AKHAN UN FABRİKASI VE TARIM ÜRÜNLERİ GIDA SANAYİ TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
27 Ocak 2026

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Halk Yatırım") yetkili aracı kurum olduğu Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda Sanayi Ticaret Anonim Şirketi (kısaca, "Akhan Un" veya "İhraççı" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

AKHAN UN FABRİKASI VE TARIM ÜRÜNLERİ GIDA SANAYİ TİCARET A.Ş. HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda Sanayi Ticaret Anonim Şirketi
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda Sanayi Tic. A.Ş.
Halka Arz Tarihleri	28 – 29 – 30 Ocak 2026
Halka Arz Fiyatı	21,50 TL
Halka Arz İskonto Oranı	36,30%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	218.650.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	273.350.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	20,01%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	54.700.000
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%60) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%40)
Satmama Taahhütleri	İhraççı için 1 yıl Ortaklar için 1 yıl
Fiyat İstikrarı	Brüt halka arz gelirinin %20'sine kadar/30 gün
İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
Borsa Kodu	AKHAN
Konsorsiyum Lideri	Halk Yatırım Menkul DeğerlerA.Ş.

Kaynak: Akhan Un İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda Sanayi Ticaret A.Ş., 2005 yılında kurulmuş olup un ve tarıma dayalı gıda ürünleri üretimi alanında faaliyet göstermektedir. Şirketin ana faaliyet konusu; buğday, bakliyat, hububat, un, irmik, makarna, noodle, bisküvi ve nişasta üretimi ile bu ürünlerin alım-satımı, ithalatı, ihracatı, toptan ve perakende ticareti ile pazarlamasıdır. Şirket ayrıca 2026 Ocak ayı itibarıyla makarna fabrika üretim sürecini başlatmış ve bu yatırımıyla ürün çeşitliliğinin artırmayı başarmıştır.

Akhan Un'un ana üretim tesisleri Adana (Sarıçam), Mardin ve Mersin'de konumlanmış olup, bu tesislerde yüksek kapasiteli modern üretim teknolojileri kullanılmakta ve günlük yaklaşık 1.200 ton üretim kapasitesiyle Türkiye'nin önde gelen un üreticileri arasında yer almaktadır; bunun yanında enerji maliyetlerini optimize etmek amacıyla güneş enerji santrali yatırımları da bulunmaktadır. Şirket, iç pazara yönelik satışların yanı sıra ihracat faaliyetleri de yürütmekte olup Orta Doğu, Afrika ve bazı Avrupa ülkelerine un ve unlu mamul ihracatı gerçekleştirmektedir.

Şirketin Faaliyetleri

- Şirket, özellikle yurt içi pazarda lüks tüketime hitap eden paketli un segmentinde büyümeyi hedeflemekte olup, bu doğrultuda ürün çeşitliliğini artırmaya yönelik Ar-Ge ve ürün geliştirme çalışmaları yürütmektedir.

- Şirket, makarna üretim faaliyetlerine 2026 yılı ocak ayı itibarıyla başlamıştır. Bu kapsamda makarna üretimi, sert durum buğdayından elde edilen irmiğin su ile karıştırılması, şekillendirilmesi ve kurutulması suretiyle gerçekleştirilmektedir. Üretim sürecinde sade makarna başta olmak üzere çeşitlendirilip beş farklı şekilde üretilmektedir.

- Şirket, enerji alanındaki faaliyetlerini ağırlıklı olarak güneş enerji santrali yatırımları üzerinde yürütmektedir. Bu kapsamda Mersin'in Gülnar ilçesinde 6,5 MW kurulu güce sahip arazi tipi güneş enerjisi santrali Şubat 2024 itibarıyla devreye alınmıştır. Ayrıca Konya'nın Taşkent ilçesinde toplam 8.8 kurulu güce sahip güneş enerjisi santrali yatırımı tamamlanarak Şubat 2025 itibarıyla faaliyete geçirilmiştir.

- Şirket, un üretimini Adana ve Mardin'de bulunan fabrikalarında gerçekleştirmektedir. Adana Fabrikası 2016 yılında yenilenmiş olup günlük 396 ton buğday kırma kapasitesine sahiptir. Mardin Fabrikası 1 günlük 542 ton kapasiteyle faaliyet göstermekte, 2024 yılı Ekim ayında kiralanarak faaliyete geçirilen Mersin Fabrikası ise günlük 266 ton kapasiteye sahiptir. Ayrıca 2020 yılında lüks ürün segmentine yönelik günlük 400 ton kapasiteli paketleme tesisi kurulmuştur ve tesislerin hammadde kaynaklarına ve limanlara yakınlığı maliyet avantajı sağlamaktadır.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Grubu	Sermaye (TL)	Payı (%)	Grubu	Sermaye (TL)	Payı (%)
Orhan İlhan	A	9.565.625	4,37%	A	9.565.625	3,50%
	B	28.696.875	13,12%	B	28.696.875	10,50%
Doğan Ilhan	A	9.019.375	4,13%	A	9.019.375	3,30%
	B	27.058.125	12,38%	B	27.058.125	9,90%
Vunus Emre Ilhan	A	9.019.375	4,13%	A	9.019.375	3,30%
	B	27.058.125	12,38%	B	27.058.125	9,90%
Nihad Ilhan	A	9.019.375	4,13%	A	9.019.375	3,30%
	B	27.058.125	12,38%	B	27.058.125	9,90%
Bmrullah Ilhan	A	9.019.375	4,13%	A	9.019.375	3,30%
	B	27.058.125	12,38%	B	27.058.125	9,90%
Muhammed Musa Ilhan	A	9.019.375	4,13%	A	9.019.375	3,30%
	B	27.058.125	12,38%	B	27.058.125	9,90%
Halka Açık		-	-	B	54.700.000	20,01%
Toplam		**218.650.000**	**100%**		**273.350.000**	**100%**

Kaynak: Akhan Un Fiyat Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço	2022/12	2023/12	2024/12	2025/09
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
Toplam Varlıklar	**4.981.164.450**	**6.555.062.720**	**6.827.029.398**	**7.972.428.024**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.462.080.599	2.220.321.494	2.388.685.099	3.173.859.991
Uzun Vadeli Yükümlülükler	549.775.478	790.358.893	869.367.952	1.336.448.822
Toplam Özkaynaklar	**1.969.308.373**	**3.544.382.333**	**3.568.976.347**	**3.462.119.211**

Kaynak: Akhan Un İzahname

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu	2022/12	2023/12	2024/09	2024/12	2025/09
Hasılat	7.237.417.736	6.865.554.595	3.659.182.860	5.592.585.754	4.603.701.423
Satışların Maliyeti (-)	-5.880.757.041	-6.047.579.005	-2.805.467.584	-4.795.639.249	3.888.586.064
Brüt Kar / Zarar	1.356.660.695	817.975.590	853.715.276	796.946.505	715.115.359
Esas Faaliyet Karı / Zararı	663.000.159	752.310.989	714.638.601	554.190.185	579.473.170
Vergi Öncesi Kar	333.666.601	505.348.366	475.334.108	327.092.893	297.151.559
Ana Ortaklık Net Kar	**107.749.577**	**137.846.501**	**20.420.378**	**64.049.363**	**196.884.081**

Kaynak: Akhan Un Fiyat İzahname

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERLERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
İşletme Sermayesinin Finansmanı	45%
Finansal Borçların Kapatılması	40%
Makarna Fabrikası ile İlgili Finansal Kiralama Ödemelerin Gerçekleştirilmesi	15%
Toplam	100%

Kaynak: Akhan Un İzahname

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket değerlemesi yapılırken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi ve Piyasa Çarpanları (Pazar) Yöntemleri kullanılmıştır.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine göre, şirketin önümüzdeki yıllarda ulaşmayı hedeflediği satış gelirleri ve faaliyetlerinden elde edeceği nakit akışları ile ihtiyaç duyulan işletme sermayesi ve yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Şirketin belirtilen yöntemle değerlemesi TL bazlı yapılmıştır.

İNA değerleme yönteminde, değerleme için 2029 yılına kadar projeksiyonlar gerçekleştirilmiştir. Şirket projeksiyonlarını gerçekleşirken üç ana faktörün bulunacağını varsaymıştır; Lüks una olan talebin artması, yeni ürün grupları, ihracat. Şirket'in üç tesisindeki toplam buğday kırma kapasitesi yıllık yoplam 440 bin tondur.Geleceğe yönelik projeksiyonlar yapılırken şirketin büyüme stratejisi ve hedefleri baz alınmıştır. Bu kapsamda Şirket'in lüks un ürün gruplarında toptan satışların %15,1 oranında artması beklenmektedir. Şirket, 2025 yılında yatırımı tamamlanmış olan makarna fabrikasında 2026 yılından itibaren makarna üretimine başlanmış olup, 2026-2029 yılları arası yurt içi makarna satışlarının %4,9, yurt dışı makarna satışlarının ise %10,7 YBBO ile gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Projeksiyon döneminde lüks ürün grubunun satışlar içerisindeki payının artması, Şirket'in 2026 yılından itibaren kar marjı düşük olan buğday satışı yapmayı planlamaması ve brüt kar marjının nispeten daha yüksek olduğu makarna satışına başlamış olması ve tüm ürün gruplarında enflasyon ile mücadele etkilerinin normalize olması ile birlikte ortalama brüt kar marjının %21,7 olacağı varsayılmıştır.

Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ile genel yönetim giderlerinin uç değerin hesaplandığı 2029 döneminde sırasıyla %1,9 ve %1,7 seviyelerine yakınsayacağı varsayılmıştır.

Yatırımlar için şirket ile yapılan istişareler sonucunda 120.000 USD olarak belirlenmiş ve 2025 yılı baz alınarak her yıl ABD TÜFE oranı kadar artırılmıştır. Projeksiyon döneminde amortismanların hesaplamasında 30.09.2025 itibarıyla bilançoda bulunan maddi duran ve maddi olmayan varlıkların amortismanı ve yapılması planlanan yeni yatırımlar için öngörülen amortisman tutarları dikkate alınmıştır. Yeni yapılan yatırımlar için faydalı ömrün 10 yıl olacağı varsayılmıştır. Net işletme Sermayesi / Satışlar rasyosunun 2029 yılına kadar %52,1 seviyesine yakınsayacağı varsayılmıştır.

Şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplamasında risksiz getiri oranı için Türkiye 5 yıl vadeli TL tahvilin getiri oranı kullanılmıştır. Makroekonomik beklentiler de göz önünde bulundurularak 2025 yılından itibaren kademeli olarak azaltılmıştır. Beta katsayısı 1 olarak Kabul edilmiş ve piyasa risk primi %5,5 olarak varsayılmıştır. 30.09.2025 tarihli finansal rapora göre %45 oranındaki kaldıraç oranının projeksiyon dönemi boyunca değişmeyeceği varsayılmıştır. Borçlanma maliyeti için risksiz faiz oranı üzerine 500 bps risk primi eklenmiştir. Kurumlar vergisi için halka açıldıktan sonraki 5 sene için %2 indirim ve sanayi sicil belgesini haiz faaliyetiyle iştigal eden kurumlara münhasıran elde edilen kazançlar için kurumlar vergisinde %1 indirim oranı uygulanmıştır. Projeksiyon döneminde vergi için %22 ve uç değere konu olan dönem için %24 oranı kullanılmıştır. Böylelike projeksiyon dönemi boyunca AOSM %23,3, uç değere konu AOSM ise %15,7 oranında baz alınarak hesaplama gerçekleştirilmiştir. Yapılan projeksiyonlar ve AOSM hesaplamalarından sonra İNA yöntemine göre özsermaye değeri 9.894.915.988 TL olarak hesaplanmıştır.

AOSM	2025-2029	2031-2034
Risksiz Faiz Oranı	33,3% - 12,5%	14,7%
Piyasa Risk Primi	5,5	5,5
Beta	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	38,8% - 18,00%	20,2%
Borçlanma Maliyeti	37,9% - 21,1%	17,30
Vergi Oranı	25	25
Hedef Borç Oranı	48,3	48,3
Hedef Özkaynak Oranı	51,7	51,70
Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Maliyeti	31,6% - 19,5%	16,70

Kaynak: Akhan Un İzahname

6.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizi yönteminde, yurt içinde ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Yurt içinde BIST Gıda ve İçecek Endeksi ve BIST Ana Pazar endekslerinde yer alan şirketler baz alınırken, yurt dışında ise 16 şirket değerleme kapsamına dahil edilmiştir. Şirketin çarpan bazlı değerlemesinde yalnızca Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK), Firma Değeri / Net Satışlar ve Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) rasyoları kullanılmıştır.

BIST Gıda ve İçecek Endeksinde rasyolar eşit şekilde ağırlıklandırılmış ve FD / FAVÖK, FD / Net Satışlar ve PD / DD rasyolarının katsayıları sırasıyla, 15,2 – 1,4 ve 1,0 olarak baz alınmıştır. İlgili verilerle şirketin değeri 4.922.426.943 TL olarak hesaplanmıştır.

BIST Ana Pazar Endeksinde rasyolar eşit şekilde ağırlıklandırılmış ve FD / FAVÖK, FD / Net Satışlar ve PD / DD rasyolarının katsayıları sırasıyla, 13,8 – 2,0 ve 1,5 olarak baz alınmıştır. İlgili verilerle şirketin değeri 6.575.536.286 TL olarak hesaplanmıştır.

Yurt dışı çarpan analizinde rasyolar eşit şekilde ağırlıklandırılmış ve FD / FAVÖK, FD / Net Satışlar ve PD / DD rasyolarının katsayıları sırasıyla, 12,6 – 1,5 ve 2,8 olarak baz alınmıştır. İlgili verilerle şirketin değeri 6.929.133.769 TL olarak hesaplanmıştır.

Çarpan analizi sonucunda Gıda ve İçecek endeksinin ağırlığı %25, Ana Pazar endeksinin ağırlığı %25 ve yurt dışı benzer şirketlerin ağırlığı %50 olarak kullanılmıştır. Böylelikle şirketin ağırlıklı özsermaye değeri 6.339.057.692 TL olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Ortalama Piyasa Değeri	Ağırlık	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (TL)
BIST Gıda ve İçecek Benzer Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	25%	4.922.426.943,00	**1.230.606.736**
BIST Ana Pazar Benzer Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	25%	6.575.536.286,00	**1.643.884.072**
Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	50%	6.929.133.769,00	**3.464.566.885**
Ağırlıklandırılmış Ortalama Piyasa Değeri	**100%**	**11.851.560.712,00**	**6.339.057.692**

Kaynak: Akhan Un Fiyat Fiyat Tespit Raporu

6.3 Sonuç

Sonuç olarak değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemi %45, Piyasa Çarpanları Yönteminden elde edilen ağırlıklandırılmış değer %55 olarak ağırlıklandırılarak değer hesaplaması gerçekleştirilmiştir. Gerçekleştirilen ağırlıklandırma sonucu firmanın özsermaye değeri 7.379.917.059 TL olarak hesaplanmıştır. Uygulanan %36,30 oranındaki halka arz iskontosundan sonra şirketin özsermaye değeri 4.700.975.000 TL olarak hesaplanmış ve 1 TL Nominal pay değeri 21,50 TL olmuştur.

Değerleme Sonucu	Firma Değeri (TL)	Ağırlık	Milyon TL
İndirgenmiş Nakit Akışları	9.894.915.988	45%	4.452.712.194,60
Piyasa Yaklaşımı - Benzer Şirket Çarpanları	6.339.057.692	55%	3.486.481.730,60
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)		**100%**	**7.939.193.925**
Pay Adeti (TL)			**54.700.000**
İskonto Öncesi 1 TL Nominal Pay Değeri			33,75
%36,3 İskonto Sonrası Ağırlıklandırılmış Pay Değeri (TL)			**21,50**

Kaynak: Akhan Un Fiyat Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasını ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %45, Çarpan Analizine %55 ağırlık verilmesini uygun buluyoruz. Kullanılan değerleme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.

Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda Sanayi Tic. A.Ş. için belirtilen fiyatın makul olduğu ve hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı ve anlaşılabilir olduğu kanaatindeyiz.

Yasal Uyarı Notu: 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.