

Ecogreen Enerji Holding A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş
21 Ekim 2025



İçindekiler

Önemli Not	3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Bilgi	5
3 Finansal Durum	5
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi	8
4.1 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	8
4.2 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi.....	10
4.3 Sonuç.....	13
5 Görüş	14
5.1 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	14
5.2 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi.....	14
5.3 Sonuç.....	14

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş 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 Enerji" 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 İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.



1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Konsorsiyum Lideri	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım Yüksek Başvurulu Yatırımcılar İçin Oransal Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	430.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%20,37
Halka Arz Metodu	%100 Sermaye Artırımı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	110.000.000 TL
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	%40 Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %10 Yüksek Başvurulu Yatırımcılar %25 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar %25 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır
Halka Arz Büyüklüğü	1.144 milyon TL
Talep Toplama	22-23-24 Ekim 2025
Halka Arz Fiyatı	10,40 TL
Bağımsız Denetçi	As Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş.

Kaynak: İzahname

Şirket'in 430.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesi, 2.150.000.000 TL'lik kayıtlı sermaye tavanı dahilinde mevcut ortakların yeni pay alma hakkı kısıtlanarak 110.000.000 TL artırılarak 540.000.000 TL'ye çıkarılacaktır.

Ortaklar	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Osman Uğurlu	430.000.000	100,00%	430.000.000	79,63%
Halka Açık	-	-	110.000.000	20,37%
TOPLAM	430.000.000	100,00%	540.000.000	100,00%

Kaynak: İzahname

Fonun Kullanım Yeri	Net Halka Arz Gelirine Oranı
Yatırım Finansmanı	70%
Kredi Ödemesi	20%
İşletme Sermayesi	10%
Toplam	100%

Kaynak: Fon Kullanım Yeri Raporu



2 Şirket Hakkında Bilgi

Şirket'in ana faaliyet konusu:

- Güneş, biyokütle ve biyogaz gibi yenilenebilir kaynaklardan elektrik enerjisi üretimi yapmak, üretilen elektrik enerjisini satmaktır. Bu kapsamda, Şirket'in ülkenin 8 farklı şehrinde bulunan yedi adet güneş enerjisi elektrik üretim santrali, üç adet biyogaz elektrik üretim santrali ve iki adet biyokütle enerji üretim santrali olmak üzere toplam 12 farklı enerji üretim santrali bulunmaktadır.
- Yurtiçi güneş enerjisi santralleri proje geliştirme ve müteahhitlik faaliyetleridir. Bu kapsamda Güneş enerjisi santralleri EPC faaliyetleri Türkiye'de yürütülmektedir.
- Organik ve organomineral gübre üretimi ve satışını yapmaktır. Bu kapsamda organik ve organomineral gübre üretimini Manisa'nın Turgutlu ilçesinde bulunan fabrikada yapmaktadır. Satışını ise çoğunlukla bayileri aracılığı doğrudan satış yöntemi ile tüm Türkiye'de yapmaktadır. Ecofer Gübre şirketinin üretim kapasitesi yıllık yaklaşık 90.000 ton'dur. 2024 yıl sonu itibarıyla üretim miktarı 11.395 ton ve satış miktarı 9.762 ton'dur. 30.06.2025 döneminde sona eren finansal tablo dönemi itibarıyla 2025 yılı üretim miktarı 12.972 ton ve satış miktarı 12.372 ton'dur.

30.06.2025 itibarıyla Şirket'in toplam kurulu gücü 179,586 MW (hibrit yardımcı kaynak dahil 181,686 MW) olup bunun 157,181 MW'lık kısmı güneş; 7,700 MW'lık kısmı biyogaz ve 15,6 MW'lık kısmı biyokütle enerji üretim santrallerinden oluşmaktadır.

Şirket yurt içinde 2023 yılı içerisinde 6,5 MWp'lik müteahhitlik faaliyeti, 103 MWp proje geliştirme faaliyeti gerçekleştirmiştir. 31.12.2024 tarihinde sona eren finansal tablo dönemi itibarıyla 80,05 MWp EPC (tamamı ilişkili taraflara), 30.06.2025 tarihinde sona eren finansal tablo dönemi itibarıyla 35,18 MWp EPC (30,29 MWp ilişkili tarafa) faaliyeti gerçekleştirilmiştir. Proje geliştirme, göreceli soft diye adlandırılan maliyetlerden oluşmaktadır. Örneğin; projenin hazırlanması, çağrı Mektubu, ÇED Raporu, bağlantı anlaşmaları, imar durumu belgesi gibi kısımlardan oluşmaktadır. Müteahhitlik kısmı ise daha çok makine/teçhizat bazlı maliyetler kastedilmektedir. Örneğin; Paneller, inverterler, trafo, şalt, panel direkleri, kablolar gibi kısımlardan oluşmaktadır.

3 Finansal Durum

Finansal Durum Tablosu (TL)	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	30/06/2025
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	-
Ticari Alacaklar	158.048.683	329.436.402	444.130.725	886.096.727
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	85.359.833	48.492.634	12.111.183	331.080.079
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	72.688.850	280.943.768	432.019.542	555.016.648
Diğer Alacaklar	1.077.084	788.638	341.942	5.773.012
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	525.375	160.118	599.928
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1.077.084	263.263	181.824	5.173.084
Türev Araçlar	-	347.817	652.198	-
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
İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	1.262.515.826	31.747.758	1.689.855	-
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	509.412.260	258.376.804	673.205.719	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
Ticari Alacaklar	-	26.320.745	39.971.880	-
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	26.320.745	39.971.880	-



Finansal Durum Tablosu (TL)	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	30/06/2025
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	-	-	-	-
Diğer Alacaklar	8.775.809	11.834.429	6.460.230	6.510.583
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	8.775.809	11.834.429	6.460.230	6.510.583
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	8.573	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	34.347.442	12.179.555	-
Maddi Duran Varlıklar	14.821.372.312	29.246.289.913	26.405.810.294	25.990.231.448
Kullanım Hakkı Varlıkları	1.834.068	9.029.441	4.236.237	6.079.645
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	21.255.175	31.752.218	32.509.928	32.022.293
<i>Şerefiye</i>	1.391.437	1.391.437	1.391.437	1.391.437
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	19.863.738	30.360.781	31.118.491	30.630.856
Peşin Ödenmiş Giderler	131.319.791	225.095.227	349.007.845	206.445.202
<i>İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	129.749.334	123.973.376	102.907.282	99.352.000
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	1.570.457	101.121.851	246.100.563	107.093.202
Ertelenmiş Vergi Varlığı	938.956.544	1.091.882.652	279.865.352	279.865.353
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Duran Varlıklar	-	917.899	635.758	-
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
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.064.477.449	2.807.245.867	1.940.608.217	1.415.777.940
<i>Banka Kredileri</i>	909.780.461	2.645.425.818	1.869.590.836	1.370.448.489
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	154.696.988	161.820.049	71.017.381	45.329.451
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	-	662.802	-	-
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
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	114.542	-	53.447.826	3.310.801
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	115.415.124	309.017.942	434.117.484	1.231.384.249
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
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	16.697.666	37.955.062	871.761.552	596.491.327
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	12.924.290	41.503.097	13.373.597	10.648.098
Ertelenmiş Gelirler	8.883.890	677.041.007	758.854.852	769.645.051
<i>İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	-	655.434.570	696.682.830	714.017.359
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	8.883.890	21.606.437	62.172.022	55.627.692
Kısa Vadeli Karşılıklar	9.099.497	58.438.812	11.756.243	11.971.882
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin K.V Karşılıklar</i>	1.785.576	2.970.587	4.829.791	5.679.421
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	7.313.921	55.468.225	6.926.452	6.292.461
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	2.443.708.784	6.309.495.720	5.866.414.674	5.897.364.963
Uzun Vadeli Borçlanmalar	5.930.966.539	6.358.256.659	4.999.615.298	6.074.043.682
<i>Banka Kredileri</i>	5.432.827.258	6.076.461.763	4.894.283.387	5.990.365.728
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	498.139.281	281.794.896	105.331.911	83.677.954
Ticari Borçlar	-	130.876	475.825	12.578.104
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	-	130.876	475.825	12.578.104
Diğer Borçlar	-	-	341.575	292.760
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	-	-	341.575	292.760
Ertelenmiş Gelirler	-	-	5.688.902	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	-	-	5.688.902	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.615.158	4.284.069	8.404.600	9.610.266
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	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
Ödenmiş Sermaye	170.000.000	430.000.000	430.000.000	430.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	815.689.772	1.050.921.996	1.050.921.996	1.050.921.996



Finansal Durum Tablosu (TL)	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	30/06/2025
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	85.073.340	73.708.679	(71.031.410)	(71.031.410)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak	4.568.612.628	9.582.089.698	7.612.854.923	7.320.028.900
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-	-	-	-
<i>Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları</i>	<i>4.567.194.148</i>	<i>9.580.048.517</i>	<i>7.612.163.051</i>	<i>7.317.779.737</i>
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları</i>	<i>1.418.480</i>	<i>2.041.181</i>	<i>692</i>	<i>2.249.163</i>
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(1.314.617.847)	(1.870.387.195)	(1.038.740.212)	(1.324.533.221)
<i>Nakit Akış Riskinden Korunma Kayıpları</i>	<i>(1.314.617.847)</i>	<i>(1.870.387.195)</i>	<i>(1.038.740.212)</i>	<i>(1.324.533.221)</i>
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	-	6.281.154	8.600.274	8.600.274
Geçmiş Yıllar Karları	2.264.945.145	2.512.842.807	5.044.481.438	6.517.437.463
Net Dönem Karı	138.984.320	2.047.899.905	1.178.572.713	185.989.929
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	652.631.246	579.929.689	-	-
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	7.381.318.604	14.413.286.733	14.215.659.722	14.117.413.931
TOPLAM KAYNAKLAR	19.228.762.004	32.577.418.402	28.893.067.692	29.553.368.935

Kaynak: Bağımsız Denetçi Raporu

Gelir Tablosu (TL)	01/01/2022-	01/01/2023-	01/01/2024-	01/01/2024-	01/01/2025-
	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/ZARAR	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	-	-	(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	(814.957.548)	(1.677.414.068)	(425.678.349)	(420.440.044)	(389.096.185)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Zararlarından Paylar	-	(48.515.946)	33.487.786	(5.902.654)	(361)
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	(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 Pozisyon 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 KARI/ZARARI	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)
<i>Dönem Vergi Gideri/Geliri</i>	<i>-</i>	<i>(4.686.638)</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri</i>	<i>(1.422.082.716)</i>	<i>(1.084.359.512)</i>	<i>(1.329.872.310)</i>	<i>(1.210.153.429)</i>	<i>(254.369.746)</i>
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	200.908.422	2.045.396.905	1.178.572.713	752.187.766	185.989.929
DÖNEM KARI/ZARARI	200.908.422	2.045.396.905	1.178.572.713	752.187.766	185.989.929

Kaynak: Bağımsız Denetçi Raporu

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Ecogreen Enerji Fiyat Tespit Raporu'nda halka arz edilecek pay başına değerin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
2. **Gelir Yaklaşımı:** İNA Analizi

İNA Analizi yöntemi, birçok varsayıma dayanarak Şirket'in faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket spesifik riskleri de barındırarak etraflı bir değerlendirme imkânı sunar.

Çarpan Analizi yöntemi ise borsada işlem gören benzer şirketlerin güncel değerleriyle kıyaslama imkânı vererek, birçok varsayıma bağlı yapılan İNA Analizi yöntemini teyit edici özellik taşır.

Bu kapsamda Gedik Yatırım, sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilen ve uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatine varmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsada işlem görüp Ecogreen Enerji ile benzer özellikler gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak Firma Değeri'nin saptanması için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında, Şirket'e benzer şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Yurt içi benzer şirketler olarak Borsa İstanbul'da yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 16.10.2025 verileri üzerinden hesaplanan güncel çarpanları dikkate alınmıştır. (Kaynak: Bloomberg)

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında değerlendirme için uygun 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 alınarak 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.

Ayrıca, Şirket'in 30.06.2025 tarihli finansallarından:

- Kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlar ile "İlişkili Taraflara Diğer Borçlar" altında Osman Uğurlu'ya olan 684.730.432 TL'lik borcun da finansal borç olarak eklenmesiyle bulunan rakamdan kısa ve uzun vadeli operasyonel yükümlülükler ile nakit ve nakit benzerleri çıkarıldığında Şirket'in 30.06.2025 itibarıyla net finansal borcu 8.882.970.415 TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in 30.06.2025 tarihinde sona eren mali tablo dönemi için son 12 aylık FAVÖK'ü 844.556.671 TL olarak hesaplanmıştır. (FAVÖK = Brüt Kar – Faaliyet Giderleri* + Amortisman).
- Şirket'in 30.06.2025 tarihinde sona eren mali tablo dönemi için özkaynakları 14.117.413.931 TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in 30.06.2025 tarihinde sona eren mali tablo dönemi için son 12 aylık Satış Gelirleri (Hasılat) 5.854.991.052 TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in 30.06.2025 tarihinde sona eren mali tablo dönemi için son 12 aylık Net Karı 612.374.876 TL olarak hesaplanmıştır.

**Faaliyet giderleri "genel yönetim giderleri" kaleminden oluşmakta olup, kur farkı giderleri gibi faaliyetlerle doğrudan bağlantılı olmayan kalemler içeren "esas faaliyetlerden diğer gelirler" ile "esas faaliyetlerden diğer giderler" kalemleri hesaplamaya dahil edilmemiştir.*



Çarpan analizinde dikkate alınan Şirketler ve çarpan değerlerine aşağıda yer verilmektedir.

Şirket Kodu	Piyasa Değeri (mn TL)	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar	PD/DD
HUNER	3.560	10,24x	5,75x	5,82x	0,71x
KARYE	1.529	7,66x	30,96x	4,92x	0,54x
PAMEL	2.741	-	-	-	3,18x
AYDEM	12.338	10,83x	-	4,47x	0,38x
GWIND	12.755	9,26x	18,64x	6,24x	1,04x
AYEN	7.187	7,95x	25,41x	2,20x	0,46x
BIOEN	11.830	-	-	7,02x	2,85x
MAGEN	71.921	-	-	-	5,22x
MOGAN	21.815	9,41x	-	4,89x	0,33x
ENTRA	18.505	12,58x	-	9,43x	0,65x
TATEN	22.580	18,90x	31,79x	-	4,72x
YEOTK	11.942	9,84x	30,38x	2,02x	5,19x
BRLSM	3.196	5,40x	10,22x	1,23x	1,96x
ORGE	19.799	33,89x	-	2,69x	3,69x
KONTR	19.789	6,53x	18,61x	1,36x	1,67x
GESAN	23.760	14,38x	59,46x	2,65x	2,16x
GWENE	17.332	15,18x	49,59x	2,28x	1,91x
EUPWR	5.364	3,18x	8,53x	1,70x	1,66x
Medyan		9,3x	14,4x	2,5x	1,4x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Buna göre Şirket'in özkaynak değeri aşağıdaki gibi 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/Satışlar	2,5x	5.854.991.052	5.546.752.467	60%	3.328.051.480
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri					6.859.411.090

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İNA analizi, bir Şirket'in serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve net borç pozisyonunun da çıkartılması ile oluşan değeri, Şirket'in adil özsermaye değeri olarak kabul eder.

İNA metodunda, güneş enerji santralleri faaliyet kolu için Modus Enerji Danışmanlık tarafından yapılan çalışmayla oluşturulan satış fiyatı tahminleri ile birlikte güneş enerji santralleri için Modus Enerji Danışmanlık tarafından yapılan elektrik üretim tahminleri ve Şirket yönetimi tarafından oluşturulan biyogaz ve biyokütle santralleri için elektrik üretim tahminleri ve Gedik Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2025-2054 yılları için projekte edilmiştir. Gübre ve proje geliştirme ve müteahhitlik faaliyet kolunda ise geçmişe yönelik projeksiyonlar dahil edilerek analiz yapılmıştır. Gerçekleştirilen bu çalışmada Şirket'in her bir faaliyet koluna ait ayrı ayrı indirgenmiş nakit akımları hesaplanmış, bulunan değerler toplandıktan sonra Şirket'in piyasa değerine ulaşabilmek için bulunan bu toplam değerden 2025 yılı altı aylık finansal sonuçlarına göre bağımsız denetim raporunda yer verilen net borç pozisyonu mahsup edilmiştir. İNA analizinde, her bir faaliyet kolu olarak Şirket'in piyasa değerleri hesaplanmıştır. İndirgenmiş Nakit Akım analizi Dolar para birimi bazında çalışılmış ve çalışma sonunda bulunan nihai değer fiyat tespit raporunun hazırlandığı tarihteki (16.10.2025) TCMB döviz alış kuru ile Türk Lirası'na çevrilmiştir.

Şirkete ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerleri ve ilgili açıklamalarına aşağıda yer verilmiştir.

AOSM Hesabı	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
Risksiz Getiri Oranı	8,20%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Beta	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
Piyasa Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Özkaynak Maliyeti	12,56%	12,36%	12,36%	12,36%	12,36%	12,36%	12,36%	12,36%	12,36%	12,36%	12,36%	11,36%	11,36%	11,36%	11,36%
Borçlanma Maliyeti	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%
Borçlanma Maliyeti (1-Vergi)	7,88%	7,88%	7,88%	7,88%	7,88%	7,88%	7,88%	7,88%	7,88%	7,88%	7,88%	7,13%	7,13%	7,13%	7,13%
Hedef Borç Ağırlığı	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%
Özkaynak Ağırlığı	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%
AOSM	10,02%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,06%	9,06%	9,06%	9,06%

AOSM Hesabı	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054
Risksiz Getiri Oranı	7,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
Piyasa Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Özkaynak Maliyeti	11,36%	10,36%	10,36%	10,36%	10,36%	10,36%	10,36%	10,36%	10,36%	10,36%	10,36%	10,36%	9,36%	9,36%	9,36%
Borçlanma Maliyeti	9,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Borçlanma Maliyeti (1-Vergi)	7,13%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	5,63%	5,63%	5,63%
Hedef Borç Ağırlığı	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%
Özkaynak Ağırlığı	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%
AOSM	9,06%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	7,34%	7,34%	7,34%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Risksiz Getiri Oranı:** 2025-2054 dönemini kapsayan İNA yönteminde (Proje geliştirme ve müteahhitlik için 2025-2034 yılları arası) kullanılan risksiz getiri oranı için T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığınca ihraç edilen 30 yıllık Eurobond tahvil oranındaki değişiklikler incelenmiştir. US900123CM05 ISIN kodlu TURKEY 5 3/4 05/11/2047 tanımlı (11 Mayıs 2047 vadeli) Eurobond tahvilin 16.10.2025 tarihi itibarıyla son 12 aylık ortalaması Bloomberg Terminali aracılığıyla sağlanan günlük kapanış verileri üzerinden %8,2 olarak hesaplanmış ve 2025 yılı için risksiz getiri oranı olarak kullanılmıştır. Risksiz getiri oranının projeksiyon dönemi boyunca %8,0-%5,0 aralığında olacağı varsayılmıştır.
- Hisse Senedi Risk Primi:** Gedik Yatırım'a göre Borsa İstanbul'da son 5 yılda gerçekleşen halka arzlar dikkate alındığında gerçekleşen bu halka arzlarda hisse senedi risk priminin %5-%6 bandında olduğu görülmektedir. Yurt içi piyasalarda makroekonomik koşullarda risk seviyesinin azaldığı zamanlarda



artan sermaye girişlerinin yarattığı etkiyle risk primi %5 seviyesine doğru yaklaşırken, makroekonomik risklerin arttığı zamanlarda sermaye çıkışları ve piyasa dalgalanmalarının artmasıyla bu oran risk priminin %6 hatta %6,5 seviyelerine çıktığı zaman dilimlerinde tecrübe edilmiştir. Gedik Yatırım; son zamanlarda kredi derecelendirme kuruluşlarının not artırım hamlelerinin gerçekleşmiş olması, enflasyon, cari açık gibi unsurlar için uygulanan para politikasının bağımsızlık ve iletişim gücü tutarlı seviyelerde hisse senedi risk priminin %5-%6 bandının ortası olan %5,5 olarak kullanılabileceğini düşünmüştür. Bu nedenle AOSM hesaplamalarında hisse senedi risk primi %5,5 olarak varsayılmıştır.

- **Beta Katsayısı:** Yenilenebilir Enerji sektörüne ilişkin Aswath Damodaran'ın yayımladığı veriler esas alınarak belirlenmiştir. Sektör ortalaması dikkate alınarak kaldıraçsız beta değeri 0,56 olarak alınmıştır. Şirketin hedef dönemdeki hedef borç/özsermaye oranı %45,1 ve kurumlar vergisi oranı %25 olarak belirlenmiştir. Bu varsayımlar altında, kaldıraçlı Beta hesaplaması yapılmış ve şirketin kaldıraçlı Beta değeri 0,79 olarak belirlenmiştir.
- **Borçlanma Maliyeti:** 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.

Şirket'in her bir faaliyet koluna ait ayrı ayrı hesaplanmış indirgenmiş nakit akımları tablolarına aşağıda yer verilmiştir.

GES İNA (mn USD)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2045T	2054T
Satış Gelirleri	5,8	5,4	5,2	4,6	4,5	4,3	4,5	4,7	4,9	5,3	5,5	5,8	6,0	6,3	6,5	7,4	8,0
Brüt Kar	4,0	3,8	3,5	3,3	3,3	3,4	3,6	3,8	3,9	4,2	4,4	4,7	4,9	5,1	5,3	6,1	6,6
FAVÖK	4,5	4,3	4,0	3,8	3,8	3,8	4,0	4,2	4,4	4,8	5,0	5,2	5,5	5,7	5,9	6,8	7,3
Firma Serbest Nakit Akışları	3,5	3,4	3,2	3,0	2,9	3,0	3,1	3,3	3,4	3,7	3,8	4,0	4,2	4,4	4,6	5,3	5,7
AOSM	10,0%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	8,2%	7,3%
İndirgenmiş Firma Nakit Akışları	3,2	2,8	2,4	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2	1,0	0,7

GES İNA (mn USD)	
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	41
Çıkış/Terminal Değer	9,5
FAVÖK (2054)	7,3
FAVÖK Çarpanı	10,8
2054 Sonrası Devam Eden FAVÖK Değeri	79,0
2054 Yılı İndirgeme Faktörü	0,12
2054 Sonrası FAVÖK Değerinin Bugünkü Değeri	9,5
Firma Değeri	50

GES YEKA İNA (mn USD)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2045T	2053T
Satış Gelirleri	20,4	10,0	8,0	8,0	8,0	7,9	7,9	7,8	7,8	30,3	36,2	38,0	39,5	41,2	42,6	48,7	14,6
Brüt Kar	6,1	1,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	10,2	12,5	13,3	13,9	14,6	15,2	17,7	3,7
FAVÖK	15,9	6,6	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7	4,6	4,6	24,8	30,0	31,7	33,0	34,5	35,8	41,2	10,6
Firma Serbest Nakit Akışları	14,2	6,8	4,7	4,5	4,5	4,5	4,4	4,4	4,4	20,7	26,4	28,2	29,3	30,7	32,0	37,0	12,0
AOSM	10,0%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	8,2%	7,3%
İndirgenmiş Firma Nakit Akışları	12,9	5,6	3,5	3,1	2,8	2,5	2,3	2,1	1,9	8,1	9,3	10,0	9,5	9,1	8,7	7,0	1,6

GES YEKA İNA (mn USD)	
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	180
Santrallerin Hurda Değeri*	18
Firma Değeri	198

*Projeksiyon dönemi sonunda santrallerin hurda değeri 18 milyon USD olarak hesaplanmış ve firma değerine eklenmiştir.

BİYOĞAZ İNA (mn USD)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2045T	2054T
Satış Gelirleri	6,6	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4	5,0	5,3	5,5	5,9	6,2	6,5	6,7	7,0	7,3	8,3	8,9
Brüt Kar	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-3,9	-4,1	-4,2	-4,4	-4,5	-4,7	-4,9	-5,0	-5,2	-5,4	-6,0
FAVÖK	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,3	0,1
Firma Serbest Nakit Akışları	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	0,3	0,0
AOSM	10,0%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	8,2%	7,3%
İndirgenmiş Firma Nakit Akışları	0,7	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0

BİYOĞAZ İNA (mn USD)	
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	0,9
Çıkış/Terminal Değer	0,1
FAVÖK (2054)	0,1
FAVÖK Çarpanı	10,8
2054 Sonrası Devam Eden FAVÖK Değeri	1,0
2054 Yılı İndirgeme Faktörü	0,1
2054 Sonrası FAVÖK Değerinin Bugünkü Değeri	0,1
Firma Değeri	1,0

BİYOKÜTLE İNA (mn USD)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2045T	2054T
Satış Gelirleri	12,0	11,9	11,9	11,8	11,7	11,7	9,2	9,7	10,0	10,8	11,2	11,8	12,2	12,8	13,2	15,1	16,3
Brüt Kar	2,4	2,3	2,3	2,2	2,2	2,1	1,1	1,3	1,4	1,6	1,8	2,0	2,1	2,3	2,4	2,9	2,9
FAVÖK	2,6	2,5	2,4	2,4	2,3	2,2	1,1	1,3	1,3	1,6	1,8	2,0	2,1	2,3	2,5	3,0	2,9
Firma Serbest Nakit Akışları	2,4	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	1,4	1,2	1,3	1,5	1,6	1,8	1,9	2,1	2,3	2,7	2,6
AOSM	10,0%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	8,2%	7,3%
İndirgenmiş Firma Nakit Akışları	2,2	1,9	1,7	1,5	1,3	1,2	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,3

BİYOKÜTLE İNA (mn USD)	
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	22
Çıkış/Terminal Değer	4
FAVÖK (2054)	3
FAVÖK Çarpanı	10,8
2054 Sonrası Devam Eden FAVÖK Değeri	31
2054 Yılı İndirgeme Faktörü	0,12
2054 Sonrası FAVÖK Değerinin Bugünkü Değeri	4
Firma Değeri	26

GÜBRE İNA (mn USD)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2045T	2054T
Satış Gelirleri	11,6	15,9	20,5	25,3	30,4	35,8	36,9	38,0	39,1	40,3	41,5	42,7	44,0	45,3	46,7	55,8	72,7
Brüt Kar	5,5	7,6	9,9	12,3	15,0	17,8	18,5	19,2	20,0	20,8	21,6	22,5	23,3	24,2	25,2	31,5	43,8
FAVÖK	3,1	5,2	7,5	10,0	12,6	15,4	16,1	16,8	17,5	18,2	19,0	19,7	20,6	21,4	22,3	28,1	39,6
Firma Serbest Nakit Akışları	1,3	3,3	5,0	6,8	8,7	10,7	11,8	12,3	12,8	13,3	13,9	14,4	15,0	15,7	16,3	20,6	29,0
AOSM	10,0%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	8,2%	7,3%
İndirgenmiş Firma Nakit Akışları	1,2	2,8	3,8	4,6	5,4	6,1	6,1	5,8	5,5	5,2	4,9	5,1	4,9	4,7	4,4	3,9	3,5

GÜBRE İNA (mn USD)	
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	127
Uç Değer Büyümesi	2%
Uç Değer	555
Uç Değer Bugünkü Değeri	67
Firma Değeri	194

Proje G&M* İNA (mn USD)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Satış Gelirleri	33,3	22,9	23,6	24,3	25,0	25,8	26,5	27,3	28,2	29,0
Toplam Maliyet	24,8	17,0	17,5	18,1	18,6	19,2	19,8	20,3	21,0	21,6
FAVÖK	8,5	5,9	6,0	6,2	6,4	6,6	6,8	7,0	7,2	7,4
Firma Serbest Nakit Akışları	12,5	5,5	4,3	4,4	4,6	4,7	4,9	5,0	5,2	5,3
AOSM	10,0%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
İndirgenmiş Firma Nakit Akışları	11,4	4,6	3,3	3,1	2,9	2,7	2,5	2,4	2,2	2,1

Proje G&M* İNA (mn USD)	
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	37
Çıkış/Terminal Değer	28
FAVÖK (2053)	7
FAVÖK Çarpanı**	9,84
2033 Sonrası Devam Eden FAVÖK Değeri	73
2033 Yılı İndirgeme Faktörü	0,39
2033 Sonrası FAVÖK Değerinin Bugünkü Değeri	28
Firma Değeri	65

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu. *Proje G&M: Proje Geliştirme ve Müteahhitlik. **FAVÖK çarpanı olarak faaliyet alanının benzer olduğu düşünülen Borsa İstanbul'da işlem gören (YEOTK, BRLSM, KONTR, GESAN, CWENE, EUPWR, ORGE şirketlerinin 16.10.2025 tarihindeki FD/FAVÖK çarpan değerlerinin medyanı baz alınmıştır.

Şirket'in farklı faaliyet alanları için yapılan indirgenmiş nakit akımı analizleri kapsamında biyogaz ve gübre yatırımları da dikkate alınmıştır. Gübre tarafının Şirket için henüz çok yeni bir yatırım olmasının etkisiyle projeksiyon yapılmış olsa da nihai sonuca muhafazakâr yaklaşım altında dahil edilmemiştir. Ayrıca biyogaz tesislerine ilişkin projeksiyonlarda faaliyet kârlılığının düşük seviyede kalması, serbest nakit akımlarının ağırlıklı olarak amortisman kaynaklı pozitif görünmesi ve operasyonel olarak yaratılan nakit akımlarının henüz sürdürülebilir görünmemesi nedeniyle bu segmentten elde edilen değer sağlıklı bir şekilde ölçümlenememektedir. Bu sebeplerle, 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.

İndirgenmiş nakit akımı analizi sonucuna ilişkin değerlere aşağıda yer verilmektedir.

İNA Analizi Sonucu	(mn USD)
Lisanssız GES Değerleme Sonucu	50
YEKA GES Değerleme Sonucu	198
EPC Değerleme Sonucu	65
Gübre Değerleme Sonucu (Hesaplamaya dahil edilmemiştir)	175
Biyokütle Değerleme Sonucu	26
Biyogaz Değerleme Sonucu (Hesaplamaya dahil edilmemiştir)	±
Şirket Değeri	339
+Nakit	26
-Borç*	250
Özsermaye Değeri	116
USDTRY 16.10.2025	41,84
Özsermaye Değeri (mn TL)	4.832

*İlişkili taraflara diğer borçlardaki Osman Uğurlu'ya ait olan borç rakamı finansal borç hesaplamasına eklenmiştir.

4.3 Sonuç

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri sırasıyla %60-%40 ağırlıklandırılmış olup, 5.643.184.882 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 4.514.547.906 TL, pay başına değer ise virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanarak 10,40 TL olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırımını yoluyla halka arz edilecek nominal paylar 110.000.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 1.144.000.000 TL olup, halka açıklık oranı %20,37 olarak hesaplanmıştır.

Değerleme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış özkaynak değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Değerleme Sonucu (TL)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	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		100%	5.643.184.882
%20 İskonto Sonrası Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri			4.514.547.906
Pay Adedi			430.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri			10,40

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

- Çarpan analizinde yurt içi yenilenebilir enerji ile proje geliştirme ve müteahhitlik sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizine %40 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörün dinamiklerini ve gelir modelini yansıtmaması, ayrıca operasyonel kârlılığı vergi ve borç etkilerinden arındırması nedeniyle FD/FAVÖK çarpanının da analizde kullanılmasının faydalı olacağı kanaatindeyiz. Bununla birlikte, çarpan analizinde FD/Satış ve F/K çarpanlarının tercih edilmesini makul buluyoruz.
- Yenilenebilir enerji ile proje geliştirme ve müteahhitlik alanında faaliyet gösteren benzer şirketlerin tek bir çarpan analizinde kullanılması yerine; faaliyet alanlarının şirket içindeki ağırlıklarına göre dikkate alınacağı bir yöntem kullanılması alternatifinin de düşünülebileceğini öneriyoruz.
- Çarpan analizinde uç değerlerin elenip, medyan çarpanın kullanılmasını makul buluyoruz.

5.2 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtılabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- İNA analizine %60 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Şirket'in her bir faaliyet koluna ait ayrı ayrı indirgenmiş nakit akımları hesaplanmış olmasını makul buluyoruz.
- Lisanssız güneş enerji santrallerinin YEKDEM sürelerinin bitmesi sonrasında bu santrallerin lisanslı statüye dönüşüp dönüşmeyeceği veya hangi statü altında piyasaya satış yapılacağı açıklamasına yer verilmiş olmasının faydalı olacağı görüşündeyiz.
- Gübre tarafının Şirket için henüz çok yeni bir yatırım olmasının etkisiyle projeksiyon yapılmış olsa da nihai sonuca muhafazakâr yaklaşım altında dahil edilmemiş olmasını uygun buluyoruz.
- Lisanssız güneş enerji santrali indirgenmiş nakit akımı analizinde yer alan 2054 sonrası devam eden FAVÖK değeri hesaplamasında kullanılan FAVÖK çarpanı varsayımında benzer olarak kullanılan şirketlerin açıklanmış olmasının faydalı olacağı görüşündeyiz.
- YEKA kapsamındaki güneş enerji santrali indirgenmiş nakit akımı analizinde yer alan santrallerin hurda değeri hesaplamasına ilişkin varsayımların daha detaylıca açıklanmış olmasının faydalı olacağı görüşündeyiz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranlarını ve borçlanma maliyetlerini makul bulmaktayız.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

Gedik Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz.

Değerleme çalışmasında her bir yönteme göre (gelir yaklaşımı, pazar yaklaşımı) Ecogreen Enerji'nin Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, gelir ve pazar yaklaşımlarının kullanılması makul bulunmuştur. Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirme sonuç kısmında yer alan %20 iskonto sonrası ağırlıklandırılmış özkaynak değeri pay adedine bölüldüğünde ve ulaşılan ağırlıklandırılmış pay değeri virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlandığında çıkan sonuç 10,50 TL olarak hesaplanmaktadır. Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan işlem sonucunda 10,40 TL sonucuna varıldığı görülmektedir. Bu durum %20'den daha yüksek bir iskonto olduğuna işaret etmektedir.

SONUÇ OLARAK:

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 10,40 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.