

YENİLENEBİLİR ENERJİ



ECOGREEN ENERJİ HOLDİNG A.Ş.

HALKA ARZ FİYATI

10,40 TL

TALEP TOPLAMA

22-23-24 Ekim

ECOGR TI

Yenilenebilir enerji şirketi halka açılıyor

■ Ecogreen Enerji Holding halka açılıyor

Ecogreen Enerji Holding'nin 110,0 milyon lotluk sermaye artışı şeklinde TL10,40 hisse başı fiyat üzerinden halka arz edilecek. Halka arz edilecek payların %40'ı yurt içi bireysel yatırımcılara, %25'i yurt içi kurumsal yatırımcılara, %25'i yurtdışı kurumsal yatırımcılara ve %10'luk kesimi ise yüksek başvurulmuş yatırımcılara tahsis edilecek. %20 iskonto uygulanarak ulaşılan halka arz fiyatıyla birlikte toplam halka arz büyüklüğü 1,1 milyar TL tutarında gerçekleşecek. Şirketin halka arz öncesi piyasa değeri 4,5 milyar TL olup, yurtiçi bireysel yatırımcılara eşit ve yüksek başvurulmuş yatırımcı grubuna oransal dağıtım yöntemi uygulanacaktır.

■ Türkiye'nin önemli yenilenebilir enerji şirketlerinden

2020 yılında kurulan Ecogreen Enerji Holding'in ana faaliyet konusu bağlı ortaklıklarıyla güneş, biyokütle ve biyogaz enerji santrallerinden elektrik enerjisinin yanı sıra üretilen elektriğin satışı ile gübre üretimi, proje geliştirme ve müteahhlik girişimlerde bulunan bir holding şirkettir. Şirkete ait, yurtiçinde 8 farklı şehirde bulunan 7 adet Güneş enerjisi elektrik üretim santrali, 3 adet biyogaz elektrik üretim santrali ve 2 adet biyokütle enerji üretim santrali olmak üzere toplam 12 farklı enerji üretim santrali bulunmaktadır. 30.06.2025 itibarıyla firmanın 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.

■ Halka arz gelirinin çoğu yatırımlar için harcanması planlanıyor.

Şirket, halka arzdan elde edilecek gelirin %70'ini yatırım finansmanında kullanmayı planlamaktadır. %20'lik kısmı kredi ödemesine ayrılması planlanırken %10'luk kısmı ise işletme sermayesi ihtiyacı için harcanacaktır.

■ Konsorsiyum lideri tarafından yapılan değerlendirilmede halka arz iskontosu %20 olarak hesaplanmıştır.

Gedik Yatırım tarafından yapılan fiyat tespit raporunda çarpan analizi ve indirgenmiş nakit akışı yöntemleri kullanılarak hesaplanan adil şirket değerine %20 iskonto uygulanarak halka arz fiyatı TL10,4 olarak belirlenmiştir. Şirketin 2025/06 finansallarını referans alarak son 12 aylık kaydırılmış 14.4x FD/FAVÖK çarpanında işlem görüyorken BIST Elektrik endeksi 12 aylık kaydırılmış ortalama 10,81x çarpanında işlem görmektedir.

Hisse Detayları

TRYm	2022	2023	2024
Net satışlar	1,031	2,099	4,095
VAFÖK	502	794	1,043
Net kar	139	2,048	1,179
Net kar marjı (%)	13.5	97.6	28.8
VAFÖK marjı (%)	48.7	37.8	25.5
Satış büyümesi (%)	a.d.	a.d.	95.1
Net borç	7,314	10,703	8,282
Defter değeri	7,381	14,413	14,216
F/K (x)	32.2	2.2	3.8
FD/VAFÖK (x)	25.4	16.0	12.2
PD/DD (x)	0.6	0.3	0.3
Net borç/VAFÖK (x)	14.6	13.5	7.9
Net borç/Özsermaye (x)	0.99	0.74	0.58
Özsermaye verimliliği (%)	48.7	37.8	25.5

Ortaklık yapısı	Arz Öncesi (%)	Arz Sonrası (%)
Osman Uğurlu	100%	80%
Halka Açık	0%	20%

Kaynak: Ecogreen TEB Yatırım Hesaplamaları

Şirket bilgileri

2020 yılında kurulan Ecogreen Enerji Holding'in ana faaliyet konusu bağlı ortaklıklarıyla güneş, biyokütle ve biyogaz enerji santrallerinden elektrik enerjisinin yanı sıra üretilen elektriğin satışı ile gübre üretimi, proje geliştirme ve müteahhitlik girişimlerde bulunan bir holding şirketidir.

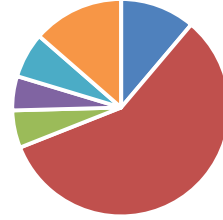
Üst Yönetim

İsim	Görev
Osman Uğurlu	Yönetim Kurulu Başkanı
Cem Göçmen	Genel Müdür

[Ecogreen](#)

Gelir Dağılımı (2025/06)

Üretim Santrali Bazında Satış Gelirleri



- GES Üretimi
- Gübre Üretimi
- Biyokütle Enerji Üretimi
- Holding faaliyetleri
- GES Proje Geliştirme - Taahhüt
- Biyogaz Enerji Üretimi
- Elektrik Ticareti

Kaynak: Ecogreen

Şirket Profili

Şirket 2020 yılında kurulmuş olup, tek pay sahibi kurucu ortağı Osman Uğurlu'dur.

Firma doğrudan herhangi bir enerji üretimi ve lisansı bulunmayan, bünyesinde yer alan bağlı ortaklıklarının sermaye ve yönetimine katılarak bu şirketlerin, yatırım, finansman, organizasyon ve yönetim işlevlerini toplu bir bünye içerisinde ve modern işletmecilik esasları dahilinde gerçekleştiren ve bu amaca uygun ticari, sınai ve mali girişimlerde bulunan bir holding şirketidir.

Firma güneş, biyokütle ve biyogaz gibi yenilenebilir kaynaklardan elektrik enerjisi üretimi ve üretilen elektrik enerjisini satımı, yurtiçi güneş enerjisi santralleri proje geliştirme ve müteahhitlik faaliyetleri, organik ve organomineral gübre üretimi ve satışı alanlarında faaliyet göstermektedir.

Firmaya ait, yurtiçinde 8 farklı şehirde bulunan 7 adet Güneş enerjisi elektrik üretim santrali, 3 adet biyogaz elektrik üretim santrali ve 2 adet biyokütle enerji üretim santrali olmak üzere toplam 12 farklı enerji üretim santrali bulunmaktadır.

30.06.2025 itibarıyla firmanın 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.

Firma, yurtiçi güneş enerjisi santralleri proje geliştirme ve müteahhitlik faaliyetleri kapsamında Güneş enerjisi santralleri EPC faaliyetlerini Türkiye'de yürütmektedir.

30.06.2025 tarihinde sona eren finansal tablo dönemi itibarıyla 35,18 MWp EPC faaliyeti gerçekleştirilmiştir.

Organik ve organomineral gübre üretimini Manisa'nın Turgutlu ilçesinde bulunan fabrikada gerçekleştirmekte olup satışını çoğunlukla bayiler aracılığı ile doğrudan satış yöntemi ile tüm Türkiye'ye yapmaktadır.

Gübre üretim kapasitesi yıllık yaklaşık 90.000 tondur. 2024 yıl sonu itibarıyla üretim miktarı 11.395 ton ve satış miktarı 9.762 ton olup 30.06.2025 döneminde sona eren finansal tablo dönemi itibarıyla 2025 yılı üretim miktarı 12.972 ton ve satış miktarı 12.372 tondur.

30.06.2025 tarihi itibarıyla 167 saha personeli, 54 genel merkez personeli olmak üzere toplam 221 çalışanı bulunmaktadır.

Değerleme Özeti

Gedik Yatırım A.Ş. tarafından yapılan değerleme çalışmasında şirketin halka arz fiyatının tespiti için çarpan analizi (%40) ve indirgenmiş nakit akımları (%60) yöntemleri kullanılmıştır. Böylece şirketin 5.643.182.882 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrası ise özsermaye değeri 4.514.547.906 TL hesaplanmış, pay başına değer ise virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanarak 10,40 TL olarak hesaplanmıştır.

Çarpan analizi yöntemi:

- Halka arz fiyatının belirlenmesinde yurtiçi yenilenebilir enerji ve güneş enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin F/K ve FD/Satış gelirleri çarpanlarının medyanına göre şirket özsermaye değeri hesaplanmıştır.
- Değerlemede yurt içi benzer şirketlerin F/K çarpanına 40%, FD/Satış Gelirleri çarpanına ise %60 ağırlık verilmiştir.
- Yurtiçi benzer şirketler kapsamında kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarından olan 18 şirketin çarpanları dikkate alınmıştır.
- Çarpan analizinden 6,859 milyar TL'lik değer bulunmuştur.

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi:

- İNA analizinde kullanılan tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları şirketin her bir üretim faaliyeti için ayrı ayrı indirgenmiş nakit akımları dikkate alınarak 2024-2054 yılları arasında ve USD bazlı hesaplanmıştır.
- Risksiz faiz için 11 Mayıs 2047 Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un tahvil getiri oranındaki değişimler takip edilmiştir. Bu kapsamda 2025 yılı için %8,20 oranı kullanılmıştır. Risksiz getiri oranını projeksiyon dönemi boyunca %8,0-%5,0 aralığında olacağı varsayılmıştır.
- %5,5 piyasa risk primi ve ortalama 0,79 kaldıraçlı beta kullanılarak şirketin ABD doları cinsinden öz sermaye maliyeti 2025 yılı için %10,02 bulunmuştur.
- Uzun vadeli borçlanma maliyeti, projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranını üzerinden 2,5 puan borç primi eklenerek hesaplanmıştır.
- İNA analizinden 4,832 milyar TL'lik değer bulunmuştur.

Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda şirket hakkında gerekli bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan yöntem ve varsayımların açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket için yapılan değerleme çalışmasında kullanılan “İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)” ve “Çarpan Analizi Yöntemi” kullanılmıştır. Değerlemede İNA analizine %60, çarpan analizine %40 oranda ağırlık verilmesini makul buluyoruz. Kullanılan değerleme yöntemlerinin açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Kullanılan değerleme yöntemleri sonrasında elde edilen pay başına değere uygulanan %20 oranındaki halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünüyoruz.

Değerleme Sonucu (TL)	Piyasa değeri	Ağırlık (%)	Özkaynak değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	4.832.367.410	60%	2.899.420.446
Piyasa Değeri - 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			4.514.547.906
Pay Adedi			430.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay değeri (TL)			10.40

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Halka Arz İskontosu Öncesi Özkaynak Değeri	5.643.184.882
Halka Arz İskontosu (%)	20,00%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri	4.514.547.906
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	430.000.000
Halka Arz Pay Başına Değer (TL)	10,40
Sermaye Artırım Oranı (%)	25,58%
Sermaye Artırım (Pay Adedi)	110.000.000
Sermaye Artırım (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%

Finansal tablolar

Ecogreen

Bilanço (TRYm)	2022	2023	2024
Dönen Varlıklar	3,305	1,900	1,762
Nakit ve Nakit Benzerleri	629	179	384
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	263	648	47
Ticari Alacaklar	158	329	444
Diğer Alacaklar	1	1	0
Stoklar	240	153	82
Diğer Dönen Varlıklar	2,014	589	806
Duran Varlıklar	15,924	30,677	27,131
Finansal Yatırımlar	0	0	0
Diğer Alacaklar	9	12	6
Maddi Duran Varlıklar	14,821	29,246	26,406
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	20	30	31
Kullanım Hakkı Varlıkları	2	9	4
Ertelenmiş Vergi Varlığı	939	1,092	280
Diğer Duran Varlıklar	133	288	403
Toplam Varlıklar	19,229	32,577	28,893
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,444	6,309	5,866
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2,275	5,172	3,713
Ticari Borçlar	116	309	488
Diğer Borçlar	30	79	885
Ertelenmiş Gelirler	9	677	759
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	0	0	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	15	72	22
Uzun Vadeli Yükümlülükler	9,404	11,855	8,811
Uzun Vadeli Borçlanmalar	5,931	6,358	5,000
Diğer Borçlar	0	0	0
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	3	4	8
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3,470	5,492	3,796
Toplam Özkaynaklar	7,381	14,413	14,216
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6,729	13,833	14,216
Ödenmiş Sermaye	170	430	430
Sermaye Düzeltme Farkları	0	0	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0	6	9
Geçmiş Yıllar Karları	2,265	2,513	5,044
Net Dönem Karı	139	2,048	1,179
Diğer Özsermaye Kalemleri	4,155	8,836	7,554
Azınlık Payları	653	580	0
Toplam Kaynaklar	19,229	32,577	28,893

Gelir Tablosu (TRYm)	2022	2023	2024
Hasılat	1,031	2,099	4,095
Satışların Maliyeti (-)	(790)	(1,628)	(3,625)
Brüt Kar	241	471	470
Genel Yönetim Giderleri (-)	(116)	(203)	(243)
Satış, Pazarlama ve Dağıtım Giderleri (-)	0	0	(9)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	701	2,285	896
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(354)	(909)	(678)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	471	1,644	436
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1	158	76
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(815)	(1,677)	(426)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	(342)	125	87
Finansman Gelirleri	1,331	1,670	1,001
Finansman Giderleri (-)	852	1,604	1,604
Parasal Kazanç	(218)	(217)	(217)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/(Zararı)	1,623	3,183	2,475
Dönem Vergi Gideri (-)	0	(5)	0
Ertelenmiş Vergi Gideri (-)	(1,422)	(1,084)	(1,330)
Dönem Net Karı	201	2,094	1,145
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	62	(3)	0
Ana Ortaklık Paylarına Düşen Dönem Karı/Zararı	139	2,048	1,179

Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporda belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir.

Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyarı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.