

Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda Sanayi Ticaret A.Ş. HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor SPK'nın VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29. maddesi çerçevesinde hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Hakkında

Şirket, 2005 yılında kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konusu; her türlü gıda maddelerinin, tarım ürünlerinin, bakliyat, hububat ile un, irmik, makarna, noodle, bisküvi ve nişasta üretimi ile bunların yan ürünlerinin değerlendirilmesi, bunların alımının, satımının, ithalatının, ihracatının, toptan ve perakende ticaretinin ve pazarlamasının yapılması, bayilikler alınması, bayilikler verilmesi, bu amaçla ulaşımda yardımcı olacak üretim, tasnif, ambalajlama, doldurma, paketleme, depolama, taşıma, yükleme, boşaltma ve dağıtım, tesis makine ve araçları ile bunların tüm yan, yardımcı ve tamamlayıcı sektör ve dallarında menkul ve gayrimenkul edinilmesi, fabrika kurulması, fabrika işletilmesi bu amaç için gerektiğinde fabrika kiralınmasını kapsamaktadır.

Şirket'in merkezi Adana'dadır. Şirket, Sarıçam/Adana'da bulunan Adana Fabrikası, Kızıltepe/Mardin'de bulunan Mardin Fabrikası 1, Mersin'de bulunan Mersin Fabrikası ve bağlı ortaklığı Azim Un'un sahibi olduğu Mardin Fabrikası 2 olmak üzere 4 (dört) adet üretim tesisi ile üretim faaliyetlerine devam etmektedir. Söz konusu 4 adet üretim tesisi, toplam 1.504 ton/günlük buğday kırma kapasitesine sahiptir.

Şirket üretiminin ana ham maddesi, buğdaydır. Buğday piyasasındaki arz durumu ve üretim ihtiyaçlarına göre yerli ve ithal buğday kullanılarak üretim yapılmaktadır. Şirket'in ana hedefleri içerisinde yer alan, yerli pazarda lüks diye tabir edilen paketli ürünler pazarında büyümek amacıyla 28 çeşit un geliştirilmiş olup, bu konuda yeni ürünler için de çalışmalarına devam etmektedir. Bunun yanı sıra Şirket, 2025 yılında makarna fabrikası yatırımı yaparak 2026 yılının ocak ayı itibarıyla makarna üretimine başlamıştır.

Üretim Tesisleri

Şirket un üretimini Mardin ve Adana illerinde yer alan fabrikalarında gerçekleştirmektedir. Adana'da yer alan fabrikanın ilk alındığı tarihteki buğday kırma kapasitesi günlük 200 ton olup, 2008 yılında satın alınmıştır. 2016 yılında mevcut fabrika yıkılarak günün teknolojisine uygun günlük 396 ton buğday kırma kapasiteli yeni bir un fabrikası (Adana Fabrikası) yapılmıştır. Mardin'deki Akhan Un fabrikası (Mardin Fabrikası 1) 2011 yılında kurulmuş olup, günlük 542 ton buğday kırma kapasitesine sahiptir. 2020 yılında iç piyasadan daha fazla pay almak amacı ile, lüks ürün kategorisi için günlük 400 ton un paketleme kapasitesine sahip paketleme tesisi kurulmuştur. Ayrıca bağlı ortaklık konumundaki Azim Un fabrikası (Mardin Fabrikası 2) 2009 yılında yapılmış olup günlük 300 ton buğday kırma kapasitesine sahiptir. Ekim 2024'te yapılan kiralama ile Şirket tarafından faaliyete geçirilmiş olan Mersin Fabrikası ise günlük 266 ton buğday kırma kapasitesine sahiptir.

Enerji Tesisleri

Mersin'in Gülnar ilçesinde kurulu gücü 5,6 MW olan arazi tipi güneş enerji santrali yapımı gerçekleştirilmiştir. Bu yatırım tamamlanmış olup, Şubat 2024'te devreye alınmıştır.

Şirket'in Konya'nın Taşkent ilçesinde yapımına başlanmış olan 8,8 MW'lık güneş enerjisi santrali yatırımı bulunmaktadır. Konu projenin 4,9 MW'lık kısmının mülkiyeti Akhan Un'a ait

52.000 m² arazi üzerine, 3,9 MW'lık kısmı ise mülkiyeti Azim Un'a ait yine 52.000 m² arazi üzerine yapılmaktadır. 2024 Nisan ayında yapımına başlanan proje tamamlanmış olup Şubat 2025 sonunda devreye alınmıştır.

Şirket'in ürün bazında satış gelirleri kırılımına aşağıda yer verilmiştir.

Ürün Grubu (TL)	2022	%	2023	%	2024	%	30.09.2024	%	30.09.2025	%
1. Yurt İçi	4.505.738.427	62,3	4.795.208.772	69,8	4.288.205.142	76,70	2.543.424.616	69,5	4.132.093.995	89,8
1.1 Un	3.539.464.317	48,9	3.114.095.424	45,4	2.784.881.103	49,80	2.050.893.848	56,0	2.327.305.446	50,6
Ekmeklik Un Satışı (Toplam)	2.956.461.629	40,8	2.691.547.546	39,2	1.808.140.733	32,30	1.224.892.898	33,5	1.451.586.442	31,5
Lüks Grubu Un Satışı (Toplam)	577.018.009	8,0	419.215.013	6,1	972.676.634	17,40	824.611.190	22,5	867.998.547	18,9
Lüks Grubu - Zincir Un Satışı	5.984.679	0,1	3.332.866	0,05	4.063.736	0,10	1.389.760	0,1	7.720.457	0,2
1.2 Kepek	963.911.077	13,0	532.834.586	7,8	629.974.427	11,30	427.312.674	11,7	340.174.201	7,4
1.3 Ticari Ürün Satışları	-	-	1.126.465.928	16,4	827.905.016	14,80	28.382.966	0,8	1.420.189.671	30,8
Buğday Satışları	-	-	1.126.465.928	16,4	827.905.016	14,80	28.382.966	0,8	1.420.189.671	30,8
1.4 Diğer Hizmet Satışları	2.363.033	0,1	21.812.833	0,3	31.285.341	0,60	22.909.694	0,6	40.424.677	0,9
1.5 Diğer Gelirler	-	-	-	-	14.159.254	0,30	13.925.434	0,4	4.000.000	0,1
2. Yurt Dışı	2.731.679.309	37,7	2.070.345.823	30,2	1.304.380.612	23,30	1.115.758.244	30,5	471.607.428	10,2
2.1 Un	2.591.606.909	35,8	2.070.345.823	30,2	1.304.380.612	23,30	1.115.758.244	30,5	471.607.428	10,2
Ekmeklik Un Satışı (Toplam)	2.591.606.909	35,8	2.070.345.823	30,2	1.304.380.612	23,30	1.115.758.244	30,5	471.607.428	10,2
2.2 Kepek ve Diğer Ürünler	140.072.401	1,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam	7.237.417.736	100,0	6.865.554.595	100	5.592.585.754	100,00	3.659.182.860	100,0	4.603.701.423	100,0

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda Sanayi Ticaret A.Ş. pay halka arzı kapsamında Şirket mevcut sermayesinin 218.650.000 TL'den 273.350.000 TL'ye artırılması suretiyle ihraç edilecek 54.700.000 TL nominal değerli payların satışı gerçekleştirilecektir. Bu payların satılması halinde halka açıklık oranı %20,01 seviyesinde olacaktır. Ek pay satışı planlanmamaktadır.

Ortağın Unvanı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Orhan İlhan	A	9.565.625	4,37%	9.565.625	3,50%
	B	28.696.875	13,12%	28.696.875	10,50%
Doğan İlhan	A	9.019.375	4,13%	9.019.375	3,30%
	B	27.058.125	12,38%	27.058.125	9,90%
Yunus Emre İlhan	A	9.019.375	4,13%	9.019.375	3,30%
	B	27.058.125	12,38%	27.058.125	9,90%
Nihad İlhan	A	9.019.375	4,13%	9.019.375	3,30%
	B	27.058.125	12,38%	27.058.125	9,90%
Emrullah İlhan	A	9.019.375	4,13%	9.019.375	3,30%
	B	27.058.125	12,38%	27.058.125	9,90%
Muhammed Musa İlhan	A	9.019.375	4,13%	9.019.375	3,30%
	B	27.058.125	12,38%	27.058.125	9,90%
Halka Açık Kısım	B	-	-	54.700.000	20,01%
Toplam		218.650.000	100,0%	273.350.000	100,00%

Değerlendirme

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin KAP'ta yayınlamış olduğu 07/01/2026 tarihli Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda Sanayi Ticaret A.Ş. Pay Halka Arzı Fiyat Tespit Raporu'na ve Belirlenen Pay Başına Halka Arz Fiyatına İlişkin Değerlendirme

Söz konusu Akhan Un pay halka arzı kapsamında Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından pay başına halka arz fiyatının tespiti için hazırlanan fiyat tespit raporunda i) Pazar Yaklaşımı ve ii) Gelir Yaklaşımı yöntemleri kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Halk Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda İNA yönteminde; 30.09.2025 dönemi faaliyet sonuçları baz olarak esas alınmış olup, 2025 - 2029 yılları arası projeksiyon dönemi olarak kabul edilmiştir.

İNA Analizinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ve ilgili açıklamalar aşağıda gösterilmiştir.

AOSM	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	Uç Değer
Risksiz Faiz Oranı	33,30%	23,70%	17,40%	15,50%	13,50%	12,50%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Piyasa Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Özkaynak Maliyeti	38,80%	29,20%	22,90%	21,00%	19,00%	18,00%
Kaldıraç Oranı	45,00%	45,00%	45,00%	45,00%	45,00%	45,00%
Borçlanma Maliyeti	38,30%	28,60%	22,20%	20,20%	18,10%	17,00%
Finansal Vergi Oranı	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	24,00%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	34,70%	26,10%	20,30%	18,60%	16,80%	15,70%

Risksiz getiri oranı için referans olarak Türkiye 5 yıl vadeli TL tahvilinin getiri oranı kullanılmıştır. Mevcut durumdaki makroekonomik beklentiler de göz önünde bulundurularak 2025 yılından itibaren kademeli olarak azaltılmıştır.

Şirket'in payları henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan, istatistiki olarak paya özgü standart beta hesabı yapılamaması nedeniyle değerlendirme çalışmasında beta katsayısı 1 olarak kabul edilmiştir.

Piyasa risk primi son dönemdeki piyasa teamüllerine paralel olarak, projeksiyon dönemi boyunca %5,5 olarak varsayılmıştır.

Özkaynak maliyeti, risksiz faiz oranına beta ve piyasa risk primi çarpımından gelen değer eklenerek bulunmuştur.

Şirket'in 30.09.2025 tarihli finansal tabloları itibarıyla 2.836.906.517 TL finansal borcu bulunmaktadır. Söz konusu tarih itibarıyla bu tutar, %45'lik bir kaldıraç oranına tekabül etmektedir. Bu oranın projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.

Borçlanma maliyeti, Şirket'e özgü risk ve finansman koşulları göz önünde bulundurularak 2025 yılı için risksiz getiri oranına 500 baz puan risk primi eklenerek hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminin kalan yıllarında ise risksiz getiri oranı üzerine eklenen risk primi kademeli olarak azaltılarak hesaplama yapılmıştır.

AOSM dahilinde kullanılan kurumlar vergisi oranı, halka açıldıktan sonraki 5 sene için %2 indirim ve sanayi sicil belgesini haiz ve fiilen üretim faaliyetiyle iştigal eden kurumların

münhasıran üretim faaliyetinden elde ettikleri kazançlarına kurumlar vergisi oranı için %1 indirim uygulanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca kurumlar vergisi oranı %22, uç değer hesabına konu olan dönem için ise %24 olarak varsayılmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca varsayılan AOSM ortalaması %23,3 olarak hesaplanmış, uç değere konu AOSM ise %15,7 olarak varsayılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları

Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 30.09.2025 tarihindeki firma değeri bulunmuş ve firma değerine nakit ve nakit benzerleri eklenip finansal borçlar çıkarılarak Şirket'in 30.09.2025 tarihindeki özsermaye değeri 9.231.656.887 TL olarak hesaplanmıştır. 30.09.2025 tarihli özsermaye değeri, değerlendirme tarihi olan 07.01.2026 tarihindeki karşılığına 2025 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak getirilmiş ve özsermaye değeri 9.894.915.988 TL olarak hesaplanmıştır.

İNA Tablosu	2025-03T*	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	Uç Değer
Net Satışlar	2.237.785.606	9.414.518.325	11.222.048.131	13.141.688.790	15.307.638.990	16.149.559.135
Satışların Maliyeti (-)	-1.730.287.497	-7.423.429.175	-8.741.632.756	-10.104.404.858	-11.573.310.903	-12.209.843.002
Brüt Kar	507.498.109	1.991.089.150	2.480.415.375	3.037.283.932	3.734.328.087	3.939.716.132
Brüt Kar Marjı (%)	22,7	21,1	22,1	23,1	24,4	24,4
Faaliyet Giderleri (-)	-117.027.531	-454.684.819	-497.093.325	-529.559.225	-555.608.084	-586.166.529
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid (-)	-60.993.301	-237.773.985	-260.981.036	-279.341.007	-294.765.376	-310.977.472
Genel Yönetim Giderleri (-)	-56.034.230	-216.910.834	-236.112.288	-250.218.218	-260.842.708	-275.189.057
Esas Faaliyet Karı	390.470.577	1.536.404.331	1.983.322.050	2.507.724.707	3.178.720.003	3.353.549.603
Amortisman	37.327.850	106.081.811	106.789.744	107.610.177	108.546.919	114.516.999
FAVÖK	427.798.427	1.642.486.142	2.090.111.795	2.615.334.884	3.287.266.922	3.468.066.603
FAVÖK Marjı (%)	19,1	17,4	18,6	19,9	21,5	21,5
Vergi (-)	-183.301.392	-338.008.953	-436.330.851	-551.699.435	-699.318.401	-804.851.905
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-279.140.345	-1.274.240.419	-926.698.855	-970.325.766	-1.065.271.004	-438.779.781
Yatırımlar	-4.885.056	-5.933.056	-7.078.333	-8.204.323	-9.367.421	-9.882.629
Serbest Nakit Akımı	-39.528.366	24.303.715	720.002.755	1.085.105.359	1.513.310.096	2.214.552.287
AOSM	34,70%	26,10%	20,30%	18,60%	16,80%	15,70%
İndirgeme Dönemi	0,13	1,13	2,13	3,13	4,13	4,13
İndirgeme Faktörü	0,96	0,81	0,65	0,55	0,47	0,47
İndirgenmiş Nakit Akımları	-38.082.358	19.596.533	471.370.589	594.655.163	704.776.271	10.143.656.462
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	1.752.316.198					
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	5,50%					
İndirgenmiş Devam Eden Değer	10.143.656.462					
Firma Değeri	11.895.972.661					
Nakit ve Nakit Benzerleri	172.590.743					
Finansal Borçlar	-2.836.906.517					
Özkaynak Değeri (30.09.2025)	9.231.656.887					
Özkaynak Değeri (07.01.2026)	9.894.915.988					

*2025 yılının kalan son 3 ayına yönelik tahmini ifade etmektedir.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yönteminde, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmiştir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmekte olduğu belirtilmiştir. Çarpan analizi yönteminde kullanılan başlıca değerlendirme çarpanları aşağıda yer almaktadır.

- Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK)
- Firma Değeri / Net Satışlar (FD / Net Satışlar)
- Fiyat / Kazanç (F / K)
- Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD / DD)

Fiyat Tespit Raporu çalışmasında BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri, BİST Ana Pazar Endeksi Şirketleri ve Yurt Dışı Benzer Şirketler olmak üzere üç ayrı grubun FD/FAVÖK, FD/Net Satışlar ve PD/DD çarpanları kullanılmıştır. TMS 29 kapsamındaki enflasyon düzeltmelerinin çarpanları kullanılan şirketlerde yarattığı etki sebebiyle F/K çarpanı değerlendirme dışında bırakılmıştır.

Çarpanın belirlenmesi sonrasında uç değerler olarak kabul edilen ve değerlemeyi etkilemesi olası çarpanların tespit edilmesi ile değerlemeye dahil edilmemesi için ilgili çarpan grubu medyanın %25 oranında alt sınır ve medyanın bir buçuk katı kadar olan değerler üst sınır olarak belirlenmiştir. Alt ve üst sınırlar hesaplandıktan sonra alt sınırın altında kalan ve üst sınırın üstünde kalan çarpanlar değerlemeye dahil edilmemiştir.

Özet Finansallar (TL)	31.12.2024 (A)	30.09.2024 (B)	30.09.2025 (C)	Yıllıklandırılmış (A)+(B)+(C)
Nakit ve Nakit Benzerleri			172.264.237	
Finansal Borçlar			-2.836.906.517	
Net Borç / (Nakit)			-2.664.642.280	
Özkaynak Toplamı			3.462.119.211	
Ödenmiş Sermaye			218.650.000	
Net Satışlar	5.592.585.754	3.659.182.860	4.603.701.423	6.537.104.317
FVÖK	561.216.081	721.980.894	584.105.182	423.340.369
Amortisman	112.775.376	80.466.674	68.160.656	100.469.358
FAVÖK	673.991.457	802.447.568	652.265.838	523.809.727
FAVÖK Marjı (%)	12,1	21,9	14,2	8
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir / Giderler (Net)	18.764.693	22.190.813	105.113.588	101.687.468
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / Giderler (Net)	7.025.896	7.342.293	4.632.012	4.315.615
Düzeltilmiş FAVÖK	666.965.561	795.105.275	647.633.826	519.494.112
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı (%)	11,9	21,7	14,1	7,9

Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi kapsamında; BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri, BİST Ana Pazar Endeksi Şirketleri ve Yurt Dışı Benzer Şirketler çarpanına uygulanacak Özsermaye, Düzeltilmiş FAVÖK ve Net Satışlar hesabı yukarıdaki tabloda verilmiştir. Şirket'in Faiz ve Vergi Öncesi Karına amortisman giderleri ekleyerek FAVÖK elde edilmiştir. Daha sonra Yatırım Faaliyetlerinden Gelir ve Giderlerin net etkisi eklenerek Düzeltilmiş FAVÖK'e ulaşılmıştır. 30.09.2025 tarihli özkaynak toplamı ile 31.12.2024, 30.09.2025 ve 30.09.2025 dönemleri için hesaplanan Düzeltilmiş FAVÖK ve Net Satışlar son 12 ayı baz alacak şekilde yıllıklandırılarak değerlemede gösterge değer olarak kullanılmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları

Şirket Kodu	Şirket Adı	FD / FAVÖK	FD / Net Satışlar	PD / DD
LOTUS MK Equity	Lotus KFM BHD	364,74	1,70	4,27
MEGASTAR IN Equity	Megastar Foods Ltd	12,46	0,86	2,77
SSFL IN Equity	Srivari Spices & Foods Ltd	9,73	1,59	4,31
BUAFOODS NL Equity	BUA Foods PLC	23,6	7,89	23,95
LFM PM Equity	Liberty Flour Mills Inc	-	5,48	3,26
KLASR BT Equity	Klas dd Sarajevo	27,62	1,29	4,15
MORI AR Equity	Morixe Hermanos	18,54	1,73	4,47
ADM US Equity	Archer-Daniels-Midland Co	16,19	0,44	4,25
GIS US Equity	General Mills Inc	8,19	1,92	2,46
MDIA3 BZ Equity	M Dias Branco SA	6,68	0,76	0,97
CPB US Equity	Campbell Soup Co	9,17	1,47	1,98
BGS US Equity	B&G Foods Inc	-	1,27	0,68
HAIN US Equity	Hain Celestial Group Inc/The	-	0,55	0,24
HERDEZ MM Equity	Grupo Herdez SAB de CV	6,86	1,18	7,17
GRUMAB MM Equity	Gruma SAB de CV	6,35	1,15	2,77
TBS SJ Equity	Tiger Brands Ltd	12,66	1,77	3,69

	FD/FAVÖK	FD/Net Satışlar	PD/DD
Medyan	12,5	1,4	2,2
Üst Sınır	18,7	2,1	3,3
Alt Sınır	8,3	0,9	1,5
Eliminasyon Sonrası Medyan	12,6	1,5	2,8

Yurt Dışı Benzer Şirketler grubunda 16 şirket olup, uç değer eliminasyonu öncesi medyan FD/FAVÖK, FD/Net Satışlar ve PD/DD değerleri sırasıyla 12,5 - 1,4 - 2,2 olarak hesaplanmıştır. İlgili çarpanlar için eliminasyon sonrası medyan değerler FD/FAVÖK, FD/Net Satışlar ve PD/DD çarpanları için sırasıyla 12,6 - 1,5 - 2,8 olarak hesaplanmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değerini Hesaplanması

Çarpan	Katsayı	Gösterge (TL)	Değer (TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (TL)
FD / FAVÖK	12,60	519.494.112	3.860.203.767	33%	1.286.734.589
FD / Net Satış	1,50	6.537.104.317	7.337.127.325	33%	2.445.709.108
PD / DD	2,80	3.462.119.211	9.590.070.214	33%	3.196.690.071
TOPLAM				100%	6.929.133.769

BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirket Çarpanları

	FD/FAVÖK	FD/Net Satışlar	PD/DD
Medyan	14,6	1,4	1,1
Üst Sınır	21,9	2,1	1,6
Alt Sınır	9,7	0,9	0,7
Eliminasyon Sonrası Medyan	15,2	1,4	1,0

BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri grubunda şirketlerin uç değer eliminasyonu öncesi medyan FD/FAVÖK, FD/Net Satışlar ve PD/DD değerleri sırasıyla 14,6 - 1,4 - 1,1 olarak hesaplanmıştır. İlgili çarpanlar için eliminasyon sonrası medyan değerler FD/FAVÖK, FD/Net Satışlar ve PD/DD çarpanları için sırasıyla 15,2 - 1,4 - 1,0 olarak hesaplanmıştır.

BİST Gıda İçecek Çarpanlarına Göre Özsermaye Değerini Hesaplanması

Çarpan	Katsayı	Gösterge (TL)	Değer (TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (TL)
FD / FAVÖK	15,2	519.494.112	5.252.447.987	33%	1.750.815.996
FD / Net Satış	1,4	6.537.104.317	6.225.819.591	33%	2.075.273.197
PD / DD	1,0	3.462.119.211	3.289.013.250	33%	1.096.337.750
TOPLAM				100%	4.922.426.943

BİST Ana Pazar Endeksi Şirket Çarpanları

	FD/FAVÖK	FD/Net Satışlar	PD/DD
Medyan	14,3	2,1	1,5
Üst Sınır	21,5	3,1	2,2
Alt Sınır	9,5	1,4	1,0
Eliminasyon Sonrası Medyan	13,8	2,0	1,5

BİST Ana Pazar Endeksi Şirketleri grubunda 271 şirket olup, uç değer eliminasyonu öncesi medyan FD/FAVÖK, FD/Net Satışlar ve PD/DD değerleri sırasıyla 14,3 - 2,1 - 1,5 olarak hesaplanmıştır. İlgili çarpanlar için eliminasyon sonrası medyan değerler FD/FAVÖK, FD/Net Satışlar ve PD/DD çarpanları için sırasıyla 13,8 - 2,0 - 1,5 olarak hesaplanmıştır.

Çarpan	Katsayı	Gösterge (TL)	Değer (TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (TL)
FD / FAVÖK	13,8	519.494.112	4.519.961.289	33%	1.506.653.763
FD / Net Satış	2,0	6.537.104.317	10.082.711.138	33%	3.360.903.713
PD / DD	1,5	3.462.119.211	5.123.936.432	33%	1.707.978.811
TOPLAM				100%	6.575.536.286

Pazar Yaklaşımı Değer Özeti

Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi kapsamında BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri, BİST Ana Pazar Endeksi Şirketleri ve Yurt Dışı Benzer Şirketler olmak üzere üç farklı çarpan grubu ve Şirket'in finansal bilgileri ile hesaplanan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Söz konusu üç grup için ayrı ayrı hesaplanan özsermaye değerlerine sırasıyla %25, %25 ve %50 ağırlık verilerek toplamda 6.339.057.692 TL ağırlıklı özsermaye değerine ulaşılmıştır.

BİST Ana Pazar Endeksi Şirketleri ve BİST Gıda İçecek Endeksi Şirketleri'nde Akhan Un'un faaliyeti ile birebir örtüşen şirket sayısı azdır. Akhan Un, brüt kar marjının yüksek olduğu lüks un grubu henüz yeni ağırlık vermeye başlamış olup buna rağmen yurt içi benzer şirketlere nazaran daha yüksek brüt kar marjına sahiptir. Akhan Un ayrıca enerji maliyetlerini düşürmek için GES yatırımlarını yapmış olması, makarna tesisinin 2026 yılının Ocak ayı itibarıyla üretime başlamış olması gibi sebepler göz önünde bulundurularak yurt içindeki benzer şirketlerden ayrılmış olması nedeniyle, yurt dışındaki benzer şirketlere %50 ağırlık verilmiştir. Nihai olarak yurt içi şirketlerin çarpanına %50, yurt dışı şirketlerin çarpanına %50 ağırlık verilmiştir.

Pazar Yaklaşımı	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Ağırlıklı Özsermaye Değeri (TL)
BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri	4.922.426.943	25%	1.230.606.736
BİST Ana Pazar Endeksi Şirketleri	6.575.536.286	25%	1.643.884.072
Yurt Dışı Benzer Şirketler	6.929.133.769	50%	3.464.566.884
Toplam		100%	6.339.057.692

Değerleme Sonucu

Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Ağırlıklı Özsermaye Değeri (TL)
1. Gelir Yaklaşımı	9.894.915.988	45%	4.452.712.195
2. Pazar Yaklaşımı	6.339.057.692	55%	3.486.481.730
2.1 BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri	4.922.426.943	25%	1.230.606.736
2.2 BİST Ana Pazar Endeksi Şirketleri	6.575.536.286	25%	1.643.884.072
2.3 Yurt Dışı Benzer Şirketler	6.929.133.769	50%	3.464.566.884
Toplam (1+2)			7.939.193.925
3. Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller			95.105.179
4. Azim Un'un Azınlık Payları Çıktıktan Sonraki Tahmini Değer ((1+2)*(1-6*5))			7.284.811.880
5. Azim Un'un Azınlık Payları			34%
6. Azim Un'un Toplam Kapasite İçerisindeki Oranı			24%
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (3+4)			7.379.917.059

Şirket'in gelir yaklaşımından gelen özsermaye değeri 9.894.915.988 TL, piyasa yaklaşımından gelen değeri 6.339.057.692 TL olarak hesaplanmaktadır. Gelir yaklaşımından hesaplanan özsermaye değerine %45, pazar yaklaşımından hesaplanan özsermaye değerine %55 ağırlık verilmiştir.

Yapılan ağırlıklandırma ile toplam özsermaye değeri 7.939.193.925 TL olarak hesaplanmıştır. Azim Un'un %34 oranındaki azınlık hisselerinin değerlendirme kapsamı dışına alınması amacıyla, konsolide nakit akımları üzerinden yapılan nakit akımlarına uyarlama yapılmıştır. Bu kapsamda Azim Un'un değeri, kapasitenin konsolide kapasite üzerinden ayrıştırılması ile oluşturulmuştur. Azim Un'un toplam kapasite içerisindeki oranı olan %24 ile Azim Un'un azınlık hisselerinin oranı olan %34 çarpılmış ve bu oran üzerinden değerlemeye yansıtılarak halka arza konu paylar için 7.284.811.880 TL değer tahmin edilmiştir. Bu değere yatırım amaçlı gayrimenkullerin 30.09.2025 tarihi itibarıyla bilançoda 95.105.179 TL kayıtlı değeri eklenerek, halka arz öncesi özsermaye değeri 7.379.917.059 TL olarak hesaplanmıştır.

Halka arz pay fiyatı ve iskonto oranı aşağıda hesaplanmıştır.

	TL
Çıkarılmış Sermaye	218.650.000
Sermaye Artırımı	54.700.000
Yeni Sermaye	273.350.000
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	7.379.917.059
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Pay Değeri	33,75
Halka Arz İskontosu	36,30%
İskonto Sonrası Özsermaye Değeri	4.700.975.000
İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri	21,50
Halka Arza Konu Nominal Paylar	54.700.000
Halka Açıklık Oranı	20,01%
Halka Arz Büyüklüğü	1.176.050.000

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi piyasa değerleri dikkate alındığında, halka arz öncesi pay başına değer üzerinden halka arz iskonto oranı yaklaşık %36,30 olarak uygulanmıştır

Fiyat Tespit Raporu'nda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat Tespit Raporu'nda Akhan Un hakkında ve faaliyetlerine ilişkin detaylı bilgi verildiği, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektöre ilişkin açıklamalarda bulunduğu görülmüştür. Değerleme çalışmasına esas teşkil eden değerleme yöntemlerinin tercih durumları, nedenleriyle birlikte yeterli bir şekilde açıklandığı görülmektedir.
- Çarpan analizinde; TMS 29 kapsamındaki enflasyon düzeltmelerinin çarpanları kullanılan şirketlerde yarattığı etki sebebiyle F/K çarpanının değerlendirme dışında bırakılmasını ve çarpan analizi yönteminde FD/FAVÖK, FD/Net Satışlar ve PD/DD çarpanlarının kullanılmış olmasını makul buluyoruz.
- Piyasa çarpan analizi yönteminde, çarpanın belirlenmesi sonrasında uç değerler olarak kabul edilen ve değerlemeyi etkilemesi olası çarpanların tespit edilmesi ile değerlemeye dahil edilmemesi için ilgili çarpan grubu medyanın %25 oranında alt sınır ve medyanın bir buçuk katı kadar olan değerler üst sınır olarak belirlenmiş olmasını, ayrıca alt ve üst sınırlar hesaplandıktan sonra alt sınırın altında kalan ve üst sınırın üstünde kalan çarpanların değerlemeye dahil edilmemesini olumlu buluyoruz.
- İNA kapsamında kullanılan varsayım ve tahminler ile bunlara yönelik yapılan açıklamaların anlaşılır ve makul olduğunu düşünüyoruz.
- Azim Un'un %34 oranındaki azınlık hisselerinin değerlendirme kapsamı dışına alınması amacıyla, konsolide nakit akımları üzerinden yapılan nakit akımlarına uyarlama yapılmasını makul buluyoruz.
- Nihai olarak Şirket'in piyasa değeri belirlenirken; Pazar yaklaşımı yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %55 oranında ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %45 oranında ağırlık verilmesini uygun olduğunu düşünüyoruz.

Sonuç: Değerleme çalışmasında; pay başına halka arz değeri üzerinden %36,30 oranında halka arz iskontosu uygulanarak Akhan Un için 21,50 TL olarak belirlenen pay başına halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

Özet Finansal Veriler

Bilanço -TL	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Nakit ve Nakit Benzerleri	160.876.007	901.361.112	63.903.916	172.264.237
Finansal Yatırımlar	108.649.339	-	-	326.506
Ticari Alacaklar	1.269.346.494	404.573.424	1.426.294.531	989.925.879
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	583.435	122.663.198	39.387.543	28.784.497
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	1.268.763.059	281.910.226	1.386.906.988	961.141.382
Diğer Alacaklar	147.272.922	101.595.546	90.312.655	84.868.186
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	147.272.922	101.595.546	90.307.370	84.863.972
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-	5.285	4.214
Stoklar	1.238.662.109	1.975.566.113	1.777.784.776	2.550.054.692
Peşin Ödenmiş Giderler	473.899.748	1.517.304.856	1.199.101.886	715.917.441
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	9.476.706	2.265.341	15.325.448	4.711.321
Diğer Dönen Varlıklar	113.509.655	11.400.255	108.344.081	79.861.264
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Finansal Varlıklar	168.269.672	-	-	-
Toplam Dönen Varlıklar	3.690.162.652	5.014.066.647	4.681.067.293	4.597.929.526
Diğer Alacaklar (Duran)	41.014	24.890	372.162	296.723
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	96.400.304	95.105.179	95.105.179	95.105.179
Maddi Duran Varlıklar	1.142.503.670	1.419.115.725	1.736.976.255	2.759.745.359
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	559.173	801.935	3.503.861	4.426.535
Peşin Ödenmiş Giderler (Duran)	32.711.233	2.834.473	273.266.815	469.754.376
Ertelenmiş Vergi Varlığı	18.786.404	23.113.871	36.737.833	45.170.335
Toplam Duran Varlıklar	1.291.001.798	1.540.996.073	2.145.962.105	3.374.498.498
TOPLAM VARLIKLAR	4.981.164.450	6.555.062.720	6.827.029.398	7.972.428.024
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.772.285.099	1.227.179.723	1.084.825.516	1.052.830.918
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	109.395.480	182.806.824	827.326.885	1.139.242.299
Ticari Borçlar	385.818.709	394.906.747	200.925.637	667.368.857
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.450.276	2.150.494	4.220.385	14.628.183
Diğer Borçlar	1.079.390	216.875.385	-	-
Ertelenmiş Gelirler	137.938.508	146.327.666	254.124.302	276.492.607
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	18.256.453	28.887.496	3.663.556	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	5.710.157	8.216.531	11.521.564	18.957.200
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	4.215.202	4.584.897	9.284.376	17.672.511
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	1.494.955	3.631.634	2.237.188	1.284.689
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	30.146.536	12.970.628	2.077.254	4.339.927
Kısa Vadeli Yükümlülükler Toplamı	2.462.080.599	2.220.321.494	2.388.685.059	3.173.859.991
Uzun Vadeli Borçlanmalar	143.480.174	258.314.032	416.362.310	644.833.300
Ticari Borçlar	-	-	-	377.382.621
Uzun Vadeli Karşılıklar	8.959.234	11.818.657	19.207.364	21.806.425
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	8.959.234	11.818.657	19.207.364	21.806.425
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	397.336.070	520.226.204	433.798.278	292.426.476
Uzun Vadeli Yükümlülükler Toplamı	549.775.478	790.358.893	869.367.952	1.336.448.822
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	218.650.000	218.650.000	218.650.000	218.650.000
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	1.192.821.372	1.192.821.372	1.192.821.372	1.192.821.372
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	-7.148.549	-11.152.405	-19.793.119	-20.436.002
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	344.402.835	352.670.331	352.670.331	352.670.331
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları	344.402.835	352.670.331	352.670.331	352.670.331
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	39.579.938	1.201.232.203	1.227.521.869	1.227.521.869
Geçmiş Yıllar Kârları / (Zararları)	73.253.200	181.002.777	395.610.883	431.108.096
Dönem Net Kârı / Zararı	107.749.577	214.608.106	35.497.213	45.334.914
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	194.549.949	165.997.798	14.448.631
Özkaynaklar Toplamı	1.969.308.373	3.544.382.333	3.568.976.347	3.462.119.211
TOPLAM KAYNAKLAR	4.981.164.450	6.555.062.720	6.827.029.398	7.972.428.024

Gelir Tablosu -TL	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Hasılat	7.237.417.736	6.865.554.595	5.592.585.754	3.659.182.860	4.603.701.423
Satışların Maliyeti (-)	-5.880.757.041	-6.047.579.005	-4.795.639.249	-2.805.467.584	-3.888.586.064
Brüt Kâr (Zarar)	1.356.660.695	817.975.590	796.946.505	853.715.276	715.115.359
Genel Yönetim Giderleri (-)	-69.669.031	-77.269.774	-110.352.474	-64.332.644	-115.276.846
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-838.165.302	-270.111.546	-151.168.539	-96.934.844	-125.478.931
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	419.795.113	336.646.020	138.982.803	97.101.055	185.536.886
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-205.621.316	-54.929.301	-120.218.110	-74.910.242	-80.423.298
Esas Faaliyet Kârı (Zararı)	663.000.159	752.310.989	554.190.185	714.638.601	579.473.170
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	19.824.033	119.489.337	7.068.418	7.342.293	4.708.843
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-3.159.959	-42.522	-	-76.831
Fin. Gel./ (Gid.) Öncesi Faal Kârı (Zararı)	682.824.192	868.640.367	561.216.081	721.980.894	584.105.182
Finansman Gelirleri	114.118.566	112.626.041	78.165.336	68.809.769	32.056.289
Finansman Giderleri (-)	-542.349.232	-559.926.496	-758.321.581	-570.582.165	-769.598.335
Net Parasal Poz. Kazançları / Kayıpları	79.073.075	84.008.454	446.033.057	255.125.610	450.588.423
Sürdürülen Faal. Vergi Ön. Kârı (Zararı)	333.666.601	505.348.366	327.092.893	475.334.108	297.151.559
Sürdürülen Faal. Vergi Gideri / (Geliri)	-225.917.024	-367.501.865	-263.043.530	-454.913.731	-100.267.478
Dönem Vergi Gideri	-28.394.305	-57.252.588	-4.205.158	-	-
Dönem Kârı / (Zararı)	107.749.577	214.608.106	35.497.213	83.408.750	45.334.914
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	76.761.605	-28.552.150	62.988.373	-151.549.167
Ana Ortaklık Payları	107.749.577	137.846.501	64.049.363	20.420.378	196.884.081
Toplam Dönem Kârı / (Zararı)	107.749.577	214.608.106	35.497.213	83.408.751	45.334.914

Çekince:

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 sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, ve öneriler nedeniyle ortaya çıkacak kazanç veya kayıplardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar yatırımcıları bilgilendirme niteliği taşımakta, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan izahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.