

ARF BİO YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
24 Aralık 2025

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“İntegral Yatırım”) tarafından, A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. (“A1 Capital”) ve Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin (“Bulls Yatırım”) yetkili aracı kurum olduğu Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim Anonim Şirketi (kısaca, “Arf Bio” ya da “Şirket”) paylarının halka arzı kapsamında A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

ARF BİO YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM A.Ş. HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim Anonim Şirketi
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim Anonim Şirketi ve Ortaklar
Halka Arz Tarihleri	25 - 26 Aralık 2025
Halka Arz Fiyatı	19,50 TL
Halka Arz İskonto Oranı	37,90%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	147.337.401 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	182.837.401 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	25,71%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	47.000.000
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%50) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%50)
Satmama Taahhütleri	İhraççı için 1 yıl Ortaklar için 1 yıl
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır.
İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
Borsa Kodu	ARFYE
Konsorsiyum Üyeleri	A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. ve Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: Arf Bio İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. (Arf Bio), İzmir'in Ödemiş ilçesinde faaliyet gösteren, yenilenebilir enerji ve organik gübre üretimi alanlarında uzmanlaşmış entegre bir sanayi kuruluşudur. Şirket, çevre dostu teknolojiler kullanarak atık yönetimi ve enerji üretimini birleştiren döngüsel bir ekonomi modeliyle çalışmaktadır. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'ndan (EPDK) 2067 yılına kadar geçerli 49 yıllık üretim lisansına sahiptir. Şirket'in ana faaliyet konusu ise elektrik enerjisi üretiminin yanı sıra, biyogaz enerji üretimi neticesinde ortaya çıkmış olan bitkisel ve hayvansal atık malzemenin, ham ve işlenmiş organik ve organomineral gübre olarak üretilmesi, bu gübrelerin organik ve kimyasal işleme tabi tutulması, gerekli izinler alınarak bu amaçla tesis oluşturulması, üretilmesi tesisin işletilmesi, gübrenin perakende ve toptan satışı, pazarlaması, ticareti, ithalat ve ihracatını yapmak olarak özetlenebilir.

Şirketin Faaliyetleri

Şirketin operasyonları temel olarak üç ana kolda toplanmaktadır:

- **Biyogaz ve Elektrik Üretimi:** İzmir Ödemiş'teki tesisinde, büyükbaş hayvan atıkları ile mısır silajı ve patates yeşili gibi bitkisel girdileri fermente ederek biyogaz üretmektedir. Bu gazı gaz motorlarında yakarak yenilenebilir elektrik enerjisi elde eden şirketin 4,8 MWe kurulu gücü bulunmaktadır. Üretilen elektrik, YEKDEM kapsamında 2019'dan itibaren 10 yıl süreyle 13,3 ABD Doları Cent/KWh alım garantisi ile satılmaktadır.
- **Organik ve Organomineral Gübre Üretimi:** Enerji üretimi sonrası ortaya çıkan fermente atıklar, tesis bünyesindeki gübre fabrikasında işlenmektedir. Nisan 2023 itibarıyla tam kapasite devreye alınan bu tesislerde yıllık yaklaşık 55 bin ton katı organomineral gübre ve toplamda 490 bin tondan fazla sıvı gübre üretim kapasitesi mevcuttur.
- **Karbon Sertifikası ve Çevresel Katkı:** "Gold Standard" projesi kapsamında gönüllülük esasına dayalı karbon emisyon kredisi ticareti yaparak gelirlerini çeşitlendirmektedir.

Gelecek Hedefleri ve Yatırımlar:

- **Güneş Enerjisi (GES):** Mevcut biyogaz tesisine entegre 0,7 MW gücünde hibrit bir GES yatırımı izni olan şirket, bu alandaki kurulu gücünü 4,8 MWp seviyesine çıkarmayı hedeflemektedir.
- **Mikro Alg Üretimi:** Şirket, biyogaz tesisinin verimliliğini artırmak amacıyla endüstriyel mikro alg üretim tesisi kurmayı planlamaktadır. Bu proje ile elde edilecek organik karbonun biyogaza dönüştürülmesi ve gıda, ilaç, kozmetik gibi sektörlere girdi sağlanması amaçlanmaktadır.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Arf Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	140.000.000	95,02%	128.500.000	70,28%
Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	7.337.401	4,98%	7.337.401	4,01%
Halka Açık	-	-	47.000.000	25,71%
Sermaye Artırımı			35.500.000	19,42%
Ortak Satışı			11.500.000	6,29%
Toplam	147.337.401	100%	182.837.401	100%

Kaynak: Arf Bio Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço	2022/12	2023/12	2024/12	2025/09
Dönen Varlıklar	256.685.836	585.087.816	697.030.114	622.896.752
Duran Varlıklar	460.854.553	918.479.905	1.114.696.735	1.284.251.317
Toplam Varlıklar	717.540.389	1.503.567.721	1.811.726.849	1.907.148.069
Kısa Vadeli Yükümlülükler	78.622.485	131.401.553	201.990.763	273.761.789
Uzun Vadeli Yükümlülükler	194.298.918	384.027.589	402.150.721	355.338.642
Toplam Özkaynaklar	444.618.986	988.138.579	1.207.585.365	1.278.047.638

Kaynak: Arf Bio Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu	2022/12	2023/12	2024/12	2024/09	2025/09
Hasılat	91.490.241	272.826.274	143.646.365	70.240.517	152.463.700
Satışların Maliyeti (-)	72.137.318	138.272.718	95.768.866	77.814.221	154.349.166
Brüt Kar / Zarar	19.352.923	134.553.556	47.877.499	-7.573.704	-1.885.466
Esas Faaliyet Karı / Zararı	14.151.323	84.482.014	1.537.956	-40.283.384	-48.482.392
Vergi Öncesi Kar	11.020.945	112.296.944	-10.211.014	-37.933.687	-146.085.404
Ana Ortaklık Net Kar	5.006.773	101.193.704	7.968.235	-7.988.345	-134.183.260

Kaynak: Arf Bio Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERLERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
Hammadde Tedariki ve İşletme Sermayesi İhtiyacının Finansmanı	55%
Mikro Alg Yatırımının Finansmanı	15%
Finansal ve Cari Borç Ödemeleri	30%
Toplam	100%

Kaynak: Arf Bio İzahname

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket değerlemesi yapılırken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi kullanılmıştır. Bunun yanında diğer iki temel yaklaşım olan Defter Değeri ve Piyasa Çarpanları (Pazar) Yöntemleri ile çalışmalar gerçekleştirilmiş olup fiyatın belirlenmesinde dikkate alınmamıştır.

Şirketin kuruluş döneminde olmaması, parçaları toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle Defter Değeri tespit raporunda değerlendirilmiş fakat kullanılmamıştır. Şirketin faaliyet alanında çok yönlü üretim tesisi bulunmaktadır. Yurt içinde ve gerekse yurt dışında benzer entegre yapıya sahip bir firma tespit edilememiştir. Entegre faaliyet yapısından dolayı girdi-çıkıtlı hesapları ve üretim-satış maliyetleri faaliyet bazında tam olarak ayrılmadığından, Şirket Özsermaye Değeri'nin piyasa çarpanları yöntemi altında sağlıklı sonuç vermeyeceği değerlendirilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine göre, şirketin önümüzdeki yıllarda ulaşmayı hedeflediği satış gelirleri ve faaliyetlerinden elde edeceği nakit akışları ile ihtiyaç duyulan işletme sermayesi ve yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Şirketin belirtilen yöntemle değerlemesi USD bazlı yapılmıştır.

İNA yönteminde; indirgeme oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmıştır. Şirketin işlem gören tahvilinin getirisinin üzerine 1 puan eklenerek borçlanma maliyeti %8,60 olarak hesaplanmış olup %25 oranında vergi uygulanarak vergi sonrası borçlanma maliyeti %6,45 olarak hesaplanmıştır. Şirketin borçluluk oranı ise %21,44 olarak baz alınmıştır. Özsermaye Maliyeti hesaplamasında risksiz faiz oranı olarak Eurobond piyasasında işlem gören en uzun vadeli borçlanma aracının getirisi %7,60 olarak belirlenmiştir. Risk primleri için %6 seviyesi makul bulunmuştur. Beta katsayısı ise 1 olarak kabul edilmiştir. Özsermaye maliyeti %14,60 olarak hesaplanmış ve böylelikle 2025-2067 dönemleri için AOSM %12,85 olarak baz alınmıştır.

AOSM	2025-2067
Risksiz Faiz Oranı	7,6%
Piyasa Risk Primi	6,0%
Beta	1,00
Özsermaye Maliyeti	14,60
Borçlanma Maliyeti	8,60
Vergi Oranı	25,0
Hedef Borç Oranı	21,44
Hedef Özkaynak Oranı	78,56
Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Maliyeti	12,85

Kaynak: Arf Bio Fiyat Tespit Raporu

Gübre Tesislerinin ciro projeksiyonlarını hesaplanırken katı gübre fiyatlarının yurt içi ve yurt dışı dolar bazlı satış tutarları sırasıyla 455 ABD doları ve 900 ABD doları düzeylerinde 2025-2067 projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur. Ambalajlı sıvı ve ambalajsız dökme sıvı gübre alanında ciro projeksiyonlarında 2025-2030 döneminde kademeli düştükten sonra 2031 yılından itibaren sabit kalacağı varsayılmıştır. 2025-2067 projeksiyon döneminde karbon geliri Şirket'in nakit akış projeksiyonuna dahil edilmemiştir. Ayrıca 2025-2067 yılları arasında diğer gelirler kalemi "sıfır" varsayılmıştır. Yapılan değerlendirme çalışmasında Arf Bio Enerji'nin sunduğu tahminler dikkate alınmıştır.

Şirketin 30.09.2025 tarihi itibarıyla bilançosunda yer alan 9.643.404 ABD Doları seviyesindeki düzeltilmiş net finansal borcun düşülmesi ile birlikte firma değerine ulaşılmış olup projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değer hesabı yapılmamıştır. Yapılan değerlemede serbest nakit akımlarının AOSM ile indirgenmesi sonucu toplam firma değeri 119.155.977 ABD Doları olarak belirlenmiş ve 9.643.404 ABD doları olan net finansal borç pozisyonu düşüldüğünde Şirket'in hedef özsermaye değeri 109.512.573 ABD doları olarak hesaplanmıştır. USD/TRY paritesi 42,2641 olarak baz alınmış ve özkaynak değeri 4.628.450.327 TL olarak hesaplanmıştır.

6.2 Sonuç

Sonuç olarak değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemi %100 olarak ağırlıklandırılmıştır. Defter Değeri ve Piyasa Çarpanları yöntemleri değerlendirme çalışmasına dahil edilmemiştir. İNA yöntemi sonrası bulunan şirket değeri aşağıdaki gibidir.

Değerleme Sonucu	Özkaynak Değeri (USD)	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları	109.512.573	100%	4.628.450.327
Halka Arz Öncesi Hedef Özsermaye Değeri			4.628.450.327
%37,9 İskonto Sonrası Özkaynak Değeri			2.873.079.319
Pay Adeti (TL)			147.337.401
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri (TL)			19,50

Kaynak: Arf Bio Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasını ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %100 ağırlık verilmesini uygun buluyoruz. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.

Sonuç olarak, Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş için hesaplanan hedef değere %37,90 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için pay başına 19,50 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: 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 bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.