

ECOGREEN ENERJİ HOLDİNG A.Ş.

HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor SPK'nın VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Hakkında

Ecogreen Enerji Holding A.Ş., Güneş, Biyokütle ve Biyogaz gibi yenilenebilir enerji kaynaklardan enerji üretimi yapan ve üretilen elektrik enerjisini satan bir şirkettir.

Ana faaliyet konusu: elektrik üretimi ve satışı yapmak, yurt içi Güneş Enerjisi Santrali (GES) proje ve müteahhitlik işleri ile organik ve organomineral gübre üretimi ve satışı yapmaktır.

Şirket altı bölgede toplamda 157,1 MW kurulu güçte 30 Güneş Enerjisi Santrali (GES), Manisa'da toplamda 14,9 MW kurulu güçte iki biyokütle enerji santrali ve Bursa, Manisa ve Denizli'de toplamda 7,5 MW kurulu güçte üç biyogaz enerji santrali yoluyla yenilenebilir kaynaklardan enerji üretimi yapmaktadır. Santraller sekiz farklı ilde yer almaktadır. Batı ve Orta Anadolu bölgelerinde çeşitlendirilmiş bir portföye sahip olan Ecogreen, yeni yatırımları aracılığıyla ülkenin çeşitli coğrafi bölgelerine yayılmayı planlamaktadır. Ayrıca; Ecofer Gübre Üretim Tesisi'yle biyokütle ve biyogaz enerji santrallerinin kül ve kompost çıktılarını yüksek verimli ve toprak biyoçeşitliliğini koruyan gübreye dönüştürmektedir. Diğer Yandan Solar EPC ve Proje Geliştirme ile de farklı sektörlerin ve firmaların güneş enerji santrali, çatı güneş enerji santrali taleplerini karşılamakta, proje geliştirmekte ve inşa etmektedir.

2022 yılında 50 MW kurulu güce sahip olan Şirket'in 2025 yılı itibarıyla kurulu gücü 180 MW seviyesindedir. Bunun %85'i Güneş Enerjisi Santrali (GES), %9'u biyokütle santrali ve %5'i biyogaz santralinden oluşmaktadır. Şirket'in yedisi Güneş Enerjisi Santrali (GES), ikisi biyokütle enerji üretim santrali ve üçü biyogaz elektrik üretim santrali olmak üzere toplam 12 tesisi bulunmaktadır. Güneş Enerjisi Santralleri (GES) Niğde, Kırşehir, Konya, Muğla ve İzmir'de, biyokütle santralleri Denizli'de ve Biyogaz santralleri ise Bursa ve Manisa'da yer almaktadır. Şirketin yıllık elektrik üretimi yaklaşık 450 GW seviyesindedir.

Tesislerin net elektrik satış miktarlarının 30/06/2025 itibarıyla kırılımına aşağıda yer verilmiştir.

Net Satışlar (MWh)	Denizli Biyogaz	Karacabey Biyogaz	Ecofer Gübre	Denizli Biyokütle	Honaz Biyokütle*	Ecogreen Elektrik	Uğurlular	Megaron	Toplam
2022	9.249	18.395	21.960	17.135	576	0	30.389	14.657	112.361
2023	8.774	20.220	22.047	46.158	12.055	57.114	29.480	14.889	210.737
2024	9.537	20.641	19.150	69.272	0	264.172	30.977	14.684	428.433
2024/06	5.016	10.272	9.588	30.390	0	132.575	16.307	8.143	212.291
2025/06	4.863	10.980	9.715	13.415	0	123.856	15.235	7.607	185.671

* Honaz Biyokütle, Eylül 2023'te Denizli Biyokütle'ye devredilmiştir.

Tesislerin hasılatlarının 30/06/2025 itibarıyla kırılımına aşağıda yer verilmiştir.

Hasılat (bin, TL)	GES	EPC	Gübre	Biyogaz	Biyokütle	Elektrik Ticareti	Holding	Toplam
2022	329.605	0	0	457.548	211.530	0	32.304	1.030.987
2023	835.459	251.912	0	508.888	501.771	0	674	2.098.704
2024	1.094.865	1.337.467	136.493	310.256	411.690	803.046	864	4.094.681
2024/06	493.365	626.823	22.515	156.515	204.406	78.229	0	1.581.853
2025/06	372.335	1.933.889	186.183	169.770	226.410	453.575	0	3.342.162

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Pay halka arzı kapsamında Şirket mevcut sermayesinin 430.000.000 TL'den 540.000.000 TL'ye artırılması suretiyle ihraç edilecek 110.000.000 TL nominal değerli (B) grubu payların satışı gerçekleştirilecektir. Bu payların satılması halinde halka açıklık oranı %20,37 seviyesinde olacaktır. Ek pay satışı planlanmamaktadır.

Ortağın Unvanı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Osman UĞURLU	A	86.000.000	20,00%	86.000.000	15,93%
	B	344.000.000	80,00%	344.000.000	63,70%
Halka Açık Kısım	B	-	-	110.000.000	20,37%
Toplam		430.000.000	100,0%	540.000.000	100,00%

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Pay halka arzı “Sermaye Artırımı” şeklinde ve “Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış” yöntemiyle gerçekleştirilecektir. Söz konusu pay halka arzında pay başına halka arz fiyatı 10,40 TL olarak belirlenmiş olup, toplam halka arz büyüklüğü 1.144.000.000 TL seviyesinde olacaktır.

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Halka Arz Edilen Şirket	Ecogreen Enerji Holding A.Ş.
BİST İşlem Kodu	ECGR
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
Pay Başına İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL)	10,40
Sermaye Artırımı Oranı (%)	25,58%
Sermaye Artırımı (Pay Adedi)	110.000.000
Sermaye Artırımı (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%

Değerlendirme

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin KAP'ta Yayınlanmış Olduğu Ecogreen Enerji Holding A.Ş. Pay Halka Arzı Fiyat Tespit Raporu'na ve Belirlenen Pay Başına Halka Arz Fiyatına İlişkin Değerlendirme

Söz konusu Ecogreen Enerji Holding A.Ş. pay halka arzı kapsamında Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından pay başına halka arz fiyatının tespiti için hazırlanan fiyat tespit raporunda Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri dikkate alınmıştır. Bunlar; i) Pazar Yaklaşımı, ii) Gelir Yaklaşımı ve iii) Maliyet Yaklaşımı'dır. Değer tespitinde bulunurken; Pazar Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak "Piyasa Çarpanları Analizi", Gelir Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak "İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi" kullanılmıştır.

Maliyet yaklaşımı, Ecogreen Enerji Holding'in faaliyet gösterdiği sektörün yapısı göz önüne alındığında Şirket'in mevcut varlıklarının ikame ve yeniden üretim maliyetinin piyasadaki verilerle hesaplanma zorluğundan ve Şirket'in değerini doğru şekilde yansıtamayacağından kaynaklı değerlendirme yöntemi olarak tercih edilmemiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi

Pazar yaklaşımı kapsamında Borsa İstanbul'da işlem görüp Ecogreen Enerji Holding ile benzer özellikler gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak özkaynak değerinin saptanması için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında, Şirket'e benzer firmaların 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 İçi Çarpan Analizi

Yurt içi benzer şirketler olarak Borsa İstanbul'da yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 16/10/2025 verileri üzerinden güncel çarpanları dikkate alınmıştır (Kaynak: Bloomberg).

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında değerlendirme için uygun olduğu değerlendirilen temel çarpanlardan olan Fiyat/Kazanç (F/K), Piyasa Değeri/Özkaynak (PD/DD), Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) ve Firma Değeri/Satış Gelirleri (FD/Satış Gelirleri) çarpanlarının en yüksek değerler elimine edilerek hesaplanmış medyan değerleri dikkate alınmıştır. Sonuç itibarıyla Yurt İçi Çarpan Analizi'nde Fiyat/Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/Satış Gelirleri (FD/Satış Gelirleri) çarpanlarının kullanılması uygun bulunmuştur.

30/06/2025 Tarihi İtibariyle Ecogreen Enerji Holding Finansalları (TL)	
Net Finansal Borç *	8.882.970.415
Son 12 Aylık FAVÖK **	844.556.671
Özkaynaklar	14.117.413.931
Son 12 Aylık Satış Geliri	5.854.991.052
Son 12 Aylık Net Kar	612.374.876

* Kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlar ile ilişkili 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.

** Faaliyet giderleri Genel Yönetim Giderleri kaleminden oluşup, kur farkı gelir / giderleri gibi faaliyetlerle doğrudan bağlantılı olmayan kalemler içeren Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / Giderler kalemleri hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Yurtiçi benzer şirket çarpanı hesaplamasında Borsa İstanbul'da yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren firmaların verilerinden yararlanılmıştır. Ayrıca Ecogreen Enerji Holding, güneş enerjisi, biyogaz ve biyokütle faaliyetlerinden elektrik üretimi yanında ayrıca yenilenebilir enerji santralleri inşaatı, elektrifikasyonu ve montajı işlerin de gerçekleştirmektedir. 2025 yılı itibarıyla altı aylık finansal sonuçlarında toplam faaliyetlerinden elde ettiği gelirin %58'ini bu faaliyetlerden oluşması nedeniyle çarpan analizinde Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketler olarak yenilenebilir enerji sektörü şirketleri ile birlikte bu alanda hizmet veren müteahhitlik şirketleri de çarpan analizinde dikkate alınmıştır. Dikkate alınan çarpanlardan öncelikle aşırı yüksek değerler, sıfır ve negatif olanlar ile en yüksek dörtte bir ve en düşük dörtte bir dilimlerinde olan veriler çalışmanın geneline hakim olan muhafazakar yaklaşımla aykırı değer olarak değerlendirilmiş ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Söz konusu şirketlerin F/K ve FD/Satış Geliri ve PD/DD çarpanlarının medyanı incelenmiş olup bu çarpanlardan F/K ve FD/Satış Gelirleri çarpanlarına sırasıyla yüzde %40 ve %60 ağırlık verilerek Şirket için özkaynak değeri hesaplanmıştır. Yenilenebilir enerji sektöründe karlılık; kur farkı, finansman giderleri ve amortisman gibi kalemlerden güçlü şekilde etkilenmektedir. Bu nedenle satış gelirleri, şirketin faaliyet büyüklüğünü ve sürdürülebilirliğini en istikrarlı biçimde yansıtan göstergelerden birisi olmaktadır. Ayrıca enerji üretim şirketlerinde de yaygın kullanılan çarpanlardan biri olmasının da etkisiyle en yüksek ağırlık (%60) bu çarpana verilmiştir. Diğer taraftan F/K çarpanı, yatırımcıların şirketin karını nasıl fiyatladığını göstermesi açısından önemli bir göstergedir. Ancak yenilenebilir enerji sektöründe yüksek finansman giderleri, kur farkı etkileri ve amortisman gibi unsurlar net karı dalgalı hale getirmektedir. Ayrıca enflasyon muhasebesi uygulamaları da net kar üzerinde önemli sapmalara yol açabilmekte, şirketin gerçek operasyonel performansını tam yansıtmayabilmektedir. Bu sebeple F/K çarpanına daha düşük seviyede (%40) ağırlık verilmiştir. PD/DD çarpanı, yenilenebilir enerji sektöründe şirketlerin bilançolarındaki defter değeri ile ekonomik değerleri arasında anlamlı farklar bulunması nedeniyle sağlıklı bir karşılaştırma imkanı sunmamaktadır. Bu çarpan yapısı gereği holding, banka ve finansal kuruluşlar gibi öz sermaye bazlı sektörlerde daha anlamlı sonuçlar vermektedir. Bu nedenle analizde hesaplama dahil edilmemiştir.

Şirket	BİST Kodu	Piyasa Değeri (mn, TL)	F / K	FD / Satış Gelirleri
Hun Yenilenebilir Enerji	HUNER	3.560	5,8	5,8
A1 Yenilenebilir Enerji Üretim	A1YEN	1.529	31,0	4,9
Pamel Elektrik	PAMEL	2.741	0,0	-
Aydem Enerji	AYDEM	12.338	0,0	4,5
Galata Wind Enerji	GWIND	12.755	18,6	6,2
Ayen Enerji	AYEN	7.187	25,4	2,2
Biotrend Çevre ve Enerji	BIOEN	11.830	0,0	7,0
Margün Enerji	MAGEN	71.921	0,0	-
Mogan Enerji	MOGAN	21.815	0,0	4,9
IC Enterra Yen. Enerji	ENTRA	18.505	0,0	9,4
Tatlıpınar Enerji Üretim	TATEN	22.580	31,8	-
Yeo Teknoloji Enerji	YEOTEK	11.942	30,4	2,0
Birleşim Mühendislik	BRLSM	3.196	10,2	1,2
Orge Enerji Elektrik	ORGE	19.799	0,0	2,7
Kontrolmatik Teknoloji	KONTR	19.789	18,6	1,4
Girişim Elektrik Sanayi	GESAN	23.760	59,5	2,7
Cw Enerji	CWENE	17.332	49,6	2,3
Europower Enerji	EUPWR	5.364	8,5	1,7
Aykırı Değerler Elenmiş Medyan			14,4	2,5

Çarpan Analizi Değerleme Sonucu

Sonuç olarak, çarpan analizine göre ağırlıklandırılmış özkaynak değeri 6.859.411.090 TL olarak 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 Gelirleri	2,5x	5.854.991.052	5.546.752.467	60%	3.328.051.480
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri					6.859.411.090

Bu analize göre pay başına değer ise 15,95 TL olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Yaklaşımı - Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	
Özkaynak Değeri (TL)	6.859.411.090
Pay Başına Değer (TL)	15,95

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İNA analizi, bir firmanın serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve net borç pozisyonunun da çıkarılması ile oluşan değeri, firmanın adil özkaynak 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, proje geliştirme ve müteahhitlik faaliyet kolunda ise geleceğe yönelik projeksiyonlar da Şirket tarafından sağlanmıştır. Gerçekleştirilen bu çalışmada Şirket'in her bir üretim faaliyeti için ayrı ayrı indirgenmiş nakit akımları hesaplanmış, bulunan bu değerler toplandıktan sonra Şirket'in piyasa değerine ulaşabilmek için bulunan bu toplam değerden 2025 yılı altı aylık finansal sonuçlarına göre bağımsız denetim raporundaki veriler kullanılarak hesaplanan finansal borç tutarı çıkarılmış, net nakit ise eklenmiş ve nihai olarak Şirket'in piyasa değerine ulaşılmıştır. İNA 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.

İNA Analizinde AOSM hesaplama değerleri aşağıda verilmiştir.

Risksiz Getiri Oranı: FTR'de 2025-2054 dönemini kapsayan İNA yönetiminde (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. 11 Mayıs 2047 vadeli Eurobond tahvilinin 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: AOSM hesaplamasında hisse senedi risk primi olarak %5,5 oranı uygulanmıştır.

Beta Katsayısı: Yenilenebilir Enerji sektörüne ilişkin Aswath Damodaran'ın yayınladığı veriler esas alınarak belirlenen sektör ortalaması dikkate alınmış ve kaldıraçsız beta değeri 0,56 olarak alınmıştır.

Şirketin hedeflenen borç/özkaynak oranı %54,15 ve kurumlar vergisi oranı %25 olarak belirlenmiştir. Bu varsayımlar altında, kaldıraçlı Beta değeri olarak 0,79 kullanılmıştır.

Vergi Kalkanı: FTR'de Vergi kalkanı öncesindeki uzun vadeli borçlanma maliyeti, projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranı üzerine 2,5 puan borç primi eklenerek hesaplanmıştır. %25 kurumlar vergisi geçerli olacağından, vergi kalkanı sonrasındaki uzun vadeli borçlanma maliyeti 2025 yılı için %7,88 olarak hesaplanmıştır. 2026-2054 yılları arasında ise %7,88 ile %5,63 arasında olacağı varsayılmıştır.

Buna göre FTR'de Şirket'in 2025 yılı için ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) %10,02, 2025 yılı sonrası için ise %9,93-%7,34 aralığında olacağı hesaplanmıştır.

FTR'de İndirgenmiş Nakit Akışları Analiz Sonuçları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akışları Analiz Sonuçları	
Lisanssız GES Değerleme Sonucu (mn, USD)	50
YEKA GES Değerleme Sonucu (mn, USD)	198
EPC Değerleme Sonucu (mn, USD)	65
Gübre Değerleme Sonucu (mn, USD) (Hesaplamaya dahil edilmemiştir)	175
Biyokütle Değerleme Sonucu (mn, USD)	26
Biyogaz Değerleme Sonucu (mn, USD) (Hesaplamaya dahil edilmemiştir)	4
Şirket Değeri (mn, USD)	339
Nakit	26
Borç *	250
Özkaynak Değeri (mn, USD)	116
USD/TRY (16/10/2025)	41,84
Özkaynak Değeri (mn, TL)	4.832
Pay Başına Değer (TL)	11,24

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

Şirketin farklı faaliyet alanları için yapılan indirgenmiş nakit akımları analizleri kapsamında biyogaz ve gübre yatırımları da dikkate alınmıştır. Gübre faaliyet alanının Şirket için henüz çok yeni bir yatırım olmasının etkisiyle projeksiyon yapılmış olsa da nihai sonuca muhafazakar yaklaşım altında dahil edilmemiştir. Ayrıca, biyogaz tesislerine ilişkin projeksiyonlarda faaliyet karlılığının düşük seviyede kalması, serbest nakit akımlarının ağırlıklı olarak amortisman kaynaklı pozitif görünmesi ve operasyonel olarak yaratılan nakit akımlarının henüz sürdürülebilir görünmemesi nedeniyle bu faaliyet alanından elde edilen değer sağlıklı bir şekilde ölçümlenmemektedir. Bu sebeplerle, biyogaz faaliyet alanı için hesaplanan değer halka arz değerlendirme çalışmasında dikkate alınmamış, Şirket toplam değeri yalnızca diğer faaliyet alanlarından elde edilen projeksiyonlar üzerinden oluşturulmuştur.

FTR'de 2025-2054 projeksiyon döneminde hesaplanan serbest nakit akımları toplamının bugünkü değeri 339mn USD olarak hesaplanmaktadır. Bu çalışmada, güneş enerjisi santralleri, biyogaz, biyokütle santralleri ve proje geliştirme ve müteahhitlik faaliyet alanlarında çıkış değeri yöntemi kullanılmıştır. Çıkış değeri hesaplamasında 16/10/2025 tarihi itibarıyla yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değeri baz alınmıştır. Güneş enerjisi, biyogaz ve biyokütle santralleri için Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren yenilenebilir enerji sektörü şirketlerinin, proje geliştirme ve müteahhitlik faaliyet kolunda ise Borsa İstanbul'da işlem gören bu alandaki benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmış ve bu çarpan değerlerini medyanı kullanılmıştır. İNA tablosunda 2054 yılı için tahmin edilen FAVÖK tutarı ile bu çarpan değeri çarpılarak 2054 yılı sonrası döneme ait artık değer hesaplanmış ve 2054 yılındaki indirgeme faktörü kullanılarak bugünkü değere indirgenmiştir. Daha sonra 2025-2054 yılları arasındaki projeksiyon dönemine ilişkin indirgenmiş serbest nakit akım ve projeksiyon dönemi sonrası devam eden çıkış değerinin bugüne indirgenmiş tutarı toplanarak firma değerine ulaşılmıştır. Bulunan firma değerinden net finansal borcun çıkarılması sonucu 116mn USD Şirket özkaynak değerine

ulaşmıştır. Bulunan bu değer 16/10/2025 tarihli TCMB döviz alış kuru olan 41,84 TL ile Türk Lirası'na çevrilmiş ve sonuç olarak 4.832.367.410 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır. İNA analizi sonucunda şirketin 430.000.000 TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan iskonto öncesi pay başına değeri 11,24 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu

Değerleme Sonucu	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	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

Şirket değerlemesinde Çarpan Analizi ve İNA Analizi sırasıyla %40 ve %60 oranında ağırlıklandırılmış olup, 5.643.184.882 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır. %20 oranında halka arz iskontosu sonrasında ise özkaynak değeri 4.514.547.906 TL olarak, pay başına değer ise virgülden sonra ikinci basamağı yuvarlanarak 10,40 TL olarak hesaplanmıştır.

Sermaye artırımını yoluyla halka arz edilecek nominal paylar 110.000.000 TL'dir ve buna göre halka arz büyüklüğü 1.144.000.000 TL olup, halka açıklık oranı %20,37 olarak hesaplanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında ve faaliyetlerine ilişkin detaylı bilgi verildiği, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektöre ilişkin açıklamalarda bulunulduğu görülmüştür. Değerleme çalışmasına esas teşkil eden değerleme yöntemlerinin tercih durumları, nedenleriyle birlikte yeterli bir şekilde açıklandığı görülmektedir.
- Çarpan analizinde; Borsa İstanbul'da işlem gören yurtiçi benzer şirketler olarak yenilenebilir enerji sektörü şirketleri ile birlikte müteahhitlik şirketlerinin çarpan analizinde dikkate alınmış olmasını olumlu buluyoruz.
- İNA kapsamında kullanılan varsayım ve tahminler ile bunlara yönelik yapılan açıklamaların anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Nihai olarak Şirket'in piyasa değeri belirlenirken; Yurt İçi Piyasa Çarpanları Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %40 oranında ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %60 oranında ağırlık verilmesini uygun olduğunu düşünüyoruz.

Sonuç: Değerleme çalışmasında; ağırlıklandırılarak hesaplanan 5.643.184.882 TL tutarındaki halka arz öncesi özkaynak değerini makul buluyoruz. %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 10,40 TL olarak belirlenen pay başına halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

Özet Finansal Veriler

BİLANÇO (TL)	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	30/06/2025
Dönen Varlıklar	3.305.248.304	1.899.948.436	1.762.382.040	3.032.214.411
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
Duran Varlıklar	15.923.513.699	30.677.469.966	27.130.685.652	26.521.154.524
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	8.573	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
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
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 VARLIKLAR	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
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
Uzun Vadeli Yükümlülükler	9.403.734.616	11.854.635.949	8.810.993.296	9.538.590.042
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	292.760
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
Özkaynaklar	7.381.318.604	14.413.286.733	14.215.659.722	14.117.413.931
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
Ortak Kontrole Tabi İşlemlerin Birleşmelere Etkisi	85.073.340	73.708.679	-71.031.410	-71.031.410
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	4.568.612.628	9.582.089.698	7.612.854.923	7.320.028.900
Kar veya Zararda Yeniden	-1.314.617.847	-1.870.387.195	-1.038.740.212	-1.324.533.221

Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler				
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0	6.281.154	8.600.274	8.600.274
Geçmiş Yıl Karları / Zararları	2.264.945.145	2.512.842.807	5.044.481.438	6.517.437.463
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	652.631.246	579.929.689	0	0
Net Kar/Zarar	138.984.320	2.047.899.905	1.178.572.713	185.989.929
TOPLAM KAYNAKLAR	19.228.762.004	32.577.418.402	28.893.067.692	29.553.368.936

GELİR TABLOSU (TL)	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	30/06/2024	30/06/2025
Hasılat	1.030.986.915	2.098.703.831	4.094.680.249	1.581.851.942	3.342.162.745
Satışların Maliyeti	-790.389.690	-1.627.640.274	-3.624.625.347	-1.002.441.132	-2.742.732.332
Brüt Kar	240.597.225	471.063.557	470.054.902	579.410.810	599.430.413
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 Faaliyet Karı	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 Değ. Yatırımların Karlarından / Zararlarından Paylar	0	-48.515.946	33.487.786	-5.902.654	-360.884
Finansman Gid. Öncesi Faal. Karı	-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 Kayıp Kazanç	2.142.451.824	5.422.816.131	4.537.944.319	3.396.745.529	2072626176
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	1.622.991.138	3.134.443.054	2.508.445.023	1.962.341.195	440.359.675
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-1.422.082.716	-1.089.046.150	-1.329.872.310	-1.210.153.429	-254.369.746
Dönem Kârı / Zararı	200.908.422	2.045.396.904	1.178.572.713	752.187.766	185.989.929

Çekince:

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.

Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, ve öneriler nedeniyle ortaya çıkacak kazanç veya kayıplardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar yatırımcıları bilgilendirme niteliği taşımakta, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.