

‘Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU ARF BİO YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM A.Ş.

‘Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. (“Şirket” ve/veya “Arf Bio”) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

İşbu raporda kullanılan bilgiler, halka arza aracılık eden yetkili kuruluş A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu, İzahname ve İzahname eklerinden temin edilmiştir.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Şirket’in İzmir’in Ödemiş ilçesi Bozcayaka köyünde bulunan Biyogaz Santrali’nde biyometanizasyon tipi biyogaz santralleri ile kaynağından ayrı toplanan ve mekanik ayırma tesislerinde ayrıştırılan organik atıklar, fermantasyon ünitelerine alınarak burada oluşturulan gaz, gaz motorlarında yakılmakta ve elektrik enerjisine dönüştürülmesi yoluyla yenilenebilir elektrik enerjisi üretilmektedir.

Şirket, elektrik satışının yanı sıra karbon emisyonu ticareti ve gübre satışı faaliyeti de yürütmekte olup, biyogaz enerji üretimi neticesinde ortaya çıkan bitkisel ve hayvansal atık malzemenin ham ve işlenmiş organik ve organomineral gübre olarak üretilmesi ve üretilen gübrenin perakende ve toptan satış faaliyetlerini de gerçekleştirmektedir.

2. Şirket'in Operasyonları Hakkında:

Şirket'in 20.09.2018 itibarıyla sahip olduğu elektrik üretim lisansının toplam gücü 4,8 MWe olup bulunan tamamı Biyogaz Santrali'nden oluşmaktadır. Şirket, üretim tesisinde büyükbaş hayvan atığı ile çeşitli bitkisel/hayvansal girdileri (mısır silajı, patates yeşili vb.) kullanarak elektrik üretimi gerçekleştirmektedir. Şirket, Enerji Piyasaları İşletme A.Ş.'ye (EPIAŞ) Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması (YEKDEM) kapsamında 2019 yılından itibaren 10 yıl süre ile 13,3 ABD Doları Cent/KWh devlet alım garantisi anlaşması altında elektrik satış yapmak suretiyle gelir elde etmektedir. Şirket, Enerji Piyasası Düzenleme Kurum'ndan EÜ/8067-1/04054 numaralı üretim lisansını 2018'de almıştır. Lisansın geçerliliği 49 yıllık bir süreyi kapsamaktadır ve 2067 yılına kadar geçerlidir.

Şirket, organik ve organomineral olarak hem katı hem de sıvı gübre üretimi tesisi yatırımının tamamlamış ve Nisan 2023 sonu itibarıyla devreye almıştır. Arf Bio, 4,8680 MWh kapasiteli Biyogaz Elektrik Üretim tesisi, 55.294 ton/yıl kapasiteli organomineral katı gübre tesisi, 49.248 bin ton/yıl kapasiteli ambalajlı sıvı gübre tesisi, 443.232 ton/yıl ambalajsız dökme sıvı gübre tesisi ve karbon emisyon kredisi ile gelirlerini çeşitlendirmiş sınırlı sayıda biyogaz tesisleri arasında yer almaktadır.

Aşağıdaki tabloda Şirket'in 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024, 30.09.2024 ve 30.09.2025 tarihleri itibarıyla hasılat kırılımına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir:

Hasılat (USD)	31.12.2022	%	31.12.2023	%	31.12.2024	%	30.09.2024	%	30.09.2025	%
Elektrik Satış Geliri (Biyogaz)	3.033.221	58%	2.275.213	22%	1.672.108	39%	1.338.496	61%	803.282	20%
Katı Gübre Satış Geliri	-	0%	2.760.385	27%	1.582.692	37%	775.246	36%	3.119.524	79%
Sıvı Gübre Satış Geliri	-	0%	-	0%	42.393	1%	42.585	2%	7.754	0%
Karbon Emisyon Prim Geliri	2.200.000	42%	5.200.000	51%	1.000.000	23%	-	0%	-	0%
Diğer	7.025	0%	15.745	0%	10.767	0%	24.189	1%	27.337	1%
TOPLAM	5.240.246	100%	10.251.343	100%	4.307.961	100%	2.180.516	100%	3.957.896	100%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 2022, 2023, 2024 tarihleri ve 2024/09,2025/09 döneminde satışları sırasıyla 5.240.246 ABD Doları, 10.251.343 ABD Doları, 4.307.961 ABD Doları, 2.180.516 ve 3.957.896 ABD Doları olarak gerçekleşmiştir.

Özet Finansallar

Şirket'in 2021, 2022, 2023, 2024/09 ve 2025/09 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş özet finansalları aşağıdaki gibidir;

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Hasılat	91.490.241	272.826.274	143.646.365	70.240.517	152.463.700
Brüt Kar	19.532.923	134.553.556	47.877.499	(7.573.704)	(1.885.466)
Brüt Kar Marjı (%)	21,3%	49,3%	33,3%	(10,8%)	(1,2%)
Esas Faaliyet Karı	14.151.323	84.482.014	1.537.956	(40.283.484)	(48.482.392)
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	15,5%	31,0%	1,1%	(57,4%)	(31,8%)
Net Kar	5.006.773	101.193.704	7.968.235	(7.988.345)	(134.183.260)
Net Kar Marjı (%)	5,5%	37,1%	5,5%	(11,4%)	(88,0%)

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Şirket halka arzdan elde edeceği geliri aşağıda şekilde kullanmayı hedeflemektedir:

- Hammadde Tedariki ve İşletme Sermayesi İhtiyacının Finansmanı: %55
- Mikro Alg Yatırımının Finansmanı: %15
- Finansal ve Cari Borç Ödemeleri: %30

4. Değerleme Hakkında Verilen Özet Bilgi

Değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kullanılmıştır. İNA yönteminde Şirket'in geçmiş dönemlerdeki finansalları baz alınarak gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda 2025T-2067T projeksiyonları kullanılarak USD bazında bir değerlendirme yapılmıştır. İNA yöntemine %100 ağırlık verilerek; 109.512.573 USD özsermaye değeri hesaplanmıştır. TCMB 18.11.2025 tarihli USD/TRY kuru 42,26 baz alınarak 4.628 milyon TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre ve %37,9 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra halka arz pay başına değeri 19,50 TL olarak hesaplanmıştır

İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yönteminde 2025-2067 arasında USD bazında projeksiyon yapılmıştır. İNA öngörülerinde Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler kullanılmıştır. İNA analizi sonucunda 109,5 milyon USD özsermaye değerine ulaşılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (USD)	Özkaynak Değeri
Firma Değeri	119.155.977
Net Nakit / (Borç)	9.643.404
30.09.2025 Nakit Durumu	156.446
30.09.2025 Borç Durumu	9.799.850
Özsermaye Değeri	109.512.573
TCMB 18.11.2025 ABD Doları Alış Kuru	42,2641
Özsermaye Değeri (TL)	4.628.450.327

Risksiz faiz oranı, 11 Mayıs 2047 vadeli USD cinsi Eurobond'un 19.11.2025 tarihi itibarıyla kapanış oranı olan %7,54 alınarak ve %7,60'a yuvarlanarak 2025 yılı için risksiz getiri oranı olarak hesaplanmıştır. Hisse senedi risk primi %6,00, şirket spesifik risk primi %1,00 ve hisse betası 1,00 olarak kullanılmıştır. %25 kurumlar vergisi çerçevesinde, vergi sonrasındaki uzun vadeli borçlanma maliyeti %6,45 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in önümüzdeki dönemde büyüme planları göz önünde bulundurularak yapılmak istenen yatırımlar çerçevesinde gerekli özkaynaklar ve dış kaynaklar arasındaki strateji hedefleri doğrultusunda hedef borç oranı projeksiyon dönemi boyunca %21,44 olarak sabit varsayılmıştır. Sonuç olarak %12,85'lik AOSM oranına ulaşılmıştır.

AOSM	Değer
Risksiz Getiri Oranı	7,60%
Şirket Risk Primi	1,00%
Türkiye Risk Primi	6,00%
Beta	1
Kurumlar Vergisi Oranı	25,00%
Borçlanma Maliyeti	8,60%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	6,45%
Sermaye Maliyeti	14,60%
Finansal Borçluluk Oranı	21,44%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	12,85%

5. Sonuç

İNA yöntemine %100 ağırlık verilerek 4.628 milyon TL öz sermaye değeri hesaplanmıştır. %37,9 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra pay başına değer 19,50 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Değer
İndirgenmiş Nakit Akışları (USD)	100%	109.512.573
USD/TRY TCMB 18.11.2025 Döviz Alış Kuru		42,2641
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (TL)	100%	4.628.450.327
Halka Arz İskontosu		37,90%
İskonto Sonrası Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (TL)		2.873.079.319

Halka Arza İlişkin Bilgiler	Değer
Halka Arz İskontosu Öncesi Özkaynak Değeri (milyon TL)	4.628
Halka Arz İskontosu	37,90%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri (milyon TL)	2.873
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (Nominal TL)	147.337.401
Halka Arz Pay Başına Değer (TL)	19,5
Halka Arz Öncesi Pay Adedi (milyon)	147.337.401
Sermaye Artırımı Pay Adedi (milyon)	35.500.000
Ortak Satışı Pay Adedi (milyon)	11.500.000
Halka Arz Sonrası Pay Adedi (milyon)	182.837.401
Halka Arz Büyüklüğü (milyon TL)	916.500.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri (milyon TL)	3.565.329.319
Halka Açıklık Oranı	25,70%

- Arf Yenilenebilir Enerji için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunda kullanılan finansal bilgilerin ve değerlendirme yöntemlerinin anlaşılır olduğunu, Şirket hakkında verilen bilgilerin kapsamlı ve detaylı olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket gelirlerinin ağırlıklı olarak dolar bazlı belirlenen elektrik satışlarından kaydedilmesi sebebiyle USD bazlı değerlendirme yöntemlerinin kullanılmış olmasını makul buluyoruz.
- İNA analizinde kullanılan fiyat projeksiyonlarını makul buluyoruz
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları kullanılmasını makul buluyoruz.
- İNA analizi için kullanılan Risksiz Getiri Oranı, Beta ve Borçlanma Maliyeti parametrelerini makul buluyoruz.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, 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 ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.