

AKHAN UN FABRİKASI

ve

TARIM ÜRÜNLERİ

GIDA SANAYİ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

01.01.2026 – 30.09.2026 Dönemi

Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin

Denetimden Sorumlu Komite Tarafından Hazırlanan

Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu- III

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır.

13.11.2026

RAPORUN KONUSU VE GEREKÇESİ

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. fıkrası uyarınca, payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP 'ta yayımlanması zorunludur.

Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ("Akhan Un" veya "Şirket") payları 28-29-30 Ocak 2026 tarihlerinde halka arz edilmiş olup, 6 Şubat 2026 tarihinden itibaren BİST'te işlem görmeye başlamış olup, Akhan Un paylarının halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 maddesi kapsamında Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

1. FİYAT TESPİT RAPORUNDA YER ALAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Halk Yatırım") tarafından 07.01.2026 tarihinde hazırlanan ve 24.01.2026 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda halka arz edilecek pay başına değerin tespitinde Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak aşağıda belirtilen değerleme yöntemleri kullanılmıştır.

1-Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
2- Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi,
- a-BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri
- b-BİST Ana Pazar Şirketleri Endeksi
- c-Yurt Dışı Benzer Şirketler

Pazar Yaklaşımı Çarpan Analizi yönteminde; BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri, BİST Ana Pazar Şirketleri Endeksi, Yurt Dışı Benzer Şirketler, Firma Değeri/FAVÖK *(FD/FAVÖK)*, Firma Değeri/Net Satışlar *(FD/Net Satışlar)*, Piyasa Değeri/Defter Değeri *(PD/DD)* hesaplamaları yapılmıştır.

Değerleme çalışmasında; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi %45, Çarpan Analizi %55 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

1. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Şirket'in değerleme çalışmasında, Şirket İş Planı baz alınarak hazırlanan projeksiyonlar kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akımları analizine ait tablo aşağıda yer almaktadır.

Açıklama (TL)	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	Uç Değer
Net Satışlar	**9.414.518.325**	**11.222.048.131**	**13.141.688.790**	**15.307.638.990**	**16.149.559.135**
Satışların Maliyeti (-)	(7.423.429.175)	(8.741.632.756)	(10.104.404.858)	(11.573.310.903)	(12.209.843.002)
Brüt Kar	**1.991.089.150**	**2.480.415.375**	**3.037.283.932**	**3.734.328.087**	**3.939.716.132**
Brüt Kar Marjı (%)	*21,1*	*22,1*	*23,1*	*24,4*	*24,4*
Faaliyet Giderleri (-)	**(454.684.819)**	**(497.093.325)**	**(529.559.225)**	**(555.608.084)**	**(586.166.529)**
Faaliyet Giderleri / Satışlar (%)	*4,8*	*4,4*	*4,0*	*3,6*	*3,6*
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(237.773.985)	(260.981.036)	(279.341.007)	(294.765.376)	(310.977.472)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(216.910.834)	(236.112.288)	(250.218.218)	(260.842.708)	(275.189.057)
Esas Faaliyet Karı	**1.536.404.331**	**1.983.322.050**	**2.507.724.707**	**3.178.720.003**	**3.353.549.603**
Amortisman	106.081.811	106.789.744	107.610.177	108.546.919	114.516.999
FAVÖK	**1.642.486.142**	**2.090.111.795**	**2.615.334.884**	**3.287.266.922**	**3.468.066.603**
FAVÖK Marjı (%)	*17,4*	*18,6*	*19,9*	*21,5*	*21,5*
Vergi (-)	(338.008.953)	(436.330.851)	(551.699.435)	(699.318.401)	(804.851.905)
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(1.274.240.419)	(926.698.855)	(970.325.766)	(1.065.271.004)	(438.779.781)
Yatırımlar	(5.933.056)	(7.079.333)	(8.204.323)	(9.367.421)	(9.882.629)
Serbest Nakit Akımı	**24.303.715**	**720.002.755**	**1.085.105.359**	**1.513.310.096**	**2.214.552.287**
Devam Eden Değer					**21.780.667.647**
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	%26,1	%20,3	%18,6	%16,8	%15,7
İndirgeme Dönemi	1,13	2,13	3,13	4,13	4,13
İndirgeme Faktörü	0,81	0,65	0,55	0,47	0,47
İndirgenmiş Nakit Akımları	**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**

Şirket'in kapasite kullanım oranının ve ürün çeşitliliğin projeksiyon döneminde artıracağı ve buna bağlı olarak satış hacminin de artacağı, ticari faaliyetlerde ortaya çıkması beklenen bu gelişmenin net işletme sermayesi ihtiyacını da artıracağı öngörülmüştür. Net işletme sermayesi ihtiyacındaki artışa bağlı olarak projeksiyon dönemindeki serbest nakit akımı net işletme sermayesi ihtiyacı kadar azalmaktadır.

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 öz sermaye değeri, değerleme tarihi olan 07.01.2026 tarihindeki karşılığına 2025 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak getirilmiş ve öz sermaye değeri 9.894.915.988 TL olarak hesaplanmıştır.

2. Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

Pazar yaklaşımı; varlığın fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. Bu değerleme çalışmasında; *BİST Gıda, İçecek Şirketleri Endeksi*, *BİST Ana Pazar Şirketleri Endeksi* ve *Yurt Dışı Benzer Şirketler* olmak üzere üç ayrı grubun FD/FAVÖK, FD/NET SATIŞLAR ve PD/DD çarpanları kullanılmıştır. Değerlemeyi etkilemesi olası uç değerler olarak kabul edilen alt ve üst sınırlar tespit edilerek değerleme dışı bırakılmıştır (Eliminasyon).

Değerlemede Kullanılan Finansal Veriler

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*	*8,0*
Esas Faal. Diğer Gelir / Giderler (Net)	18.764.693	22.190.813	105.113.588	101.687.468
Yatırım Faal. 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 Özkaynaklar, Düzeltilmiş FAVÖK ve Net Satışlar hesabı yukarıdaki tabloda verilmiştir. Şirket'in Faiz ve Vergi Öncesi Karına Amortisman giderleri eklenerek 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, 30.09.2024 ve 30.09.2025 dönemleri için hesaplanan Düzeltilmiş FAVÖK ve Net Satışlar son 12 ayı baz alacak şekilde yıllıklandırılarak değerlemede gösterge değer olarak kullanılmıştır.

a. BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

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

BİST Gıda İçecek Endeksi Grubu'nda 45 şirket yer almakta olup; eliminasyon sonrası medyan çarpanlar şirketin değerlemeye konu ilgili finansal verileri ile çarpılmış ve daha sonra Yurt Dışı Benzer şirketlerde kullanılan ağırlıklarla toplama dahil edilmiştir. FD/FAVÖK ve FD/Net Satışlar için hesaplanan değerlere net borç (2.664.642.280 TL) düzeltmesi yapılmıştır. Elde dilen bu değerler %33,33 ağırlıklandırılarak özsermaye değeri 4.922.426.943 TL olarak tespit edilmiştir.

b. BİST Ana Pazar Endeksi Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

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

BİST Ana Pazar Endeksi Grubu'nda 271 şirket olup; eliminasyon sonrası medyan çarpanlar şirketin değerlemeye konu ilgili finansal verileri ile çarpılmış ve daha sonra Yurt Dışı Benzer Şirketlerde kullanılan

ağırlıklarla toplama dahil edilmiştir. FD/FAVÖK ve FD/Net Satışlar için hesaplanan değerlere net borç (2.664.642.280 TL) düzeltmesi yapılmıştır. Bulunan değerler %33,33 ağırlıklandırılarak özsermaye değeri 6.575.536.286 TL olarak tespit edilmiştir.

c. Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

Çarpan	Katsayı	Gösterge (TL)	Değer (TL)	Ağırlık (%)	Ağırlıklı Değer (TL)
FD/FAVÖK	12.6	519.494.112	3.860.203.767	33,33	1.286.734.589
FD/Net Satış	1,5	6.537.104.317	7.337.127.325	33,33	2.445.709.108
PD/DD	2,8	3.462.119.211	9.590.070.214	33,33	3.196.690.071
TOPLAM				**100**	**6.929.133.769**

Yurt Dışı Benzer Şirketler Grubunda 16 şirket olup, eliminasyon sonrası medyan çarpanlar şirketin değerlemeye konu ilgili finansal verisi ile çarpılmış ve daha sonra belirlenen ağırlıkta toplama dahil edilmiştir. F/FAVÖK ve FD/Net Satışlar için hesaplanan değerlere net borç (2.664.642.280 TL) düzeltmesi yapılmıştır. Bulunan değerler %33,33 ağırlıklandırılarak özsermaye değeri 6.929.133.769 TL olarak tespit edilmiştir.

Pazar Yaklaşımı Değer Özeti

Pazar	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Ağırlıklı Öz Sermaye 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**

Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi kapsamında BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri, BİST Ana Pazar Endeks Şirketleri ve Yurt Dışı Benzer Şirketler olmak üzere üç farklı çarpan grubu ve Şirket'in finansal bilgileri ile hesaplanan özsermaye değerleri yukarıdaki 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 grubuna henüz yeni ağırlık vermeye başlamış olmasına 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 içi benzer şirketlerden ayrışmış olması nedeniyle, yurt dışındaki benzer şirketlere %50 ağırlık verilmiştir. Nihai olarak yurt içi şirketlerin çarpanına %50, yurt dışı şirketlerin çarpanına %50 ağırlık verilmiştir.

3. DEĞERLEME SONUCU

Değerleme çalışmasında Gelir Yaklaşımı %45, Pazar Yaklaşımı %55 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Şirketin ortalama halka arz öncesi özkaynak değeri 7.379.917.059 TL olarak hesaplanmıştır.

Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	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
3.1. BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri	4.922.426.943	%25	*1.230.606.736*
3.2. BİST Ana Pazar Endeksi Şirketleri	5.675.536.286	%25	*1.643.884.072*
3.3. 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 Azınlık Payları Çıktıktan Sonraki Tahmini Değer [(1+2)*(1-6*5)]			**7.284.811.880**
5-Azim 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 değerleme kapsamı dışına alınması amacıyla, konsolide nakit akımları üzerinden yapılan nakit akımlarına uyarlama yapılmıştır. Bu kapsamda Azim Un'un değeri, kapasitesinin 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 değeri 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
Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	7.379.917.059
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Pay Değeri	33,75
Halka Arz İskonto Oranı %	**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**

4. PROJEKSİYON TAHMİN VE GERÇEKLEŞME SONUÇLARI

Halk Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yer verilen projeksiyon verilerinde 9 aylık dönemlere yer verilmemiş olup, yıllık tahminler kullanılmıştır. Bu sebeple bu raporda, Fiyat Tespit Raporu'nda yer verilen yıllık projeksiyonlar ile ilk 9 aylık gerçekleşme sonuçları karşılaştırılmıştır.

(TL)	2026 Tüm Yıl Tahmin	2026 9 Aylık Gerçekleşen	Gerçekleşme Oranı (%)
Hasılat	9.414.518.325	9.978.016.677	105,9
Satışların Maliyeti	(7.423.429.175)	(8.774.877.572)	118,2
Brüt Kar	1.991.089.150	1.203.139.105	60,4
FAVÖK (TL)	1.642.486.142	796.967.409	48,5
Brüt Kar Marjı (%)	21.1	12,05	-
FAVÖK Marjı (%)	17.4	7,99	-

Fiyatın belirlenmesi aşamasında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, hasılat, 2026 yılı tamamı için yaklaşık 9.4 milyar TL olarak öngörülmüştür. 2026 yılı ilk 9 ayı itibarıyla, öngörülen yıllık hasılatın %105,9'u gerçekleşmiştir. 2026 ilk 9 ayı itibarıyla öngörülen yıllık 2 milyar TL'lik Brüt Kar rakamı ise %60,4 gerçekleşme oranı ile 1,2 milyar TL seviyesine ulaşmıştır.

Fiyat tespit raporunda 2026 yıllık FAVÖK tutarı 1,6 milyar TL öngörülmüş olup, 2026 yılının ilk 9 ayında 797 milyon TL FAVÖK gerçekleşmiştir. Şirket'in 2026 yılı 9 aylık finansal sonuçlarına göre, FAVÖK, Brüt Kar Marjı ve FAVÖK Marjı, sırasıyla %48,5 %12,05 ve %7,99 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak; Fiyat Tespit Raporu'nda yer verilen yıllık projeksiyonlar ile 2026 9 aylık gerçekleşme sonuçları birlikte değerlendirildiğinde; Eylül 2026 rakamlarının genel eğilim hakkında bir fikir vermekle birlikte, sağlıklı değerlendirmenin yılsonu verileri ile yapılması gerektiği kanaatine varılıştır.

Saygılarımızla,

AKHAN UN FABRİKASI ve TARIM ÜRÜNLERİ
GIDA SANAYİ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

Denetimden Sorumlu Komite

Hakan ÖZEL
Başkan

Vedat Turgut ATASEVEN
Üye