

Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

24.12.2025

1-) Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal veriler, Kamu Aydınlatma Platformunda (KAP) açıklanan Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.'nin Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ayrıca 19.11.2025 tarihli AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Hazırlanmış olan bu rapor açıklanan Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.'nin halka arzına ilişkin, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmamasına yönelik bir tavsiye ya da teklif değildir. Bu rapor, sadece AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü kapsamaktadır. Yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2-) Halka Arza İlişkin Bilgiler

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 147.337.401 TL'dir. Şirketin çıkarılmış sermayesi 1 TL itibari değerde 147.337.401 adet paya ayrılmıştır. Şirket'in çıkarılmış sermayesini temsil eden pay grupları, A grubu nama yazılı 36.834.350 adet pay karşılığı 36.834.350 TL'den; B grubu hamiline yazılı 110.503.051 adet pay karşılığı 110.503.051 TL'den oluşmaktadır. Payların 36.834.350 TL'si A grubu, 103.165.650 TL'si B grubu olmak üzere 140.000.000 TL'sine Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. ARF Girişim Sermayesi Yatırım Fonu, 7.337.401 TL'sine ise Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. sahiptir.

Talep Toplama Tarihleri	25.12.2025-26.12.2025
Konsorsiyum	AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Fiyatı	19,50 TL
Aracılık ve Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi	Bireysele Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	147.337.401 TL
Halka Arz Edilen Miktar ve Türü	47.000.000 Lot (35.500.000 Nominal Sermaye Artışı) (11.500.000 Nominal Ortak Satışı)
Halka Açıklık Oranı	25,71%
Borsada İşlem Görecek Pazar	Ana Pazar
Tahsisatlar	%50 Yurt İçi Bireysel Yatırımcı %50 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı
Verilen Taahhütler	Satmama Taahhüdü- 1 Yıl
Fiyat İstikrarı Amacıyla Sağlanan İşlemler	Planlanmamaktadır.
Katılım Endeksine Uygunluk	Uygundur

3-) Şirkete İlişkin Özet Bilgiler

Şirket, 27.09.2016 tarihinde ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.'nin unvanıyla Ankara Ticaret Sicili Müdürlüğü nezdinde tescil edilerek süresiz olarak, 399723 Ticaret Sicil Numarasıyla kurulmuştur.

Şirket'in İzmir Ödemiş ilçesi Bozcayaka köyünde yer alan Biyogaz Santrali'nde biyometanizasyon tipi biyogaz santralleri ile kaynağından ayrı toplanan ve mekanik ayırma tesislerinde ayrıştırılan organik atıkların fermantasyon ünitelerine alınması gerçekleştirilmekte olup, burada oluşturulan gaz, gaz motorlarında yakılarak elektrik enerjisine dönüştürülmesi yoluyla yenilenebilir elektrik enerjisi üretilmektedir. Şirket'in ana faaliyet konusu ise; 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 parakende ve toptan satışı, pazarlaması, ticareti, ithal ve ihracını yapmak olarak özetlenebilir.

Şirketin Sermaye Yapısı

Halka Arz Öncesi				Halka Arz Sonrası			
Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Arf Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	A	36.310.250	95.02%	Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Arf Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	A	36.310.250	70.28%
	B	103.689.750			B	92.189.750	
Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B	7.337.401	4.98%	Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B	7.337.401	4.01%
Halka Açık Kısım	B	-	-	Halka Açık Kısım	B	47.000.000	25,71%
Toplam		147.337.401	100,00%	Toplam		182.837.401	100,00%

Kaynak:Fiyat Tespit Raporu

4-) Özet Finansal Tablolar

Bilanço (TL)	2022	2023	2024	2025/09
Toplam Dönen Varlıklar	256.685.836	585.087.816	697.030.114	622.896.752
Toplam 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

Gelir Tablosu				
TL	2022	2023	2024	2025/09
Hasılat	91.90.241	272.826.274	143.646.365	152.463.700
Satışların Maliyeti (-)	(72.137.318)	(138.272.718)	(95.768.866)	154.349.166
Brüt Kar	19.352.923	134.553.556	47.877.499	(1.885.466)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(4.618.430)	(10.647.393)	(23.021.284)	(18.539.993)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(186.365)	(21.868.139)	(27.572.832)	(26.291.267)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	225.786	-	22.245.520	351.738
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(622.591)	(17.556.010)	(17.990.947)	(2.117.404)
Esas Faaliyet Kârı/Zararı	14.151.323	84.482.014	1.537.956	(48.482.392)
Dönem Kar Zararı	5.006.773	101.193.704	7.968.235	(134.183.260)

Kaynak:Fiyat Tespit Raporu

5-) Faaliyetler Hakkında Bilgiler

5.1-) Üretim Tesisi ve Üretim Faaliyetleri

Şirket'in İzmir ili Ödemiş ilçesi Bozcayaka köyünde yer alan 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, ayrıca söz konusu adreste yer alan gübre üretim tesisinde, biyogaz enerji üretimi neticesinde ortaya çıkmış olan bitkisel ve hayvansal atık malzemenin, ham ve işlenmiş organik ve organomineral gübre olarak üretilmesi ve üretilen gübrenin perakende ve toptan satışını gerçekleştirmektedir.

	Elektrik Üretimi (MWh)	Net Satış Geliri (TL)
31.12.2022	22.806	50.241.362
31.12.2023	17.107	51.032.206
31.12.2024	12.572	54.815.823
30.09.2025	6.040	30.943.540

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5.2-) Organik ve Organomineral Gübre

Şirket'in Ödemiş/İzmir'de yer alan Biyogaz Santrali'nde, hayvansal ve bitkisel organik atıklardan enerji elde edilirken, diğer yandan bu atıklardan enerji sonrası kalan ürün organik ve organomineral gübreye dönüştürülmektedir. Bu sayede bu atıklar toprağa kazandırılarak çevreye duyarlı bir anlayışla üretim yapılmaktadır. Hayvansal ve bitkisel atıklar Biyogaz Santrali'nde işlenerek ısı ve elektrik enerjisine dönüştürülürken, diğer yandan da toprak için faydalı nitelikte organik ve organomineral gübreye dönüşmektedir.

	2023	2024	2024/09	2025/09
Üretim (ton)	11.294,15	79.367,48	61.191,84	93.751,13
Satış Miktarı (ton)	8.802,00	3.857,48	2.230,83	4.230,18
Satış Tutarı (TL)	65.554.180	53.274.292	26.344.628	120.647.105

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5.3-) Karbon Emisyonu Ticareti

Karbon kredileri küresel karbon piyasaları olarak bilinen mekanizmalar çerçevesinde kullanılan bir adedi atmosfere salınımı engellenmiş olan bir ton karbondioksit'e denk gelen uluslararası sertifikasyonlardır.

Şirket, 26 Ekim 2018-25 Ekim 2023 tarihleri arasındaki üretimlerine ilişkin yıllık ortalama 1.190.971 ton karbon emisyon kredisinin validasyonunu tamamlamıştır.

Karbon Emisyon Azalımı	2022	2023	2024	2025/09
Karbon Kredi (ton)	400.000	800.000	200.000	-
Karbon Emisyon Geliri (ABD Doları)	11.550.000	2.200.000	5.200.000	-

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

6-) Değerlemeye İlişkin Özet Bilgiler

Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hazırladığı fiyat tespit raporu incelenmiştir. İnceleme sonuçları aşağıda yer almaktadır. ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. pay halka arzı kapsamında pay başına halka arz fiyatının tespiti için AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda belirlenen indirgenmiş nakit akımları ve çarpan analizi yöntemi kullanılmıştır.

6.1-) Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

Pazar Yaklaşımı çerçevesinde, ARF Bio ile benzer niteliklere sahip ve borsada işlem gören Biyogaz, Hibrit GES, Organik Gübre ve Karbon Satış faaliyetlerini çok yönlü ve entegre yapıda gerçekleştiren Şirket'le benzer entegre yapıda faaliyette bulunan borsa şirketleri yurt içinde ve yurt dışında tespit edilememiştir. Bunun yerine diğer benzer şirketlerle karşılaştırma yapılarak şirketin Piyasa Değerinin belirlenmesinde "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" uygulanmıştır. Bu yöntem kapsamında, ARF Bio'ya benzer özellik gösteren şirketlerin piyasa çarpanları incelenmiştir. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi, etkin işleyen piyasalarda payların rayiç değerlerinin gelecekte beklenen kâr artışını ve buna bağlı risk seviyesini yansıttığı varsayımına dayanmaktadır.

6.1.1-) Yurt İçi Benzer Şirketler

Pazar Yaklaşımı çerçevesinde, ARF Bio ile benzer niteliklere sahip ve borsada işlem gören Biyogaz, Hibrit GES, Organik Gübre ve Karbon Satış faaliyetlerini çok yönlü ve entegre yapıda gerçekleştiren Şirket'le benzer entegre yapıda faaliyette bulunan borsa şirketleri yurt içinde ve yurt dışında tespit edilememiştir. Bunun yerine söz konusu faaliyetlerden birini veya birkaçını gerçekleştiren yurt içi ve yurt dışı benzer firmalar belirlenmiş ve çarpan analizine dahil edilmiştir. Şirket'in değerini en iyi yansıttığı düşünülen FD/FAVÖK çarpanı piyasa çarpanları analizinde dikkate alınmıştır. 2024 yılı itibarıyla katma değeri yüksek ambalajlı sıvı gübre satışlarının başlaması, revizyon ve bakım süreçleri tamamlanan Biyogaz Elektrik üretim tesisinin ciroya ve operasyonel karlılığa katkı sağlamaya başlaması neticesinde, Arf Bio'nun 2025 yılının sonlarına doğru nispeten yüksek FAVÖK tutarlarına ulaşacağı değerlendirilmiştir. Bu nedenle, çarpan analizinde 2025 yılı için iş kolları bazında tahmin edilen FAVÖK tutarları ve çarpan analizinde yer alan benzer firmaların 2025 yılına ilişkin tahmini FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır. İş kolları bazında 2025 sonu itibarıyla tahmin edilen FAVÖK tutarlarının 2025 yılı için belirlenen indirgeme oranı (0,9862) ile indirgenmiş değerleri belirlenmiştir. Arf Bio'nun iş kolları bazında belirlenen 2025 yılı indirgenmiş FAVÖK projeksiyonları çarpan analizine temel teşkil etmiştir. Söz konusu FAVÖK projeksiyonlarının iş kolları bazında hesaplanan FD/FAVÖK çarpanları ile çarpılması suretiyle iş kolları bazında firma değeri hesaplanmıştır. İş kolları bazında hesaplanan firma değerleri toplanarak Arf Bio'nun Firma Değerine ulaşılmıştır.

6.1.2-) Çarpan Sonuçları

	(ABD Doları)
Operasyonel İndirgenmiş FAVÖK	50.332
Faaliyet Kolları	
Organik ve Organomineral Gübre Üretim Tesis	1.488.217
Biyogaz Tesis	-1.437.603
Karbon Sertifikası Satışları	-281
Net Borç	9.643.404

Faaliyet Alanları	FD/FAVÖK Çarpanı	Operasyonel İndirgenmiş FAVÖK	Hesaplanan Firma Değeri
Gübre	8,59	1.488.217	12.778.012
Biyogaz	9,994	-1.437.603	-14.287.013
Hibrit GES	10,48	0	0
Karbon	9,19	-281	-2.584
Net Finansal Borç			9.643.404
Özsermaye Değeri			-11.154.989

6.2 -) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımına göre Şirket değeri, faaliyette bulunduğu sürece yaratılması beklenen nakit akımları toplamının bugünkü değeridir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gereklidir. Değerleme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.30 maddesinin (b) bendinde belirtildiği üzere, işletme değerlemelerinde yaygın olarak “Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)” yöntemi kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır. Bu doğrultuda ARF Bio’nun değerlemesinde 30.09.2025 tarihli özel bağımsız denetimden geçen finansal tablolar esas alınmış, 2025-2067 tahmin dönemine ilişkin tahmin edilen “serbest nakit akışlarının toplamı” söz konusu tahmin dönemi için indirgenmiştir.

İNA Sonucu	ABD Doları
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	119.115.977
(-) Net Finansal Borç	9.643.404
Hedef Özsermaye Değeri	109.512.573

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Şirket Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	\$109.512.573	100,0%	\$109.512.573
Piyasa Yaklaşımı - Benzer Şirket Çarpanları	(-)11.154.989	0%	0
Şirket Değeri (ABD Doları)		100%	\$109.512.573
Şirket Değeri (TL)			4.628.450.327
Halka Arz İskontosu			37,9%
İskontolu Şirket Değeri (TL)			2.873.079.319
Ödenmiş Sermaye			147.337.401
Halka Arz Fiyatı-TL			19,50

Kaynak:Fiyat Tespit Raporu

7-) Sonuç

AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.'nin fiyat tespit raporunun incelemesi gerçekleştirilmiştir. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, Şirket'in değerini ortaya çıkarması açısından genel olarak uygun olduğunu düşünüyoruz.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Olarak;

- Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamaların, kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verildiğini düşünüyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımlarıyla hesaplanan değere %100 ağırlık verilmesini ve Çarpan analizinden hesaplanan değere ağırlık verilmemesinin makul olduğunu düşünüyoruz.
- Sonuç olarak, yukarıda belirttiğimiz yorumlar ışığında, Şirket için %37,9 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 19,50 TL'lik halka arz fiyatının makul bir seviye olduğu kanaatine varmış bulunuyoruz.

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.