
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (TL)		100%	5.643.184.882
%20 İskonto Sonrası Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (TL)			4.514.547.906
Pay Adedi (TL)			430.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri (TL)*			10,4

* Halka Arz Pay Başına Değer, virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır.

6. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Halka Arz Hakkında Nihai Değerlendirme

- Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Fiyat Tespit Raporu’nda Ecogreen Enerji Holding A.Ş. hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Şirket’in faaliyet alanı ve sektöre ilişkin açıklamalar detaylı ve anlaşılırdır.
- Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemlerine sırasıyla %60 ve %40 ağırlık verilmiştir. Kullanılan yöntemlerin net ve anlaşılır bir biçimde raporda açıklandığını değerlendiriyoruz.
- Değerleme yöntemleri içerisinde İNA ve Çarpan Analizi çıktılarının birlikte kullanılması ihtiyatlı bir yaklaşım olarak görülmektedir. Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin dikkate alınması, değerlendirme sonuçlarının güvenilirliğini artırmaktadır.
- İNA analizinde kullanılan projeksiyonların makul ve detaylı olduğu, varsayımların piyasa gerçekleriyle uyumlu bir şekilde belirlendiği kanaatindeyiz. Ayrıca, faaliyet kârlılığına ilişkin varsayımların ve büyüme öngörülerinin gerçekçi seviyelerde olduğu görüşündeyiz.

Kullanılan yöntemler sonrasında ulaşılan değer üzerinden halka arz yatırımcılarına yönelik uygun bir iskonto oranı uygulanmıştır. Bu doğrultuda, hesaplanan halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.