

Ecogreen Enerji Holding A.Ş. (ECOGR)

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu



İçindekiler	Sayfa
Şirket Hakkında Özet Bilgi	3
Halka Arz Özeti	8
Halka Arz Gelirinin Kullanımı	9
Halka Arz Bilgileri	11
Kullanılan Değerleme Yöntemleri	11
Fiyat Tespit Raporu Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüş	14
Finansal Tablolar	15
Uyarı Notu	16

Şirket Hakkında

- Şirket. Ecogreen Enerji Yatırım A.Ş. unvanı ile 29 Aralık 2020 tarihinde kurulmuştur. Şirketin unvanı 28 Mayıs 2021 tarihinde mevcut unvanı olan Enerji Holding AŞ. olarak değiştirilmiştir.
- Şirketin fiili 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 ticareti faaliyetlerinde bulunan şirketlere iştirak etmiş ve bunları çatısı altında toplayarak "Holding" statüsünde bir çatı şirket haline gelmiştir. 31 Aralık 2024 tarihi itibarıyla, şirketin bağlı ortaklığı olarak her biri enerji sektöründeki yatırımlar için kurulan toplam 8 adet bağlı ortaklığı ve 1 adet iştiraki bulunmaktadır.
- Şirket, holding olarak yalnızca iştiraklerde bulunmak ve iştirakte bulunduğu şirketlerin yönetim ve denetimini elinde tutmaktadır. Bu nedenle kendisine ait doğrudan herhangi bir üretim tesisi bulunmamaktadır.
- 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, Şirketin bağlı ortaklıklarının mevcut durum itibarıyla toplam kurulu gücü 179,586 MW (hibrit yardımcı kaynak dahil 181,686 MW)'tır.
- Şirket, 29 Aralık 2020 tarihinde kurulmuş olmakla birlikte, sermayesinde pay sahibi olduğu bağlı ortaklıkları söz konusu kuruluş tarihinden önce faaliyette bulunmaya başlamıştır. Enerjisi 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. (Eski Unvanı: Turgutlu Biyogaz Enerji Üretim A.Ş.)
 - Karacabey Biyogaz Enerji Üretim A.Ş. (Eski Unvanı Karakeçili)
 - Biyogaz Enerji ve Gübre Üretim Tic. San. A.Ş.)
 - Megaron Enerji Grup A.Ş. (dolaylı bağlı ortaklık-%100 sahibi)
 - Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş.) Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş.
 - Ecogreen Elektrik Enerji Üretim A.Ş.
 - Ecowind 3 Enerji A.Ş.

- Şirketin söz konusu bağlı ortaklıklarından Ecowind 3 Enerji A.Ş. altında proje süreci başlatılan Kırklareli 3 RES santrali için 100 MWe depolamalı RES yatırımı bulunmaktadır. İlgili yatırımın ön lisansı alınmış olup, lisans süreci devam etmektedir. Bu süreçte rüzgâr ölçüm istasyonları, ÇED süreçleri, imar süreçleri gibi lisans için gerekli olan çalışmalar sürdürülmektedir. Diğer yedi bağlı ortaklık ise üretin faaliyetlerini sürdürmektedir.
- Ecogreen Enerji Holding A.Ş.'nin temelleri Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş. ile atılmıştır. Uğurlular Elektrik, lisanssız güneş enerji santrali yatırımlarıyla yenilenebilir enerji alanındaki faaliyetlerine başlamış olup, toplamda 17,9 MWp kurulu güce sahip 21 lisanssız güneş enerji santraline sahiptir. Şirket'in kalan lisanssız güneş enerji santralleri Megaron Enerji Grup A.Ş. bağlı ortaklığının altında faaliyet göstermekte olup, toplamda 8,9 MWp kurulu güce sahip 8 güneş enerji santralinden oluşmaktadır.
- Ecogreen Enerji, yenilenebilir enerji yatırımlarına biyogaz santralleri ile devam etmiş ve üç biyogaz enerji santralinin kurulumunu tamamlamıştır. Toplam kurulu güç kapasitesi, Turgutlu (Ecofer) Biyogaz Santrali 3,002 MW kapasitenin içinde 0,4455 MWp hibrit güneş santrali bulunmaktadır), Karacabey Biyogaz Santrali 3,002 MW Denizli Biyogaz Santrali 1,501 MW olmak üzere toplam 7,504 MW dır. Denizli Biyogaz Santrali ayrıca 0,760 MWp hibrit güneş enerji santraline sahiptir.
- Bu yatırımlara ek olarak, şirketin iki biyokütle enerji santrali de bulunmaktadır: Denizli Biyokütle 12 MW ve Honaz 2.9 MW olmak üzere toplam 14.9 MW kurulu güce sahiptir. Enerji üretiminin yanı sıra, biyogaz ve biyokütleye dayalı organik ve organomineral gübre üretimi de yapılmaktadır. Ecofer Gübre ve Enerji Üretim A.Ş., yıllık 90.000 ton üretim kapasitesine sahip gübre fabrikasının yatırımını tamamlamış ve Ecofer markası ile satışlarına başlamıştır.

Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş.

- 19.08.2015 tarihinde kurulan Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş.'ye ait hisselerin tamamı ise 28.05.2021 tarihinde Ecogreen Enerji Holding A.Ş.'ye devredilmiştir. 15.06.2021 tarihinde Megaron Enerji Grup A.Ş.'ye ait Konya ve Kırşehir' deki 8,9 MWp kurulu gücündeki tesisler %100 bağlı ortaklığı olan Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş. tarafından satın alınmıştır. Megaron Enerji Grup A.Ş.'i satın almak suretiyle bu şirketin bağlı ortaklıkları üzerinde bulunan toplam lisanssız 8,9 MWp kapasiteli GES santral şirketleri, şirketin dolaylı bağlı ortağı haline gelmiştir. 2021 yılında gerçekleştirilen bu satın alma ile birlikte 26,9 MWp Güneş Enerjisi santral kapasitesine ulaşılmıştır.

- Şirket'in %100 bağlı ortaklığı olan Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş.'nin (dolaylı bağlı ortak Megaron ile birlikte) güneş enerjisi üretim santrali portföyünün yıllık elektrik üretim miktarı 2024 yılına göre yaklaşık olarak 45.661 MWh'tir.

Megaron Enerji Grup A.Ş.

- 2015 yılında kurulan Şirket, 15.06.2021 tarihinde Uğurlular Elektrik Üretim Anonim Şirketi tarafından 7.000.000 USD karşılığında satın alınmıştır. İlgili tarihte Uğurlular Elektrik Üretim Anonim Şirketi'nin %100 sermayesi Ecogreen Enerji Holding Anonim Şirketi'ne ait olduğundan dolayı olarak Holding kapsamına dahil olmuştur. Aynı tarihte Megaron Enerji Grup Anonim şirketinin %100 sermayesine sahip olduğu aşağıdaki limited şirketler de satın alınmıştır. 22.06.2022 tarihinde (Barges Elektrik Üretim Ltd.Şti. Bda Enerji Müh. San. Tic. Ltd.Şti. Bdc Elektrik Üretim San. Tic. Ltd. Şti. Gamages Elektrik Üretim Ltd.Şti. Günberi Enerji Üretim San. Tic. Ltd.Şti. Karges Elektrik Üretim Ltd.Şti. Merges Elektrik Üretim Ltd.Şti. Nef Elektrik Üretim San. Tic. Ltd.Şti) Megaron Enerji Grup A.Ş. ile birleşmiş, ve ilgili 8 şirket infisah olmuştur. Şu an 7,9 MWp kurulu güce sahip 8 santral Megaron Enerji Grup A.Ş. firmasına aittir.

Denizli Biyogaz Enerji Üretim A.Ş.

- Denizli Biyogaz Enerji Üretim A.Ş., 14.06.2019 tarihinde Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş. tarafından kurulmuştur. 29 Haziran 2021 tarihinde Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş kendisine ait olan %70'lik hisseyi Ecogreen Enerji Holding A.Ş.'ye satmıştır. Kuruluş tarihinde ortaklık yapısı %70 Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş., %30 Başar Beyazoğlu şeklindedir. 30 Haziran 2024 tarihinde %30'luk Başar Beyazoğlu hisseleri 39.563.050,75TL bedel ile devralınmıştır. Şirketin var olan 1,5 MWe kurulu gücüne yardımcı kaynak olarak 0,760 MWp hibrit GES santralini 06.06.2024 tarihinde faaliyete geçirmiştir. Denizli Biyogaz Enerji Üretim A.Ş., Denizli ili Honaz ilçesinde faaliyet göstermekte olup, ürettiği elektriği YEKDEM mevzuatı çerçevesinde 133 USD/MWh birim fiyatla satmaktadır.

Ecofer Gübre ve Enerji Üretim A.Ş.

- Ecofer Gübre ve Enerji Üretim A.Ş.'nin hisseleri, 30 Haziran 2021 tarihinde Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş. tarafından Ecogreen Enerji Holding A.Ş.'ye devredilmiştir. Tesisin 1.5 MW kapasiteli birinci ünitesi, 27 Haziran 2021 tarihinde tamamlanmış olup, geriye kalan 1.5 MW kapasiteli ikinci ünitesi 7 Eylül 2021 tarihinde gerçekleştirilmiştir. Böylece, tesisin toplam 3 MW kapasitesi devreye alınmıştır.

- Santral, 2022 yılı başından itibaren YEKDEM mevzuatı çerçevesinde ürettiği elektriği 133 USD/MWh birim fiyatla satmaktadır. Aynı santral, 2023 yılı içerisinde hibrit projesine başlamış olup, 12 Ağustos 2023 tarihinde kabulü yapılmış ve 0,4455 MW kapasite ile üretime başlamıştır. Ayrıca, Ecofer Gübre ve Enerji Üretim A.Ş., 2023'ün ilk çeyreğinde gübre fabrikası inşaatına başlamış ve tamamlanan yatırımı ile yıllık 90.000 ton kapasite hedefiyle organik ve organomineral gübre üretimine başlamıştır.

Karacabey Biyogaz Enerji Üretim A.Ş.

- Tesis, 3 MW elektrik üretim lisansına sahiptir ve 1.5 MW kapasiteli birinci ünite 27 Haziran 2021 tarihinde tamamlanmıştır. Kalan 1.5 MW kapasiteli ikinci ünite ise 24 Eylül 2021 tarihinde tamamlanmış ve devreye alınmıştır. Santral, 2022 yılı başından itibaren YEKDEM mevzuatı çerçevesinde ürettiği elektriği 133 USD/MWh birim fiyatla satmaktadır. Karacabey Biyogaz Enerji A.Ş. ye ait hisselerin %70'i, 14 Haziran 2021 tarihinde Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş. tarafından Ecogreen Enerji Holding A.S.'ne devredilmiştir. 30 Haziran 2024 yılı içerisinde Başar Beyazoglu'nda olan 30% hissesi de 73.254.861 TL bedel ile Ecogreen Enerji holding A.Ş. tarafından devir alınmıştır.

Denizli Biyokütle Enerji Üretim A.Ş.

- Denizli Biyokütle santrali, 12 MW üretim lisansına sahip olup, 2.9 MW kapasiteli birinci ünitenin Bakanlık Kabulü 30 Aralık 2020 tarihinde tamamlanmıştır. Geriye kalan 9.1 MW kapasiteli ikinci ünitenin kabulü ise 9 Aralık 2022 tarihinde gerçekleştirilmiş ve şirket tam kapasite ile elektrik enerjisi üretimine başlamıştır. Şirket, Denizli ili Kaklık ilçesinde faaliyet göstermekte olup, 26 Eylül 2023 tarihinde Honaz Biyokütle Enerji Üretim A.Ş.'yi birleşme yoluyla bünyesine katmasıyla birlikte toplam kurulu gücünü 14.90 MW'ye çıkarmıştır. Santral, ürettiği elektriği YEKDEM mevzuatı çerçevesinde 133 USD/MWh birim fiyatla satmaktadır.

Ecogreen Elektrik Enerji Üretim A.S.

- Ecogreen Elektrik Enerji Üretim A.Ş., 2022 yılında kurulmuş olup, Niğde, Bor ilçesinde yer alan santral, 2023 yılı Ağustos ayında ilk kabulünü almış ve toplamda 130,221 MWp kurulu güce sahiptir. Şirket, YEKA ihalesi kapsamında kazanılan güneş enerjisi üretimini ihale şartlarına uygun olarak spot elektrik piyasasında satışa sunmaktadır. Tesis, 2023 yılı Ağustos ayında elektrik üretimine başlamış ve aynı yıl içerisinde 57.407 MWh elektrik enerjisi üretmiş ve satmıştır. 2024 yılı itibarıyla ise 265.065 MWh elektrik üretimi gerçekleşmiştir.

Eecowind 3 Enerji A.Ş.

- Şirket, 22.07.2022 tarihinde tek ortaklı olarak Ecogreen Enerji Holding Anonim Şirketi tarafından kurulmuştur. Şirketin kuruluş amacı gelecekte yatırımı planlanan depolamalı rüzgâr enerjisi projesi olup, henüz faal değildir.

Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş.

- Bağlı Ortaklığı Altında Sürdürülen Proje Geliştirme ve Müteahhitlik Faaliyetleri (EPC Faaliyeti) Şirket aynı zamanda %100 bağlı ortağı Uğurlular Elektrik Üretim A.Ş. altında proje geliştirme ve müteahhitlik faaliyetlerinde de bulunmaktadır. Bu faaliyet kapsamında yurt içinde 5 MWp yurt dışında ise 50 MWp olmak üzere toplamda 2023 yılında 55 MWp gücünde proje geliştirmiştir. 2024 yılında ise tamamı yurt içinde olacak şekilde ve tamamı şirketin ilişkili tarafı olan Uğurlular Tekstil ile yapılan sözleşmelere dayanarak yaklaşık 101,55 MWp'lik EPC faaliyeti sürdürülmektedir. 31 Aralık 2024 itibarıyla bu projelerin tamamlanma oranı bakımında 80,05 Mp'lik kısmı tamamlanmış diğerleri devam etmektedir. 2024 yılından devam eden 21,5 MWp ile 2025 yılında başlanılan 112,5 MWp toplamda 134,1 MWp projenin 30.06.2025 itibarıyla 35,2 MWp tamamlanmış, 98,9 MWp proje devam etmektedir.

Halka Arz Özeti

- Ecogreen Enerji Holding A.Ş.'nin çıkarılmış sermayesinin 430.000.000 TL'den 540.000.000 TL'ye çıkarılması neticesinde ihraç edilecek olan 110.000.000 TL B Grubu payın halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir.
- Halka arz edilen payların nominal değeri 110.000.000 TL olup, Şirket'in halka açıklık oranı çıkarılmış sermayesine oranı %20,37 olacaktır. Ek satış planlanmamaktadır.

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ecogreen Enerji Holding A.Ş. (ECOGR)		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		
Ortak	Pay Grubu	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Sermayedeki Payı (TL)	Pay Gru- bu	Sermayedeki Payı (%)
Osman Uğurlu	A	86.000.000	%20,00	86.000.000	A	%15,93
	B	344.000.000	%80,00	344.000.000	B	%63,70
Halka Açık	B	-	-	110.000.000	B	%20,37
Sermaye Artışı				110.000.000	B	%20,37
Ortak Satışı				0	B	
Toplam		430.000.000	%100,0	540.000.000		%100,0

Kaynak: Şirket İzahname

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

- Şirket'in 430.000.000 olan çıkarılmış sermayesi, 110.000.000 TL artırılarak 540.000.000 TL'ye çıkarılacaktır. Şirket'in sermaye artırımını ile gerçekleştirecek halka arzdan toplam 1.144.000.00 TL brüt ve 1.073.606.510 TL net gelir elde etmesi beklenmektedir.
- Şirket paylarının halka arzı ile Şirket özkaynak yapısının güçlendirilmesi, Şirket değerinin ortaya çıkması, kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi, marka bilinirliği ve tanınırlığının pekiştirilmesi, kurumsal yönetim, şeffaflık ve sürdürülebilirlik ilkelerinin daha güçlü şekilde uygulanması hedeflenmektedir.

Kullanım Yeri	Kullanıma İlişkin Yüzdesel Aralık
Yatırım Finansmanı	70
Kredi Ödemesi	20
İşletme Sermayesi	10

Kaynak: Şirket İzahname

1-) Yatırım Finansmanı: Şirkete girmesi muhtemel fonun %70'inin aşağıdaki alanlarda kullanılması planlanmaktadır.

- Ecowind 3 şirketi altında proje süreci başlatılan 100 MWe Kırklareli 3 Depolamalı Rüzgâr Enerji Santrali yatırımı.** İlgili yatırımın ön lisansı alınmış olup, lisans süreci devam etmektedir. Bu süreçte rüzgâr ölçüm istasyonları, ÇED süreçleri, imar süreçleri gibi lisans için gerekli olan çalışmalar sürdürülmektedir.
- Yeni Yatırım Fırsatlarının Değerlendirilmesi.** Enerji sektöründe Şirket'in yatırım kriterlerine uygun; Güneş Enerji Santrali, Depolamalı Güneş Enerji Santrali, Rüzgâr Enerji Santrali, Depolamalı Rüzgâr Enerji Santrali gibi yenilenebilir kaynaklardan enerji üretmek amacıyla "proje geliştirme" veya "yeni satın alma" yoluyla yurt içinde veya yurt dışında yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi planlanmaktadır.

2-) Kredi Ödemesi: Şirkete girmesi muhtemel fonun %20'sinin aşağıdaki alanlarda kullanılması planlanmaktadır.

- **Kısa vadeli banka kredilerinin azaltılması.** İlgili krediler son dönemde artan faiz oranları sebebiyle yüksek faizli kredilerdir. Bu yolla kısa vadeli borçların azaltılması ve Şirket'in katlandığını yüksek faiz giderlerinin azaltılması öngörülmektedir. Bu karar tarihi itibarıyla kapatılması planlanan krediler: Türkiye Vakıflar Bankası Türk Anonim Ortaklığı'ndan kullanılmış kısa vadeli krediler; Deniz Bank A.Ş.'den kullanılmış kısa vadeli krediler; Türkiye Halk Bankası A.Ş.'den kullanılmış kısa vadeli krediler; Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'den kullanılmış kısa vadeli krediler; Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası A.Ş.'den kullanılmış kısa vadeli kredilerdir.

3-) İşletme Sermayesi: Şirkete girmesi muhtemel fonun %10'unun aşağıdaki alanlarda kullanılması planlanmaktadır.

- **Bağlı ortaklıkların işletme sermayesi.** Ecogreen Enerji Holding A.Ş.'nin bağlı ortaklığı olan Ecofer Gübre ve Enerji Üretim A.Ş.'nin işletme sermayesinin güçlendirilmesi planlanmaktadır. Ecofer Gübre ve Enerji Üretim A.Ş.'nin altında faaliyet gösteren gübre fabrikasında üretim için kullanılacak hammadde alımlarının yıllık yapılması planlanmaktadır. Bu şekilde dolar bazlı belirlenen hammadde fiyatlarının artışı sebebi ile ortaya çıkacak maliyetlerden kaçınılması planlanmaktadır.

Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Ecogreen Enerji Holding A.Ş.
Hisse Kodu	ECOGR
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	430.000.000TL
Halka Arz Yapısı (Nominal)	Sermaye Artırımı : 110.000.000 TL Ortak Satışı : -
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	540.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	20,37%
Halka Arz Fiyatı	10,40 TL
Halka Arz Büyüklüğü	1.144.000.000 TL
Halka Arz Tarihi	22-23-24 Ekim 2025 (Çarşamba-Perşembe-Cuma)
Borsada İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntem	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Katılım Endeksi	Katılım Endeksine Uygun Değil
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Tahsisat Grupları	* Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: 44.000.000 TL nominal (%40) * Yüksek Talepte Bulunacak 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)
Satmama Taahhüdü	*1 yıl boyunca sermaye artırımını yapmama * Şirket ortağı halka arza konu olmayan paylarını 1 yıl boyunca satmama

Kaynak: Şirket İzahname

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

- Ecogreen Enerji Holding A.Ş.'nin için Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda pay başına değerinin tespit edilmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) Analizi'nin %60 ve Benzer Şirket Çarpanları analizinin %40 oranında ağırlıklandırılması sonucu Ecogreen Enerji Holding A.Ş için hesaplanan halka arz iskontosu öncesi özsermaye değeri 5.643.184.882 TL olarak hesaplanmıştır. %20,00 halka arz iskontosu sonrası bulunan pay başı satış fiyatı 10,40 TL olarak hesaplanmıştır.
- Çarpan analizinde Borsa İstanbul'da yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiştir. Belirlenen benzer şirketlerin 16.10.2025 tarihli kapanış verileri kullanılmıştır. Çarpan analizinde F/K ve FD/Satış Gelirleri çarpanları kullanılmıştır.
- Fiyat Tespit Raporu'nda, 2025-2054 yılları arasının da projeksiyon dönemi olarak ve para birimi ABD Doları olarak belirlenmiştir.
- Gübre tarafının Şirket için henüz çok yeni bir yatırım olmasının etkisiyle projeksiyon yapılmış ancak değerlemeye dahil edilmemiştir. Ayrıca, biyogaz segmenti için hesaplanan değer halka arz değerlendirme çalışmasında dikkate alınmamış, şirket toplam değeri yalnızca diğer faaliyet alanlarından (lisanssız GES, YEKA GES, EPC, Biyokütle) elde edilen projeksiyonlar üzerinden oluşturulmuştur.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) 2025 yılı için %10,02 alınırken ve tahmin dönemi boyunca kademeli olarak %9,93 ve %7,34 aralığında olacağı varsayılmıştır.
- 2025-2054 dönemini kapsayan İNA yönteminde AOSM hesaplamasında, Risksiz getiri oranı için Türkiye 30 yıl vadeli USD Eurobond getirisi esas alınmış, %8,2 2025 yılı için esas alınmış ve tahmin döneminde %8-%5 aralığında kademeli gerileme öngörülmüştür. Hisse senedi risk primi %5,5 kabul edilmiş ve Beta katsayısı 0,79 olarak alınmıştır.
- Vergi kalkanı öncesindeki uzun vadeli borçlanma maliyeti, projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranı üzerinden 2,5 puan borç primi eklenerek hesaplanmıştır. %25 kurumlar vergisi çerçevesinde, vergi kalkanı sonrasındaki uzun vadeli borçlanma maliyeti 2025 yılı için %7,88 olarak hesaplanmaktadır. 2026-2054 yılları arasında ise %7,88 ile %5,63 arasında olacağı varsayılmıştır.

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)			5.643.184.882
%20 iskonto sonrası Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (TL)			4.514.547.906
Pay Adedi			430.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri (TL)			10,40

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz İskontosu Öncesi Özkaynak Değeri (TL)	5.643.184.882
Halka Arz İskontosu (%)	%20
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri (TL)	4.514.547.906
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (TL)	430.000.000
Halka Arz Pay Başına Değer (TL)	10,40
Sermaye Artırım Oranı (%)	%25,58
Sermaye Artırım Oranı (Pay Adedi)	110.000.000
Sermaye Artırım Oranı (TL Tutar)	1.144.000.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	110.000.000
Halka Arz Büyüklüğü (TL)	1.144.000.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri (TL)	5.616.000.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye (TL)	540.000.000
Halka Açıklık Oranı	20,37%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Fiyat Tespit Raporu Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüş

Ecogreen Enerji Holding A.Ş. için Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu detaylıca incelenmiştir:

- Ecogreen Enerji Holding A.Ş. için değerleme çalışmasında “İndirgenmiş Nakit Akımları” ve “Benzer Şirketler (F/K ve FD/Satışlar)” yöntemleri kullanılmıştır. “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemine %60 ve “Benzer Şirketler (F/K ve FD/Satışlar)” 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:

- Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda (FTR) şirket ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- İndirgenmiş nakit akımı (İNA) yönteminin doğası gereği yüksek düzeyde geleceğe yönelik varsayımlar ve öngörüler barındırmasından dolayı, bu analiz sonuçlarının fiiliyata uygunluğu/ gerçekleşme potansiyeli tarafımızca bağımsız olarak incelenmemiştir.
- Değerleme için benzer şirket çarpan analizine başvurulmasını makul bulmakla beraber, bu endekste bazı şirketlerle Ecogreen Enerji Holding A.Ş.’in faaliyet konularının birebir örtüşmediğini hatırlatmakta fayda görüyoruz.
- Piyasa Çarpanları yönteminde F/K ve FD/Satışlar çarpanları kullanılmıştır. Karlılık gelişiminin önemli bir göstergesi olan FD/FAVÖK çarpanının da analizde olması gerektiğini düşünüyoruz.
- “İndirgenmiş Nakit Akımları” projeksiyonlarında alt şirketler için farklı projeksiyonlar geliştirilmesini ve bu kapsamda kullanılan metrikleri uygun ve makul değerlendiriyoruz.
- Biyogaz ve gübre yatırımlarından hesaplanan değerlerin dikkate alınmamasını ve böylece daha muhafazakar bir yaklaşım benimsenmesini makul buluyoruz.
- **Sonuç olarak, yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmaları dikkate alarak yaptığımız incelemeler sonucunda, özkaynak değeri üzerinden %20 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra bunulan birim pay değeri 10,40 TL halka arz fiyatının, yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.**

BİLANÇO (TL)	2022	2023	2024	6A25
VARLIKLAR				
DÖNEN VARLIKLAR				
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	0
Ticari Alacaklar	158.048.683	329.436.402	444.130.725	886.096.727
Diğer Alacaklar	1.077.084	788.638	341.942	5.773.012
Türev Araçlar	0	347.817	652.198	0
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
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 VARLIKLAR				
Ticari Alacaklar	0	26.320.745	39.971.880	0
Diğer Alacaklar	8.775.809	11.834.429	6.460.230	6.510.583
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	8.5733	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0	34.347.442	12.179.555	0
Maddi Duran Varlıklar	14.821.372.312	29.246.289.913	26.405.810.294	25.990.231.448
Peşin Ödenmiş Giderler	131.319.791	225.095.227	349.007.845	206.445.202
Ertelenmiş Vergi Varlığı	938.956.544	1.091.882.652	279.865.352	279.865.353
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Duran Varlıklar	0	917.899	635.758	0
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	15.923.513.699	30.677.469.966	27.130.685.652	26.521.154.524
TOPLAM VARLIKLAR	19.228.762.003	32.577.418.402	28.893.067.692	29.553.368.935
KAYNAKLAR				
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.064.477.449	2.807.245.867	1.940.608.217	1.415.777.940
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	0	662.802	0	0
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
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
Ertelenmiş Gelirler	8.883.890	677.041.007	758.854.852	769.645.051
Kısa Vadeli Karşılıklar	9.099.497	58.438.812	11.756.243	11.971.882
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	2.443.708.784	6.309.495.720	5.866.414.674	5.897.364.963
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	5.930.966.539	6.358.256.659	4.999.615.298	6.074.043.682
Ticari Borçlar	0	130.876	475.825	12.578.104
Diğer Borçlar	0	0	341.575	292.76
Ertelenmiş Gelirler	0	0	5.688.902	0
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
ÖZKAYNAKLAR				
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
TOPLAM KAYNAKLAR	19.228.762.004	32.577.418.402	28.893.067.692	29.553.368.935
Kaynak: Şirket İzahname				

KAR VEYA ZARAR TABLOSU (TL)	2022	2023	2024	6A24	6A25
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 KÂR	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 (-)	0	0	-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 FAALİYET KARI / ZARARI	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 (-)	-811.957.548	-1.677.414.068	-425.678.349	-420.440.044	-389.096.185
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Zararlarından Paylar	0	-48.515.946	33.487.786	-5.902.654	-360.884
FİNANSMAN FAALİYETLERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI	-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 Kazançları (Kayıpları)	2.142.451.824	5.422.816.131	4.537.944.319	3.396.745.529	2.072.626.176
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KÂRI	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 Gelir / (Gideri)	0	-4.686.638	0	0	0
- Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)	-1.422.082.716	-1.084.359.512	-1.329.872.310	-1.210.153.429	-254.369.746
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI(ZARARI)	200.908.422	2.045.396.905	1.178.572.713	752.187.766	185.989.929
DÖNEM KÂRI	200.908.422	2.045.396.905	1.178.572.713	752.187.766	185.989.929
Ana Ortaklık Payları	138.984.320	2.047.899.905	1.178.572.713	752.187.766	185.989.929
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	61.924.102	-2.503.000	0	0	0
Kaynak: Fiyat Tespit Raporu					

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.

Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş

Nispetiye Mahallesi

Barbaros Bul. Çiftçi Towers Kule 1,

34340 Beşiktaş / İstanbul

Telefon: 212 384 11 21

E-mail: arastirma@garantibbva.com.tr