

Akhan Un Fabrikası ve Tarım  
Ürünleri Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş  
27.01.2026



**Fibayatırım**

## İçindekiler

|                                                                        |    |
|------------------------------------------------------------------------|----|
| Çekince .....                                                          | 3  |
| 1. Halka Arza İlişkin Bilgiler .....                                   | 4  |
| 2. Şirket Hakkında Özet Bilgi .....                                    | 5  |
| 3. Özet Finansal Tablolar .....                                        | 6  |
| 4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi .....                                 | 6  |
| 4.1. Gelir Yaklaşımı- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ("İNA") ..... | 7  |
| 4.2. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi Yöntemi .....                    | 8  |
| 4.3. Sonuç .....                                                       | 10 |
| 5. Görüş .....                                                         | 11 |

## Çekince

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesi kapsamında, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin (“Halk Yatırım”) halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda Sanayi Ticaret A.Ş. (“Akhan” veya “Şirket”) paylarının halka arzına ilişkin olarak Halk Yatırım tarafından hazırlanan 07 Ocak 2026 tarihli fiyat tespit raporunun değerlendirilmesi amacıyla, Fiba Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Fiba Yatırım”) Kurumsal Finansman Birimi tarafından hazırlanmıştır.

Raporda yer alan bilgi, değerlendirme ve görüşler yalnızca genel bilgilendirme amaçlı olup herhangi bir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir; alış/satış teklif veya önerisi olarak yorumlanamaz. Raporda kullanılan bilgi ve veriler güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte Fiba Yatırım bu bilgilerin doğruluğu, eksiksizliği ve güncelliğine ilişkin garanti vermemektedir. Bu rapora dayanılarak alınacak yatırım kararlarının sorumluluğu yatırımcıya aittir, Fiba Yatırım ile çalışanları ve ilgili grup şirketleri doğrudan veya dolaylı zararlardan sorumlu tutulamaz.

## 1. Halka Arza İlişkin Bilgiler

|                                      |                                                                                                                                                                       |                         |                  |
|--------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|------------------|
| Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal) | Çıkarılmış Sermaye                                                                                                                                                    | 218.650.000 TL          |                  |
|                                      | Halka Arz Şekli                                                                                                                                                       | Sermaye Artırımı        |                  |
|                                      | Sermaye Artırımı                                                                                                                                                      | 54.700.000 TL           |                  |
|                                      | Ortak Satışı                                                                                                                                                          | 0 TL                    |                  |
|                                      | Halka Arz Oranı                                                                                                                                                       | 20,01%                  |                  |
|                                      | Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye                                                                                                                                  | 273.350.000 TL          |                  |
| Halka Arz Fiyatı ve Büyüklüğü        | Halka Arz İskontosu                                                                                                                                                   | 36,30%                  |                  |
|                                      | Halka Arz Fiyatı                                                                                                                                                      | 21,50 TL                |                  |
|                                      | Halka Arz Edilen Toplam Nominal Pay                                                                                                                                   | 54.700.000              |                  |
|                                      | Halka Arz Büyüklüğü                                                                                                                                                   | 1.176.050.000 TL        |                  |
| Talep Toplama Tarihleri              | 28 - 29 - 30 Ocak 2026                                                                                                                                                |                         |                  |
| Borsa Kodu                           | AKHAN                                                                                                                                                                 |                         |                  |
| Pazar                                | Ana Pazar                                                                                                                                                             |                         |                  |
| Fon Kullanım Yeri                    | İşletme sermayesinin finansmanı (%45)<br>Finansal borçların kapatılması (%40)<br>Makarna fabrikası ile ilgili finansal kiralama ödemelerinin gerçekleştirilmesi (%15) |                         |                  |
| Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar    | Yatırımcı Grubu                                                                                                                                                       | Tahsisat Payı           | Tahsisat Miktarı |
|                                      | Yurt İçi Bireysel Yatırımcı                                                                                                                                           | 60%                     | 32.820.000       |
|                                      | Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı                                                                                                                                           | 40%                     | 21.880.000       |
| Talep Toplama Yöntemi                | Sabit Fiyat ile Talep Toplama                                                                                                                                         |                         |                  |
| Aracılık Yöntemi                     | En İyi Gayret Aracılığı                                                                                                                                               |                         |                  |
| Dağıtım Yöntemi                      | Yatırımcı Grubu                                                                                                                                                       | Yöntem                  |                  |
|                                      | Yurt İçi Bireysel Yatırımcı                                                                                                                                           | Eşit                    |                  |
|                                      | Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı                                                                                                                                           | Opsiyonel               |                  |
| Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemler   | Brüt halka arz gelirinin %20'si kadar ve 30 gün olarak planlanmıştır                                                                                                  |                         |                  |
| Taahhütler                           | Şirket ve halka arz eden ortakların 1 yıl süre ile satmama taahhüdü bulunmaktadır.                                                                                    |                         |                  |
| Konsorsiyum                          | Lider Kurum                                                                                                                                                           | Katılan Üye Kurum Adedi |                  |
|                                      | Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.                                                                                                                                     | Lider dahil 43 Üye      |                  |

**Kaynak:** İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in mevcut 218.650.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin halka arz öncesi ve halka arz sonrası itibarıyla ortakları arasındaki dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Halka arz, Şirket'in 218.650.000 TL olan sermayesinin tamamı nakit karşılığı olarak 273.350.000 TL'ye çıkarılması suretiyle ihraç edilecek toplam 54.700.000 TL nominal değerli (B) grubu payların satışı suretiyle gerçekleştirilecektir. Halka arz edilecek toplam 54.700.000 TL nominal değerli (B) grubu payların, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine (273.350.000 TL) oranı %20,01 olacaktır.

| Ortağın Ünvanı          | Pay Grubu  | Halka Arz Öncesi   |               | Halka Arz Sonrası  |               |
|-------------------------|------------|--------------------|---------------|--------------------|---------------|
|                         |            | Tutar (TL)         | (%)           | Tutar (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          |
| <b>Halka Açık Kısım</b> | <b>B</b>   | <b>0</b>           | <b>0,00</b>   | <b>54.700.000</b>  | <b>20,01</b>  |
| <b>Toplam</b>           | <b>A+B</b> | <b>218.650.000</b> | <b>100,00</b> | <b>273.350.000</b> | <b>100,00</b> |

**Kaynak:** İzahname

## 2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, 2005 yılında kurulmuş olup gıda ve tarım ürünleri alanında faaliyet göstermektedir. Ana faaliyet konusu; buğday başta olmak üzere çeşitli tarım ürünlerinin işlenmesi ve un, irmik, makarna, noodle, bisküvi ve nişasta gibi mamul gıda ürünlerinin üretimi ile bu ürünlerin yurt içi ve yurt dışı pazarlarda satış ve dağıtımını kapsamaktadır. Şirket ayrıca söz konusu ürünlerin tedariki, depolanması, paketlenmesi, lojistiği ve pazarlanmasına yönelik entegre operasyonlar yürütmektedir.

Şirket, ağırlıklı olarak un üretimi alanında faaliyet göstermekte olup ekmeklik un ve lüks grubu olarak sınıflandırılan farklı un çeşitlerinden oluşan geniş bir ürün portföyüne sahiptir. Ürünlerini hem yurt içi pazara sunmakta hem de ihracat gerçekleştirmektedir. Türkiye'nin farklı bölgelerinde konumlanan üretim tesisleri aracılığıyla faaliyetlerini sürdürmekte, satış ve dağıtım operasyonlarını kendi satış ekipleri ve bayi ağı üzerinden yürütmektedir.

Yurt içi satışlar ağırlıklı olarak toptan kanal üzerinden gerçekleştirilirken, paketli ve katma değerli ürün gruplarında bayi yapılanması bulunmaktadır. İhracat faaliyetlerinde ağırlıklı olarak Orta Doğu pazarına odaklanılmakta olup, son dönemde pazar çeşitlendirme stratejisi kapsamında farklı ülkelere yönelik satışlar da geliştirilmiştir.

Üretimin ana girdisini unluk buğday oluşturmakta olup hammadde tedariki büyük ölçüde yurt içi üreticilerden sağlanmaktadır. Gerekli görülen durumlarda ithal buğday da kullanılabilir. Şirket,

tedarik zincirini yerli üreticiler ve ithalatçı firmalar aracılığıyla çeşitlendirilmiş bir yapı içerisinde yönetmektedir.

### 3. Özet Finansal Tablolar

| Özet Bilanço (TL)             | 31.12.2022           | 31.12.2023           | 31.12.2024           | 30.09.2025           |
|-------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Dönen Varlıklar               | 3.690.162.652        | 5.014.066.647        | 4.681.067.293        | 4.597.929.526        |
| Duran Varlıklar               | 1.291.001.798        | 1.540.996.073        | 2.145.962.105        | 3.374.498.498        |
| <b>Toplam Varlıklar</b>       | <b>4.981.164.450</b> | <b>6.555.062.720</b> | <b>6.827.029.398</b> | <b>7.972.428.024</b> |
| Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar | 2.462.080.599        | 2.220.321.494        | 2.388.685.099        | 3.173.859.991        |
| Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar | 549.775.478          | 790.358.893          | 869.367.952          | 1.336.448.822        |
| Özkaynaklar                   | 1.969.308.373        | 3.544.382.333        | 3.568.976.347        | 3.462.119.211        |
| <b>Toplam Kaynaklar</b>       | <b>4.981.164.450</b> | <b>6.555.062.720</b> | <b>6.827.029.398</b> | <b>7.972.428.024</b> |

| Gelir Tablosu (TL)                            | 01.01.2022           | 01.01.2023         | 01.01.2024         | 01.01.2024         | 01.01.2025         |
|-----------------------------------------------|----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                                               | 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     |
| <b>Brüt Kar</b>                               | <b>1.356.660.695</b> | <b>817.975.590</b> | <b>796.946.505</b> | <b>853.715.276</b> | <b>715.115.359</b> |
| 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        |
| <b>Faaliyet Karı</b>                          | <b>663.000.159</b>   | <b>752.310.989</b> | <b>554.190.185</b> | <b>714.638.601</b> | <b>579.473.170</b> |
| Yatırım Faaliyetlerden Gelirler               | 19.824.033           | 119.489.337        | 7.068.418          | 7.342.293          | 4.708.843          |
| Yatırım Faaliyetlerden Giderler               | 0                    | -3.159.959         | -42.522            | 0                  | -76.831            |
| <b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>  | <b>682.824.192</b>   | <b>868.640.367</b> | <b>561.216.081</b> | <b>721.980.894</b> | <b>584.105.182</b> |
| Finansal Gelirler                             | 114.118.566          | 112.626.041        | 78.165.336         | 68.809.769         | 32.056.289         |
| Finansal Dierler                              | -542.349.232         | -559.926.496       | -758.321.581       | -570.582.165       | -769.598.335       |
| Net Parasal Pozisyon Kazançları / (Kayıpları) | 79.073.075           | 84.008.454         | 446.033.057        | 255.125.610        | 450.588.423        |
| <b>Vergi Öncesi Kar</b>                       | <b>333.666.601</b>   | <b>505.348.366</b> | <b>327.092.893</b> | <b>475.334.108</b> | <b>297.151.559</b> |
| Dönem Vergi Gideri                            | -28.394.305          | -57.252.588        | -4.205.158         | 0                  | 0                  |
| Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)            | -197.522.719         | -310.249.277       | -258.838.372       | -454.913.731       | -100.267.478       |
| Kontrol Gücü Olmayan Paylar                   | 0                    | 76.761.605         | -28.552.150        | 62.988.373         | -151.549.167       |
| <b>Net Dönem Karı</b>                         | <b>107.749.577</b>   | <b>214.608.106</b> | <b>35.497.213</b>  | <b>83.408.751</b>  | <b>45.334.914</b>  |

**Kaynak:** Özel Bağımsız Denetim Raporu

### 4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Halk Yatırım tarafından hazırlanan 07 Ocak 2026 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in pay değerinin tespitinde Gelir Yaklaşımına (İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ("İNA")) %45 ağırlık, Pazar Yaklaşımına (Çarpan Analizi Yöntemi) ise %55 ağırlık verilmiştir.

## 4.1. Gelir Yaklaşımı- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (“İNA”)

Gelir yaklaşımı kapsamında değerlendirme İNA yöntemi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Çalışmada 30.09.2025 tarihli finansal veriler baz alınmış, 2025 son çeyrek ile 2029 yılları arasını kapsayan dönem projeksiyon dönemi olarak kabul edilmiş ve projeksiyon dönemi sonrası için devam eden değer hesaplanmıştır. Projeksiyonlar; Şirket’in mevcut faaliyetleri, kapasite kullanımındaki artış beklentisi, ürün karmasında lüks un segmentinin payının yükselmesi, yeni ürün gruplarının devreye alınması ve ihracat pazarlarının genişletilmesine yönelik öngörüler çerçevesinde oluşturulmuştur. Satış hacmi ve kârlılık tahminleri bu operasyonel varsayımlara dayandırılmış, işletme sermayesi kalemleri ise geçmiş gerçekleştirmeler ile cari dönem verileri birlikte dikkate alınarak modellenmiş ve sonraki yıllarda tarihsel ortalamalara kademeli yakınsama varsayılmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca hesaplanan serbest nakit akımları, yıllar itibarıyla belirlenen ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile bugünkü değere indirgenmiş; projeksiyon sonrası dönem için Gordon büyüme modeli kullanılarak devam eden değer hesaplanmıştır. İndirgenmiş nakit akımları ile devam eden değer birleştirilmesiyle firma değerine ulaşılmış, ardından net borç düzeltilmesi yapılarak özsermaye değeri hesaplanmış ve bu tutar halka arz tarihine taşınmıştır. Ayrıca kiralanan un fabrikasının yaratması beklenen operasyonel katkı İNA kapsamı dışında değerlendirilmiştir.

Şirket tarafından projeksiyon döneminde elde edilmesi beklenen nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde esas alınacak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetini (“AOSM”) hesaplamak için kullanılan varsayımlara aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

| AOSM Hesabı                                | 2025T        | 2026T        | 2027T        | 2028T        | 2029T        | Uç Değer     |
|--------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Risksiz Faiz Oranı</b>                  | <b>33,3%</b> | <b>23,7%</b> | <b>17,4%</b> | <b>15,5%</b> | <b>13,5%</b> | <b>12,5%</b> |
| Beta                                       | 1,0          | 1,0          | 1,0          | 1,0          | 1,0          | 1,0          |
| Piyasa Risk Primi                          | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         |
| <b>Özsermaye Maliyeti</b>                  | <b>38,8%</b> | <b>29,2%</b> | <b>22,9%</b> | <b>21,0%</b> | <b>19,0%</b> | <b>18,0%</b> |
| Kaldıraç Oranı                             | 45,0%        | 45,0%        | 45,0%        | 45,0%        | 45,0%        | 45,0%        |
| <b>Borçlanma Maliyeti</b>                  | <b>38,3%</b> | <b>28,6%</b> | <b>22,2%</b> | <b>20,2%</b> | <b>18,1%</b> | <b>17,0%</b> |
| Finansal Vergi Oranı                       | 22,0%        | 22,0%        | 22,0%        | 22,0%        | 22,0%        | 24,0%        |
| <b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b> | <b>34,7%</b> | <b>26,1%</b> | <b>20,3%</b> | <b>18,6%</b> | <b>16,8%</b> | <b>15,7%</b> |

**Kaynak:** Fiyat Tespit Raporu

Halk Yatırım tarafından hazırlanan 07 Ocak 2026 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akımları Sonucu aşağıda paylaşılmıştır.

| İNA Sonucu (TL)                           | 2025(4.Ç.) T*        | 2026T                | 2027T                 | 2028T                 | 2029T                 | Uç Değer              |
|-------------------------------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>Net Satışlar</b>                       | <b>2.237.785.606</b> | <b>9.414.518.325</b> | <b>11.222.048.131</b> | <b>13.141.688.790</b> | <b>15.307.638.990</b> | <b>16.149.559.135</b> |
| 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       |
| <b>Brüt Kar</b>                           | <b>507.498.109</b>   | <b>1.991.089.150</b> | <b>2.480.415.375</b>  | <b>3.037.283.932</b>  | <b>3.734.328.087</b>  | <b>3.939.716.132</b>  |
| <i>Brüt Kar Marjı (%)</i>                 | <i>22,70%</i>        | <i>21,10%</i>        | <i>22,10%</i>         | <i>23,10%</i>         | <i>24,40%</i>         | <i>24,40%</i>         |
| <b>Faaliyet Giderleri (-)</b>             | <b>-117.027.531</b>  | <b>-454.684.819</b>  | <b>-497.093.325</b>   | <b>-529.559.225</b>   | <b>-555.608.084</b>   | <b>-586.166.529</b>   |
| <i>Faaliyet Giderleri / Satışlar (%)</i>  | <i>5,20%</i>         | <i>4,80%</i>         | <i>4,40%</i>          | <i>4,00%</i>          | <i>3,60%</i>          | <i>3,60%</i>          |
| Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-) | -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          |
| <b>Esas Faaliyet Karı</b>                 | <b>390.470.577</b>   | <b>1.536.404.331</b> | <b>1.983.322.050</b>  | <b>2.507.724.707</b>  | <b>3.178.720.003</b>  | <b>3.353.549.603</b>  |
| Amortisman                                | 37.327.850           | 106.081.811          | 106.789.744           | 107.610.177           | 108.546.919           | 114.516.999           |
| <b>FAVÖK</b>                              | <b>427.798.427</b>   | <b>1.642.486.142</b> | <b>2.090.111.795</b>  | <b>2.615.334.884</b>  | <b>3.287.266.922</b>  | <b>3.468.066.603</b>  |
| <i>FAVÖK Marjı (%)</i>                    | <i>19,10%</i>        | <i>17,40%</i>        | <i>18,60%</i>         | <i>19,90%</i>         | <i>21,50%</i>         | <i>21,50%</i>         |
| 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           | -7.079.333            | -8.204.323            | -9.367.421            | -9.882.629            |
| <b>Serbest Nakit Akımı</b>                | <b>-39.528.366</b>   | <b>24.303.715</b>    | <b>720.002.755</b>    | <b>1.085.105.359</b>  | <b>1.513.310.096</b>  | <b>2.214.552.287</b>  |
| <b>Devam Eden Değer</b>                   |                      |                      |                       |                       |                       | <b>21.780.667.647</b> |
| <b>AOSM</b>                               | <b>34,70%</b>        | <b>26,10%</b>        | <b>20,30%</b>         | <b>18,60%</b>         | <b>16,80%</b>         | <b>15,70%</b>         |
| 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                  |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>         | <b>-38.082.358</b>   | <b>19.596.533</b>    | <b>471.370.589</b>    | <b>594.655.163</b>    | <b>704.776.271</b>    | <b>10.143.656.462</b> |

\*: 2025 yılı 4. çeyrek tahminini ifade etmektedir.

|                                                 |                       |
|-------------------------------------------------|-----------------------|
| <b>İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları</b> | <b>1.752.316.198</b>  |
| Devam Eden Değer Büyüme Oranı                   | 5,50%                 |
| <b>İndirgenmiş Devam Eden Değer</b>             | <b>10.143.656.462</b> |
| <b>Firma Değeri</b>                             | <b>11.895.972.661</b> |
| + Nakit ve Nakit Benzerleri                     | 172.590.743           |
| - Finansal Borçlar                              | -2.836.906.517        |
| <b>Özkaynak Değeri (30.09.2025)</b>             | <b>9.231.656.887</b>  |
| <b>Özkaynak Değeri (07.01.2026)</b>             | <b>9.894.915.988</b>  |

**Kaynak:** Fiyat Tespit Raporu

## 4.2. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi Yöntemi

Pazar yaklaşımı kapsamında, UDS 105 çerçevesinde benzer halka açık şirketlerin finansal çarpanları kullanılarak Şirket'in özsermaye değeri hesaplanmıştır. Bu kapsamda BIST Gıda-İçecek Endeksi şirketleri, BIST Ana Pazar Endeksi şirketleri ve yurt dışı benzer şirketler olmak üzere üç ayrı karşılaştırılabilir grup oluşturulmuştur. Değerlemede FD/FAVÖK, FD/Net Satışlar ve PD/DD çarpanları esas alınmış; TMS 29 kaynaklı enflasyon düzeltmeleri nedeniyle F/K çarpanı değerlendirme dışı bırakılmıştır. Gösterge finansal veriler olarak Şirket'in 30.09.2025 tarihli özkaynak tutarı ile 31.12.2024–30.09.2025 dönemine ilişkin düzeltilmiş FAVÖK ve net satışları kullanılmış, söz konusu veriler son 12 ay bazında yıllıklandırılmıştır. Kullanılan piyasa çarpanları Bloomberg ve Finnet kaynaklarından temin edilmiştir.

Her bir karşılaştırılabilir grup için medyan çarpanlar hesaplanmış, uç değer etkisini azaltmak amacıyla alt ve üst sınır yöntemi uygulanarak eliminasyon sonrası medyan çarpanlara ulaşılmıştır. Bu çarpanlar Şirket'in

ilgili finansal göstergelerine uygulanarak özsermaye değerleri türetilmiş, Firma Değeri bazlı çarpanlardan hesaplanan değerlerde net borç düzeltmesi yapılmıştır. Grup bazında elde edilen özsermaye değerleri; BIST Gıda–İçecek Endeksi şirketleri için %25, BIST Ana Pazar Endeksi şirketleri için %25 ve yurt dışı benzer şirketler için %50 ağırlık verilerek nihai pazar yaklaşımı değerine dönüştürülmüştür. Yurt dışı benzerlere daha yüksek ağırlık verilmesinde, Şirket’in ürün yapısı, marj profili ve büyüme beklentilerinin yurt dışı emsallerle daha yüksek benzerlik göstermesi dikkate alınmıştır.

Şirket’in 30.09.2025 tarihli özel bağımsız denetimden geçen finansal tablolarına göre değerlemede kullanılan özet finansal verileri aşağıdaki gibidir.

| 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        |                               |
| <b>Net Borç / (Nakit)</b>                        |                      |                      | <b>2.664.642.280</b> |                               |
| <b>Özkaynak Toplamı</b>                          |                      |                      | <b>3.462.119.211</b> |                               |
| Ödenmiş Sermaye                                  |                      |                      | 218.650.000          |                               |
| <b>Net Satışlar</b>                              | <b>5.592.585.754</b> | <b>3.659.182.860</b> | <b>4.603.701.423</b> | <b>6.537.104.317</b>          |
| 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 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                     |
| <b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>                         | <b>666.965.561</b>   | <b>795.105.275</b>   | <b>647.633.826</b>   | <b>519.494.112</b>            |
| Düzeltilmiş FAVÖK Marjı (%)                      | 11,9                 | 21,7                 | 14,1                 | 7,9                           |

**Kaynak: Fiyat Tespit Raporu**

Değerleme göstergesi olarak Özsermaye, Düzeltilmiş FAVÖK ve Net Satışlar kullanılmış; bu kapsamda FAVÖK hesaplamasında vergi öncesi kâr, amortisman ve giderleştirilen finansman giderleri eklenerek Düzeltilmiş FAVÖK elde edilmiştir. Şirket’in cari faaliyet performansını yansıtmak amacıyla 30.09.2025 tarihi itibarıyla hesaplanan özkaynak tutarı ile 31.12.2024, 30.09.2025 ve 30.09.2025 dönemlerine ilişkin Düzeltilmiş FAVÖK ve Net Satışlar son 12 ay baz alınarak yıllıklandırılmış ve çarpan analizinde gösterge değer olarak kullanılmıştır.

| Pazar Yaklaşımı Değer Özeti          | Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL) | Ağırlık (%) | Ağırlıklı Özsermaye Değeri (TL) |
|--------------------------------------|----------------------------------|-------------|---------------------------------|
| BIST Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri | 4.922.426.943                    | 25%         | 1.230.606.736                   |
| BIST 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                   |
| <b>Toplam</b>                        |                                  | <b>100%</b> | <b>6.339.057.692</b>            |

**Kaynak: Fiyat Tespit Raporu**

Çarpan grupları bazında yapılan hesaplamalarda, uç değer eliminasyonu sonrası yurt dışı benzer şirketler için FD/FAVÖK 12,6x, FD/Net Satışlar 1,5x ve PD/DD 2,8x seviyelerinde medyan çarpanlar elde edilmiş; bu çarpanlar kullanılarak yurt dışı benzerler grubuna göre hesaplanan özsermaye değeri yaklaşık 6,9 milyar TL olarak bulunmuştur. BIST Gıda–İçecek Endeksi şirketleri için eliminasyon sonrası FD/FAVÖK 15,2x, FD/Net

Satışlar 1,4x ve PD/DD 1,0x çarpanları esas alınmış ve bu grup üzerinden yaklaşık 4,9 milyar TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. BIST Ana Pazar Endeksi şirketlerinde ise eliminasyon sonrası FD/FAVÖK 13,8x, FD/Net Satışlar 2,0x ve PD/DD 1,5x seviyelerindeki çarpanlar kullanılarak yaklaşık 6,6 milyar TL özsermaye değeri hesaplanmıştır. Söz konusu üç grubun ağırlıklandırılması sonucunda pazar yaklaşımı kapsamında Şirket için yaklaşık 6,3 milyar TL düzeyinde ağırlıklı özsermaye değerine ulaşılmıştır.

### 4.3. Sonuç

Şirket değerlemesinde Gelir Yaklaşımı (İNA) ve Pazar Yaklaşımı birlikte kullanılmış; İNA'ya %45, çarpan analizine %55 ağırlık verilmiştir. Bu kapsamda gelir yaklaşımıyla hesaplanan özsermaye değeri 9.894,9 mn TL, pazar yaklaşımıyla hesaplanan özsermaye değeri ise 6.339,1 mn TL olarak belirlenmiştir. Ağırlıklandırılmış toplam özsermaye değeri 7.939,2 mn TL seviyesinde oluşmuştur.

Bu değere yatırım amaçlı gayrimenkuller eklenmiş, Şirket'in bağlı ortaklığı Azim Un Gıda Tarım İnşaat Nakliye Petrol Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ("Azim Un") azınlık payları ve konsolide kapasite içerisindeki payı dikkate alınarak düzeltmeler yapılmış ve halka arz öncesi nihai özsermaye değeri 7.379,9 mn TL olarak hesaplanmıştır.

| Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri Hesabı                                             | Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL) | Ağırlık (%) | Ağırlıklı Özsermaye Değeri (TL) |
|--------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|-------------|---------------------------------|
| <b>1. Gelir Yaklaşımı</b>                                                            | <b>9.894.915.988</b>             | <b>45%</b>  | <b>4.452.712.195</b>            |
| <b>2. Pazar Yaklaşımı</b>                                                            | <b>6.339.057.692</b>             | <b>55%</b>  | <b>3.486.481.730</b>            |
| 2.1 BIST Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri                                             | 4.922.426.943                    | 25%         | 1.230.606.736                   |
| 2.2 BIST 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                   |
| <b>Toplam (1+2)</b>                                                                  |                                  | <b>100%</b> | <b>7.939.193.925</b>            |
| <b>3. Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller</b>                                              |                                  |             | <b>95.105.179</b>               |
| <b>4. Azim Un'un Azınlık Payları Çıktıktan Sonraki Tahmini Değer [(1+2)*(1-6*5)]</b> |                                  |             | <b>7.284.811.880</b>            |
| 5. Azim Un'un Azınlık Payları                                                        |                                  |             | 34%                             |
| 6. Azim Un'un Toplam Kapasite İçerisindeki Oranı                                     |                                  |             | 24%                             |
| <b>Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (3+4)</b>                                       |                                  |             | <b>7.379.917.059</b>            |

**Kaynak:** Fiyat Tespit Raporu

Gelir ve pazar yaklaşımları sonucunda hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri 7.379,9 mn TL olup, bu değer üzerinden pay başına teorik değer 33,75 TL olarak belirlenmiştir. Geleneksel halka arz metodolojileri çerçevesinde yaklaşık %36,3 oranında halka arz iskontosu uygulanmış ve iskonto sonrası pay fiyatı 21,50 TL olarak tespit edilmiştir.

Bu kapsamda halka arz büyüklüğü yaklaşık 1.176,1 mn TL, halka açıklık oranı ise %20,01 seviyesinde oluşmaktadır.

|                                                | 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                |
| <b>Halka Arz İskontosu</b>                     | <b>36,30%</b>        |
| İskonto Sonrası Özsermaye Değeri               | 4.700.975.000        |
| <b>İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri</b> | <b>21,5</b>          |
| Halka Arza Konu Nominal Paylar                 | 54.700.000           |
| Halka Açıklık Oranı                            | 20,01%               |
| <b>Halka Arz Büyüklüğü</b>                     | <b>1.176.050.000</b> |

## 5. Görüş

- Fiyat tespit raporunda Şirket'in faaliyetleri, üretim yapısı, satış kanalları ve sektör dinamiklerine ilişkin yatırımcıyı bilgilendirici nitelikte açıklamalara yer verildiğini değerlendiriyoruz.
- Değerleme çalışmalarında Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları) yöntemine %45, Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) yöntemine %55 ağırlık verilmesini, Şirket'in mevcut operasyonel yapısı ve sektör görünümü dikkate alındığında makul buluyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM); özsermaye maliyeti ve vergi sonrası borçlanma maliyeti bileşenleri dikkate alınarak hesaplandığı, dönemler itibarıyla risksiz faiz oranı, piyasa risk primi, beta, borçlanma maliyeti ve hedef sermaye yapısına bağlı olarak kademeli düşüş varsayımı içerdiği görülmektedir. Söz konusu varsayımların mevcut makroekonomik görünüm ve piyasa beklentileriyle uyumlu olduğu değerlendirilmektedir.
- Pazar yaklaşımı kapsamında BIST Gıda, İçecek Endeksi şirketleri, BIST Ana Pazar Endeksi şirketleri ve yurt dışı benzer şirketler dikkate alınarak çoklu çarpan seti oluşturulmasını ve uç değer eliminasyonu sonrası medyan çarpanların kullanılmasını makul buluyoruz.
- Gelir yaklaşımı kapsamı dışında bırakılan kiralanan Mersin Un Fabrikası'na ilişkin olarak, söz konusu tesisin değerlemeye dahil edilmemekle birlikte Şirket tarafından yapılan tahmini ciro ve FAVÖK beklentilerinin raporda ayrıca sunulduğu görülmektedir. Değerleme çalışmasında bu faaliyetin nakit akımlarına dahil edilmemesi muhafazakâr bir yaklaşım olarak değerlendirilmekte olup, bilgilendirme amacıyla paylaşılan operasyonel beklentilerin yatırımcıya ek perspektif sağladığı düşünülmektedir.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/Net Satışlar ve PD/DD çarpanlarının birlikte değerlendirilmesi ve ilgili gruplar bazında eşit ağırlıklandırma yapılması, ayrıca net borç düzeltilmesi uygulanması uygun bir metodoloji olarak değerlendirilmektedir.
- Halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden geleneksel piyasa uygulamaları çerçevesinde halka arz iskontosu uygulanmasını makul buluyoruz.
- Sonuç itibarıyla, gerçekleştirilen analizler ve izahnamede yer alan risk açıklamaları birlikte değerlendirildiğinde, Akhan için tespit edilen 21,50 TL halka arz pay fiyatının makul seviyede olduğu değerlendirilmektedir.**