

Bewen Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/ 2. Maddesi kapsamında QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Invest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ("TSKB") tarafından Bewen Enerji A.Ş. ("Bewen" veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin QNB Invest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	29-30-31 Temmuz 2026
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	261.000.000 TL nominal
Sermaye Artırımı	56.000.000 TL nominal
Mevcut Pay Satışı	24.000.000 TL nominal
Ek Satış	Yoktur.
Halka Açıklık Oranı	25.24%
Halka Arz Satış Fiyatı	48,10 TL
Halka Arz Büyüklüğü	3.848.000.000 TL

Kaynak: İzahname, KAP

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Hakkında Bilgi					
Ortağın Unvanı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Elewan Energy S.L.U.	A	32.625.000	12,5	32.625.000	10,3
	C	97.875.000	37,5	85.875.000	27,1
Beyçelik Holding A.Ş.	B	32.625.000	12,5	32.625.000	10,3
	C	95.955.000	36,8	85.875.000	27,1
Faik Çelik	C	1.600.000	0,6	-	-
Baran Çelik	C	320.000	0,1	-	-
Halka Açık		-	-	80.000.000	25,2
Toplam		261.000.000	100	317.000.000	100

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Halka arz, sermaye artırımı ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Şirket, sermaye artışı yolu ile elde edilecek net gelirin %55'ini elektrik enerji üretim kapasitesi artırımı ve inorganik büyümenin finansmanı, %40'ını şirket ve bağlı ortaklıklarının finansal yapısının güçlendirilmesi ve finansman maliyetinin azaltılmasında ve %5'ini işletme sermayesinin güçlendirilmesinde kullanmayı planlamaktadır.

Şirket Hakkında Özet Bilgi

Bewen Enerji A.Ş., 25.08.2009 tarihinde FC Enerji Elektrik Üretim Ticaret ve Sanayi A.Ş. unvanıyla kurulmuş ve sonrasında ticaret unvanını mevcut unvanı olan Bewen Enerji A.Ş. olarak tadil etmiştir.

Faaliyetler Hakkında Bilgi

Şirket, bağlı ortaklıkları aracılığıyla yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretmekte ve üretilen elektriğin satışını gerçekleştirmektedir.

Şirket, elektrik üretim faaliyetlerini bağlı ortaklıkları SABAS Elektrik Üretim A.Ş., BAK Enerji Üretimi A.Ş. ve YGT Elektrik Üretim A.Ş. üzerinden yürütmektedir. Türkiye'nin farklı bölgelerinde bulunan rüzgâr ve güneş enerjisi santrallerini işletmektedir. Şirket'in iştirak oranı SABAS Elektrik ve BAK Enerji'de %100,00 seviyesinde bulunurken, YGT Elektrik'te bu oran %97,59'dur.

31.03.2026 itibarıyla Şirket'in işletmedeki santrallerinin toplam elektriksel kurulu gücü 137,5 MWe'ye ulaşmıştır.

SABAS Elektrik'in YEKDEM'den yararlanma süresi 31 Aralık 2021'de, YGT Elektrik'in ise 31 Aralık 2025'te sona ermiş olup her iki şirket de elektrik satışlarını serbest piyasada gerçekleştirmektedir. BAK Enerji'nin YEKDEM süresi 31 Aralık 2026 itibarıyla tamamlanacak olup, 1 Ocak 2027'den itibaren üretim kapasitesinin tamamının serbest piyasaya yönlendirilmesi planlanmaktadır.

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025, 31.03.2025 ve 31.03.2026 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

TL	2023	2024	2025	1Q25	1Q26
Hasılat	1.681.224.357	1.712.742.798	1.579.523.919	379.469.230	438.579.227
Satışların Maliyeti	-629.364.469	-819.700.952	-1.005.331.721	-258.845.910	-245.815.545
Brüt Kar	1.051.859.888	893.041.846	574.192.198	120.623.320	192.763.682
Brüt Kar Marjı (%)	62,6%	52,1%	36,4%	31,8%	44,0%
Esas Faaliyet Karı	972.579.058	797.568.852	466.072.300	89.641.101	148.544.839
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	57,8%	46,6%	29,5%	23,6%	33,9%
Dönem Karı/Zararı	2.468.551.350	1.008.473.400	688.467.303	225.497.828	137.288.888
Net Kar Marjı (%)	146,8%	58,9%	43,6%	59,4%	31,3%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

TL	2023	2024	2025	1Q26
Dönen Varlıklar	865.197.349	385.439.245	435.962.526	638.644.972
Duran Varlıklar	13.630.616.438	20.081.479.403	18.740.911.983	18.646.939.252
Aktif Toplamı	14.495.813.787	20.466.918.648	19.176.874.509	19.285.584.224
Kısa Vadeli Yükümlülükler	857.517.803	928.950.700	768.215.490	812.585.146
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.884.200.985	4.646.121.897	3.519.326.217	3.545.373.848
Özkaynaklar	9.754.094.999	14.891.846.051	14.889.332.802	14.927.625.230
Ödenmiş Sermaye	261.000.000	261.000.000	261.000.000	261.000.000
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	14.495.813.787	20.466.918.648	19.176.874.509	19.285.584.224

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerleme çalışmasında Halka Açık Benzer Şirket Çarpanları Analizi (Pazar Yaklaşımı) ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA, Gelir Yaklaşımı) değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır. Çarpan Analizi kapsamında payların değerinin tespit edilmesinde; Firma Değeri / FAVÖK ("FD/FAVÖK") çarpanı kullanılmıştır. Söz konusu benzer şirketler analizinde, yurt içinde ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler incelenmiştir. Buradaki çarpanlar için yurt dışı benzer şirket çarpanlarına 25.00%, yurt içi benzer şirket çarpanlarına 75.00% ağırlık verilmiştir. FD/FAVÖK medyan çarpan değeri hesaplamasında; piyasa değeri 50 milyon USD altında olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 30'dan büyük ve 5'ten küçük olan çarpanlar değerlendirme dışı bırakılarak medyan değer hesaplanmıştır. İNA yönteminde; Şirket'in

geçmiş dönem verilerine de içerecek şekilde paylaşılmış olduğu gelir tablosu ve bilançosuna ilişkin 2026/09-2033 dönemlerini içeren iş planı çerçevesinde değerlendirilmiştir. Sonuç olarak; İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerine göre Şirket Değeri hesaplanmıştır. İNA'ya 45%, Çarpan Analizi 'ne 55% ağırlık verilerek Şirket Değeri 336,474 bin USD ve Birim Pay Değeri 60.12 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere 20.00% halka arz iskontosu uygulanarak Halka Arz Birim Pay Değeri 48.10 TL olarak belirlenmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- İNA çalışması şirketin 2026/09 - 2060 dönemlerine ilişkin tahminleri içermektedir.
- Şirket'in 2026-2060 yılları için yapılmış projeksiyonundan Serbest Nakit Akımlarının her birinin ilgili yıla ait indirgeme oranı ile indirilmesi suretiyle İNA hesaplanmıştır.
- Projeksiyonlar 1.00% uç değer büyüme oranı ve %10,21 AOSM ile indirgenmiştir. Bu sonuca 31.03.2026 bilanço tarihindeki 56,240 bin USD net borç düşüldüğünde 393,1 milyon USD özsermaye değerine ulaşılmaktadır

Değer Hesaplaması	bin USD
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	413,389
Terminal Büyüme Oranı	1%
Terminal Değer	1,054,199
Terminal Değer'in Bugünkü Değeri	35,953
Firma Değeri	449,342
Net Borç (31.03.2026)	56,240
Özsermaye Değeri	393,102

Kaynak: TSKB, Fiyat Tespit Raporu

AOSM Hesaplaması	
Özkaynaklar / (Özkaynaklar + Borçlar)	40.00%
Borçlar / (Borçlar + Özkaynaklar)	60.00%
Vergi Oranı	12.50%
Beta	1,00
Risksiz Getiri	6.77%
Risk primi	5.50%
Özsermaye Maliyeti	12.27%
Borçlanma Maliyeti	10.10%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	8.84%
AOSM	10.21%

Kaynak: TSKB, Fiyat Tespit Raporu

- Değerleme çalışmasında AOSM hesaplamasında risksiz getiri oranı olarak 20.09.2033 vadeli T.C. ABD Doları Euro Bond'un 07/07/2026 itibarıyla 6 aylık ortalama getiri oranı alınmıştır.
- Piyasa risk primi 5.5% olarak sabit tutulmuş ve 1,0x beta katsayısı kullanılarak projeksiyon dönemi için AOSM 10.21% olarak hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit olarak dikkate alınmıştır.

Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde değerlendirmeye hem Türkiye hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelenmiştir.
- Söz konusu benzer şirketler analizinde, yurt içinde ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler incelenmiştir. Buradaki çarpanlar için yurt dışı benzer şirket çarpanlarına 25.00%, yurt içi benzer şirket çarpanlarına 75.00% ağırlık verilmiştir.
- Çarpan değeri hesaplamasında; piyasa değeri 50 milyon USD altında olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 30'dan büyük ve 5'ten küçük olan çarpanlar değerlendirme dışı bırakılarak medyan değer hesaplanmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi	(bin USD)
Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları Medyanı	11.60x
Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları Medyanı	15.85x
Ağırlıklandırılmış Benzer Şirket Çarpanları	12.66x
Firma Değeri	346.381
Net Borç (-)	56.240
Özsermaye Değeri	290,141

Kaynak: TSKB, Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonuçları

- Değerleme çalışmasında İNA Analizine 45% ve Çarpan Analizine 55% oranda ağırlık verilmiştir.
- Buna göre Şirket Değeri 15,691,009,169 TL ve Birim Pay Değeri 60.12 TL olarak tespit edilmiş ve halka arz öncesi özsermaye değerine 20.00% oranında halka arz iskontosu uygulanarak Halka Arz Şirket Değeri 12,554,100,000 TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 48.10 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri (bin USD)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri
İNA	393,102	45.00%	176,896
Çarpan Analizi	290,141	55.00%	159,578
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (bin USD)			336,474
06.07.2026 Tarihli TCMB USD Alış Kuru			46.6337
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)			15,691,009,169
Ödenmiş Sermaye (TL)			261,000,000
Birim Pay Değeri (TL)			60.12
Halka Arz İskontosu			20.00%
Hisse Fiyatı (TL)			48.10

Kaynak: TSKB, Fiyat Tespit Raporu

2. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğunu düşünüyoruz. Değerleme sonucu bulunan firma değerine uygulanan 20.00% halka arz iskontosunu makul buluyoruz. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında 48.10 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel itibarıyla İNA analizlerinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- Projeksiyon dönemi boyunca %10.21 AOSM varsayımını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde benzer şirketler örnekleminin kullanılmasını ve yurt dışı benzer şirket çarpanlarına 25.00%, yurt içi benzer şirket çarpanlarına 75.00% ağırlık verilmesini olumlu buluyoruz.
- Genel itibarıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.

Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmaları dikkate alarak yaptığımız incelemeler sonucunda, belirlenen **48.10 TL** halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varmış bulunmaktayız.

Bu raporda yer alan bilgiler QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (QNB Invest) tarafından hazırlanmıştır. Raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmakta olup kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Raporda yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olmakla beraber, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Raporda yer alan bilgiler, yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin QNB Invest 'in analizi olup yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmıştır. Yatırımcıların sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı vermesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin ve eklerinin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Bu raporda yer alan veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamış olup, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilere dolaylı olarak zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (QNB Invest) bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir. Bu rapor hiçbir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemekle birlikte bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgilerin tümü veya bir kısmı QNB Invest 'in yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez. Buradaki yazılı yayının içeriği, müşterilerin verilen stratejilerden kârlı çıkacağına ya da zararlarının limitli olacağına, QNB Invest tarafından verilmiş sözü, garantisi ya da kesinliği olarak algılanamaz. Bu bilgilerin ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından dolayı oluşabilecek zararlardan QNB Invest hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmez.

