

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)		
	Finansal borçların kapatılması (%40)		
	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
Halka Açık Kısım	B	0	0,00	54.700.000	20,01
Toplam	A+B	218.650.000	100,00	273.350.000	100,00

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
Toplam Varlıklar	4.981.164.450	6.555.062.720	6.827.029.398	7.972.428.024
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
Toplam Kaynaklar	4.981.164.450	6.555.062.720	6.827.029.398	7.972.428.024

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
Brüt Kar	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
Faaliyet Karı	663.000.159	752.310.989	554.190.185	714.638.601	579.473.170
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
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	682.824.192	868.640.367	561.216.081	721.980.894	584.105.182
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
Vergi Öncesi Kar	333.666.601	505.348.366	327.092.893	475.334.108	297.151.559
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
Net Dönem Karı	107.749.577	214.608.106	35.497.213	83.408.751	45.334.914

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
Risksiz Faiz Oranı	33,3%	23,7%	17,4%	15,5%	13,5%	12,5%
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%
Özsermaye Maliyeti	38,8%	29,2%	22,9%	21,0%	19,0%	18,0%
Kaldıraç Oranı	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%
Borçlanma Maliyeti	38,3%	28,6%	22,2%	20,2%	18,1%	17,0%
Finansal Vergi Oranı	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	24,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	34,7%	26,1%	20,3%	18,6%	16,8%	15,7%

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
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
<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>
Faaliyet Giderleri (-)	-117.027.531	-454.684.819	-497.093.325	-529.559.225	-555.608.084	-586.166.529
<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
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
<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
Serbest Nakit Akımı	-39.528.366	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
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

*: 2025 yılı 4. çeyrek tahminini ifade etmektedir.

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

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	
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 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

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
Toplam		100%	6.339.057.692

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)
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 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
Toplam (1+2)		100%	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

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

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 düzeltmesi 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.**