

ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu****24 Aralık 2025**

Bu rapor, **Invest-AZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş.** tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olan A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından **ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.** ("ARF Bio" veya "Şirket") için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin bir değerlendirme niteliğindedir. Rapor, yatırımcıların pay alım satımına yönelik herhangi bir öneri, tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin yatırım kararlarını ilgili izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Bilgiler**Tablo 1 – Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler**

İhraççı	ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.
İhraççı Borsa Kodu	ARFYE
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	147.337.401 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	182.837.401 TL
Toplam Halka Arz Edilecek Pay	Sermaye Artırımı 35.500.000 pay Ortak Satışı 11.500.000 pay Toplam 47.000.000 pay
Halka Arz Satış Fiyatı	19,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	916.500.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%25,70
Halka Arz İskonto Oranı	%37,90
Halka Arz Satış ve Talep Toplama Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı Sabit Fiyatla Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	25-26 Aralık 2025
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel %50 (23.500.000 adet)
	Yurt İçi Kurumsal %50 (23.500.000 adet)
Fiyat İstikrarı	Yoktur
Ek Satış	Yoktur

Kaynak: ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. İzahname

Şirket; 1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapmayacağını, dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını, yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını;

Ortaklar; 1 yıl boyunca borsada ve borsa dışında satmama ve borsa fiyatının altında bir fiyattan borsa ve borsa dışında satmama taahhüdü vermiştir.

Halka Arza Gelirinin Kullanım Yeri

- Hammadde tedariki ve işletme sermayesi ihtiyacının finansmanı %55
- Mikro alg yatırımının finansmanı %15
- Finansal ve cari borçların ödenmesi %30

Tablo 2 – Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutarı (TL)	Oranı (%)
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 Kısım	-	-	47.000.000	25,71
Toplam	147.337.401	100,00	182.837.401	100,00

Kaynak: ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. İzahname

2. Şirket Hakkında Bilgiler**2.1. Faaliyet Konusu**

Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. (Arf Bio), İzmir ili Ödemiş ilçesi Bozcayaka köyünde yer alan Biyogaz Santrali'nde biyometanizasyon tipi biyogaz santralleri ile kaynağından ayrı topladığı ve mekanik ayırma tesislerinde ayrıştırdığı organik atıkları fermantasyon ünitelerine alarak gaz oluşturmakta ve oluşturduğu gazı gaz motorlarında yakmak suretiyle yenilenebilir elektrik enerjisi üretmektedir. 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.

Şirket'in 20.09.2018 itibarıyla sahip olduğu elektrik üretim lisansının toplam gücü 4,8 MWe olup bunun 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 Kurumu'ndan ("EPDK") EÜ/8067-1/04054 numaralı üretim lisansını 2018'de almıştır. Lisansın geçerliliği 49 yıllık bir süreyi kapsamaktadır ve 2067 yılına kadar geçerlidir. Şirket, biyogaz tesisindeki ana kaynağa ilave olarak Güneş Elektrik Santrali (GES) yatırımı yapıp işletme hakkına sahip olmuştur ve EPDK'dan 2022 yılında 0,7 MW Hibrit GES yatırımı izni almıştır.

Şirket, organik ve organomineral olarak hem katı hem de sıvı gübre üretim tesisi yatırımı 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.

Gold Standard projesi kapsamında gönüllülük esasına dayalı karbon sertifikası ticareti

gerçekleştiren Şirket, mevcut biyogaz santraline entegre olacak şekilde endüstriyel mikro alg üretim tesisi kurmayı da planlanmaktadır. Gıda, nutrasötikler, ilaç, hayvan yemi, kozmetik ve biyogübre endüstrisinde uygulama alanı giderek artan tek hücreli fotosentetik organizmalar olan mikro alg üretimine geçilmesiyle ortaya çıkacak olan organik karbonun büyük bir kısmının biyogaza dönüştürülerek biyogaz enerji üretim tesisinin verimliliğinin artırılması hedeflenmektedir. Son olarak Arf Bio, Hibrit Güneş Elektrik Santrali (GES) tesisinde önümüzdeki dönemde planladığı yatırımlarla 4,8MWp kurulu güce ulaşmayı hedeflemektedir.

3. Finansal Bilgiler

Şirket'in 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.09.2025 dönemlerine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdadır.

Tablo 3 – ARF Bio Karşılaştırmalı Bilançosu

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Toplam Dönen Varlıklar	256.685.836	585.087.816	697.030.114	622.896.752
Toplam Duran Varlıklar	460.854.553	918.087.816	1.114.696.735	1.284.251.317
TOPLAM VARLIKLAR	717.540.389	1.503.175.632	1.811.726.849	1.907.148.069
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	78.622.485	131.401.553	201.990.763	273.761.789
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	194.298.918	384.027.589	402.150.721	355.338.642
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	272.921.403	515.429.142	604.141.484	629.100.431
Ödenmiş Sermaye	105.241.000	147.337.401	147.337.401	147.337.401
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	444.618.986	988.138.579	1.207.585.365	1.278.047.638
TOPLAM KAYNAKLAR	717.540.389	1.503.567.721	1.811.726.849	1.907.148.069

Kaynak: ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024, 30.09.2024 ve 30.09.2025 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdadır.

Tablo 4 – ARF Bio Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (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
Satışların Maliyeti (-)	(72.137.318)	(138.272.718)	(95.768.866)	(77.814.221)	(154.349.166)
Brüt Kar	19.352.923	134.553.556	47.877.499	(7.573.704)	(1.885.466)
Esas Faaliyet Kar/(Zararı)	14.151.323	84.482.014	1.537.956	(40.283.384)	(48.483.392)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar (Zararı)	11.020.945	112.296.944	(10.211.014)	(37.933.687)	(146.085.404)
Dönem Karı (Zararı)	5.006.773	101.193.704	7.968.235	(7.988.345)	(134.183.260)

Kaynak: ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4. Değerleme

A1 Capital Yatırım, halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemini dahil etmiştir. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminde, 2025–2067 dönemi için projeksiyonlar ABD Doları (USD) bazında hazırlanmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizinde indirgeme oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) esas alınmıştır. Özsermaye maliyeti hesaplamasında risksiz getiri oranı, ülke risk primi ve beta katsayısı varsayımları çerçevesinde %14,60 seviyesinde kullanılmış olup, bu doğrultuda 2025–2067 projeksiyon dönemi için AOSM %12,85 olarak belirlenmiştir.

Tablo 5- AOSM Tablosu

AOSM	2025-2067
Risksiz Faiz Oranı	%7,6
Şirket Risk Primi	%1,0
Türkiye Risk Primi	%6,0
Beta	%1,00
Kurumlar Vergisi Oranı	%25,0
Borçlanma Maliyeti	%8,60
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%6,45
Sermaye Maliyeti	%14,60
Finansal Borçluluk Oranı	%21,44
Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Maliyeti	%12,85

Kaynak: ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

5. Değerleme Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine göre %100 oranında ağırlıklandırılmış ve 4.628.450.327 TL Şirket değeri tespit edilmiştir. Ulaşılan değere %37,90 oranında halka arz iskontosu uygulanması sonucunda pay başına halka arz fiyatı 19,50 TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 6 – ARF Bio Değerleme Sonucu Tablosu

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları (USD)	%100	109.512.573
USD/TRY TCMB 18.11.2025 Döviz Alış Kuru		42,2641
Halka Arz Öncesi Hedef Özsermaye Değeri (TL)		4.628.450.327
Halka Arz İskontosu (%)		%37,90
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri (TL)		2.873.079.319
Halka Arz Fiyatı (TL)		19,50

Kaynak: ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

6. Görüş

- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda, ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- ✓ Nihai değer tespiti aşamasında indirgenmiş Nakit Akımları Analizi %100 oranında ağırlık verilmesini ve bu kapsamda kullanılan projeksiyonları makul buluyoruz.
- ✓ Sonuç olarak, yapılan incelemeler neticesinde ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, ARF Bio için %37,90 halka arz iskontosunun ve iskonto sonrası 19,50 TL halka arz fiyatının makul olduğunu buluyoruz.

Yasal Çekinceler

Burada yer alan bilgiler INVEST-AZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, INVEST-AZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile INVEST-AZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sorumlu değildir.