ECOGREEN ENERJİ HOLDİNG A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
21 Ekim 2025

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım") yetkili aracı kurum olduğu Ecogreen Enerji Holding Anonim Şirketi (kısaca "Ecogreen", "İhraççı" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

ECOGREEN ENERJİ HOLDİNG A.Ş. HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Ecogreen Enerji Holding Anonim Şirketi
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Ecogreen Enerji Holding Anonim Şirketi
Halka Arz Tarihleri	22 - 23 - 24 Ekim 2025
Halka Arz Fiyatı	10,40 TL
Halka Arz İskonto Oranı	20,00%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	430.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	540.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	20,37%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	110.000.000
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%40) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%25) Yüksek Başvurulu Yatırımcılar (%10) Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar (%25)
Satmama Taahhütleri	İhraççı için 1 yıl Ortaklar için 1 yıl
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır.
İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
Borsa Kodu	ECOGR
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: Ecogreen Enerji İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket, Ecogreen Enerji Yatırım A.Ş. unvanı ile 29 Aralık 2020 tarihinde kurulmuş, 27 Mayıs 2021 tarihinde ise unvanını Ecogreen Enerji Holding A.Ş. olarak değiştirmiştir. Faaliyet konusu; bağlı ortaklıkları aracılığıyla güneş, biyokütle ve biyogaz enerji santrallerinden elektrik üretimi ve satışı, gübre üretimi ile proje geliştirme ve müteahhitlik faaliyetleridir. Şirket, bu faaliyetlerde bulunan iştirakleri çatısı altında toplayarak bir holding yapısına dönüşmüştür. 31 Aralık 2024 itibarıyla toplam 8 bağlı ortaklık ve 1 iştirak bulunmaktadır. Enerji portföyünün tamamı yenilenebilir kaynaklardan oluşmakta, üretim faaliyetleri bağlı ortaklıklarca yürütülmektedir. Bağlı ortaklıkların toplam kurulu gücü 179,586 MW (hibrit kaynak dahil 181,686 MW) seviyesindedir.

Şirket'in Faaliyetleri

Şirket, üretim santralleri ve spot piyasa üzerinden elektrik satışı yapabilmektedir. Lisanslı santraller YEKDEM ve YEKA kapsamındadır.

Üretim Santralleri Elektrik Satışı

- **Karacabey Biyogaz Enerji Üretim A.Ş.:** YEKDEM kapsamında 10 yıllık 133 USD/MWh teşviki bulunmaktadır. 2022: 18.395 MWh, 2023: 20.220 MWh, 2024: 20.641 MWh, 2025/6A: 10.980 MWh
- **Denizli Biyogaz Enerji Üretim A.Ş.:** 10 yıllık 133 USD/MWh teşvikli. 2022: 9.249 MWh, 2023: 8.774 MWh, 2024: 9.537 MWh, 2025/6A: 4.863 MWh
- **Ecofer Gübre ve Enerji Üretim A.Ş.:** 10 yıllık 133 USD/MWh teşvikli. 2022: 21.960 MWh, 2023: 22.047 MWh, 2024: 19.150 MWh, 2025/6A: 9.715 MWh
- **Denizli Biyokütle Enerji Üretim A.Ş.:** 10 yıllık 133 USD/MWh teşvikli. 2022: 17.135 MWh, 2023: 46.158 MWh, 2024: 69.272 MWh, 2025/6A: 43.415 MWh
- **Ecogreen Elektrik Enerji Üretim A.Ş.:** YEKA ihalesi kapsamında spot piyasada satış yapmaktadır. 2023: 57.114 MWh, 2024: 264.172 MWh, 2025/6A: 123.856 MWh. 2026 Şubat'tan itibaren satış fiyatı yaklaşık 28 USD/MWh olacaktır.

Toptan Elektrik Satışı

Ecogreen Elektrik Enerji Üretim A.Ş., Mart 2024'te tedarik lisansı alarak serbest tüketici elektrik satışı modeline geçmiştir. Bu modelde tüketiciler enerji tedarikçisini seçebilmekte, rekabet artmakta ve fiyatlar daha uygun hale gelmektedir.

Şirket, 2025 yılı için toplam 422.460 MWh enerji satışı hedeflemektedir:420.480 MWh özel tedarik şirketlerine, 1.980 MWh serbest tüketicilere satış planlanmaktadır. Şirket, her yıl satış hacmini artırmayı ve Türkiye genelinde müşteri portföyünü genişletmeyi hedeflemektedir.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Grubu	Sermaye (TL)	Payı (%)	Grubu	Sermaye (TL)	Payı (%)
Osman Uğurlu	A	86.000.000	20,00%	A	86.000.000	15,93%
	B	344.000.000	80,00%	B	344.000.000	63,70%
Halka Açık Kısmı	-	-	-	B	110.000.000	20,37%
Toplam	**A+B**	**430.000.000**	**100%**	**A+B**	**540.000.000**	**100%**

Kaynak: Ecogreen Enerji Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço (milyon TL)	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06
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

Kaynak: Ecogreen Enerji Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu	2022/12	2023/12	2024/12	2024/06	2025/06
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	599.430.613
Esas Faaliyet Karı / Zararı	471.215.479	1.644.055.527	435.919.463	593.908.541	784.759.803
Vergi Öncesi Kar	1.622.991.138	3.134.443.054	2.508.445.023	1.962.341.195	440.359.675
Ana Ortaklık Net Kar	**200.908.422**	**2.045.396.905**	**1.178.572.713**	**752.187.766**	**185.989.929**

Kaynak: Ecogreen Enerji Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERLERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
Yatırım Finansmanı	70%
Kredi Geri Ödemesi	20%
İşletme Sermayesi İhtiyacı	10%
Toplam	**100%**

Kaynak: Ecogreen Enerji Fiyat Tespit Raporu

Şirketin halka arz büyüklüğü 1,1 milyar TL değerinde olup %20,37 oranında halka açılacaktır. Elde edilen fonun %70'i Ecowind 3 şirketi altında 100 MW'e Kırklareli 3 Depolamalı Rüzgar Enerji Santrali yatırımı ve yeni yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi amacıyla kullanılacak. Elde edilecek olan fonun %20'si şirketin sahip olduğu yüksek faizli kısa vadeli kredilerin kapatılarak faiz yükünü azaltmak amacı ile geriye kalan %10 ise şirketin bağlı ortaklıklarının işletme sermayesinde kullanılması planlanmaktadır.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket değerlemesi yapılırken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi kullanılmıştır. Şirketin ağırlıklandırılmış piyasa değerinin hesaplanmasında Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemine %40, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemine %60 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine göre, şirketin önümüzdeki yıllarda ulaşmayı hedeflediği satış gelirleri ve faaliyetlerinden elde edeceği nakit akışları ile ihtiyaç duyulan işletme sermayesi ve yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Şirketin belirtilen yöntemle değerlemesi USD bazlı yapılmıştır. Yapılan değerlemede şirketin faaliyetleri 2025-2054 yılları için projekte edilerek değeri 339 milyon USD olarak belirlenmiştir. GES faaliyet alanı ise şirket değerinin %73'ünü, geriye kalan %27'sini ise EPC ve biyokütle faaliyetleri oluşturmaktadır. Şirketin değerlemesinde diğer faaliyet kolları olan biyogaz faaliyetlerinde nakit akımının çoğunluğunun amortismandan kaynaklanıyor olması ve gübre iş kolunun henüz yeni bir yatırım olması nedeniyle muhafazakar yaklaşılarak şirket değerlemesine dahil edilmemesi makul bulunmuştur. Yapılan değerlemede Gübre ve Biyokütle faaliyetleri dahil edilseydi İNA yöntemine göre şirketin değeri 515 milyon USD seviyesinde gerçekleşecekti.

İNA yönteminde; indirgeme oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmıştır. Ağırlıklandırılmış Özsermaye Maliyetinin dönem içinde makul olduğunu düşündüğümüz oranlarda azaltılacağı varsayılmıştır. Şirketin sermaye yapısı ise tüm dönemler için %54 borç, %46 özkaynak olarak projekte edilmiştir. Kaldıraçsız beta 0,56 olarak hesaplanmış olup sermaye yapısı ve vergi oranları ile birlikte yeniden hesaplandığında 0,79 olarak bulunmuştur. İskonto oranı 2025 yılında %10.02, 2026-2035 yıllarında %9.93, 2036-2040 yıllarında %9.06, 2041-2051 yılları arasında %8.20 ve 2052-2054 yılları için %7.34 olarak hesaplanmıştır.

AOSM	2025	2035	2040	2051	2054
Risksiz Faiz Oranı	8,2%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
Özsermaye Maliyeti	12,56	12,36	11,36	10,36	9,36
Borçlanma Maliyeti	10,50	10,50	9,50	8,50	7,50
Vergi Oranı	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Hedef Borç Oranı	54,00	54,00	54,00	54,00	54,00
Hedef Özkaynak Oranı	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00
Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Maliyeti	10,02	9,93	9,06	8,20	7,34

Kaynak: Ecogreen Enerji Holding A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

6.2 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsada işlem görüp Ecogreen ile benzer özellikler gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak Firma Değer'inin saptanması için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında, Şirket'e benzer şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem, etkin işleyen piyasalarda payların rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır. Yurt içi benzer şirketler olarak Borsa İstanbul'da yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 16.10.2025verileri üzerinden hesaplanan güncel çarpanları dikkate alınmıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında değerleme için uygun olduğu değerlendirilen temel çarpanlardan olan F/K (Fiyat/Kazanç), PD/DD (Piyasa Değeri/Defter Değeri), FD/FAVÖK (Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar), FD/Satışlar (Firma Değeri/Satış Gelirleri) medyanı en yüksek değerler elenerek dikkate alınmıştır. Sonuç olarak yurt içi benzer şirketler ile yapılan çarpan analizinde F/K ve FD/Satış Gelirleri çarpanlarının kullanılması uygun bulunmuştur. Buna göre, belirlenen halka açık şirketlerin 16.10.2025 tarihi itibarıyla kapanış verileri hesaplamaya dahil edilmiştir.

6.2.1 Yurt İçi Yenilenebilir Enerji ve Proje geliştirme ve müteahhitlik Şirketleri Çarpan Değerleri

Şirketin değerlemesinde, Borsa İstanbul'da işlem gören yenilenebilir enerji sektöründeki benzer firmaların verileri kullanılmıştır. Ecogreen, elektrik üretiminin yanı sıra enerji santrali inşaatı ve montaj işleri de yaptığından analizde hem yenilenebilir enerji hem de müteahhitlik şirketleri dikkate alınmıştır. 2025 yılı itibarıyla gelirlerin %58'inin bu faaliyetlerden gelmesi nedeniyle, benzer şirket çarpanları kullanılmıştır. Aykırı değerler hariç tutularak, medyan değerler esas alınmıştır. Analizde F/K (Fiyat/Kazanç), FD/Satış Gelirleri ve PD/DD (Piyasa Değeri/Defter Değeri) çarpanları değerlendirilmiş, F/K ve FD/Satışlar çarpanlarına sırasıyla %40-60 ağırlık verilmiştir. Yenilenebilir enerji sektöründe kârlılık, kur farkı, finansman gideri ve amortisman gibi kalemlerden etkilenebildiği için satış gelirleri şirket büyüklüğünü göstermede önemli bir göstergedir. PD/DD çarpanı ise muhasebe uygulamaları ve kur farkı nedeniyle daha sınırlı bilgi sunmaktadır. Bu kapsamda, şirketin özkaynak değeri benzer şirket çarpanları üzerinden hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	Çarpanlar	Seçilmiş Finansallar TL (2025/06 Son 12 Ay)	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/Satış Geliri	2,5x	5.854.991.052	5.546.752.467	60%	3.328.051.480
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri					**6.859.411.090**

Kaynak: Ecogreen Enerji Fiyat Tespit Raporu

6.2.2 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi Sonucu

Yurt içi yenilenebilir enerji ve güneş enerji sektöründe faaliyet gösteren proje geliştirme ve müteahhitlik şirketleri arasından seçilmiş şirketlerin F/K ve FD/Satış Gelirleri çarpanlarının medyanına göre Şirket için özsermaye değeri hesaplanmıştır. Bu sayede, hem Şirket'in iş modeliyle uyumlu benzer şirketlerin, hem de yurt içi BIST yatırımcılarının bakış açısını yansıtacak şekilde Şirket'in faaliyet alanına benzer şirketlerinin etkisi gözetilmiştir. Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 6.859.411.090 TL olarak hesaplanmıştır. Bu analize göre pay başına değer 15,95 TL'dir.

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

Kaynak: Ecogreen Enerji Fiyat Tespit Raporu

6.3 Sonuç

Sonuç olarak değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemi %60 ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi %40 olarak ağırlıklandırılmıştır. Değerleme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış şirket değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Değerleme Sonucu	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Özkaynak Değeri
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 Özsermaye Değeri (TL)		**100%**	**5.643.184.882**
%20 İskonto Sonrası Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (TL)			**4.514.547.906**
Pay Adeti (TL)			430.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri (TL)			**10,40**

Kaynak: Ecogreen Enerji Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasını ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %60, Piyasa Çarpanları Analizine %40 ağırlık verilmesini uygun buluyoruz. Kullanılan değerleme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Çarpan Analizi kısmında F/K ve FD/Satış Geliri çarpanlarının kullanılmasını uygun buluyoruz.

Sonuç olarak, Ecogreen Elektrik Enerji Üretim A.Ş için hesaplanan hedef değere %20,00 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için pay başına 10,40 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.