



**AKHAN UN FABRİKASI VE TARIM ÜRÜNLERİ GIDA
SANAYİ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ
FİYAT TESPİT RAPORU**

07/01/2026


TAAK TİCARET
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İÇİNDEKİLER

1. RAPOR ÖZETİ	9
2. YÖNETİCİ ÖZETİ.....	12
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ.....	13
4. SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ.....	44
5. DEĞERLEME ANALİZİ.....	55
6. SONUÇ.....	88


HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

TABLÖLAR

TABLO 1 : HALKA ARZ EDİLEN PAY DEĞERİ VE HALKA ARZ BÜYÜKLÜĞÜ.....	12
TABLO 2 : SERMAYE YAPISI.....	13
TABLO 3 : BAĞLI ORTAKLIKLAR.....	13
TABLO 4 : YILLAR BAZINDA İLK 10 TEDARİKÇİ.....	15
TABLO 5: ÜRÜN GRUPLARI BAZINDA KIRILIM.....	25
TABLO 6: YILLAR BAZINDA İLK 10 MÜŞTERİ.....	26
TABLO 7: BİLANÇO.....	26
TABLO 8 : NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ.....	28
TABLO 9 : TİCARİ ALACAKLAR.....	28
TABLO 10 : KISA VADELİ DİĞER ALACAKLAR.....	29
TABLO 11 : STOKLAR.....	29
TABLO 12 : KISA VADELİ PEŞİN ÖDENMİŞ GİDERLER.....	30
TABLO 13 : DİĞER DÖNEN VARLIKLAR.....	30
TABLO 14 : MADDİ DURAN VARLIKLAR.....	31
TABLO 15 : UZUN VADELİ PEŞİN ÖDENMİŞ GİDERLER.....	32
TABLO 16 : KISA VADELİ TİCARİ BORÇLAR.....	33
TABLO 17 : ÇALIŞANLARA SAĞLANAN FAYDALAR KAPSAMINDA BORÇLAR.....	34
TABLO 18 : KISA VADELİ DİĞER BORÇLAR.....	34
TABLO 19 : KISA VADELİ KARŞILIKLAR.....	34
TABLO 20 : UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER.....	35
TABLO 21 : GELİR TABLOSU.....	36
TABLO 22 : ÜRÜN KIRILIMINA GÖRE HASILAT.....	37
TABLO 23 : SATIŞLARIN MALİYETİ.....	38
TABLO 24 : BRÜT KAR.....	38
TABLO 25 : FAALİYET GİDERLERİ VE FAALİYET KAR MARJ.....	39
TABLO 26 : GENEL YÖNETİM GİDERLERİ.....	39
TABLO 27 : PAZARLAMA, SATIŞ VE DAĞITIM GİDERLERİ.....	40
TABLO 28 : ESAS FAALİYETLERDEN DİĞER GELİRLER.....	41
TABLO 29 : ESAS FAALİYETLERDEN DİĞER GİDERLER.....	41
TABLO 30 : YATIRIM FAALİYETLERİNDEN GELİRLER.....	42
TABLO 31 : YATIRIM FAALİYETLERİNDEN GİDERLER.....	42
TABLO 32 : FİNANSMAN GELİRLERİ.....	42
TABLO 33 : FİNANSMAN GİDERLERİ.....	43
TABLO 34 : DÖNEM NET KARI.....	43
TABLO 35 : DÜNYADA BUĞDAY ARZI.....	46
TABLO 36 : TÜRKİYEDEKİ BUĞDAY FİYATLARI.....	47
TABLO 37 : TÜRKİYE BUĞDAY ÜRETİM, İTHALAT VE İHRACAT MİKTARI.....	48
TABLO 38 : TÜRKİYE BUĞDAY UNU ÜRETİMİ / İHRACATI / İÇ TÜKETİMİ.....	49
TABLO 39 : BUĞDAY UNU PAZAR PAYI.....	49
TABLO 40 : İHRACAT VERİLERİ.....	50
TABLO 41 : BÖLGELERE GÖRE SATIŞ DAĞILIMI.....	50
TABLO 42 : KÜRESEL MAKARNA ÜRETİM.....	51
TABLO 43 : DÜNYADA KİŞİ BAŞI MAKARNA TÜKETİMİ.....	52
TABLO 44 : TÜRKİYE MAKARNA ÜRETİM, İTHALAT, İHRACAT VE TÜKETİMİ (2011 – 2024).....	54
TABLO 45 : MAKRO VARSAYIMLAR.....	56
TABLO 46 : ÜRÜN BAZINDA SATIŞ TONAJLARI.....	56
TABLO 47 : ÜRÜNLER BAZINDA ORTALAMA BİRİM SATIŞ FİYATLARI.....	58
TABLO 48 : ÜRÜNLER BAZINDA ORTALAMA BİRİM MALİYETLERİ.....	60
TABLO 49 : ÜRÜNLER BAZINDA NET SATIŞLAR.....	61
TABLO 50 : SATIŞLARIN MALİYETİ.....	63
TABLO 51 : BRÜT KARLILIK.....	64
TABLO 52 : FAALİYET GİDERLERİ.....	64
TABLO 53 : PAZARLAMA, SATIŞ VE DAĞITIM GİDERLERİ.....	65
TABLO 54 : GENEL YÖNETİM GİDERLERİ.....	66

TABLO 55: YATIRIMLAR VE AMORTİSMAN	67
TABLO 56: İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACI	67
TABLO 57: AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ.....	69
TABLO 58: İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI.....	70
TABLO 59: DEĞERLEMEDE KULLANILAN FİNANSAL VERİLER	72
TABLO 60: YURT DIŞI BENZER ŞİRKETLER.....	72
TABLO 61: YURT DIŞI BENZER ŞİRKET ÇARPANLARI	74
TABLO 62: YURT DIŞI BENZER ŞİRKET ÇARPANLARINA GÖRE ÖZSERMAYE DEĞERİ HESABI.....	74
TABLO 63: BİST GIDA, İÇECEK ENDEKSİ ŞİRKETLERİ	75
TABLO 64: BİST GIDA, İÇECEK ENDEKSİ ŞİRKET ÇARPANLARI	79
TABLO 65: BİST GIDA, İÇECEK ENDEKSİ ŞİRKET ÇARPANLARINA GÖRE ÖZSERMAYE DEĞERİ HESABI.....	80
TABLO 66: BİST ANA PAZAR ENDEKSİ ŞİRKET ÇARPANLAR	81
TABLO 67: BİST ANA PAZAR ENDEKSİ ŞİRKET ÇARPANLARINA GÖRE ÖZSERMAYE DEĞERİ HESABI.....	87
TABLO 68: PAZAR YAKLAŞIMI DEĞER ÖZETİ.....	87
TABLO 69: HALKA ARZ ÖNCESİ ÖZSERMAYE DEĞERİ	88
TABLO 70: HALKA ARZ PAY FİYATI VE İSKONTO HESABI	89


MENKUL DEĞERLER A.Ş.

ŞEKİLLER

ŞEKİL 1 : ÜRETİM SÜRECİ	16
ŞEKİL 2 : MAKARNA ÜRETİM SÜRECİ	21
ŞEKİL 3 : DÜNYA TOPLAM BUĞDAY ÜRETİMİ (MİLYON TON)	44
ŞEKİL 4 : DÜNYA TOPLAM BUĞDAY İHRACATI (MİLYON TON)	45
ŞEKİL 5 : DÜNYA TOPLAM BUĞDAY İTHALATI (MİLYON TON)	45
ŞEKİL 6 : TÜRKİYE BUĞDAY EKİM ALANLARI	47
ŞEKİL 7 : TÜRKİYE BUĞDAY ÜRETİM MİKTARI (MİLYON TON)	48
ŞEKİL 8 : KÜRESEL MAKARNA TÜKETİMİ	51
ŞEKİL 9 : YILLARA GÖRE KİŞİ BAŞI MAKARNA TÜKETİMİ (KG/KİŞİ)	53


MUSTAFA YILMAZ
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

KISALTMALAR

KISALTMALAR	TANIMLAR
AB	Avrupa Birliği
ABD, U.S., \$	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları / USD / Amerikan Doları / \$	Amerika Birleşik Devletleri Doları
Adana Fabrikası	Şirket'in sahibi olduğu Yeni Mahalle İncirlik Bulvarı No: 145 Sarıçam / Adana adresinde yer alan un fabrikası
Akhan Un, Şirket veya İhraççı	Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.
Ana Pazar	Borsa'ya ilk kotasayonda halka arz edilen kısmının piyasa değeri 500.000.000 TL ve 2.000.000.000 TL aralığında olan payların işlem göreceği pazar.
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	Araştırma – Geliştirme
A.Ş.	Anonim Şirketi
Azim Un	Azim Un Gıda Tarım İnşaat Nakliye Petrol Sanayi Ticaret A.Ş.
BAE	Birleşik Arap Emirlikleri
Blue Petrol	Blue Petrol Ürünleri İnşaat Taahhüt Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi
Borsa / BİST	Borsa İstanbul A.Ş.
Bühler	Bühler Holding AG
CHF	İsviçre Frangı
Covid-19	Koronavirüs hastalığı 2019
Deno Tarım	Deno Tarım Gıda İnşaat Mimarlık Petrol Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi
DİİB	Dahilde İşleme İzin Belgesi
ECA	Export Credit Agency, Yatırım malı ithalatını finanse etmek amacıyla yabancı ülke ihracat kredi kurumlarının sağladığı imkanların, yerel bir bankadan alınacak Dış Garanti Mektubu ile kullanılmasıdır.
EUR, Avro	Avrupa Birliği para birimi
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FAO	Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü (Food and Agriculture Organization of the United Nations)


ALİ KAYA
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

KISALTMALAR	TANIMLAR
FED	Federal Reserve Sistem, Amerika Birleşik Devletleri'nin Merkez Bankası
Finnet	Finnet Elektronik Yayıncılık Data İletişim San. Tic. Ltd. Şti
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
G	İşbu fiyat tespit raporunun değerlendirme analizi bölümünde gerçekleşen yıllar için kullanılmıştır.
GES	Güneş Enerjisi Santrali
Grup	Şirket, bağlı ortaklığı olan Azim Un Gıda Tarım İnşaat Nakliye Petrol Sanayi Ticaret A.Ş. ile birlikte "Grup" olarak anılacaktır.
Gülner GES	Şirket'in sahibi olduğu Mersin / Gülner'daki 6,6 MW kurulu güce sahip arazi tipi lisansız güneş enerjisi santrali
Halka Arza Konu Nominal Paylar	Herbiri 1 TL nominal değerinde 54.700.000 TL nominal değerli ve 54.700.000 adet B grubu nama yazılı pay
Halk Yatırım	Halk Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi
ISO	International Organization for Standardization
KDV	Katma Değer Vergisi
KG / kg	Kilogram / kilogram
Kurul / SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
m ²	Metrekare
Mardin Fabrikası 1	Şirket'in sahibi olduğu Yukarıdaki Osb Mah.2. Bulvarı No 5 Kızıltepe / Mardin adresinde yer alan un fabrikası
Mardin Fabrikası 2	Azim Un'un sahibi olduğu Yukarıdaki Osb. Mah. 1. Bulvarı Ahmet Kayhan Cad. No:23, Kızıltepe / Mardin adresinde yer alan un fabrikası
Mardin Fabrikaları	Mardin Fabrikası 1 ve Mardin Fabrikası 2
MW	Megavat (Megawatt)
Neka Akaryakıt	Neka Akaryakıt Otomotiv Gıda Mobilya İnşaat Nakliyat Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi
NIS	Net İşletme Sermayesi
Ond Lojistik	Ond Lojistik Tarımsal Ürünler Un Tohum Gıda İnşaat Turizm Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi
OSB	Organize Sanayi Bölgesi
Rast Company	Zaho, Irak'ta bir BPO Firması
SERV	Swiss Export Risk Insurance
SPL	Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu

[Signature]
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

KISALTMALAR	TANIMLAR
T	İşbu fiyat tespit raporunun değerlendirme analizi bölümünde yer verilen projeksiyon dönemini kapsayan yıllar için kullanılmıştır.
Taşkent GES	Konya'nın Taşkent ilçesinde yapımına başlanmış olan 8,8 MW'lık güneş enerjisi santrali
T.C	Türkiye Cumhuriyeti
TEPGE	Tarımsal Ekonomi ve Politika Geliştirme Enstitüsü Müdürlüğü
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TGDF	Türkiye Gıda ve İçecek Sanayii Dernekleri Federasyonu
TL	Türk Lirası
TMO	Toprak Mahsulleri Ofisi
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
TOBB	Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TUSAF	Türkiye Un Sanayicileri Federasyonu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
vb.	Ve Benzeri
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Mehmet YATKIN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1. RAPOR ÖZETİ

1. Raporun Amacı

Bu rapor, Halk Yatırım ile Akhan Un arasında 4 Ekim 2023 tarihinde imzalanmış olan “Halk Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi” kapsamında, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerın Sermaye Piyasası Kurulu’nun III.62-1 sayılı “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ”i gereği Uluslararası Değerleme Standartları’na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

1.1. Etik İlkeler

Şirket’in işbu fiyat tespit raporunda yer alan değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu’nun III.62-1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ’i ve Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) dikkate alınarak; Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kurallarında belirtilen aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket ederek; güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır. Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin değerleme taleplerini yerine getirmek için, zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde, kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun sonucunda bulunacak değer tespitine bağlı olarak belirlenmemiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına bağlı değildir.
- Raporda kullanılan Şirket ile ilgili bilgiler; Bloomberg, Finnet verileri, kamuya açık bilgiler ile Şirket’ten ve Şirket’in bağımsız denetim raporundan elde edilen bilgilerden oluşmaktadır.
- Değerleme çalışması, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyelerinin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları’nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır.

1.2. Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu’nun 11.04.2019 tarih ve 21 / 500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu’nun 11.04.2019 ve 2019 / 19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; “Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi” çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu’nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu’nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.


ALİ KEMAL ÇELEBİ
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1.3. Fiyat Tespit Raporunu Hazırlayan Kuruluş ve Proje Ekibi

İşbu fiyat tespit raporu 11/11/2015 tarih ve G-015 (269) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetkili belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin her ikisinde de bulunma izni bulunan Halk Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan Halk Yatırım, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21 / 500 sayılı Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar Hakkındaki İlke Kararı ile 13.01.2022 tarih ve 2 / 56 sayılı kararı uyarınca "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" ile "Makine ve Ekipmanları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" olmak üzere iki ayrı listenin oluşturulması kapsamında, 06.10.2022 tarih ve 58 / 1477 sayılı Kurul onayı ile "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" listesine alınmış olup, istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti vermektedir. Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlayan Halk Yatırım değerlemeyi tarafsız, bağımsız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personel istihdam etmektedir. Halk Yatırım'ın 4 Ekim 2023 tarihinde imzalanmış olan "Halka Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi" dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

Proje Ekibi

Değerleme çalışması, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü çalışanlarından oluşan ve konusunda uzman bir ekip tarafından yürütülmüştür. Çalışma ekibi üyeleri, bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahip olup, toplamda 40 yıl üzerinde tecrübeye sahiptir.

Gülfer Özşahin, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman ve Kitle Fonlama Platformu Direktörü pozisyonunda çalışmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu'nda 25 yıl uzman yardımcısı – uzman - başuzman ve daire başkan yardımcısı olarak çalışmıştır. Sermaye piyasalarında yaklaşık 28 senelik tecrübesi bulunmaktadır. Lisans eğitimini Ankara Üniversitesi, Hukuk Fakültesi'nden 1996 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini Ankara Üniversitesi, Hukuk Fakültesi'nde Avrupa Toplulukları Hukuku alanında ve ABD'de DUKE Üniversitesi Hukuk Fakültesi / Menkul Kıymet ve Finansal Düzenlemeler Master Programı'nda tamamlamıştır. Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik belgesine sahiptir ve Adalet Bakanlığı Arabuluculuk listesine kayıtlıdır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir (SPL Düzey Lisans, sicil no: 207163).

Menevşe Özdemir Dilidüzgün, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman Birimi'nde Müdür pozisyonunda çalışmakta olup, halka arzlar, şirket satın alma ve birleşmeleri ile borçlanma araçları ve sukuk ihraçları konusunda 15 senelik tecrübesi bulunmaktadır. Lisans eğitimini Bilkent Üniversitesi, İşletme Bölümü'nden 2009 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise Boğaziçi Üniversitesi, Finans Mühendisliği Bölümü'nde tamamlamıştır. Doktorasını ise Bahçeşehir Üniversitesi'nden Finans alanında almıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 205720).

Gizem Ermiş, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman Birimi'nde Analist pozisyonunda çalışmakta olup, halka arzlar, şirket satın alma ve birleşmeleri ile borçlanma araçları ve sukuk ihraçları konusunda tecrübesi bulunmaktadır. Lisans eğitimini Ege Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü'nden 2018 yılında mezun olarak tamamlamıştır. SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no:305951).

Adem Yılmaz, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman Birimi'nde Analist pozisyonunda çalışmaktadır. Lisans eğitimini Marmara Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri Bölümü'nden 2021 yılında mezun olarak tamamlamıştır. SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no:927651).

1.4. Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Eren Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.09.2025 dönemleri için hazırlanan özel bağımsız denetim raporları ile kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere ve Halk Yatırım'ın bulgularına, tahminlerine ve analizlerine dayanmaktadır.

Halk Yatırım, değerleme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi, bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde, bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Halk Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek bir değişimin olmayacağı varsayılmıştır. Kullanılan finansal bilgiler, Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan tahminler, Halk Yatırım değerleme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte; tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir.

Halk Yatırım tarafından, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

Farklı tarihlerdeki finansal verilerle, farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlık oranlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Bu raporda Pazar Yaklaşımı kapsamında çarpan analizleri için kullanılan halka açık şirketlerin mali yapılarına ve piyasa değerlerine ilişkin veriler, kamuya açık kaynaklar, Bloomberg ve Finnet adlı veri sağlayıcı platformlar kullanılmıştır.

Halk Yatırım tarafından Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

1.5. Müşteri, Kullanım, Dağıtım ve Yayınlama Kısıtlamaları

İşbu rapor ve içinde yer alan veriler VII – 128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır, ancak bu raporun muhatabı Şirket olarak kalacaktır.

İşbu rapor, Şirket'in paylarının halka arz işlemiyle ve ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır.

1.6. Değerlemesi Yapılacak Varlık, Değerleme Tarihi ve Para Birimi

Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak, 1 TL nominal değerli 1 adet payın değeri hesaplanmıştır. Değerleme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

İşbu rapor halka arz edilecek olan Şirket paylarının satış fiyatının nominal değerinden yüksek olmasından dolayı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak hazırlanmıştır.



Halk Yatırım
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1.7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda Sanayi Ticaret Anonim Şirketi'nin sermaye artırımını yoluyla halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem dikkate alınmıştır:

- i. Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları
- ii. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Değerleme metodolojileri, sektörün ve Şirket'in özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve söz konusu küresel ölçekte kabul görmüş yöntemlerin Şirket değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

2. YÖNETİCİ ÖZETİ

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları ile Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

2.1. Sermaye Yapısı ve Halka Arza İlişkin Bilgiler

Sermayesi 218.650.000 TL olan Şirket'in halka arz iskontosu öncesi özsermaye değeri 7.379.917.059 TL, pay başına değeri ise 33,75 TL olarak hesaplanmıştır. Yaklaşık %36,30 oranında halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 4.700.975.000 TL, pay başına değer ise 21,50 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 218.650.000 TL'den 273.350.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle ihraç edilecek 54.700.000 TL nominal değerli 54.700.000 adet B grubu payın halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 1.176.050.000 TL olup, halka açıklık oranı %20,01 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 1 : Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü

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


MUSTAFA ÖZLÜ
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

3.1. Genel Bakış

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

Şirket'in merkezi Yeni Mah. İncirlik Bulvarı No:145 Sarıçam/ Adana'dadır. Şirket, Sarıçam / Adana'da bulunan Adana Fabrikası, Kızıltepe / Mardin'de bulunan Mardin Fabrikası 1, Mersin'de bulunan Mersin Fabrikası ve bağlı ortaklığı Azim Un'un sahibi olduğu Mardin Fabrikası 2 olmak üzere 4 (dört) adet üretim tesis ile üretim faaliyetlerine devam etmektedir. Söz konusu 4 adet üretim tesisi, toplam 1.504 ton / günlük buğday kırım kapasitesine sahiptir.

Şirket'in altı gerçek kişi pay sahibi bulunmakta olup sermaye yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 2 : Sermaye Yapısı

Ortağın Adı Soyadı	Grubu	Sermaye Yapısı	
		Nominal Sermaye (TL)	Pay Oranı (%)
Orhan İlhan	A	9.565.625	4,37
	B	28.696.875	13,12
Doğan İlhan	A	9.019.375	4,13
	B	27.058.125	12,38
Yunus Emre İlhan	A	9.019.375	4,13
	B	27.058.125	12,38
Nihad İlhan	A	9.019.375	4,13
	B	27.058.125	12,38
Emrullah İlhan	A	9.019.375	4,13
	B	27.058.125	12,38
Muhammed Musa İlhan	A	9.019.375	4,13
	B	27.058.125	12,38
TOPLAM		218.650.000	100,00

Şirket; Bağlı Ortaklığı ile bir grup oluşturmakta olup, Bağlı Ortaklığı kontrol eden Grup içerisindeki en üst tüzel kişi konumundadır. İşbu rapor tarihi itibarıyla Şirket'in bağlı ortaklığı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 3 : Bağlı Ortaklıklar

Ticaret Ünvanı	Sermayesi (TL)	Sahip Olunan Sermaye Oranı (%)
Azim Un Gıda Tarım İnşaat Nakliye Petrol Sanayi Ticaret A.Ş.	26.000.000,00	66,00

Azim Un, 21 Ağustos 2009 tarihinde Mardin Kızıltepe'de yer alan Organize Sanayi Bölgesi'nde kurulmuştur. Mardin Fabrikası 2'nin günlük buğday kırma kapasitesi 300 tondur.

Azim Un; her türlü gıda maddesi, un, et, şarküteri ürünü ve meşrubat, un, mercimek, nohut, mısır, bulgur, irmik, kepek, makarna, ekmek, her türlü bakliyat, bisküvi ve salça fabrikaları; bunlarla ilgili işleme merkezleri, imalathaneler, fabrikalar, tesisler kurmak; toz şekeri küp şekere çevirme imalatının yanında sanayi yoluyla kurutulmuş, dondurulmuş, sıvı hale getirilmiş veya öğütülmüş, her türlü meyve, sebze, nebati yağlar, et, balık, un, nişasta ve pastacılıkla kullanılan mamuller ile kakao ve müstahzarları,

sigara ve benzeri tütün mamulleri, gıda sanayinde kullanılan her türlü ham maddelerin toptan ve perakende satışı, pazarlaması, dağıtımı, temsili ve taahhüdü ile ithalat ve ihracatını yapmaktır.

Azım Un' un genel merkezi ve fabrika adresi; Mardin Organize Sanayi Bölgesi, Yukarazıklı Organize Sanayi Bölgesi Mahallesi Ahmet Kayhan Caddesi No:23, Kızıltepe / Mardin'dir.

1 Kasım 2023 tarihinde Orhan İlhan, Doğan İlhan, Nihad İlhan ve Yunus Emre İlhan Azım Un Gıda Tarım İnşaat Nakliye Petrol San. ve Tic. A.Ş. sermayesinde sahibi oldukları payları Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda San. Tic. A.Ş.'ye devretmiştir. Söz konusu devir ile Akhan Un, Azım Un'un hisselerinin %66'sına sahip olmuştur.

Şirket'in tarihsel sürecindeki önemli gelişmelere ilişkin özet bilgi aşağıdaki şekildedir:

2005	Şirket kurulmuştur.
2008	Adana'da 200 ton / gün kapasiteli un fabrikası satın almıştır.
2009	300 ton / gün buğday kırım kapasitesine sahip Mardin Fabrikası 2 yapılmıştır.
2011	Mardin'deki yem fabrikası yıkılıp yerine 542 ton / gün kapasiteli yeni fabrika inşaa edilmiştir.
2016	Adana'da satın alınan fabrika yıkılıp yerine 396 ton / gün kapasiteli yeni fabrika yapılmıştır.
2020	Lüks ürün kategorisi için günlük 400 ton kapasiteli paketleme tesisi kurulmuştur.
2021	Adana fabrika bitişiğindeki 10,000 m ² arazi, büyüme stratejileri doğrultusunda satın alınmıştır.
2023	Mersin / Gülnar'da 6,6 MW kurulu güce sahip GES kurulmuştur. Konya / Taşkent'te 8.8 MW kurulu güce sahip GES kurulmuştur
2024	Günlük 266 ton buğday kırım kapasitesine sahip Mersin Fabrikası 3 yıllığına başka bir un üreticisinden kiralanmıştır. 16.10.2024 tarihinde tesisin kapasitesi Şirket'e geçmiş olup üretime başlanmıştır. Tesisin yaptığı üretim, ağırlıklı olarak Afrika, Ortadoğu (Filistin, Suriye) ve Güney Amerika'daki (Venezuela, Küba) yeni müşterilere satılmaya başlanmıştır.
2025	Mardin Organize Sanayi Bölgesi'nde Şirket'e ait arazi üzerinde yıllık yaklaşık 114.432 ton / yıl kapasiteli makarna fabrikası yatırımı yapılmıştır. Makarna fabrikası yaklaşık 64.512 ton / yıl kapasiteli iki adet spagetti hattı ile, yaklaşık 49.920 / yıl kapasiteli iki adet kesme makarna hattından oluşmaktadır. 2025 yılının Temmuz ayında inşaatı tamamlanmıştır.

3.2. Şirket'in Faaliyetleri Hakkında Bilgi

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

3.2.1. Üretim ve Üretim Süreçleri

Un Üretim ve Üretim Süreçleri

Ham Madde Tedariki

Sektör, tarımsal ham madde fiyatlarındaki artış ve azalışlarından, iklim koşullarından, hasadın rekoltesi ve verimliliğinden önemli ölçüde etkilenmektedir. Şirket, stratejisine uygun olarak yurt içinden ve yurt dışından un üretiminin ana ham madesi olan buğdayın tedarikini yapmaktadır. Yurt içinden buğday tedarikini hasat döneminde; müstahsillerden, hasat dönemi dışında; müstahsil, tüccar, TMO lisanslı depo ve buğday borsalarından temin etmektedir.


MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Müstahsil buğdayın ilk elden satın alındığı üreticilerdir. Tüccar tedarikçiler çeşitli kaynaklardan temin ettikleri yerli ve ithal buğdayları depolarında muhafaza edip alım satımını yapan yerli tüccarlardır. Lisanslı depo, lisanslı depoculuk faaliyeti yürüten tüccarların, kamu kurumlarının veya diğer tüzel kişilerin buğday stoklarının depolandığı buğday alım satımına da aracılık eden depo işletmeleridir.

Şirket'in önemli tedarikçilerden biri TMO'dur. TMO, devlet politikaları ile uyumlu olarak buğday arzının mevsimselliğin buğday fiyatları üzerindeki etkisini göz önünde bulundurarak çiftiği koruma amaçlı müdahale alım fiyatı, tüketiciyi de koruma amaçlı buğday satış fiyatı belirleyerek bu doğrultuda alım ve satımlarını gerçekleştirmektedir. TMO'nun Kasım 2021'den itibaren uygulamaya başladığı ve Mayıs 2023'te sona eren un regülasyon programı kapsamında, ülkenin en büyük tedarikçisi TMO'dan buğday tedarik edilebilse de; tedarik edilen buğdayın ekmeçlik ve pıdelik un üretiminde kullanılması ve fırınlara, pide ve ekmeç imalathanelerine ve belediyelere bağı halk ekmeç fabrikalarına TMO tarafından belirlenen satış fiyatları ile satılması zorunluluğı bulunmaktadır. Bu kapsamda, TMO makul fiyatlarla piyasaya ekmeçlik un vereceğini taahhüt eden firmalara, fiyat taahhütlerini dikkate alarak stoklarındaki buğdayı uygun fiyatla tahsis etmiştir. Bu regülasyon programı çerçevesinde firmalara tahsis edilen buğday miktarının 1.358'e bölünmesi sonucu bulunan miktar kadar ekmeçlik unun piyasaya verildiğinin TMO'ya beyan edilmesini takip eden aydan sonraki aylarda TMO'nun belirlediğı depolardan ilgili firmaya buğday verilmektedir. İşbu fiyat tespit raporu tarihi itibarıyla TMO'nun un regülasyon programı sona ermiştir. Şirket, TMO tarafından buğday verilmeye kadar kendi satın aldığı buğdayları kullanmaktadır. Şirket TMO'dan 2021 yılında 48.952 ton taahhüde karşılık 24.504 ton, 2022 yılında 147.645 ton taahhüdüne karşılık 86.158 ton, 2023 ilk 5 ayında ise 129.182 ton taahhüdüne karşılık 81.800 ton buğday almıştır. Taahhüt ile yurt içine ekmeçlik un üreten un üreticilerine piyasa koşullarına göre daha ucuz buğday verip fiyat istikrarını sağlamayı amaçlayan TMO, Mayıs 2023 tarihinden sonra bu desteğine son vermiştir. Diğer tüm un üreticileri gibi Şirket de o tarihten sonra TMO'ya taahhüt vererek alım yapmamıştır. Şirket, iklimsel şartlardan dolayı yerli buğday arzının dalgalandığı ve talebin karşılanmadığı dönemlerde ve DİİB kapsamında ihraç edeceği unun buğdayını yurt dışından ithal etmektedir. Şirket ithal edeceği buğdayı ağırlıklı olarak Rusya'dan tedarik etmektedir. Bu bölgedeki buğday fiyatlarının daha rekabetçi olmasının yanı sıra lojistik avantajlarının da bulunması ham maddenin buradan teminini avantajlı kılmaktadır.

Aşağıdaki tabloda 2022, 2023, 2024 ve 2025 / 09 dönemlerinde Şirket'in alım yaptığı ilk 10 tedarikçi firmanın tutar ve oransal olarak büyüklükleri gösterilmektedir.

Tablo 4 : Yıllar Bazında İlk 10 Tedarikçi

2022			2023			2024			2025 / 09		
Tedarikçi Ünvanı	Toplam	%	Tedarikçi Ünvanı	Toplam	%	Tedarikçi Ünvanı	Toplam	%	Tedarikçi Ünvanı	Toplam	%
TMO	1.402	23,8	TMO	1.181	19,5	Deno Tarım	1.778	37,1	Tedarikçi 1	1.043	26,8
Tedarikçi 2	1.297	22,1	Deno Tarım	480	7,9	Tedarikçi 2	643	13,4	TMO	569	14,7
Deno Tarım	444	7,6	Tedarikçi 3	323	5,3	TMO	610	12,7	Deno Tarım	441	11,3
Tedarikçi 4	275	4,7	Tedarikçi 4	303	5,1	Tedarikçi 4	186	3,9	Tedarikçi 4	335	8,6
Tedarikçi 5	230	3,9	Tedarikçi 5	223	3,7	Tedarikçi 5	118	2,5	Tedarikçi 5	334	8,6
Tedarikçi 6	196	3,3	Tedarikçi 6	211	3,5	Tedarikçi 6	92	1,9	Tedarikçi 6	99	2,5
Tedarikçi 7	159	2,7	Tedarikçi 7	202	3,3	Tedarikçi 7	72	1,5	Tedarikçi 7	90	2,3
Tedarikçi 8	141	2,4	Tedarikçi 8	171	2,8	Tedarikçi 8	58	1,2	Tedarikçi 8	84	2,2
Tedarikçi 9	111	1,9	Tedarikçi 9	148	2,5	Tedarikçi 9	57	1,2	Tedarikçi 9	74	1,9
Tedarikçi 10	102	1,7	Tedarikçi 10	148	2,5	Tedarikçi 10	50	1,0	Tedarikçi 10	61	1,6
İlk 3 Tedarikçi	3.143	53,5	İlk 3 Tedarikçi	1.985	32,8	İlk 3 Tedarikçi	3.031	63,2	İlk 3 Tedarikçi	2.052	52,8
İlk 5 Tedarikçi	3.649	62,1	İlk 5 Tedarikçi	2.511	41,5	İlk 5 Tedarikçi	3.335	69,5	İlk 5 Tedarikçi	2.721	70,0
İlk 10 Tedarikçi	4.358	74,1	İlk 10 Tedarikçi	3.392	56,1	İlk 10 Tedarikçi	3.665	76,4	İlk 10 Tedarikçi	3.129	80,5

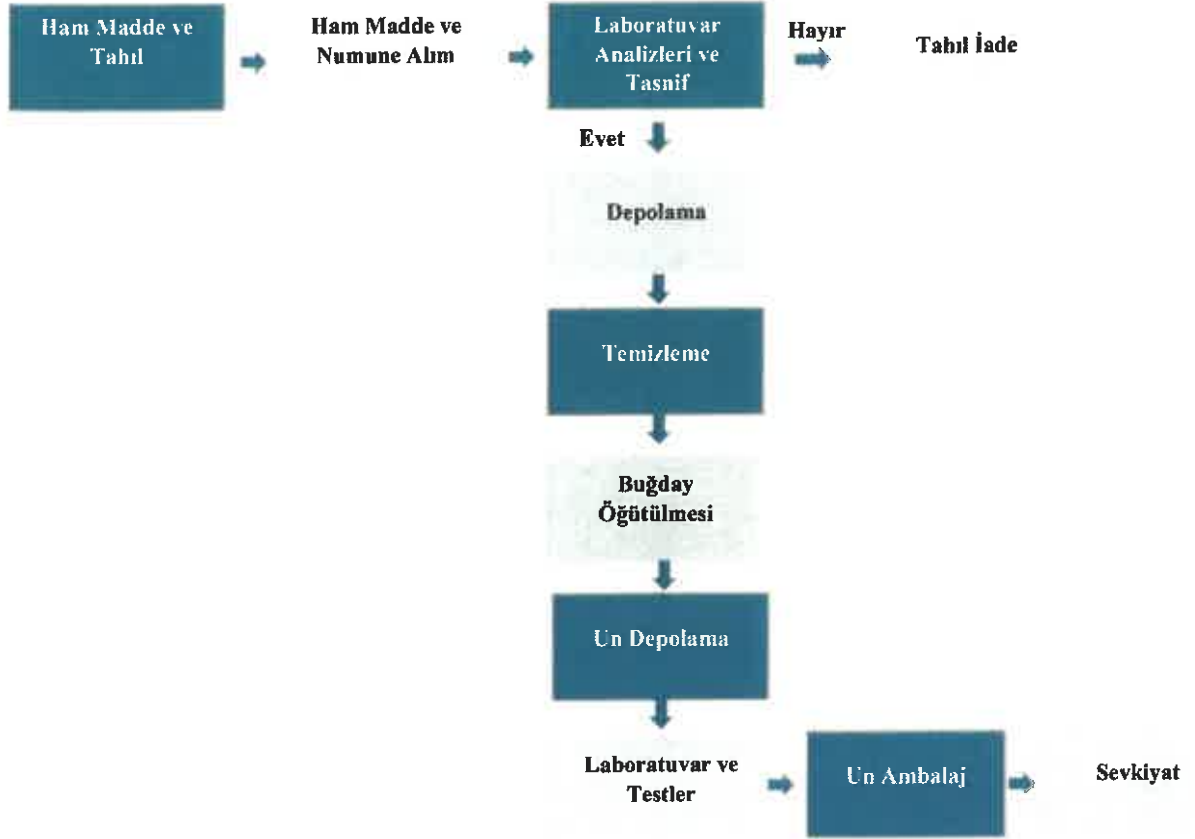
Kaynak: Şirket


MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Üretim Süreci

Şekil 1 : Üretim Süreci

Şirket Kriterlerine Uygun Mu?



1-Ham Madde ve Numune Alımı

Üretim süreci ham madde alımı ile başlamaktadır. Bu nedenle öncelikle tedarik edilen buğday çeşitli noktalardan otomatik sondalarla alınan numuneler fabrika bünyesindeki laboratuvara aktarılmaktadır.

2- Laboratuvar Analizleri ve Tasnif

Şirket bünyesinde son teknolojiye sahip cihazlar bulunmaktadır. Laboratuvara aktarılan buğdaylar, kalite kontrol birimindeki uzman ekipler tarafından analiz edilmektedir. Şirket ihtiyaçları doğrultusunda; protein seviyesi, gluten oranı, fiziksel özellikleri vb. konularda analiz sonuçlarına göre Şirket için kabul edilebilir özellikteki buğdayların satın alma süreci tamamlanmaktadır. Satın alma süreci tamamlanan buğday, ön temizleme yapıldıktan sonra kuru silolara boşaltılmaktadır.

3-Depolama

Silolarda bekleyen buğdayların; üretim sürecine geçinceye kadarki bekleme yerlerindeki ısı, rutubet ve benzeri depolama şartları sürekli kontrol edilerek ilk alındığı günkü gibi sabit kalması sağlanmaktadır.

Ali Rıza Çelik
ALTYAYATIN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

4- Temizleme

Temizleme aşamasında ham madde içerisinde hasat esnasında, tarladan alınırken veya nakliye ve depolama aşamalarından kaynaklanabilen taş, toprak, toz, farklı bitkiler, saplar ve saman taneleri gibi maddeler ayrıştırılmaktadır. Kırık ve hafif taneli buğdaylar üretim aşamasından önce bu aşamada ayrıştırılmaktadır. Temizleme ile birlikte tavlama işlemi de yapılmaktadır. Tavlama işlemi ile amaçlanan buğdayın orta kısmına kadar nemlenmesidir. Tavlama işlemi yüksek randımanlı üretim için gıda mevzuatına uygun kritik bir süreçtir.

5-Buğdayın Öğütülmesi ve Depolama

Temizleme ve tavlama işleminden sonra üretilecek unun özelliğine göre karışım reçetesi yapılmaktadır. Karışım reçetesi yapılan buğdaylar değirmen makinelerinde öğütülerek un haline getirilmektedir. Bu aşamada buğdayın içerisindeki un ve kepek birbirinden ayrılmaktadır. Üretilen unlar, el değmeden pnömomatik (gaz basıncı altında çalışan) sistemler vasıtasıyla depolara gönderilmektedir. Depolarda biriken unlar 24 (yirmidört) saat dinlendirilmeye bırakılmaktadır. Dinlenme aşamasında sadece yetkili personelin gireceği şekilde sürekli kontrol edilmektedir.

6- Laboratuvar Testleri ve Ambalajlama

Depolarda bekleyen unlar ambalajlanmadan önce üretilen unun türüne göre gerekli şartları taşıyıp taşımadığı Şirket'teki son teknoloji ve hijyen koşulları içerisinde testlere tabi tutulmaktadır. Testlerden geçen ürünler el değmeden paketleme bölümünde ambalajlanmaktadır. Şirket tarafından üretilen unlar, müşterinin talepleri doğrultusunda farklı boyutta paketlenmektedir. Akhan Un; 1, 2, 5, 10, 25 ve 50 kg ambalajlarda ürünler sunabilmektedir. Marketlerde 1, 2 ve 5 kg'lık paketlerle satış yapılırken, endüstriyel kanalda ise un 25 ve 50 kg'lık çuvallarda satılmaktadır.

Paketleme kapalı sistem çalışan dolum makineleri ile el değmeden yapılmaktadır. Böylece üretim süreci baştan sona el değmeden tamamlanmış olmaktadır.

7- Sevkiyat

Şirket bünyesinde üretilen unlar, Türkiye'nin farklı bölgelerine sevk edilmektedir. Sevk işlemleri Şirket'in kendi bünyesinde sadece bu işe ayrılan araçlar veya sadece bu işlemleri yapan taşıyıcı firmalar vasıtası ile yapılmaktadır.

Üretim Tesisleri

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

Dört fabrika da ham madde kaynaklarına yakın bölgede kurulmuş olup; ihracat pazarlarına ve limanlara yakınlıkları nedeniyle nakliye ve ham madde maliyeti yönünden avantajlar sağlamaktadır. Şirket'in konsolide üretiminin %56'sı Mardin'de yer alan üretim tesislerinde, %26'sı Adana'da yer alan üretim tesisinde ve %18'i Mersin'de yer alan üretim tesisinde gerçekleştirilmektedir.


ALİ FAKİR
ENKUL DEĞİŞİMLER A.Ş.

Akhan Un - Adana Fabrikası



Akhan Un - Mardin Fabrikası 1



Azim Un - Mardin Fabrikası 2



Akhan Un – Mersin Fabrikası



[Handwritten Signature]
AKHAN UN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Enerji Tesisleri

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

Konya'nın Taşkent ilçesinde yapımına başlanmış olan 8,8 MW'lık güneş enerjisi santrali yatırımı bulunmaktadır. Konu projenin 4,9 MW'lık kısmının mülkiyeti Akhan Un'a ait 52.000 m2 arazi üzerine, 3,9 MW'lık kısmı ise mülkiyeti Azim Un'a ait yine 52.000 m2 arazi üzerine yapılmaktadır. 2024 Nisan ayında yapımına başlanan proje tamamlanmış olup Şubat 2025 sonunda devreye alınmıştır.

Gülnar GES



Taşkent GES



Makarna Üretim ve Üretim Süreçleri

Şirket'in esas faaliyet konusu içerisinde yer alan ve 2026 yılının Ocak ayı itibarıyla üretimine başladığı makarna; sert durum buğdayından elde edilen irmiğin, yüksek basınçla su ile karıştırılarak, biçim verilmesi ve kurutulması suretiyle elde edilen besin değeri yüksek gıda maddesidir. İçeriği açısından makarnalar; sade, tam buğday, çeşnili, zenginleştirilmiş ve güçlendirilmiş olmak üzere beş şekilde üretilmektedir. Bunlardan çeşnili makarna, durum buğdayı irmiğinden tekniğine uygun olarak hazırlanan hamuruna ve / veya kurutulmuş makarnaya, et ve et ürünleri, yumurta ve yumurta ürünleri, süt ve süt ürünleri, sebze, baklagil ve unları buğday ürünleri dışında diğer tahıl ürünleri ve lifleri, baharat ile tat vericiler ve benzerlerinin ilave edilmesiyle elde edilmektedir. Zenginleştirilmiş makarna ise;

makarna hamuruna tiamin, riboflavin, niasin, folik asit, demir karışımı ve / veya vitamin D ve / veya kalsiyum katılarak bu hamurun şekillendirilip kurutulmasıyla elde edilmektedir. Şekil yönünden; uzun makarna (çubuk, lazanya, yassı, uzun, erişte vb.), kısa kesme makarna (tırtıl, burğu, kabuk, boncuk, erişte, fiyonk, kuskus, kalem, mantı vb.) ve şehriye (tel, arpa, yıldız) çeşitleri bulunmaktadır. Makarna, dış ticaret ve gümrük sınıflandırmasında ise , “pişirilmemiş, yumurtalı,” “pişirilmemiş, yumurtasız,” “doldurulmuş,” “kuskus” ve “diğer makarnalar” olarak tasnif edilmektedir.

1-Ham Madde ve Numune Alımı

Üretim süreci ham madde alımı ile başlamaktadır. Bu nedenle öncelikle tedarik edilen buğdaylardan çeşitli noktalardan otomatik sondalarla alınan numuneler, fabrika bünyesindeki laboratuvara aktarılmaktadır.

2- Laboratuvar Analizleri ve Tasnif

Laboratuvara aktarılan buğdaylar, kalite kontrol birimindeki uzman ekipler tarafından analiz edilmektedir. Şirket bünyesinde son teknolojiye sahip cihazlar bulunmaktadır. Şirket ihtiyaçları doğrultusunda protein seviyesi, glüten oranı, fiziksel özellikleri v.b. konularda analiz sonuçlarına göre Şirket için kabul edilebilir özellikteki buğdayların satın alma süreci tamamlanmaktadır. Satın alma süreci tamamlanan buğday ön temizleme yapıldıktan sonra kuru silolara alınmaktadır.

3-Depolama

Silolarda bekleyen buğdayın, üretim sürecine girinceye kadar bekleme yerlerindeki ısı, rutubet ve benzeri depolama şartları sürekli kontrol edilerek ilk alındığı günkü gibi kalması sağlanmaktadır.

4- Temizleme ve Tavlama

Temizleme aşamasında buğday; ürün kalitesi ve ürün güvenliğini etkileyebilecek hasat esnasında, tarladan alınırken veya nakliye ve depolama aşamalarından araya karışabilen taş, toprak, toz, farklı bitkiler, saplar ve saman taneleri gibi yabancı maddelerden arındırılmaktadır. Temizleme ile birlikte tavlama işlemi de yapılmaktadır. Tavlama işleminde; buğdayın özelliğine göre değişen miktarlarda su verilerek buğdayın orta kısmına kadar nemlenmesi ve kepek tabakasının yumuşatılarak öğütme aşamasında kolaylıkla ayrılması amaçlanmaktadır. Makarnalık buğday irmiğe dönüştürülmeden önce buğday tanesinin fiziksel yapısı öğütülmeye uygun duruma getirilmektedir.

5-Buğdayın Öğütülmesi

Temizleme ve tavlama işleminden sonra öğütme aşamasında, modern ve son teknolojik makinelerden geçen buğday tanesi altın sarısı renginde irmiğe dönüşmektedir. Öğütme işlemi sırasında buğday bir dizi dönen değirmenden geçmekte, buğday taneleri öğütülmekte, kabuğundan ayrılmakta ve kademeli olarak boyutu küçülmektedir. Bu aşamada öğütülmüş buğday bir elekten geçirilerek kepek ve un birbirlerinden ayrıştırılmaktadır. En son aşamada bir silindir kullanılarak buğday tekrar öğütülmekte ve nihai olarak ince un ve irmik haline getirilmektedir. Durum buğdayı irmiği, özel bir değirmende saf su ile karıştırılarak nişasta ve proteinin etkileşerek bağlanması ve glüten oluşturmaya sağlanmaktadır. Daha sonra makarna şekil vermek üzere pres makinalarına (ekstrüder) gönderilmektedir.

6- Yoğurma ve Şekillendirme

Makarna yapımında sonraki aşama, durum buğdayından elde edilen irmiğe %27 - 33 oranında su katılarak elde edilen hamurun yoğrulmasını kapsamaktadır (su miktarı, irmiğin iriliğine, öz miktarına, makarna şekline ve su sıcaklığına göre değişmektedir). Tekniğe uygun olarak su ile karıştırılan irmiğin yoğrulması sonucu hazırlanan makarnalık irmik hamuru pres prosesinde şekillendirilmektedir. Sade makarna üretiminde yalnızca makarnalık irmik, su ile mikserlerde istenilen hamur dokusu elde edilinceye kadar yoğrulurken bu aşamada istenirse vitamin, mineral ve çeşitli katkılarla (ıspanak, domates, yumurta vb.) zenginleştirilmektedir. Su ile yoğrulan ve istenilen dokuya kavuşturulan makarna hamuru, pres makinalarında basınç ve vakum etkisiyle talebe uygun olarak pek çok farklı şekle dönüştürülebilmektedir. Teknolojik olarak üretim şekline göre spagetti ve kesme olmak üzere iki türlü makarna bulunmaktadır.


HALK ARAKLI
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

6- Kurutma, Paketleme ve Depolama

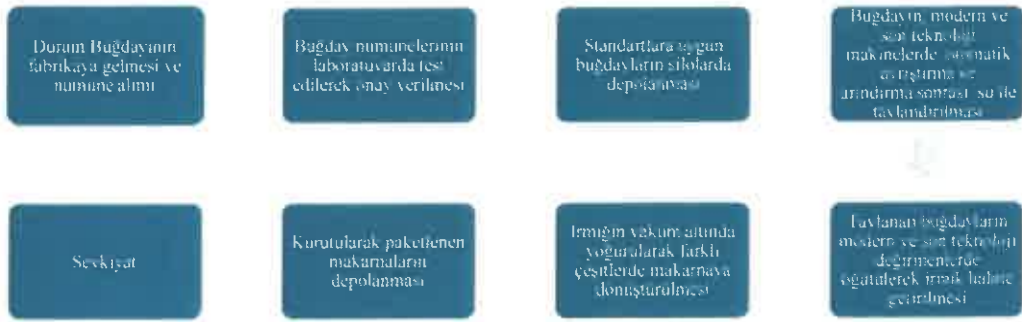
Makarna; kurutma aşamasında 90 santigrat dereceyi bulan sıcaklıklarda şekil özelliklerine göre 4 - 8 saat arasında kurutularak mikrobiyolojik stabilite kazandırılmaktadır. Kurutma işlemi ön kurutma, dinlendirme ve son kurutma olmak üzere üç aşamada gerçekleşmektedir.

Soğutma, makarna üretiminin son aşamasıdır. Kurutması tamamlanarak dışarı alınan makarnalar soğutularak elevatörler ve kayar bantlar yolu ile dinlendirme silolarında depolanmaktadır. Makarna kurutucuya konularak sıcak hava ile havalandırılır ve iç su oranının azaltılması ve izin verilen en yüksek nem oranının sağlanması hedeflenmektedir. Kurutma aşamasının sonunda makarna özel bir soğutucuda soğutulur ve oda sıcaklığına getirilmektedir. Son olarak oda sıcaklığına getirilen makarnalar paketlenmek üzere otomatik paketleme makinalarına yönlendirilmektedir. Şirket tarafından üretilen makarnalar müşterinin talepleri doğrultusunda farklı boyutta 1, 2, ve 5 kg.lık muhtelif ambalajlarda ürünler olarak paketlenmektedir. Paketleme kapalı sistem çalışan dolum makinaları ile el değmeden yapılmaktadır. Böylece üretim süreci baştan sona el değmeden tamamlanmakta, ürünün kontaminasyondan korunması sağlanmış olmaktadır.

7- Sevkiyat

Paketlenen makarnalar depolama alanlarına gönderilmektedir. Şirket bünyesinde üretilen makarnalar ağırlıklı olarak yurt dışı olmak üzere Türkiye'nin farklı bölgelerine de sevk edilmektedir. Sevk işlemleri yurt içinde Şirket'in kendi bünyesinde sadece bu işe ayrılan araçlar veya sadece bu işlemleri yapan taşıyıcı firmalar vasıtası ile yapılmaktadır.

Şekil 2 : Makarna Üretim Süreci



Mardin – Makarna Üretim Tesisi

Mardin Organize Sanayi Bölgesi'nde Şirket'e ait arazi üzerinde yıllık yaklaşık 114.432 ton / yıl kapasiteli makarna fabrikası yatırımı yapılmıştır. Fabrika binası inşaatı tamamlanmış olup, 2026 yılının Ocak ayı itibarıyla üretime başlanmıştır.





Ürünler

	Segment	Gramaj	Ürün Görselleri
PERAKENDE	Çok Amaçlı Unlar	1 Kg, 2 Kg, 5Kg	
	Özel Amaçlı Unlar	2 Kg	

	Segment	Gramaj	Ürün Görselleri
İHRACAT	Profesyonel Ekmeklik Özel Amaçlı Unlar	25 Kg, 50 Kg	 


MUSTAFA YILMAZ
 MÜHÜRÜL DEĞERLER A.Ş.

	Segment	Gramaj	Ürün Görselleri
EV DIŞI TÜKETİM	Ekmeklik Grubu Unlar	25 Kg, 50 Kg	
	Pidelik Grubu Unlar	25 Kg, 50 Kg	
	Yufkalık Grubu Unlar	25 Kg, 50 Kg	
	Böreklik Grubu Unlar	10 Kg, 25 Kg, 50 Kg	
	Tatlılık Grubu Unlar	25 Kg, 50 Kg	
	Özel Amaçlı Mamuller Grubu Unlar	10 Kg, 25 Kg, 50 Kg	
	Spesiyal Unlar	2 Kg, 25 Kg	


HALIYATURİA
 MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ürün Görselleri

MAKARNA




MUSTAFA ÖZGÜR
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 5: Ürün Grupları Bazında Kırılım

(Tl.)	31.12.2022	(%)*	31.12.2023	(%)*	31.12.2024	(%)*	30.09.2024	(%)*	30.09.2025	(%)*
1.Yurt İçi	4.505.738.427	62,3	4.795.208.772	69,8	4.288.205.142	76,7	2.543.424.616	69,5	4.132.093.995	89,8
1.1.Un	3.539.464.317	48,9	3.114.095.424	45,4	2.784.881.103	49,8	2.050.893.848	56,0	2.327.305.446	50,6
1.1.1.Ekmeklik Un Satışı	2.956.461.629	40,8	2.691.547.546	39,2	1.808.140.733	32,3	1.224.892.898	33,5	1.451.586.442	31,5
Toplan										
1.1.2.Lüks Grubu Un Satışı	577.018.009	8	419.215.013	6,1	972.676.634	17,4	824.611.190	22,5	867.998.547	18,9
Toplan										
1.1.3.Lüks Grubu Un Satışı Zincir	5.984.679	0,1	3.332.866	0,05	4.063.736	0,1	1.389.760	0,1	7.720.457	0,2
1.2. Kepek	963.911.077	13,0	532.834.586	7,8	629.974.427	11,3	427.312.674	11,7	340.174.201	7,4
1.3. Ticari Ürün Satışları	-	-	1.126.465.928	16,4	827.905.016	14,8	28.382.966	0,8	1.420.189.671	30,8
1.3.1. Buğday Satışları	-	-	1.126.465.928	16,4	827.905.016	14,8	28.382.966	0,8	1.420.189.671	30,8
1.4. Diğer Hizmet satışları	2.363.033	0,1	21.812.833	0,3	31.285.341	0,6	22.909.694	0,6	40.424.677	0,9
1.5. Diğer Gelirler	-	-	-	-	14.159.254	0,3	13.925.434	0,4	4.000.000	0,1
2.Yurt Dışı	2.731.679.309	37,7	2.070.345.823	30,2	1.304.380.612	23,3	1.115.758.244	30,5	471.607.428	10,2
2.1.Un	2.591.606.909	35,8	2.070.345.823	30,2	1.304.380.612	23,3	1.115.758.244	30,5	471.607.428	10,2
2.1.1.Ekmeklik Un Satışı	2.591.606.909	35,8	2.070.345.823	30,2	1.304.380.612	23,3	1.115.758.244	30,5	471.607.428	10,2
Toplan										
2.2. Kepek ve Diğer Ürünler	140.072.401	1,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam	7.237.417.736	100	6.865.554.595	100	5.592.585.754	100	3.659.182.860	100	4.603.701.423	100

*Hasılat içerisindeki payını göstermektedir.

(Ton)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
1.Yurt İçi	203.968	305.277	285.709	157.987	264.378
1.1.Un	135.416	141.074	152.324	102.574	121.643
1.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	117.499	123.025	104.041	65.628	79.784
1.1.2.Lüks Grubu Un Satışı Toptan	17.738	17.914	48.083	36.881	41.501
1.1.3.Lüks Grubu Un Satışı Zincir	179	135	200	65	358
1.2. Kepek	68.552	83.160	75.661	53.270	48.158
1.3. Ticari Ürün Satışları	-	81.043	57.724	2.143	94.576
2.Yurt Dışı	112.953	94.631	66.256	52.336	30.066
2.1.Un	102.998	94.631	66.256	52.336	30.066
2.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	102.998	94.631	66.256	52.336	30.066
2.2. Kepek ve Diğer Ürünler	9.955	-	-	-	-
Toplam	316.921	399.908	351.965	210.323	294.444

Kaynak : Şirket

Şirket'in ana satış kanalları ekmeklik un satışı, lüks grubu ürünlerin toptan ve perakende satışı, ihracat ve kepek satışları ile ticari ürün satışlarından oluşmaktadır. Şirket 2020 yılının sonunda Adana'da günlük 400 ton kapasiteli paketleme tesisinin kurulmasını müteakip, kar marjı daha yüksek olan paketli ürün grubuna ağırlık vermiştir. 2024 yılında yurt içi ekmeklik un satışlarının toplam satışlar içindeki payı 2023 yıl sonuna göre %39,2'den, %32,3'e gerilerken, paketli un satışlarının toplam satışlar içindeki payı %6,2 seviyesinden %17,5 seviyesine yükselmiştir.

30.09.2024 tarihinde toplam un satışlarının %26,1'i lüks grubu un satışlarından oluşurken, 30.09.2025 toplam un satışlarındaki lüks un payı %31,3'e yükselmiştir. Şirket, yurt içi paketli un pazarından aldığı payı bütüne adına pazarlama faaliyetlerini geliştirmenin yanı sıra fuarlara da katılarak marka bilinirliğini artırmaktadır.


MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 6: Yıllar Bazında İlk 10 Müşteri

2022			2023			2024			2025/09		
Müşteri İsmi	Toplam (Milyon TL)	(%)	Müşteri İsmi	Toplam (Milyon TL)	(%)	Müşteri İsmi	Toplam (Milyon TL)	(%)	Müşteri İsmi	Toplam (Milyon TL)	(%)
Müşteri 1	2.545	35,2	Müşteri 1	2.010	29,3	Müşteri 1	1.055	18,9	Müşteri 1	398	8,7
Müşteri 2	315	4,4	Müşteri 2	308	4,5	Müşteri 2	300	5,4	Müşteri 2	333	7,2
Müşteri 3	248	3,4	Müşteri 3	234	3,4	Müşteri 3	295	5,3	Müşteri 3	262	5,7
Müşteri 4	177	2,4	Müşteri 4	232	3,4	Müşteri 4	158	2,8	Müşteri 4	207	4,5
Müşteri 5	152	2,1	Müşteri 5	216	2,1	Müşteri 5	157	2,8	Müşteri 5	135	2,9
Müşteri 6	123	1,7	Müşteri 6	137	2	Müşteri 6	151	2,7	Müşteri 6	119	2,6
Müşteri 7	86	1,2	Müşteri 7	130	1,9	Müşteri 7	143	2,6	Müşteri 7	103	2,2
Müşteri 8	86	1,2	Müşteri 8	126	1,7	Müşteri 8	107	1,9	Müşteri 8	95	2,1
Müşteri 9	83	1,1	Müşteri 9	96	1,4	Müşteri 9	100	1,8	Müşteri 9	93	2,0
Müşteri 10	78	1,1	Müşteri 10	91	1,3	Müşteri 10	91	1,6	Müşteri 10	84	1,8
İlk 3 Müşteri	3.109	43	İlk 3 Müşteri	2.552	37,2	İlk 3 Müşteri	1.650	29,5	İlk 3 Müşteri	994	21,6
İlk 5 Müşteri	3.437	47,5	İlk 5 Müşteri	3.001	42,7	İlk 5 Müşteri	1.965	35,1	İlk 5 Müşteri	1.337	29,0
İlk 10 Müşteri	3.893	53,8	İlk 10 Müşteri	3.581	51	İlk 10 Müşteri	2.557	45,7	İlk 10 Müşteri	1.832	39,8

Kaynak: Şirket

3.3.Şirket'in Finansal Durumu

Grup'un 30.09.2025 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre hazırlanan ve özel bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.09.2025 tarihleri itibarıyla konsolide bilançosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 7: Bilanço

(TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Nakit ve Nakit Benzerleri	160.876.007	901.361.112	63.903.916	172.264.237
Finansal Yatırımlar	108.649.339	-	-	326.506
Ticari Alacaklar	1.269.346.494	404.573.424	1.426.294.531	989.925.879
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	583.435	122.663.198	39.387.543	28.784.497
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	1.268.763.059	281.910.226	1.386.906.988	961.141.382
Diğer Alacaklar	147.272.922	101.595.546	90.312.655	84.868.186
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	147.272.922	101.595.546	90.307.370	84.863.972
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-	5.285	4.214
Stoklar	1.238.862.109	1.975.566.113	1.777.784.776	2.550.054.692
Peşin Ödenmiş Giderler	473.899.748	1.517.304.856	1.199.101.886	715.917.441
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	9.476.706	2.265.341	15.325.448	4.711.321
Diğer Dönen Varlıklar	113.509.655	111.400.255	108.344.081	79.861.264
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Finansal Varlıklar	168.269.672	-	-	-
Toplam Dönen Varlıklar	3.690.162.652	5.014.066.647	4.681.067.293	4.597.929.526
Diğer Alacaklar	41.014	24.890	372.162	296.723
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	41.014	24.890	372.162	296.723
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	96.400.304	95.105.179	95.105.179	95.105.179
Maddi Duran Varlıklar	1.142.503.670	1.419.115.725	1.736.976.255	2.759.745.350
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	559.173	801.935	3.503.861	4.426.535
Peşin Ödenmiş Giderler	32.711.233	2.834.473	273.266.815	469.754.376
Ertelenmiş Vergi Varlığı	18.786.404	23.113.871	36.737.833	45.170.335
Toplam Duran Varlıklar	1.291.001.798	1.540.996.073	2.145.962.105	3.374.498.498
TOPLAM VARLIKLAR	4.981.164.450	6.555.062.720	6.827.029.398	7.972.428.024
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.772.285.099	1.227.179.723	1.084.825.516	1.052.830.918

Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	109.395.480	182.806.824	827.326.885	1.139.242.299
Ticari Borçlar	385.818.709	394.906.747	200.925.637	667.368.857
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	-	2.052.941		
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	385.818.709	392.853.806	200.925.637	667.368.857
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.450.267	2.150.494	4.220.385	14.628.183
Diğer Borçlar	1.079.390	216.875.385	*	*
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	1.079.390	216.875.385	*	*
Ertelenmiş Gelirler	137.938.508	146.327.666	254.124.302	276.492.607
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	18.256.453	28.887.496	3.663.556	*
Kısa Vadeli Karşılıklar	5.710.157	8.216.531	11.521.564	18.957.200
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	4.215.202	4.584.897	9.284.376	11.672.511
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	1.494.955	3.631.634	2.237.188	7.284.689
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	30.146.536	12.970.628	2.077.254	4.339.927
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.462.080.599	2.220.321.494	2.388.685.099	3.173.859.991
Uzun Vadeli Borçlanmalar	143.480.174	258.314.032	416.362.310	644.833.300
Ticari Borçlar	-	-	-	377.382.621
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	-	-	-	377.382.621
Uzun Vadeli Karşılıklar	8.959.234	11.818.657	19.207.364	21.806.425
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	8.959.234	11.818.657	19.207.364	21.806.425
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	397.336.070	520.226.204	433.798.278	292.426.476
Uzun Vadeli Yükümlülükler	549.775.478	790.358.893	869.367.952	1.336.448.822
Toplam Yükümlülükler	3.011.856.077	3.010.680.387	3.258.053.051	4.510.308.813
Ödenmiş Sermaye	218.650.000	218.650.000	218.650.000	218.650.000
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	1.192.821.372	1.192.821.372	1.192.821.372	1.192.821.372
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(7.148.549)	(11.152.405)	(19.793.119)	(20.436.002)
<i>Aktüeryal (Kayıp) / Kazanç</i>	(7.148.549)	(11.152.405)	(19.793.119)	(20.436.002)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	344.402.835	352.670.331	352.670.331	352.670.331
<i>Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları / (Kayıpları)</i>	344.402.835	352.670.331	352.670.331	352.670.331
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	39.579.938	1.201.232.203	1.227.521.869	1.227.521.869
Geçmiş Yıllar Karları / Zararları	73.253.200	181.002.777	395.610.883	431.108.096
Dönem Net Karı / Zararı	107.749.577	214.608.106	35.497.213	45.334.914
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	194.549.949	165.997.798	14.448.631
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

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Dönen Varlıklar

Şirket'in 31.12.2022 tarihinde dönen varlıkları 3.690.162.652 TL olarak gerçekleşmiş, 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla oranla %35,88 oranında artışla 5.014.066.647 TL'ye ulaşmış ve 31.12.2024 döneminde ise 31.12.2023 tarihine göre %6,64 oranında azalışla 4.681.067.293 TL olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2025 döneminde 2024 yıl sonuna göre %1,78 oranında azalışla 4.597.929.526 TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Dönen varlıklar; nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, stoklar ve peşin ödenmiş giderler ağırlığından oluşmakta olup, 30.09.2025 tarihi itibarıyla toplam varlıkların %57,67'sini oluşturmaktadır. 30.09.2025 döneminde ticari alacaklardaki düşüşe paralel olarak nakit ve nakit benzeri kaleminde artış yaşanmış diğer taraftan peşin ödenmiş giderler kalemi altında izlenen stok avanslarındaki düşüşe paralel olarak, stok kaleminde sınırlı bir artış meydana gelmiştir.

HAZIRLAYAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 8 : Nakit ve Nakit Benzerleri

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Kasa	931.136	125.982	464.710	342.150
Banka				
-Vadesiz Mevduat	102.342.991	98.435.590	45.360.673	166.554.142
-Vadeli Mevduat	54.896.356	724.334.954	-	-
-Blokeli Mevduat	-	68.233.975	13.254.678	-
Faiz Tahakkuku	1.610.247	9.823.173	-	-
Kredi Kartı Alacakları	1.095.277	407.438	4.823.855	5.367.945
Toplam	160.876.007	901.361.112	63.903.916	172.264.237

Şirket'in 31.12.2022 tarihinde 160.876.007 TL olan nakit ve nakit benzerleri, 31.12.2023 tarihinde 901.361.112 TL, 31.12.2024 tarihinde 63.903.916 TL ve 30.09.2025 tarihinde ise 172.264.237 TL olarak gerçekleşmiştir. Toplam varlıklar içindeki payı sırası ile %3,2; %13,8, %0,9 ve %2,2 oranında gerçekleşmiştir.

31.12.2023 tarihinde 31.12.2022 tarihine göre gerçekleşen artışta 400 milyon TL tutarındaki yurt dışı ticari alacakların faktoring yoluyla nakde çevrilmesi etkili olmuştur. 2024 yılında fonlanma maliyetinin artmasına karşın krediye erişimin nisbi olarak düzelmesi ile Şirket likiditesi planlı olarak azaltılmıştır. Fon kaynaklarının işletme sermayesi olarak kullanılması tercih edilmiştir.

Söz konusu hesap kalemi, 30.09.2025 döneminde 2024 yıl sonuna göre %169,6 oranında artışla 172.264.237 TL olarak gerçekleşmiştir. Artışın sebebi etkin alacak yönetimine bağlı olarak işletmenin nakit dönüşüm süresinin kısalmasıdır.

Finansal Yatırımlar

31.12.2023 ve 31.12.2024 tarihlerinde sıfır bakiye olan finansal yatırımlar 31.12.2022 tarihinde 108.649.339 TL olarak gerçekleşmiş olup, aynı tarihte toplam varlıkların %2,18'ini oluşturmaktadır. Konu bakiye çeşitli bankalarda 1.907.308 ABD Doları olarak değerlendirilen kur korumalı mevduat hesabından oluşmakta olup vadesi dolduğunda kapatılıp yenilenmemiştir. 30.09.2025 dönemindeki 326.506 TL bakiye ise Damlakent Gayrimenkul Sertifikası için yapılan yatırım bakiyesinden oluşmaktadır.

Ticari Alacaklar

Tablo 9 : Ticari Alacaklar

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	583.435	122.663.198	39.387.543	28.784.497
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	1.268.763.059	281.910.226	1.386.906.988	961.141.382
Toplam	1.269.346.494	404.573.424	1.426.294.531	989.925.879

Ticari Alacaklar 31.12.2022 tarihinde 1.269.346.494 TL, 31.12.2023 tarihinde 404.573.424 TL, 31.12.2024 tarihinde 1.426.294.531 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 989.925.879 TL olarak gerçekleşmiştir. Toplam varlıklar içindeki payı sırasıyla %25,5; %6,2, %20,9 ve %12,4 olarak gerçekleşmiştir.

31.12.2022 döneminde ticari alacakların hem dönen varlıklar hem de bilanço içindeki ağırlığı yüksekken, 31.12.2023 tarihinde ticari alacaklar önceki döneme göre %68,1 oranında azalmış olup, bu azalışta yurt içi alacaklarda tahsilatların önceliklendirilmesi ve yurt dışı alacakların faktoring işlemlerine konu edilmesi etkili olmuştur (31.12.2023 itibarıyla faktoring işlemlerine konu edilen alacak tutarı 400 milyon TL'dir.). Satışların; peşin, kredi kartı ve daha kısa vadelerde yapılmasından dolayı 2023 yılı boyunca ticari alacaklarda gerileme yaşanmıştır. 31.12.2024 döneminde ise ekonomik koşulların getirdiği piyasa şartları ile alacak vadelerindeki nisbi uzamanın yanı sıra yıl sonunda yapılan vadeli buğday satışından dolayı 31.12.2023'e göre ticari alacaklar artmıştır. 30.09.2025 tarihinde bir

[Signature]
MÜHÜR
TİCARİ ALACAKLAR
TİCARİ DEĞERLER A.Ş.

önceki yıl sonuna göre ticari alacaklarda %30,6 oranında azalış meydana gelmiş olup, söz konusu azalış yıl sonu alacaklarının tahsil edilmesi ve satış vadelerinin kısalmasından kaynaklanmaktadır.

Alacak tahsil süresi; 31.12.2022 tarihinde 64 gün, 31.12.2023 tarihinde 22 gün ve 31.12.2024 döneminde ise 93 gün ve 30.09.2025 tarihinde ise 59 gün olarak gerçekleşmiştir. Faiz oranlarındaki artıştan dolayı satış politikasında değişikliğe gidilerek vadeler kısaltılmıştır.

Ticari alacaklar içinde ilişkili taraflar bakiyesi 31.12.2022 tarihinde 583.435 TL, 31.12.2023 tarihinde 122.663.198 TL, 31.12.2024 tarihinde 39.387.543 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 28.784.497 TL olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2025 itibarıyla 17.513.362 TL'si Deno Tarım, 11.271.135 TL'si Ond Lojistik'e aittir. İlgili bakiyede 30.09.2025 döneminde 2024 yıl sonuna göre azalma meydana gelmiş olup grup, firmalarına piyasa şartları dahilinde satış yapılmaktadır.

Diğer Alacaklar

Tablo 10 : Kısa Vadeli Diğer Alacaklar

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	147.272.922	101.595.546	90.307.370	84.863.972
Verilen Depozito ve Teminatlar	-	-	5.285	4.214
Şüpheli Diğer Alacaklar	83.500	-	-	-
Şüpheli Diğer Alacak Karşılığı (-)	(83.500)	-	-	-
Toplam	147.272.922	101.595.546	90.312.655	84.868.186

İlişkili taraflardan diğer alacaklar 31.12.2022 tarihinde 147.272.922 TL, 31.12.2023 tarihinde 101.595.546 TL, 31.12.2024 tarihinde 90.312.655 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 84.868.186 TL olarak gerçekleşmiştir. Diğer alacaklar bakiyesinin aynı dönem sırasıyla toplam varlıklardaki ağırlığı %2,96, %1,55, %1,32 ve %1,06'dır. 30.09.2025 itibarıyla ilişkili taraflardan olan diğer alacakların 24.941.947 TL'si Blue Petrol'den ve 59.922.025 TL'si Azim Lidaş'tan kaynaklanan alacaklardan oluşmaktadır.

Azim Lidaş'tan olan alacaklar, Azim Lidaş'ın lisanslı depoculuk faaliyetlerindeki kira gelirleri ile kullandığı yatırım kredisinin taksitleri arasındaki uyumsuzluktan dolayı sağlanan finansmandır. Kredi taksitleri sabit olup, buna karşın faaliyeti olan kira gelirlerinin her yıl artacak olması nedeniyle 2026 yılından itibaren gelirler kredi taksitlerinin üzerine çıkacak ve Azim Lidaş' tan kaynaklı bu alacak bakiyesi tasfiye olacaktır.

Stoklar

Tablo 11 : Stoklar

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
İlk Madde ve Malzeme	1.127.007.554	1.851.973.500	1.745.389.203	2.500.143.565
Mamuller	88.688.776	136.400.325	48.767.026	60.753.715
Ticari Mallar	43.133.909	3.264.832	4.021.531	-
Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı	(19.968.130)	(16.072.544)	(20.392.984)	(10.842.588)
Toplam	1.238.862.109	1.975.566.113	1.777.784.776	2.550.054.692

31.12.2022 tarihinde 1.238.862.109 TL olan stoklar, 31.12.2023 tarihinde 1.975.566.113 TL, 31.12.2024 tarihinde 1.777.784.776 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 2.550.054.692 TL olarak gerçekleşmiştir. Stokların toplam varlık içerisindeki payı 31.12.2022 tarihinde %24,9, 31.12.2023 tarihinde %30,1, 31.12.2024 tarihinde %26,0 ve 30.09.2025 döneminde ise %32,0 olarak gerçekleşmiştir.


ALİ VATAN
YENİ KUL DEĞERLER A.Ş.

2022 yılında mal temininde yoğunlukla TMO'dan sübvansiyonlu buğday alınması sebebiyle tüccar ve çiftçiden buğday alımı daha sınırlı olmuş olup, buna bağlı olarak stoklama daha kontrollü yapılmıştır. 2022 yılından 2023 yılı Mayıs ayına kadar yapılan bu sübvanseli alımlardaki ham madde miktarı yaklaşık 200.000 ton seviyesinde olup, proteini düşük buğdaylardan oluşmaktadır. Söz konusu buğdayların protein seviyesinden kaynaklı olarak üretimde tek başına kullanılmamış, diğer yüksek proteinli buğdaylar ile paçallanmış ve düşük proteinli buğday stoğunun eritilmesi zaman almıştır. Protein seviyesi düşük buğday stoğu fazla olmasına rağmen bir yandan da yüksek proteinli buğday tedariki yapılmaya devam edilmesi ve faydalanılan stok affı, 2023 yılındaki stok miktarının planlanan üzerinden olmasının temel nedenidir. Ayrıca, 2023 yılında ulusal ve global piyasa şartları yanı sıra Rusya - Ukrayna savaşının etkisi ile ham madde tedarikinde yaşanabilecek olası aksaklıklar sebebi ile stok miktarı artırılmıştır. Stoklardaki artışın diğer bir sebebi de satış ve ticaret hacmindeki gelişmenin yanı sıra ham madde fiyatlarındaki yükselişlerdir.

Stoklar, 31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonuna göre %59,5 oranında artış, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %10,0 oranında azalış ve 30.09.2025 döneminde ise 2024 yıl sonuna göre %43,4 oranında artış gerçekleştirmiştir.

Şirket, 12.03.2023 tarih ve 7440 sayılı Kanun kapsamında 110.000 ton buğday için stok affından faydalanmıştır. 7440 sayılı Kanun kapsamında Şirket 110.000 ton buğdayı 825.000.000 TL rayiç bedelle kayıtlara almış olup, özkaynaklar altında oluşturulan özel karşılık hesabına kaydedilen 825.000.000 TL'nin 183.500.000 TL'lik kısmı ortaklar cari hesabına aktarılmıştır.

Kısa Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler

Tablo 12 : Kısa Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Stoklar İçin Verilen Avanslar	468.984.806	1.510.940.833	1.189.188.974	711.688.588
Gelecek Aylara Ait Giderler	4.914.942	6.364.023	9.912.912	4.228.853
Toplam	473.899.748	1.517.304.856	1.199.101.886	715.917.441

31.12.2022 tarihinde 473.899.748 TL olan kısa vadeli peşin ödenmiş giderler, 31.12.2023 tarihinde 1.517.304.856 TL, 31.12.2024 tarihinde 1.199.101.886 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 715.917.441 TL olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli peşin ödenmiş giderlerin toplam varlıklar içindeki payı; 31.12.2022 tarihinde %9,5, 31.12.2023 tarihinde %23,1, 31.12.2024 tarihinde %17,6 ve 30.09.2025 döneminde ise %9,0'dur.

31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.09.2025 tarihi itibarıyla stoklar için verilen avansların sırasıyla %58, %99, %58'i ve %62'si ham madde tedarikine yönelik Deno Tarım'a ödenen avanslardan, kalan kısmı ise TMO ve muhtelif firmalara verilen avanslardan oluşmaktadır. Deno Tarım; Mardin, Diyarbakır, Batman bölgesinde 10 Mart 2021 tarihli yapılan sözleşme kapsamında ham madde tedariki yapan firmadır.

Diğer Dönen Varlıklar

Tablo 13 : Diğer Dönen Varlıklar

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
KDV Alacakları	67.420.733	53.882.526	54.065.097	48.743.129
Devreden KDV	38.538.820	57.407.902	54.171.558	30.776.693
İş Avansları	7.369.126	-	31.356	280.792
Diğer	180.976	109.827	76.070	60.650
Toplam	113.509.655	111.400.255	108.344.081	79.861.264

Diğer dönen varlıklar, 31.12.2022 tarihinde 113.509.655 TL, 31.12.2023 tarihinde 111.400.255 TL, 31.12.2024 tarihinde 108.344.081 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 79.861.264 TL olarak gerçekleşmiştir. Diğer dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payı sırasıyla; %2,3, %1,7, %1,6 ve %1,0 oranında gerçekleşmiştir. Diğer dönen varlıklar ağırlıklı olarak KDV alacakları ve devreden KDV'den oluşmaktadır. KDV alacakları ihracat ve %0 KDV'li kepek satışlarından doğmakta olup vergi ödemelerinde mahsup edilecektir. Alış ve satış yapılan mal ve hizmetlere ilişkin dönem sonunda oluşan devreden KDV'nin ise iade olarak geri alınması planlanmaktadır.

Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlıklar

Satış amaçlı sınıflandırılan varlıklar; 31.12.2022 tarihinde 168.269.672 TL olarak gerçekleşmiştir. Toplam varlıklar içindeki payı %3,4 oranında gerçekleşmiştir. Satış amaçlı sınıflandırılan varlıklar; Ankara Gölbaşı 11901 ada 1 parsel ve 119112 ada 1 parsellerden oluşmaktadır. Söz konusu gayrimenkuller, 2023 yılı içerisinde grup firmalarından biri olan Blue Petrol'e satılmıştır.

Duran Varlıklar

Şirket'in 31.12.2022 tarihinde 1.291.001.798 TL olan duran varlıkları, 31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonuna göre %19,4 oranında artışla 1.540.996.073 TL, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %39,3 oranında artışla 2.145.962.105 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 2024 yıl sonuna göre %57,2 oranında artışla 3.374.498.498 TL olarak gerçekleşmiştir.

30.09.2025 tarihi itibarıyla duran varlıklar; %2,8 oranında yatırım amaçlı gayrimenkuller, %81,8 oranında maddi duran varlıklar, %1,3 oranında ertelenmiş vergi varlığı ve %13,9 oranında peşin ödenmiş giderler ağırlığından oluşmaktadır. 30.09.2025 tarihinde 2024 yıl sonuna göre duran varlıklar %57,2 oranında artmış olup, söz konusu artış ağırlıklı olarak peşin ödenmiş giderler ve maddi duran varlıklar tutarının artışından kaynaklanmaktadır. Duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payı sırasıyla; %25,9; %23,5; %31,4 ve %42,3 olarak gerçekleşmiştir.

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller

Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 yılları ve 30.09.2025 döneminde sırasıyla; 96.400.304 TL, 95.105.179 TL, 95.105.179 TL ve 95.105.179 TL olarak gerçekleşmiştir. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin toplam varlıklar içindeki payı dönemler itibarıyla benzer seviyelerde gerçekleşmiş olup sırasıyla; %1,9; %1,5, %1,4 ve 1,2'dir. Yatırım amaçlı gayrimenkuller, Adana ili Sarıçam ilçesi İncirlik mahallesi 0 ada 2949 parselde kain 2 adet kargir 2 katlı bina 1 adet depo ve 9.042 m²'lik arsası ile Mardin ili Kızıltepe ilçesi Yukarıazık mahallesi 131 ada 2 parselde 5.514 m²'lik arsalardan oluşmaktadır.

Maddi Duran Varlıklar

Tablo 14 : Maddi Duran Varlıklar

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
A.Aktif Değeri	1.400.987.572	1.735.431.652	2.159.618.092	3.248.292.573
Binalar	819.367.114	839.883.286	845.481.115	845.572.287
Tesis, Makine ve Cihazlar	316.786.338	320.184.721	692.166.338	979.952.440
Taşıtlar	95.709.333	260.752.504	306.364.530	304.040.877
Demirbaşlar	37.948.403	44.532.600	48.995.260	50.392.109
Yapılmakta Olan Yatırımlar	131.176.384	270.078.541	266.610.849	1.068.334.860
B.Birikmiş Amortisman	258.483.902	316.315.927	422.641.837	488.547.223
Yeraltı ve Yerüstü Düzenleri				
Binalar	35.140.281	40.270.720	45.956.397	48.837.377
Tesis, Makine ve Cihazlar	160.800.988	181.717.996	224.915.281	254.844.966
Taşıtlar	36.726.175	65.490.906	118.303.708	148.611.425
Demirbaşlar	25.816.458	28.836.305	33.466.451	36.253.455
Net Değer (A-B)	1.142.503.670	1.419.115.725	1.736.976.255	2.759.745.350

HALKALIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

31.12.2022 tarihinde maddi duran varlıklar 1.142.503.670 TL iken 31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonuna göre %24,2 oranında artışla 1.419.115.725 TL, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %22,4 oranında artışla 1.736.976.255 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 2024 yıl sonuna göre %58,9 oranında artışla 2.759.745.350 TL olarak gerçekleşmiştir.

Yıllar itibarıyla artış binaların değerlendirme raporları, gerçeğe uygun değer ile gösterimi, araç filosunun yenilenmesi ve yeni araç alımları yanı sıra 6,6 MW kurulu güce sahip öz tüketime yönelik Gülnar / Mersin ve 8,8 MW kurulu güce sahip yine öz tüketime yönelik Taşkent / Konya' daki GES yatırımlarından ve Mardin'de yapılmakta olan makarna fabrikası yatırımı ile ilgili harcamaların da etkisinden kaynaklanmıştır. Maddi duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payı 30.09.2025 itibarıyla %34,6 oranında gerçekleşmiştir.

Uzun Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler

Tablo 15 : Uzun Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Maddi Duran Varlıklar İçin Verilen Avanslar	32.711.233	2.834.473	273.217.583	469.716.916
Gelecek Yıllara Ait Giderler	-	-	49.232	37.460
Toplam	32.711.233	2.834.473	273.266.815	469.754.376

Uzun vadeli peşin ödenmiş giderler, maddi duran varlıklar için verilen avanslardan oluşmakta olup 31.12.2022 tarihinde toplam varlıklar içinde payı %0,66 ve gerçekleşen tutar 32.711.233 TL, 31.12.2023 tarihinde toplam varlıkların %0,04'ünü oluşturmuş ve 2.834.473 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2024 tarihinde 273.266.815 TL seviyesine ulaşmış, duran varlıklar içerisindeki ağırlığı %4 olmuştur. 30.09.2025 döneminde ise 2024 yıl sonuna göre %71,9 oranında artış ile 469.754.376 TL olmuştur. 30.09.2025 dönemindeki artış, makarna fabrikası yatırımı için verilen avanslardan kaynaklanmaktadır.

Peşin ödenmiş giderler hesabında izlenen avanslar, yapımı devam eden güneş enerji santrali ve makarna fabrikası yatırımı avanslarından oluşmaktadır. 30.09.2025 tarihindeki artışın nedeni makarna yatırımı için verilen peşin ödemelerdir.

Ertelenmiş Vergi Varlığı

31.12.2022 tarihinde 18.786.404 TL olan ertelenmiş vergi varlığı, 31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonuna göre %23,0 oranında artışla 23.113.871 TL, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %58,9 oranında artışla 36.737.833 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 2024 yıl sonuna göre %23,0 oranında artışla 45.170.335 TL olarak gerçekleşmiştir.

Ertelenmiş gelir vergisi varlık ve yükümlülüklerini, bilanço kalemlerinin yasal finansal tabloları arasındaki farklı değerlendirilmelerin sonucunda ortaya çıkan geçici farkların etkileri dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Söz konusu geçici farklar, gelir ve giderlerin, tebliğ ve vergi kanunlarına göre farklı raporlama dönemlerinde muhasebeleştirilmesinden kaynaklanmaktadır.

Kısa Vadeli Yükümlülükler

Kısa vadeli yükümlülükler 31.12.2022 tarihinde 2.462.080.599 TL, 31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonuna göre %9,8 oranında azalışla 2.220.321.494 TL, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %7,6 oranında artışla 2.388.685.099 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 2024 yıl sonuna göre %32,9 oranında artışla 3.173.859.991 TL olarak gerçekleşmiştir. Toplam kaynaklar içindeki payı sırasıyla; %49,4, %33,9, %35,0 ve %39,8 oranında gerçekleşmiştir.

30.09.2025 dönemi itibarıyla kısa vadeli yükümlülüklerin ağırlıklı olarak %69,1'i kısa vadeli borçlanmalar ve uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları toplamından, %21,0'i ilişkili olmayan taraflara ticari borçlar, %8,7'si ise ertelenmiş gelirlerden oluşmaktadır.


MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Kısa Vadeli Finansal Borçlar

Şirket'in kısa vadeli finansal borçları; kısa vadeli banka kredilerinden, uzun vadeli banka kredilerinin kısa vadeli kısımlarından, faiz tahakkuku ve kredi kartı borçlarından oluşmaktadır.

Kısa vadeli finansal borçlar; 31.12.2022 tarihinde 1.881.680.579 TL, 31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonuna göre %25,1 oranında azalışla 1.409.986.547 TL, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %35,6 oranında artışla 1.912.152.401 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 2024 yıl sonuna göre %14,6 oranında artışla 2.192.073.217 TL olarak gerçekleşmiştir. Toplam kaynaklar içindeki payı ise yine aynı tarih sırasıyla; %37,8, %21,5, %28,0 ve %27,5 oranında gerçekleşmiştir.

Kısa vadeli finansal borçlar ile alacak ve stok finansmanı yapılmakta olup, piyasa koşullarına göre oluşan işletme sermayesi ihtiyacına paralel olarak değişiklik göstermektedir.

Kısa vadeli finansal borçlar ağırlıklı olarak kısa vadeli banka kredilerinden oluşmakta olup 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.09.2025 dönemleri itibarıyla sırasıyla; 1.772.285.099 TL, 1.227.179.723 TL, 1.084.825.516 TL ve 1.052.830.918 TL olarak gerçekleşmiştir.

Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, araç alımları, gayrimenkul alımları, GES yatırımı ve diğer orta / uzun vadeli kullanılan kredilerin kısa vadeli ödenmesi gereken kısımlarından oluşmaktadır. 2024 yılı ve 2025 / 09 döneminde gerçekleşen artışın temel sebebi makarna fabrika inşaatı, Taşkent GES ve araç alımları için sağlanan fonlardır.

Ticari Borçlar

Tablo 16 : Kısa Vadeli Ticari Borçlar

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Ticari Borçlar				
Cari Hesaplar	211.480.062	288.964.894	188.450.424	664.406.176
Borç Senetleri	176.482.454	106.610.481	13.874.397	8.960.077
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	--	2.052.941	--	--
Kısa Vadeli Ticari Borçlar (Brüt)	387.962.516	397.628.316	202.324.821	673.366.253
Ertelenmiş Finansman Gideri	(2.143.807)	(2.721.569)	(1.399.184)	(5.997.396)
Kısa Vadeli Ticari Borçlar (Net)	385.818.709	394.906.747	200.925.637	667.368.857

31.12.2022 tarihinde 385.818.709 TL olan ticari borçlar, 31.12.2023 tarihinde 394.906.747 TL, 31.12.2024 tarihinde 200.925.637 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 667.368.857 TL olarak gerçekleşmiştir. Ticari borçların toplam kaynaklar içindeki payı sırasıyla; %7,7, %6,0, %2,9 ve %8,4 oranında gerçekleşmiştir.

Ticari borçlar; ağırlıklı olarak tedarikçilerden yapılan buğday alımlarından oluşmaktadır. Ticari borçların ödeme ve vadeleri tedarikçilerle yapılan sözleşmelere göre değişiklik göstermekte olup, ortalama ticari borç ödeme gün süreleri 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.09.2025 tarihleri itibarıyla sırasıyla; 24 gün, 24 gün, 15 gün ve 47 gün olarak gerçekleşmiştir. Piyasa fonlama maliyetlerine göre ticari borçlar ve kısa vadeli borçlanmalar arasında geçişkenlik olabilmektedir. Bunun neticesinde buğday alımlarının fonlamasında banka kaynağı veya satıcı kredisi kullanılabilir. 2023 yılı sonrası ham madde fiyatlarındaki ABD Doları bazlı artışa rağmen ticari borçların azalışı seyrinde olması, vadeli mal alım imkanlarının önceki dönemlere göre sınırlı olmasından kaynaklıdır. 30.09.2025 döneminde ise ortalama ticari borç süresi yükselmiş buna bağlı olarak ticari borçlar artmıştır.

31.12.2023 itibarıyla ilişkili taraflara ticari borç bakiyesi 2.052.941 TL olup Adana - Mersin bölgesi dağıtım operasyonu için kullanılan araçlar için grup firması Neka Akaryakıt'tan yapılan yakıt alımları ile ilgilidir ve konu bakiye ödenerek kapatılmıştır.



Tablo 17 : Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri	1.448.531	2.083.278	3.538.381	5.146.480
Personele Borçlar	1.736	67.216	682.004	9.481.703
Toplam	1.450.267	2.150.494	4.220.385	14.628.183

Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar; personele borçlar ve ödenecek sosyal güvenlik kesintileri kalemlerinden oluşmakta olup, 31.12.2022 tarihinde 1.450.267 TL, 31.12.2023 tarihinde 2.150.494 TL, 31.12.2024 tarihinde 4.220.385 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 14.628.183 TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 18 : Kısa Vadeli Diğer Borçlar

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
İlişkili Taraflara Borçlar	1.079.390	216.875.385	-	-
Toplam	1.079.390	216.875.385	-	-

31.12.2022'de 1.004.030 TL, 31.12.2023'te 201.733.638 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2023'te toplam varlıklar içindeki payı %3,31 olup, ortaklara borçlardan oluşmaktadır. 2023 yılında faydanan stok affı kapsamında özkaynaklar altında oluşturulan karşılık hesabının 183.500.000 TL'lik kısmı ortaklar cari hesabına aktarılmıştır. 19.11.2024 itibarıyla bakiye kapanmıştır.

Kısa Vadeli Ertelenmiş Gelirler

31.12.2022 tarihinde 137.938.508 TL olan kısa vadeli ertelenmiş gelirler, 31.12.2023 tarihinde 146.327.666 TL, 31.12.2024 tarihinde 254.124.302 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 276.492.607 TL olarak gerçekleşmiştir. Gelir vergisi varlık ve yükümlülükleri, bilanço kalemlerinin yasal finansal tabloları arasındaki farklı değerlendirilmeler sonucunda ortaya çıkan geçici farkların etkileri dikkate alarak hesaplanmıştır. Söz konusu geçici farklar genellikle gelir ve giderlerin, tebliğ ve vergi kanunlarına göre farklı raporlama dönemlerinde muhasebeleştirilmesinden kaynaklanmaktadır.

Tablo 19 : Kısa Vadeli Karşılıklar

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	1.494.955	3.631.634	2.237.188	7.284.689
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	4.215.202	4.584.897	9.284.376	11.672.511
Toplam	5.710.157	8.216.531	11.521.564	18.957.200

31.12.2022 tarihinde 5.710.157 TL olan kısa vadeli karşılıklar, 31.12.2023 tarihinde 8.216.531 TL, 31.12.2024 tarihinde 11.521.564 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 18.957.200 TL olarak gerçekleşmiştir. Toplam kaynaklar içindeki payı sırasıyla; %0,1, %0,1, %0,2 ve %0,2 oranlarında gerçekleşmektedir.

Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler

Ağırlıklı ödenecek vergi yükümlülüklerinden oluşmakta olup; 31.12.2022'de 30.146.536 TL, 31.12.2023'te 12.970.628 TL, 31.12.2024'te 2.077.254 TL ve 30.09.2025'te 4.339.927 TL olarak gerçekleşmiştir.


MALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 20 : Uzun Vadeli Yükümlülükler

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Uzun Vadeli Borçlanmalar	143.480.174	258.314.032	416.362.310	644.833.300
Uzun Vadeli Banka Kredileri	143.480.174	258.314.032	416.362.310	621.334.400
Finansal kiralama borçları	-	-	-	23.498.900
Ticari Borçlar	-	-	-	377.382.621
İlişkili Olmayan Taraflara	-	-	-	377.382.621
Diğer Borçlar	-	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	8.959.234	11.818.657	19.207.364	21.806.425
Çalışanlara Sağlanan	-	-	-	-
Faydalara İlişkin Uzun Vadeli	8.959.234	11.818.657	19.207.364	21.806.425
Karşılıklar	-	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	397.336.070	520.226.204	433.798.278	292.426.476
Toplam	549.775.478	790.358.893	869.367.952	1.336.448.822

31.12.2022 tarihinde 549.775.478 TL olan uzun vadeli yükümlülükler, 31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonuna göre %43,8 oranında artışla 790.358.893 TL, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %10,0 oranında artışla 869.367.952 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 2024 yıl sonuna göre %53,7 oranında azalışla 1.336.448.822 TL olarak gerçekleşmiştir. Toplam kaynaklar içerisindeki payı sırasıyla; % 11,0, %12,1, %12,7 ve %16,8 oranlarında gerçekleşmiştir.

30.09.2025 döneminde uzun vadeli yükümlülüklerin; %48,2'si uzun vadeli borçlanmalar, %28,2'si ilişkili olmayan taraflardan ticari borçlar, %1,6'sı uzun vadeli karşılıklar ve %21,9'u ise ertelenmiş vergi yükümlülüğü kalemlerinden oluşmaktadır.

Uzun Vadeli Ticari Borçlar

Şirket'in uzun vadeli ticari borçları 30.09.2025 tarihinde 377.382.621 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu tutar Şirket'in İsviçre'de faaliyet göstermekte olan Bühler firmasından makarna üretim hattı için alınan makinaların bedellerinden oluşmaktadır. İlgili makinaların taksitlerinin ödemesine 2027 yılında başlanacaktır. Makinaların teslimatı tamamlanıp montaj işleri bittikten sonra, makinaların devreye alınmasını müteakip Zürcher Kantonal Bank tarafından Bühler'e ödemeler yapılacaktır. Zürcher Kantonal Bank tarafından Bühler'e ödemelerin yapılmaya başlandığından itibaren ilgili tutar finansal borç niteliği kazanacak olup, mali tablolara ticari borç yerine finansal borç olarak kaydedilecektir.

Uzun Vadeli Finansal Borçlar

31.12.2022 tarihinde 143.480.174 TL olan uzun vadeli borçlanmalar, 31.12.2023 tarihinde 258.314.032 TL, 31.12.2024 tarihinde 416.362.310 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 644.833.300 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu hesap, yatırım kredileri ve orta / uzun vadeli işletme kredilerinden oluşmaktadır.

31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonuna göre %80,0 oranında, 31.12.2024'te 2023 yıl sonuna göre %61,2, 30.09.2025 döneminde ise 2024 yıl sonuna göre %54,9 artış göstermiştir. 2023 yılındaki artış faaliyete geçen 6,6 MW kurulu güce sahip Gülnar GES projesinin finansmanı ve satış dağıtım operasyonunda kullanmak üzere kamyon, tır sınıfı araç alımı için uzun vadeli kredi kullanımından kaynaklanmaktadır. 31.12.2024 ve 30.09.2025 tarihlerinde ise Taşkent GES ve makarna yatırımı için kredilerinin kullanımından kaynaklı olarak bir önceki döneme göre artış göstermiştir.

Uzun Vadeli Karşılıklar

Şirket'in uzun vadeli karşılıklar tutarının tamamı çalışanların kıdem tazminatı karşılıklarından oluşmaktadır. 31.12.2022 tarihinde 8.959.234 TL, 31.12.2023 tarihinde 11.818.657 TL, 31.12.2024 tarihinde 19.207.364 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 21.806.425 TL olarak gerçekleşmiştir.

M. K. YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü

31.12.2022 tarihinde 397.336.070 TL, 31.12.2023 tarihinde 520.226.204 TL, 31.12.2024 tarihinde 433.798.278 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 292.426.476 TL olarak gerçekleşen ertelenmiş vergi yükümlülüğü ağırlıklı olarak maddi duran varlık yeniden değerlemeleri ve stok avansları düzeltmelerinden oluşmaktadır.

Şirket'in ertelenmiş vergi yükümlülüğünde 31.12.2023'te 2022 yıl sonuna göre %30,9 oranında artış, 31.12.2024'te 2023 yıl sonuna göre %16,6 oranında azalış ve 30.09.2025 tarihinde ise 2024 yıl sonuna göre %32,6 oranında azalış gerçekleşmiştir.

Özkaynaklar

Şirket'in 31.12.2022 tarihinde 1.969.308.373 TL olan özkaynakları, 31.12.2023 tarihinde 3.544.382.333 TL, 31.12.2024 tarihinde 3.568.976.347 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 3.462.119.211 TL olarak gerçekleşmiş olup, toplam kaynaklar içindeki payı sırasıyla; %39,5, %54,1, %52,3 ve %43,4 oranlarında gerçekleşmiştir.

Özkaynaklar; 31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonuna göre %80,0 artış göstermiştir. Artış ağırlıklı olarak geçmiş yıl karlarının mali bünyede tutulması ve önceki yıla göre %99,2 oranında artış gösteren dönem karı 12.03.2023 tarih ve 7440 sayılı Kanun kapsamında 110.000 ton stok affından faydalanılarak vergisi ödenen stok güncellemesi nedeniyle özkaynaklar altında oluşan 1.019.860.256 TL özel fondur. 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %0,7 oranında artış ve 30.09.2025 döneminde ise 2024 yıl sonuna göre %3,0 oranında azalış göstermiştir.

GELİR TABLOSU

Grup'un 30.09.2025 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre hazırlanan ve özel bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024, 30.09.2024 ve 30.09.2025 tarihleri itibarıyla konsolide gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 21 : Gelir Tablosu

	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş				
(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Hasılat	7.237.417.736	6.865.554.595	5.592.585.754	3.659.182.860	4.603.701.423
Satışların Maliyeti (-)	(5.880.757.041)	(6.047.579.005)	(4.795.639.249)	(2.805.467.584)	(3.888.586.064)
Brüt Kar (Zarar)	1.356.660.695	817.975.590	796.946.505	853.715.276	715.115.359
Genel Yönetim Giderleri (-)	(69.669.031)	(77.269.774)	(110.352.474)	(64.332.644)	(115.276.846)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(838.165.302)	(270.111.546)	(151.168.539)	(96.934.844)	(125.478.931)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	419.795.113	336.646.020	138.982.803	97.101.055	185.536.886
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(205.621.316)	(54.929.301)	(120.218.110)	(74.910.242)	(80.423.298)
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	663.000.159	752.310.989	554.190.185	714.638.601	579.473.170
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	19.824.033	119.489.337	7.068.418	7.342.293	4.708.843
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	(3.159.959)	(42.522)	-	(76.831)
Finansman Geliri (Gideri)	682.824.192	868.640.367	561.216.081	721.980.894	584.105.182
Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	114.118.566	112.626.041	78.165.336	68.809.769	32.056.289
Finansman Gelirleri	(542.349.232)	(559.926.496)	(758.321.581)	(570.582.165)	(769.598.335)
Finansman Giderleri (-)	79.073.075	84.008.454	446.033.057	255.125.610	450.588.423
Net Parasal Pozisyon Kazançları veya Kayıpları	333.666.601	505.348.366	327.092.893	475.334.108	297.151.559
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	(225.917.024)	(367.501.865)	(263.043.530)	(454.913.731)	(100.267.478)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	(28.394.305)	(57.252.588)	(4.205.158)	-	-
- Dönem Vergi Gideri					



- Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	(197.522.719)	(310.249.277)	(258.838.372)	(454.913.731)	(100.267.478)
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		76.761.605	(28.552.150)	62.988.373	(151.549.167)
Dönem Karı (Zararı)	107.749.577	214.608.106	35.497.213	83.408.750	45.334.914
Dönem Kar / (Zararının) Dağılımı					
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		76.761.605	(28.552.150)	62.988.373	(151.549.167)
Ana Ortaklık Payları	107.749.577	137.846.501	64.049.363	20.420.378	196.884.081
Dönem Karı (Zararı)	107.749.577	214.608.106	35.497.213	83.408.751	45.334.914

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Hasılat

Tablo 22 : Ürün Kırılımına Göre Hasılat

(TL.)	31.12.2022	(%)*	31.12.2023	(%)*	31.12.2024	(%)*	30.09.2024	(%)*	30.09.2025	(%)*
1.Yurt İçi	4.505.738.427	62,3	4.795.208.772	69,8	4.288.205.142	76,7	2.543.424.616	69,5	4.132.093.995	89,8
1.1.Un	3.539.464.317	48,9	3.114.095.424	45,4	2.784.881.103	49,8	2.050.893.848	56,0	2.327.305.446	50,6
1.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	2.956.461.629	40,8	2.691.547.546	39,2	1.808.140.733	32,3	1.224.892.898	33,5	1.451.586.442	31,5
1.1.2.Lüks Grubu Un Satışı Toptan	577.018.009	8	419.215.013	6,1	972.676.634	17,4	824.611.190	22,5	867.998.547	18,9
1.1.3.Lüks Grubu Un Satışı Zincir	5.984.679	0,1	3.332.866	0,05	4.063.736	0,1	1.389.760	0,1	7.720.457	0,2
1.2. Kepek	963.911.077	13,0	532.834.586	7,8	629.974.427	11,3	427.312.674	11,7	340.174.201	7,4
1.3. Ticari Ürün Satışları	-	-	1.126.465.928	16,4	827.905.016	14,8	28.382.966	0,8	1.420.189.671	30,8
1.3.1. Buğday Satışları	-	-	1.126.465.928	16,4	827.905.016	14,8	28.382.966	0,8	1.420.189.671	30,8
1.4. Diğer Hizmet Satışları	2.363.033	0,1	21.812.833	0,3	31.285.341	0,6	22.909.694	0,6	40.424.677	0,9
1.5. Diğer Gelirler	-	-	-	-	14.159.254	0,3	13.925.434	0,4	4.000.000	0,1
2.Yurt Dışı	2.731.679.309	37,7	2.070.345.823	30,2	1.304.380.612	23,3	1.115.758.244	30,5	471.607.428	10,2
2.1.Un	2.591.606.909	35,8	2.070.345.823	30,2	1.304.380.612	23,3	1.115.758.244	30,5	471.607.428	10,2
2.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	2.591.606.909	35,8	2.070.345.823	30,2	1.304.380.612	23,3	1.115.758.244	30,5	471.607.428	10,2
2.2. Kepek ve Diğer Ürünler	140.072.401	1,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam	7.237.417.736	100	6.865.554.595	100	5.592.585.754	100	3.659.182.860	100	4.603.701.423	100

*Hasılat içerisindeki payını göstermektedir.

Şirket'in hasılatı buğdayın kırılması ile ürettiği çeşitli nitelikteki unun satışı ve yan ürün olarak üretilen buğday kırığı, kepek, bonkalit (buğdayın ince kepek ve endosperm kısımlarının özel bir kombinasyonundan oluşan bir tahıl ürünü) satışlarından oluşmaktadır. Satışlar iç pazarda toptan olarak (ekmeklik un ve lüks sınıf un) ve zincir marketlere yapılmaktadır. Şirket'in ihracat satış kanalı da mevcuttur.

Bağımsız denetimden geçmiş finansal verilere göre Şirket'in, 2022 yılında satış hasılatı 7.237.417.736 TL, 2023 yılında ise 6.865.554.595 TL olmuştur. 2023 yılında bir önceki yıla göre %5,1 oranında azalış gerçekleşmiştir. 31.12.2024 tarihinde ise 2023 yıl sonuna göre %18,5 oranında azalışla 5.592.585.754 TL olarak gerçekleşmiştir.

30.09.2024 tarihinde 3.659.182.860 TL olarak gerçekleşen hasılat, 30.09.2025 döneminde 2024 yılının aynı dönemine göre %25,8 oranında artışla 4.603.701.423 TL olarak gerçekleşmiştir. Artışın temel sebebi ham madde satışlarından kaynaklanmaktadır.

Şirket'in yurt dışı satışlarının toplam satışlar içindeki payı 31.12.2022 tarihinde %37,7, 31.12.2023 tarihinde %30,2, 31.12.2024 tarihinde %23,3 olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılının Mayıs ayından sonra TMO'nun buğday ithalatına getirdiği kısıtlamalar sebebiyle Türkiye'nin buğday ithalatı azalmıştır. 2025 yılında ithalat yasağının diğer dönemlere kıyasla geç kaldırılmasından kaynaklı sektördeki ihracat daralmasına paralel olarak şirketin yurt dışı satışlarında da daralma meydana gelmiştir.


NENKUL DEĞERLER A.Ş.

2025 yılının 3.çeyreğinde Irak merkezi hükümetinin Türkiye'den ithal edilen una ilişkin yeni vergisel düzenlemeler yapması ve ithalata dönük sınırlamalar getirmesi sebebi ile Türkiye'nin Irak'a yapmış olduğu un ihracatında önemli miktarda düşüşler meydana gelmiştir. Bu gelişmeler paralelinde ihracatın payı %11,4 olarak gerçekleşmiştir.

Ayrıca ham madde maliyetleri ve nihai ürün satış fiyatlarındaki artış oranlarının ilgili dönemdeki enflasyon endeksinin altında kalması nedeniyle, hasılat ve satılan malın maliyeti kalemlerinde gerçekte oluşandan daha yüksek bir büyüme izlenimi oluşmaktadır.

Satışların Maliyeti

Tablo 23 : Satışların Maliyeti

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
İlk Madde ve Malzeme Giderleri	5.486.265.558	4.861.643.783	3.668.658.012	1.916.767.584	2.418.434.443
Doğrudan İşçilik Giderleri	42.076.730	58.421.354	48.630.408	33.105.650	19.905.195
Diğer Üretim Giderleri	277.802.794	183.592.531	107.897.801	83.643.885	4.945.405
Amortisman ve İtfa Giderleri	33.393.553	51.718.252	77.905.201	58.759.940	32.939.559
Toplam Üretim Maliyeti	5.839.538.635	5.155.375.920	3.903.091.422	2.092.277.059	2.476.224.602
Mamul Stoklarındaki Değişim	33.270.812	(94.093.767)	87.633.012	30.398.211	(13.693.271)
Stok Değer Düşüklüğü Karşılık Gideri	7.719.581	(4.557.349)	(5.628.647)	(5.628.635)	6.808.522
I. Satılan Mamullerin Maliyeti	5.880.529.028	5.056.724.804	3.985.095.787	2.117.046.635	2.469.339.853
II. Satılan Ticari Malların Maliyeti	-	989.407.890	794.998.990	678.260.155	1.395.991.169
III. Verilen Hizmetlerin Maliyeti	228.013	1.446.311	15.544.472	10.160.794	23.255.042
Satışların Maliyeti (-)	5.880.757.041	6.047.579.005	4.795.639.249	2.805.467.584	3.888.586.064

31.12.2022 tarihinde 5.880.757.041 TL olarak gerçekleşen satışların maliyeti, 31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonuna göre %2,8 oranında artışla 6.047.579.005 TL, 31.12.2024 tarihinde ise 2023 yıl sonuna göre %20,7 oranında azalışla 4.795.639.249 TL olarak gerçekleşmiştir. İki yıl arasındaki farklılığın sebebi buğday fiyat artışlarının, 2024 verilerine uygulanan enflasyon endeksinin altında olmasından ve 2024 yılında satılan un tonajının %7,3 oranında azalmasından kaynaklanmaktadır.

30.09.2024 tarihinde 2.805.467.584 TL olan satışların maliyeti 30.09.2025 döneminde ciro artışına bağlı olarak %38,6 oranında artışla 3.888.586.064 TL olarak gerçekleşmiştir.

Üretim maliyetleri kırılımına bakıldığında ağırlıklı olarak ilk madde ve malzeme giderlerinden oluştuğu görülmektedir. İlk madde ve malzeme giderlerinin üretim maliyetlerindeki payı; 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024, 30.09.2024 ve 30.09.2025 dönemlerinde sırasıyla; %94,0, %94,3, %94,0, %91,6 ve %97,7 oranlarında gerçekleşmiştir.

Yakın geçmişteki Covid - 19 pandemisi, Rusya - Ukrayna arasında sıcak çatışmaya dönüşen politik sorunlar ve sonrasında Karadeniz'de Türkiye üzerinden açılan tahıl koridoru gibi faktörler dünya buğday fiyatlarında büyük ölçekli dalgalanmalara sebep olmuştur. Belirtilen gelişmelerin yanı sıra işçilik ve enerji fiyatları ile ilgili yukarı yönlü hareketlerin maliyetlerin artmasına sebep olmuştur.

Brüt Kar

Tablo 24 : Brüt Kar

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Net Satışlar	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
Brüt Kar Marjı (%)	18,7	11,9	14,3	23,3	15,5


MUSTAFA KEMAL
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

31.12.2022 tarihinde 1.356.660.695 TL olarak gerçekleşen brüt kar, 31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonuna göre %39,7 oranında azalışla 817.975.590 TL, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %2,6 oranında azalışla 796.946.505 TL olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2024 döneminde 853.715.276 TL olan brüt kar, 30.09.2025 döneminde 2024 yılının aynı dönemine göre %16,2 oranında azalışla 715.115.359 TL olarak gerçekleşmiştir.

Brüt kar oranı, 31.12.2022 , 31.12.2023, 31.12.2024 yılları ve 30.09.2024 ile 30.09.2025 dönemlerinde sırasıyla; %18,7, %11,9, %14,3, %23,3 ve %15,5 olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında TMO piyasadaki un fiyatlarında stabilite sağlamak adına üreticilere sübvansiyonlu ham madde temin etmiştir. Ham madde tedarikinin bu dönem özelinde TMO'dan sübvanseli olarak yapılması 2022 yılı karlılığını yükseltmiştir. 2023 yılında sübvansiyonlu alımların sona ermesi ile maliyetler artmış buna bağlı olarak karlılık azalmıştır.

2024 yılında lüks grubu unların satış hacmi içerisindeki payının artmasının yanı sıra, ham madde fiyatlarının yakından takip edilmesi ve doğru zamanda uygun maliyetli alımların etkisi ile kar marjı bir önceki yıla göre oransal olarak artmıştır. Buğday fiyatlarındaki sınırlı artışa rağmen lüks ürün grubundaki satış fiyatlarının daha fazla artmış olmasının etkisi de vardır. 30.09.2025 dönemindeki brüt kar marjı ise geçmiş 3 yıl ortalamasına yakın seviyelerde gerçekleşmiştir.

Faaliyet Giderleri ve Faaliyet Kar Marjı

Tablo 25 : Faaliyet Giderleri ve Faaliyet Kar Marjı

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
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)
Faaliyet Giderleri Toplam	(907.834.333)	(347.381.320)	(261.521.013)	(161.267.488)	(240.755.777)
Faaliyet Giderleri / Net Satışlar	12,5	5,1	4,7	4,4	5,2

Pazarlama, satış, dağıtım giderleri ve genel yönetim giderlerinden oluşan faaliyet giderleri; 31.12.2022 tarihinde 907.834.333 TL, 31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonunda göre %61,7 oranında azalışla 347.381.320 TL, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %24,7 oranında azalışla 261.521.013 TL olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2024 döneminde 161.267.488 TL olan faaliyet giderleri 30.09.2025 döneminde 2024 yılının aynı dönemine göre %49,3 oranında artışla 240.755.777 TL olarak gerçekleşmiştir.

2022 yılında 784.327.339 TL (enflasyon düzeltmesi etkisi olmadan yaklaşık 226 milyon TL) olarak gerçekleşen nakliye giderleri kaleminin yüksekliği, Irak un pazarında geçici süre ile oluşan rekabet koşullarından kaynaklı olarak distribütör firmaya verilen pazarlama desteği ile ilgilidir.

Genel Yönetim Giderleri

Tablo 26 : Genel Yönetim Giderleri

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Personel Giderleri (-)	(16.329.013)	(24.883.366)	(31.507.647)	(19.492.188)	(37.853.091)
Kıdem Tazminatı Gideri (-)	(2.477.386)	(3.459.627)	(6.023.216)	(2.452.514)	(1.297.060)
İzin Karşılığı Gideri (-)	(2.903.187)	(2.591.481)	(7.011.828)	(1.138.698)	(4.677.439)
Danışmanlık, Müşavirlik Giderleri (-)	(8.282.514)	(10.303.074)	(16.256.644)	(11.677.156)	(17.209.941)
Noter Giderleri (-)	(49.986)	(481.887)	(885.393)	(156.625)	(186.761)
Akaryakıt Giderleri (-)	(49.909)	(992.537)	(1.844.932)	(1.287.013)	(4.317.949)
Temsil Ağır lama Giderleri (-)	(549.200)	(777.385)	(3.763.533)	(3.290.915)	(5.065.258)
Amortisman ve İtfa Payları (-)	(4.876.149)	(7.814.471)	(8.255.953)	(4.413.616)	(14.487.252)

İletişim Giderleri (-)	(449.915)	(304.291)	(770.471)	(533.627)	(196.647)
Kırtasiye Giderleri (-)	(412.725)	(97.962)	(181.032)	(106.640)	(67.781)
Üyelik, Aidat Gideri (-)	(1.697.632)	(2.735.151)	(2.749.742)	(269.113)	-
Kira Giderleri (-)	(289.883)	(1.763.509)	(3.698.091)	(2.575.495)	(3.492.446)
Posta ve Kargo Giderleri (-)	(165.286)	(243.603)	(382.386)	(126.850)	(378.990)
Elektrik, Su, Doğalgaz Giderleri (-)	(88.096)	(998.532)	(976.897)	(816.970)	(304.332)
Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler (-)	(77.723)	(1.364.402)	(760.958)	(745.889)	(396.825)
Vergi, Resim ve Harç Giderleri (-)	(18.503.354)	(2.445.324)	(2.880.318)	(2.041.995)	(607.057)
Bakım Onarım Giderleri (-)	(3.309.235)	(2.215.277)	(2.463.198)	(1.639.051)	(1.075.689)
Sigorta Giderleri (-)	(672.949)	(700.781)	(2.377.616)	(2.222.347)	(6.199.006)
Ulaşım Giderleri (-)	-	-	(1.961.755)	-	(1.705.580)
Ofis Giderleri (-)	(7.084.240)	(9.006.196)	(10.767.085)	(7.077.482)	(9.154.893)
Diğer (-)	(1.400.649)	(4.090.918)	(4.833.779)	(2.268.460)	(6.602.849)
Toplam	(69.669.031)	(77.269.774)	(110.352.474)	(64.332.644)	(115.276.846)
Hasılatlara Oranı (%)	1,0	1,1	2,0	1,8	2,5

31.12.2022 tarihinde 69.669.031 TL olan genel yönetim giderleri, 31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonuna göre %10,9 oranında artışla 77.269.774 TL, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %42,8 oranında artışla 110.352.474 TL olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2024 döneminde 64.332.644 TL olan genel yönetim giderleri 30.09.2025 döneminde 2024 yılının aynı dönemine göre %79,2 oranında artışla 115.276.846 TL olarak gerçekleşmiştir.

Genel yönetim giderlerinin hasılatlara oranı; 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 yılları ve 30.09.2024 ile 30.09.2025 dönemlerinde sırasıyla; %1,0, %1,1, %2,0, %1,8 ve %2,5 oranında gerçekleşmiştir.

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Tablo 27 : Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Personel Giderleri (-)	(13.963.573)	(9.714.956)	-22.702.983	(13.559.650)	(31.405.142)
Fuar Reklam ve Nakliye Gideri (-)	(784.327.339)	(218.368.815)	(55.855.006)	(31.951.522)	(7.056.668)
Amortisman ve İtfa Payı Giderleri (-)	(6.064.641)	(12.826.929)	(26.614.221)	(17.293.118)	(20.733.845)
Bakım Onarım (-)	-	(3.621.773)	(6.594.397)	(4.560.462)	-
Akaryakıt Giderleri (-)	(21.739.708)	(22.803.926)	(35.265.223)	(26.311.115)	(28.773.363)
Diğer (-)	(12.070.041)	(2.775.147)	(4.136.709)	(3.258.977)	(37.509.913)
Toplam	(838.165.302)	(270.111.546)	(151.168.539)	(96.934.844)	(125.478.931)
Hasılatlara Oranı (%)	11,6	3,9	2,7	2,6	2,7

31.12.2022 tarihinde 838.165.302 TL olan pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonuna göre %67,8 oranında azalışla 270.111.546 TL, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %44,0 oranında azalışla 151.168.539 TL olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2024 döneminde 96.934.844 TL olan pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 30.09.2025 döneminde 2024 yılının aynı dönemine göre %29,4 oranında artışla 125.478.931 TL olarak gerçekleşmiştir.

2022 yılında 784.327.339 TL (enflasyon düzeltmesi etkisi olmadan yaklaşık 226 milyon TL) olarak gerçekleşen nakliye giderleri kaleminin yüksekliği, Irak'un pazarında geçici süre ile oluşan rekabet koşullarından kaynaklı olarak distribütör firmaya verilen pazarlama desteği ile ilgilidir. Pazar koşullarının normalize olması ve rekabet gücünün yeniden kazanılması nedeniyle Haziran 2023 tarihinden sonra destek uygulamasına gerek kalmamıştır. (2022 ve 2023 yıllarına ait nakliye giderlerinin enflasyon düzeltmesi yapılmamış tutarları sırasıyla yaklaşık 226 milyon TL ve 95 milyon TL olup, distribütör firmaya yapılan destek kaynaklı kısmı sırasıyla 221 milyon TL, 87 milyon TL'dir.) 30.09.2025 dönemindeki artış personel, amortisman ve gümrük giderlerin artışından kaynaklanmaktadır.


HALKBANK
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin hasılatı oranı; 31.12.2022 tarihinde %11,6, 31.12.2023 tarihinde %3,9, 31.12.2024 tarihinde %2,7, 30.09.2024 tarihinde %2,6, 30.09.2025 tarihinde ise %2,7 olarak gerçekleşmiştir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

Tablo 28 : Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Kur Farkı Geliri	386.335.251	297.849.262	114.969.672	86.000.066	150.320.307
Reeskont Gelirleri	2.273.085	9.448.322	2.121.616	3.710.833	26.633.150
Beklenen Kredi Zarar Karşılığı İptali	12.143.057	14.466.141	-	-	2.688.069
Konusu Kalmayan Şüpheli Alacak Karşılığı	-	1.161.403	68.686	83.810	-
Konusu Kalmayan Dava Karşılığı	-	-	319.315	-	-
Teşvik Gelirleri	-	-	4.690.725	3.007.270	-
Taahhüt Yenileme Fonu	3.771.956	10.523.073	-	-	-
Vade - Fiyat Farkı Gelirleri	14.228.839	1.459.083	14.541.695	2.959.880	-
Diğer	1.042.925	1.738.736	2.271.094	1.339.196	5.895.360
Toplam	419.795.113	336.646.020	138.982.803	97.101.055	185.536.886

Büyük ölçüde kur farkı gelirlerinden oluşan esas faaliyetlerden diğer gelirler kalemi 31.12.2022 tarihinde 419.795.113 TL, 31.12.2023 tarihinde 336.646.020 TL, 31.12.2024 tarihinde 138.982.803 TL, 30.09.2024 döneminde 97.101.055 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 185.536.886 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu kur farkı gelirleri, Şirket'in döviz bazlı ticari borç ve alacak tutarındaki hareketlilikten dolayı dönemler itibarıyla değişim göstermiştir. Şirket'in 2022, 2023 ve 2024 yıllarında döviz gelirlerindeki azalış ve ihracat yapılan tarihle tahsil edilen tarih arasındaki kur artışındaki volatilitenin azalmasından kaynaklanmıştır. 30.09.2025 dönemindeki artış ise döviz bazlı ticari alacak ve ihracata bağlı kur artışı kaynaklıdır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

Tablo 29 : Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Kur Farkı Gideri (-)	(187.816.992)	(37.452.921)	(62.026.008)	(47.729.665)	(68.297.960)
Dava Karşılık Giderleri (-)	-	(3.483.348)	-	-	(6.025.723)
Reeskont Giderleri (-)	(8.423.228)	(6.250.873)	(33.954.415)	(13.907.435)	(1.433.803)
Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	(855.462)	(1.490.423)	(2.353.730)	(1.739.370)	(1.014.816)
Faiz Gideri (-)	-	-	-	-	-
Şüpheli Alacak Karşılık Giderleri (-)	(1.596.369)	-	(94.093)	-	(377.237)
Beklenen Kredi Zarar Karşılığı (-)	-	-	(8.080.028)	(3.141.483)	(264.149)
7440 Matrah Artırımı (-)	-	(3.439.044)	-	-	-
Bağış ve Yardımlar (-)	-	(2.051.985)	(8.110.475)	(6.929.270)	-
Diğer (-)	(6.929.265)	(760.707)	(5.599.361)	(1.463.019)	(3.009.610)
Toplam	(205.621.316)	(54.929.301)	(120.218.110)	(74.910.242)	(80.423.298)

31.12.2022 tarihinde 205.621.316 TL olan esas faaliyetlerden diğer giderler, 31.12.2023 tarihinde 54.929.301 TL, 31.12.2024 tarihinde 120.218.110 TL, 30.09.2024 döneminde 74.910.242 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 80.423.298 TL olarak gerçekleşmiştir.

Esas faaliyetlerden giderler; ağırlıklı olarak kur farkı giderlerinden ve reeskont giderlerinden oluşmakta olup, esas faaliyetlerden diğer giderlerin hasılatlara oranı 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024, 30.09.2024 ve 30.09.2025 dönemlerinde sırasıyla; %2,8, %0,8, %2,2, %2,1 ve %1,8 olarak gerçekleşmiştir.

Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler

Tablo 30 : Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Sabit Kıymet Satış Karı	9.255.356	118.443.431	5.371.690	5.579.823	4.413.088
Kira Geliri	52.994	1.045.906	1.696.728	1.762.470	295.755
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değerlemesi	10.515.683	-	-	-	-
Toplam	19.824.033	119.489.337	7.068.418	7.342.293	4.708.843

31.12.2022 tarihinde 19.824.033 TL olan yatırım faaliyetlerinden gelirler, 31.12.2023 tarihinde 119.489.337 TL, 31.12.2024 tarihinde 7.068.418 TL, 30.09.2024 döneminde 7.342.293 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 4.708.843 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2023 tarihinde yer alan sabit kıymet satış karı, Ankara Gölbaşı'nda bulunan Şirket mülkiyetindeki arsaların ve nakliyyede kullanılan araçların satışından kaynaklanmaktadır.

Yatırım Faaliyetlerinden Giderler

Tablo 31 : Yatırım Faaliyetlerinden Giderler

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Maddi Duran Varlık Satış Zararı	-	(1.849.054)	-	-	-
Değerleme Zararı	-	(1.295.124)	-	-	(76.831)
Diğer	-	(15.781)	(42.522)	-	-
Toplamı	-	(3.159.959)	(42.522)	-	(76.831)

2023 yılında 3.159.959 TL olarak gerçekleşen yatırım faaliyetlerinden giderler toplamı ağırlıklı olarak maddi duran varlıklardaki araç satışından kaynaklanan zarardan oluşmaktadır.

Finansman Gelirleri

Tablo 32 : Finansman Gelirleri

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Faiz Gelirleri	91.848.300	76.438.544	25.812.360	49.478.112	23.499.293
Kur Farkı Gelirleri	10.767.284	36.187.497	52.352.976	19.331.657	8.556.996
Kur Korumalı Mevduat Faiz Geliri	11.502.982	-	-	-	-
Toplam	114.118.566	112.626.041	78.165.336	68.809.769	32.056.289

31.12.2022 tarihinde 114.118.566 TL olan finansman gelirleri, 31.12.2023 tarihinde 112.626.041 TL, 31.12.2024 tarihinde 78.165.336 TL, 30.09.2024 döneminde 68.809.769 TL ve 30.09.2025 döneminde ise 32.056.289 TL olarak gerçekleşmiştir.

Finansman gelirleri ağırlıklı olarak döviz bakiyeli banka ve ticari alacakların kur farkı gelirlerinden oluşmakta olup, 2022 yılında ilgili kalem içinde ayrıca kur korumalı mevduat faizi de bulunmaktadır.

Finansman Giderleri

Tablo 33 : Finansman Giderleri

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Faiz giderleri (-)	(338.547.792)	(449.435.448)	(669.291.429)	(500.698.980)	(514.513.467)
Kur Farkı Giderleri (-)	(153.159.146)	(47.302.943)	(35.657.492)	(30.595.014)	(179.706.116)
Banka Komisyon Gideri (-)	(5.823.996)	(12.742.408)	(15.522.991)	(6.888.509)	(19.449.052)
Teminat Mektubu Giderleri (-)	(44.818.298)	(50.445.697)	(37.849.669)	(32.399.662)	(55.929.700)
Toplam	(542.349.232)	(559.926.496)	(758.321.581)	(570.582.165)	(769.598.335)

Şirket'in finansman giderleri 2022 yılında 542.349.232 TL olarak, 2023 yılında ise 559.926.496 TL, 2024 yılında 758.321.581 TL olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2024 döneminde 570.582.165 TL ve 30.09.2025 döneminde 769.598.335 TL olmuştur.

2022 yılından sonra döviz kredilerdeki azalma ile birlikte kredilerden kaynaklı oluşan kur farkı giderlerinde azalış gerçekleşmiştir. 2023 ve 2024 yıllarında döviz kredilerinden Türk Lirası kredilere geçiş yapılması, kur farkı giderlerinde azalma sağlamıştır. Ancak 2024 yılı içerisinde yatırım projeleri kapsamında kullanılan yabancı para cinsinden krediler, 30.09.2025 döneminde kur farkı giderlerinde yeniden artışa yol açmıştır. Öte yandan, ham madde fiyatlarında yıllar içinde yaşanan yükseliş, işletme sermayesi ihtiyacını artırmış; bu durum kısa vadeli finansman ihtiyacını tetiklemiş ve ilave kredi kullanımını gerekli kılmıştır. Artan kredi hacmi sonucunda, kredi faiz giderlerinde de yükseliş gerçekleşmiştir.

Dönem Net Karı

Tablo 34 : Dönem Net Karı

(TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Dönem Net Karı	107.749.577	214.608.106	35.497.213	83.408.751	45.334.914
Net Kar Marjı (%)	1,5	3,1	0,6	2,3	1,0

31.12.2022 tarihinde %1,5 oranında kar marjı ile 107.749.577 TL, 31.12.2023 tarihinde %3,1 oranında kar marjı ile 214.608.106 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2024 tarihinde ise 2023 yıl sonuna göre %83,5 oranında azalışla 35.497.213 TL olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2024 döneminde 83.408.751 TL olan dönem karı 30.09.2025 döneminde 45.334.914 TL olarak gerçekleşmiştir.

Lüks sınıfında yer alan ürünlerin toplam cirodaki payının artışından faaliyet karı yıllar itibarıyla olumlu etkilenmiş olup, 30.09.2024 ve 30.09.2025 dönemlerinde finansman giderinin yüksekliğinden kaynaklı dönem sonu karlarında düşüş olmuştur. Enflasyona bağlı olarak personel ve kira giderindeki artış 30.09.2025 döneminde Şirket'in karlılığını olumsuz yönde etkilemiştir.

4. SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ

Buğday Sektörü

Dünyada Buğday Sektörüne Bakış

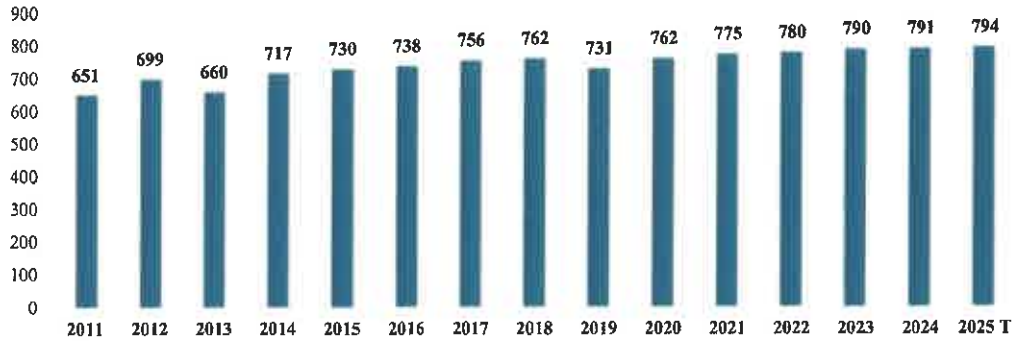
Buğday Ekim Alanı

Amerika Birleşik Devletleri Tarım Bakanlığı (USDA)'nın verilerine göre, dünya buğday ekim alanı yıllar itibarıyla değişim göstermekle beraber 2023 / 24 pazarlama yılında yaklaşık 222 milyon hektar alanda buğday üretimi yapıldığı görülmektedir. Dünya buğday ekim alanında ülke sıralamasında Hindistan, Rusya, AB, Çin ve ABD ilk sıralarda yer almaktadır. Dünya buğday üretiminde ise sıralama ülkelerdeki verim farklılığından dolayı Çin, AB, Hindistan, Rusya ve Avustralya şeklindedir.

Buğday Üretimi

Amerika Birleşik Devletleri Tarım Bakanlığı (USDA)'nın verilerine göre 2022 yılında 781 milyon ton olan dünya buğday üretimi, 2023 yılında AB ülkeleri ve Hindistan'daki azalışa rağmen Rusya, Kanada ve Avustralya'daki üretim artışına bağlı olarak %1,2 artmış ve 790 milyon tona yükselmiştir. 2024 yılında buğday üretimi ise Avustralya ve Kanada'da ciddi rekor düşüklüğüne rağmen başta Hindistan, Türkiye ve diğer ülkelerdeki genel üretim artışlarına bağlı olarak aynı seviyeyi koruyarak 791 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Buğday üretiminin 2025 yılında ise 794 milyon ton seviyesinde olması beklenmektedir.

Şekil 3 : Dünya Toplam Buğday Üretimi (Milyon Ton)

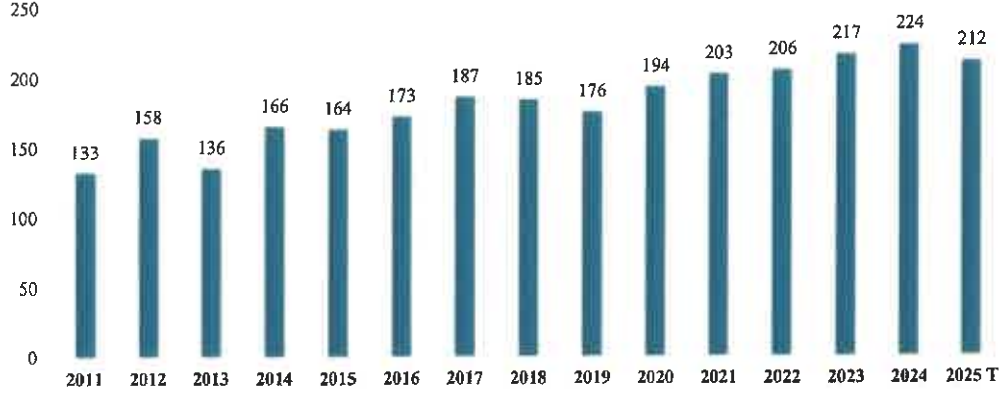


Kaynak: USDA, Bloomberg, <https://www.ers.usda.gov/data-products/wheat-data/>

Buğday İhracatı

USDA'nın verilerine göre dünya buğday ihracatında ilk sıralarda Rusya, AB ülkeleri, Kanada ve Avustralya yer almaktadır. 2022 yılında 206 milyon ton olan dünya buğday ihracatı 2023 yılında %5,3 artarak 217 milyon tona yükselmiştir. Bu dönemdeki en önemli artış Rusya, AB ülkeleri, Kanada'da gözlemlenirken Ukrayna ve Arjantin'de azalışlar gözlemlenmiştir. 2024 yılında ise %3,2 artarak 224 milyon tona yükselmiştir. Bu dönemde Avustralya'da ciddi azalışlar gözlemlenirken Rusya ve AB ülkelerinde artışlar görülmüştür. 2025 yılındaki buğday ihraç tahmini ise 212 milyon ton civarındadır.

Şekil 4 : Dünya Toplam Buğday İhracatı (Milyon Ton)

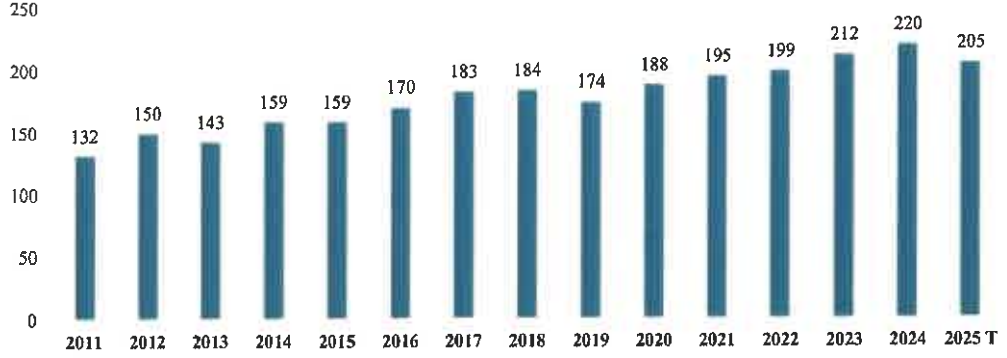


Kaynak: USDA, Bloomberg, <https://www.fas.usda.gov/data-products/world-datas>

Buğday ithalatı

USDA'nın verilerine göre dünya buğday ithalatında genellikle Çin, Türkiye ve AB ülkeleri ilk sıralarda yer almaktadır. 2022 yılında 199 milyon ton olan dünya buğday ithalatı 2023 yılında %6,5 artarak 212 milyon tona, 2024 yılında ise %3,8 artışla 220 milyon tona yükselmiştir. Sözü edilen dönemlerde herhangi bir ülkenin belirgin artışı dikkati çekmezken özellikle Çin ve ülkemizdeki ithalat azalışı dikkat çekmektedir. Mayıs 2024' ten sonra TMO' nun buğday ithalatına getirdiği kısıtlamalara bağlı olarak ülkemizin ithalatının azalması ile Türkiye sıralamadaki yerini Mısır ve Endonezya' ya bırakmıştır. 2025 yılında ise başlıca alıcı ülkelerdeki ekonomik yavaşlama, güçlü ABD doları ve artan yerel tahıl üretimi nedeniyle 205 milyon tona düşmesi beklenmektedir.

Şekil 5 : Dünya Toplam Buğday İthalatı (Milyon Ton)



Kaynak: USDA, Bloomberg, <https://www.fas.usda.gov/data-products/world-datas>

Dünyada Buğday Arzı ve Kullanımı

Tablo 35 :Dünyada Buğday Arzı

	Buğday Arzı (Milyon Ton)			
	2022	2023	2024	2025 T*
Başlangıç Stokları	274	274	267	259
Üretim	780	790	791	794
İthalat	206	217	224	212
Toplam Arz	1.260	1.281	1.282	1.265

	Buğday Kullanımı (Milyon Ton)			
	2022	2023	2024	2025 T*
Yurt İçi Kullanım	787	802	803	800
İhracat	199	212	220	205
Toplam Kullanım	986	1.014	1.023	1.005
Yıl Sonu Stokları	274	267	259	260

(*: 2025 yılı tahmini veri)

Kaynak: USDA, Bloomberg, <https://www.ers.usda.gov/data-products/wheat-data/>

Buğday Fiyatları

Kıtık döneminde buğday piyasalarında yaşanan aşırı yükselişe benzer şekilde tüm dünyayı saran Covid - 19 salgını ve ardından yaşanan Rusya - Ukrayna savaşı 2018 / 2019 pazarlama yılında fiyatların yeniden hızla yükselişine neden olmuştur. 2020 yılında Kırmızı Sert Ekmeklik Buğday fiyatı 239 \$ / ton iken 2021 yılında 315 \$ / ton'a 2022 yılında 410 \$ / ton'a yükselmiş olup, 2023 yılında düşüş trendine girerek 344 \$ / ton'a kadar gerilemiştir. 2024 yılı içerisinde ise 290 \$ / ton'a kadar gerileyen buğday fiyatları 2025 yılı üçüncü çeyreğinde ise 331 \$ / ton seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Türkiye'de Tahıl ve Buğday Sektörüne Bakış

TÜİK verilerine göre Türkiye' de toplam tahıl hasatı 2021 / 2022 hasat döneminde 38,6 milyon ton iken buğday hasatı ise 19,5 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. 2022 / 2023 hasat döneminde toplam tahıl hasatı %9,1 artarak 42 milyon ton olurken buğday hasatı %11,3 artarak 22 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. 2023 / 2024 hasat döneminde ise tahıl üretimi %7,5 oranında azalarak 39 milyon ton olurken buğday hasatı ise %5,4 oranında azalışla 20,8 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. 2024 / 2025 hasat döneminde ise kurak hava koşulları sebebiyle buğday hasadının 19 milyon ton seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Buğday Ekilen Alan ve Verimi

Türkiye'de yaklaşık 67 milyon dekar alanda buğday üretimi yapılmaktadır. 2021 / 2022 pazarlama yılı itibarıyla bu alan içerisinde %9,8'lik pay alan Konya, buğday ekim alanında ilk sırada yer alırken, %5,1'lik pay ile Şanlıurfa ikinci sırada, %4,5'lik pay ile Ankara üçüncü sırada yer almaktadır. Türkiye buğday ekim alanı bakımından ilk 10'da yer alan diğer iller sırasıyla Tekirdağ, Diyarbakır, Mardin, Yozgat, Sivas, Çorum ve Adana'dır. Türkiye buğday ekim alanının 12 milyon hektar ile %17,8'ini makarnalık buğday oluşturmaktadır. 2020 / 2021 pazarlama yılında 6,9 milyon hektar olan buğday ekim alanı 2021 / 2022 pazarlama yılında 6,7 milyon hektara gerilemiştir. 2023 / 2024 döneminde ise 6,8 milyon hektara yükselmiştir.

Şekil 6 : Türkiye Buğday Ekim Alanları



Kaynak : TÜİK, 2023 (Erişim: 15.07.2023)
<https://arastirma.tarimorman.gov.tr/tege/Belgeler/PDF/20Durum-Tahmin/20Raporlar/4.4%BI/2023-20Durum-Tahmin/20Raporlar/4.4%BI/Bu%4%9Fda/20Durum/20Tahmin/20Rapor/2023-384%20TEPGE.pdf> S.10, Grafik 10

Türkiye Buğday Fiyatları

2019 / 2020 pazarlama yılında Covid-19 pandemisinin etkisi ile buğday ve ürünlerine olan talebin artması neticesinde tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de fiyatlar ciddi bir yükselme eğilimine girmiştir. 2020 / 2021 pazarlama yılında 1,65 TL / kg olan buğday üretici fiyatı, 2021 / 2022 pazarlama yılında 2,92 TL / kg’a yükselmiştir. Aynı dönemde ortalama borsa fiyatları 1,95 TL / kg’dan 3,60 TL / kg’a yükselmiştir. Bu girdiler içerisinde geniş yer tutan kimyasal gübreler büyük oranda ithal edildiği için, Dolar kurunda yaşanan değişim kimyasal gübre fiyatlarının aşırı yükselmesine neden olmaktadır. Bunun yanında yapılan bir araştırmada sulı tarımda kullanılan suyun pompalanmasında kullanılan elektrik birim fiyatının artmasının da maliyet üzerinde önemli baskı oluşturduğu belirtilmektedir (FAO, 2023).

Yurt içinde buğday fiyatları ana tedarikçi olan TMO tarafından belirlenmekte olup, yurt içindeki diğer tedarikçiler TMO fiyatını baz alarak fiyatlamalarını yapmaktadır. Yurt dışında ise ülkelerdeki üretim miktarı, politik konjonktür vb. hususlar dikkate alınarak fiyatlamalar oluşmaktadır.

2021 / 2022 üretim yılında maliyetlerin artması sonucu TMO müdahale alım fiyatları da yükseltilmiştir. Ekmeklik buğday alım fiyatı %36,4 oranında artarak 1,65 TL / kg’dan 2,25 TL / kg’a yükselmiştir. Ancak 2021 / 2022, 2022 / 2023 ve 2023 / 2024 üretim yıllarında belirlenen TMO alım fiyatı üretici fiyatının ve borsa fiyatının altında kalmıştır (TMO,TÜİK;TOBB).

Türkiye’deki Buğday Fiyatları

Tablo 36 : Türkiye’deki Buğday Fiyatları

(TL)	2019 / 2020	2020 / 2021	2021 / 2022	2022 / 2023	2023 / 2024	2024 / 2025
*Üretici Fiyatları (Kg)	1,33	1,65	2,92	6,48	8,30	10,4
**TMO Alım Fiyatı (AKS)	1,35	1,65	2,25	6,45	8,25	9,75
***Ticaret Borsası Fiyatı (Kg)	1,44	1,95	3,60	6,80	9,20	10,50

Kaynak: *TÜİK, **TMO, ***TOBB

<https://arastirma.tarimorman.gov.tr/tege/Belgeler/PDF/20Durum-Tahmin/20Raporlar/4.4%BI/2023-20Durum-Tahmin/20Raporlar/4.4%BI/Bu%4%9Fda/20Durum/20Tahmin/20Rapor/2023-384%20TEPGE.pdf> S.12, Tablo 3

2022 hasat döneminde iklim koşullarının düzelmesi ve verimin artması ile birlikte buğday üretimi %10,5 oranında artarak 19,5 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. 2023 hasat döneminde ise 22 milyon ton olarak gerçekleşen buğday üretimi 2024 hasat döneminde ise %5,4 azalış ile 20,8 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiştir. 2025 hasat döneminde 19 milyon ton seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Ano	Empregados médios por empresa
2015	22,6
2016	20,6
2017	21,5
2018	20,0
2019	19,0
2020	20,5
2021	17,7
2022	19,5
2023	22,0
2024	20,8

Temmuz%20Tar%20Bilim%20G3%20Cr%20BCnler%20Rag-Bu%20C4%20Fda%20Tar%20C4%20Bilim%20G3%20Cr%20C4%20Pn%20C4%20Ragwin%20emuz-4-v4.pdf

2020 / 2021 pazarlama yılında 8,2 milyon ton olan buğday ithalatı, 2021 / 2022 pazarlama yılında %15,6 oranında artarak 9,5 milyon tona yükselmiştir. Buğday ithalatındaki artışın etkisi buğday ürünleri (un, makarna, bisküvi, irmik, bulgur) ihracatına da yansımış ve buğday ürünleri ihracatı buğday eş değeri %4,2 oranında artarak 7,6 milyon tona yükselmiştir. Türkiye’de buğday ithalatı ağırlıklı olarak buğday ürünleri ihracatına yönelik yapılmaktadır. Ancak bunun yanında iklim değişikliğine bağlı olarak verim kayıpları olabildiği gibi, dönem dönem üreticilerin yüksek fiyat beklentisi ile farklı ürünlere yönelmeleri neticesinde buğday ekim alanlarında daralmalar olabilmekte ve bu durum üretim hacminin azalması ile piyasaya ithalat artışı olarak yansıyabilmektedir.

Türkiye'nin son üç yıldaki buğday üretimi, buğday ithalatı ve buğday ihracatına ilişkin veriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

(Ton)	2022	2023	2024
Türkiye Buğday Üretimi	19.500.000	22.000.000	20.800.000
Türkiye Buğday İthalatı	10.085.352	12.871.353	4.339.386
Türkiye Buğday İhracatı	336.238	384.224	54.972
Kullanılabilecek Buğday Miktarı	29.549.114	34.487.129	25.131.386

8
HALK ARIKIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Buğday Unu Pazarı

Türkiye’de buğday unu üretimine ilişkin resmi bir rakam bulunmamakla birlikte, TUSAF sayfasında kapasite kullanım oranının %50 seviyesinde olduğunu ifade edilmektedir. Bu oran baz alınarak yıllar itibarıyla buğday unu üretim miktarları Şirket tarafından hesaplanmış olup, Türkiye’nin son üç yılındaki buğday unu üretim miktarı, buğday unu ihracatı ile buğday unu iç tüketimine ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir:

Tablo 38 : Türkiye Buğday Unu Üretimi / İhracatı / İç Tüketimi

(Ton)	2022	2023	2024
Türkiye Toplam Buğday Unu Üretimi	15.000.000	15.500.000	15.000.000
Türkiye Buğday Unu İhracatı	3.041.520	3.656.290	3.023.088
Türkiye Buğday Unu İç Tüketimi	11.958.480	11.843.710	11.976.912

Kaynak: TÜİK, www.tusaf.org.tr

Faaliyet Gösterilen Sektörler / Pazarlar ve İhraççının Bu Sektörlerdeki / Pazarlardaki Yeri İle Avantaj ve Dezavantajları Hakkında Bilgi:

Şirket, un üretimi için gerekli olan unluk buğdayı ağırlıklı olarak Türkiye’de bulunan üreticilerden, TMO’dan, tüccarlardan ve lisanslı depolardan temin etmektedir. Şirket tarafından ayrıca DİİB kapsamında yapılan ihracatlara bağlı olarak yurt dışından ithalat yapılmaktadır.

Türkiye’nin 69 ilinde 598 adet un fabrikası faaliyet göstermekte olup, Şirket sektöründe ilk 10 un üreticisi firma arasında, Türkiye genelinde ISO ikinci 500 listesinde 2024 yılında 220. sırada yer almaktadır (Kaynak: <https://www.isp500.org.tr/ikinci-500-busuk-sanayi-kurulusu>)

Şirket, uzun yıllardır sektör içindeki önemli alıcılardan olması nedeniyle, ham madde tedarikinde rekabetçi koşullarda en iyi fiyat ve vade avantajıyla alımlarını gerçekleştirmeye özen göstermekte ve hedeflemektedir.

Şirket’in günlük 1.504 ton buğday kırım kapasitesi ile ekmeklik un, lüks grubu olarak sınıflandırılan baklavalık, böreklik gibi 27’ye yakın un çeşidi ile hem ulusal pazara satışı, hem de ihracatı bulunmaktadır.

Tablo 39 : Buğday Unu Pazar Payı

(Ton)	2022	2023	2024
Türkiye Buğday Unu İç Tüketimi	11.958.480	11.843.710	11.976.912
Akhan Konsolide İç Piyasa Buğday Unu Satışı	135.416	141.074	152.324
Akhan Un’un İç Pazardaki Buğday Unu Üretimi	%1,2	%1,2	%1,2

Kaynak: TÜİK, Şirket

Yukarıda açıklanan verilere göre Şirket, Türkiye iç pazarında buğday unu tüketim / satışının , 2022 2023 ve 2024 yıllarında %1,2’sini gerçekleştirmektedir.

Şirket’in 2024 verilerine göre toplam satışlarının %55,6’sı ekmeklik un, %17,5’i ise lüks grubu olarak sınıflandırılan baklavalık, böreklik, pastalık, pizzalık, kuruvasanlık, simitlik, vb un oluşturmaktadır.

Toplam un satışların %31,9’u ihraç edilmekte olup, iç pazara yapılan satışların büyük bir kısmı toptan satılmaktadır.

Türkiye’nin son üç yıldaki buğday unu ihracatının en fazla yapıldığı ülke olan Irak’a yapılan ihracata ilişkin veriler aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 40 : İhracat Verileri

(Ton)	2022	2023	2024
Türkiye Toplam Buğday Unu İhracatı	3.041.520	3.656.290	3.023.088
Irak'a Buğday Unu İhracatı	1.253.728	1.252.155	1.000.603
Akhan - Konsolide Buğday Unu İhracatı	102.998	94.631	66.256

Kaynak: TUSAF Şirket, <https://www.tusaf.org/TR/2744/2021-yili-bugday-unu-ihracat-verileri.html>, <https://www.tusaf.org/TR/2823/tuik-2022-yili-un-ihracat-verileri.html>, <https://www.tusaf.org/TR/3015/2023-yili-un-ihracat-verileri.html>

Şirket Türkiye buğday unu ihracatının 2022 yılında %3,4'ünü, 2023 yılında %2,6'sını ve 2024 yılında ise %2,2'sini gerçekleştirmiştir. Buğday unu ihracatının en fazla yapıldığı ülke olan Irak özelinde bakıldığında ise; 2022 yılında %8,2, 2023 yılında ise %7,6 ve 2024 yılında %6,6 ihracat gerçekleştirmiştir.

Tablo 41 : Bölgelere Göre Satış Dağılımı

Bölgeler	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Akdeniz Bölgesi	3.096.218.383	2.360.616.694	1.428.524.825	1.040.782.178
Doğu Anadolu Bölgesi	24.507.362	467.016.216	540.471.375	486.081.392
Güneydoğu Anadolu Bölgesi	27.713.781	77.098.906	122.520.342	241.766.309
Marmara Bölgesi	254.359.871	137.749.754	453.151.400	371.383.236
İç Anadolu Bölgesi	64.122.133	25.839.358	109.333.740	92.454.021
Karadeniz Bölgesi	37.918.466	29.933.287	71.757.629	46.068.009
Ege Bölgesi	34.624.321	15.841.210	59.121.793	48.770.300
Toplam (TL)	3.539.464.317	3.114.095.424	2.784.881.103	2.327.305.446

Kaynak: Şirket

Makarna Sektörü

Küresel Makarna Pazarı

Makarna, birçok ülkede tüketilen temel gıdalar arasında yer almaktadır. Farklı boy ve şekillerde üretilen kurutulmuş makarna, uzun raf ömrü nedeniyle taze makarnaya kıyasla pazarda üstünlüğe sahiptir ve tüketicilerin çoğunluğu sade kurutulmuş makarnayı tercih etmektedir. Bununla birlikte, üreticiler tüketici tercihlerine göre ürün gamını genişletmektedir. Yoğun yaşam tarzı ve yemek hazırlamaya ayrılan sürenin azalması, çabuk pişirilen ve yemeye hazır ürünlere olan talebi artırmıştır. Bu ürünler özellikle genç nüfus ve tek kişilik haneler arasında popülerlik kazanmıştır.

Son yıllarda bitki bazlı diyetlerin sağlık ve sürdürülebilirlik açısından cazip hale gelmesi, makarna tüketimini desteklemektedir. Ayrıca, sürdürülebilirlik kaygıları, tüketicilerin çevreye de fayda sağlayan daha sağlıklı yiyecekler arayışında olması nedeniyle bitki bazlı ürünlere olan talebi artırmaktadır. Hazırlaması kolay ve bütçe dostu bir gıda olan makarna, dünya genelinde bitki bazlı gıda satışlarının artmasına katkıda bulunmaktadır. Geleneksel olmayan makarna malzemelerine doğru kademeli eğilime yol açan bir diğer faktör ise, makarnanın kalitesini ve gluten içeriğini belirlemede kritik bir rol oynayan durum buğdayının fiyatının artmış olmasıdır. Bu nedenle, artan makarna tüketimi sorununu aşmak için geleneksel makarna formülünde geleneksel olmayan malzemelerin kullanımını araştıran yeni bir araştırma alanı oluşmuştur. Örneğin, tanınmış bir İtalyan makarna üreticisi Barilla, Protein+ serisini, daha yüksek protein içeriği için yumurta akı içeren ürünü tamamen bitki bazlı malzemeler kullanarak yeniden formüle etmiştir.

Ürünlerin temel ham maddesi buğday olup; herhangi bir makarnanın temel bileşenleri durum buğdayı veya yumuşak buğday ırmığı ve sudan oluşmaktadır. Taze makarna yumuşak buğdaydan üretilirken, kurutulmuş makarna temel olarak sert durum buğdayından üretilmektedir. Mısır, pirinç veya nohut bazlı içerisinde gluten içermeyen ham maddelerden de makarna yapılmakla birlikte buğday esaslı kurutulmuş makarnanın dünya tüketimine esas teşkil etmektedir.

Kurutulmuş makarnanın ana ham maddesi olan durum buğdayının önde gelen üreticileri Kanada, İtalya ve Türkiye'dir. Türkiye'de 2019 – 2024 yılları arasında 3,1 - 4,4 milyon ton durum buğdayı üretilmiştir.

(Kaynak: <https://www.kuhudler.org.tr/wp-content/uploads/2024/05/AsiatiGo3men.pdf>)

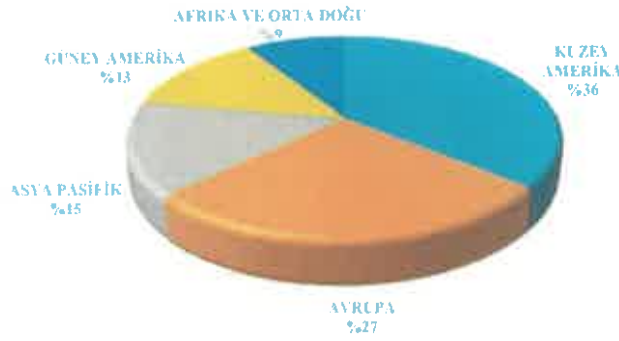
Tablo 42 : Küresel Makarna Üretim

ÜLKELER	ÜRETİM (TON)	ÜLKELER	ÜRETİM (TON)
İtalya	3.962.075	Kanada	136.000
ABD	2.000.000 *	Kolombiya	118.647
Türkiye	1.971.000	Hindistan	100.000
Mısır	1.200.000	Güney Afrika	91.000
Brezilya	1.153.000	Belçika	77.500
Rusya	1.010.421	Portekiz	76.000
Nijerya	700.000	Çek Cumhuriyeti	70.000
İran	560.000	Macaristan	66.000
Meksika	406.937	Ekvator	64.777
Almanya	405.000	Guatemala	59.524
Peru	358.519	Avusturya	54.778
Tunus	345.000	Romanya	52.600
İspanya	317.500	Avustralya	50.000
Arjantin	265.279	İsviçre	43.140
Fransa	237.332	İngiltere	35.000
Şili	216.481	Kosta Rika	27.548
Yunanistan	195.000	Hollanda	23.335
Venezuela	191.543	Slovak Cumhuriyeti	22.000
Polonya	145.000	İsveç	20.200
Japonya	144.500	Diğer	173.414

Kaynak: I.P.O ve UN A.F.P.A tarafından gerçekleştirilen anket. Kalın yazılmış veriler Ekim 2024'e kadar güncellenmiştir.

*Bu rakam perakende gıda hizmetleri ve endüstriyel kullanım için kuru makarna üretimini (çorbalar, hazır gıdalar, paketlenmiş makarna yemekleri vb. gibi katma değerli ürünlere girdi olarak kullanılan kuru makarna) içermektedir. <https://www.pasta-unafixa.org/public/unafixa/images/editions/2d989cf2-7806-4d2e-a50c-a00410fb4488.jpg>

Şekil 8 : Küresel Makarna Tüketimi



Kaynak: <https://www.istatistik.gov.tr/urunler/makarna-107254>

51
HALK
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Küresel makarna tüketiminde %36 ile Kuzey Amerika birinci sırada yer alırken, %27 oranında pay ile Avrupa ikinci sırada yer almaktadır. Diğer bölgelere bakıldığında; Asya Pasifik Bölgesi %15, Güney Amerika %13, Afrika ve Orta Doğu Bölgesi ise %9 oranında paya sahip olmuştur. Küresel makarna pazarının büyüklüğü 2024 yılında 71,50 milyar ABD doları olarak değerlendirilmektedir. Pazarın 2025 yılında 75,50 milyar ABD dolarından 2032 yılına kadar 108,67 milyar ABD dolarına ulaşması ve tahmin dönemi boyunca %5,34 YBBO ile büyümesi beklenmektedir. Avrupa, 2024 yılında %27 oranında payı ile makarna pazarına hakim konumda olmuştur. (Kaynak: <https://www.fortunebusinessinsights.com/pasta-market-102284>)

Covid - 19 pandemisi döneminde makarna ürünlerine olan talebin artması makarna pazarını olumlu etkilemiştir. Küresel makarna pazarı parçalı ve rekabetçi bir yapıya sahip olmakla birlikte çok büyük makarna üreticileri yanı sıra küçük üreticilerde bu pazarda yerini almaktadır. Dünya makarna endüstrisinde önde gelen oyuncular arasında; Barilla Group, Ebro Foods S.A, F.lli de Cecco De Filippo S.p.A, Nestle S.A. ve Unilever Group yer almaktadır.

Tablo 43 : Dünyada Kişi Başı Makarna Tüketimi

ÜLKELER	KİŞİ BAŞI TÜKETİM (kg)	ÜLKELER	KİŞİ BAŞI TÜKETİM (kg)
İtalya	23,3	Avusturya	4,8
Tunus	17,0	Litvanya	4,4
Venezuela	13,6	Slovenya	4,3
Yunanistan	12,2	Letonya	4,1
Peru	9,9	Dominik Cumhuriyeti	4,0
Şili	9,6	Avustralya	4,0
Almanya	9,3	İsrail	4,0
ABD	8,8	Ekvator	4,0
Fransa	8,6	Panama	3,8
İran	8,5	Kosta Rika	3,5
Macaristan	7,5	Nijerya	3,5
Uruguay	7,5	İngiltere	3,5
Türkiye	7,1	İspanya	3,2
Mısır	7,1	Guatemala	3,2
Portekiz	7,0	Danimarka	3,2
Rusya	6,6	Finlandiya	3,2
Çek Cumhuriyeti	6,4	Meksika	3,0
Kanada	6,3	Hırvatistan	2,8
Arjantin	5,7	Hollanda	2,7
Brezilya	5,4	Kolombiya	2,7
Estonya	5,3	Romanya	2,7
İsviçre	5,2	Norveç	2,7
Polonya	5,0	Libya	2,0
Belçika	5,0	Güney Afrika	1,9
Slovak Cumhuriyeti	5,5	Japonya	1,7
İsveç	4,9	İrlanda	1,0
Bolivya	4,8	El Salvador	1,0

Kaynak: I.P.O ve UN A.F.P.A tarafından gerçekleştirilen anket. Kalın yazılmış veriler Ekim 2024'e kadar güncellenmiştir.

Avrupa Birliği Makarna Üreticileri Dernekleri dünya kişi başı makarna tüketimi (kg)

<https://www.asia-unifra.org/publications/ima/es/editor/ea4b4925-dad5-4aa-b611-0d11041211-Se-uz>

HAİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Türkiye Makarna Pazarı

İç Tüketim

Türkiye’de kişi başı makarna tüketimi incelendiğinde yıllar itibarıyla genel olarak artış trendinin olduğu göze çarpmaktadır. 2015 yılında makarna tüketimi kişi başı 6 kg iken yıllar itibarıyla artarak devam etmiş ve 2022 yılında 7,5 kg tüketime ulaşmıştır. Bu artışın temel sebebi pandemi döneminde kazanılan makarna tüketimi tercihinin devam etmesinin etkili olduğu düşünülmektedir. Makarnanın kolay stoklanabilmesi, ulaşılabilir olması ve besleyici bir besin maddesi olarak görülmesinden dolayı tüketiciler tarafından tercih edilmektedir. 2024 yılında ülkemizde 641.000 ton civarında makarna tüketimi gerçekleşmiştir.

Şekil 9 : Yıllara Göre Kişi Başı Makarna Tüketimi (Kg/Kişi)

YILLARA GÖRE KİŞİ BAŞI MAKARNA TÜKETİMİ (KG/KİŞİ)



* T.C. Nüfus verileri ve ticareti sayıları baz alınarak hesaplanmıştır.

Kaynak: MÜSAD Makarna ve Tüketim Verileri Ekim 2025, <https://musad.org/wp-content/uploads/2026/01/Makarna-Sektor-Raporu-Kasim-2025.pdf>

Ülkemizde; dünyanın tüm ülkeleri ile rekabet edebilecek düzeyde üretim teknolojileri bulunmaktadır. Ülkemizde üretiminin büyük bir bölümü ihracata yönlendirilmiş büyük entegre tesislerin yanı sıra yöresel ihtiyaçları karşılamaya yönelik çok sayıda aktif fabrika bulunmaktadır. Makarna üretiminde ana girdi olan sert durum buğdayının yetişme alanlarında üretim tesislerinin de yoğunlaştığı görülmektedir. Makarna üreticisi firmaların coğrafi dağılımı aşağıdaki şekildedir:

- Ankara, Bolu, Burdur, Çorum, İzmir, Karaman, Kırklareli, Konya, Mersin, Sakarya ve Urfa’da 1’er fabrika
- Çankırı’da 2 fabrika,
- Mardin’de 3 fabrika,
- Gaziantep’de 9 fabrika

olmak üzere Türkiye’de toplam 25 makarna üreticisi firma bulunmakta olup Türkiye Dünya’nın önemli makarna üreticisi ülkeleri arasında yer almaktadır. Türkiye’deki tüm makarna fabrikaları neredeyse üretimleri için gerekli olan irmiği kendileri üreterek maliyet, standardizasyon, yüksek kalite, araştırma geliştirme imkanı gibi avantajlar sağlamaktadır. Rekabet içinde olunan Avrupa ve ABD makarna üreticilerinde ise bu durum görülmemektedir.

Yıllara göre makarna ihracatı incelendiğinde; ihracat miktarının 2015 yılından sonra yükselişe geçtiği, Covid - 19 pandemisinin başladığı 2020 yılı ve devamında tepe noktaya çıktığı görülmektedir. 2018 yılında 458 USD / Ton ortalama birim ihracat fiyatı gerçekleştirilirken bu yıldan sonra buğday maliyetlerindeki yükselmesine paralel olarak ortalama birim ihracat fiyatının da arttığı görülmektedir. Özellikle Rusya - Ukrayna savaşı nedeniyle 2022 yılında ortalama birim ihracat fiyatında sıçramanın olduğu görülmektedir. 2025 yılının Ekim ayı itibarıyla 794 USD / Ton seviyesinde fiyat gerçekleşmiştir.

Tablo 44 : Türkiye Makarna Üretim, İthalat, İhracat ve Tüketimi (2011 – 2024)

YIL	ÜRETİM	İTHALAT	İHRACAT	TÜKETİM
2024	2.082.604	6.417	1.447.937	641.084
2023	1.970.808	5.382	1.345.791	630.399
2022	1.997.847	5.225	1.336.833	666.239
2021	2.097.568	4.059	1.471.280	630.347
2020	2.059.468	4.023	1.470.842	592.649
2019	1.902.039	4.593	1.272.722	633.910
2018	1.762.492	3.636	1.207.296	558.832
2017	1.667.267	4.279	1.054.990	616.556
2016	1.347.649	3.384	831.123	519.910
2015	1.158.069	4.127	671.837	490.359
2014	1.202.516	5.310	735.021	472.805
2013	1.026.431	3.377	693.101	336.707
2012	976.644	2.702	505.559	473.787
2011	863.968	2.457	404.040	462.385

Türkiye; Dünya makarna üretiminde, İtalya ve ABD'den sonra üçüncü sırada, makarna ticaretinde ise İtalya'dan sonra ikinci sırada yer almaktadır. 2014 yılından günümüze Türkiye'nin Dünya makarna pazarından tonaj olarak aldığı pay sürekli olarak artarak %17,6'dan %26'ya yükselmiştir. *Kaynak: Türkiye Makarna Sanayicileri Derneği Sektör Raporu Eylül 2025.)*
<https://www.makarna.org.tr/uploads/files/MSD%20Sekt%C3%85r%20Raporu%20Kas%C4%B1m%202025.pdf>

54

HALK TAHRİM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

5. DEĞERLEME ANALİZİ

Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.'nin sermaye artırımı yoluyla halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem dikkate alınmıştır:

- i. Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları
- ii. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Değerleme metodolojileri, sektörün ve Şirket'in özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve söz konusu küresel ölçekte kabul görmüş yöntemlerin Şirket değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları ile Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

UDS'nin 104 Değer Esasları kapsamında Gelir Yaklaşımı aşağıda tanımlanmıştır:

Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler, UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca, değerleme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve / veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.1 uyarınca gelir yaklaşımı; gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akımlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlamaktadır. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akımlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. İşbu değerlendirme çalışması kapsamında gelir yaklaşımında İNA yöntemi kullanılmış olup; UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 50.2 uyarınca, İNA yönteminde tahmini nakit akımları değerlendirme tarihine indirgenmekte ve bu işlem varlığın bugünkü değeriyle sonuçlanmaktadır.

Uluslararası alanda kabul görmüş ve şirketlerin orta - uzun vadeli değerini yansıtan İNA yöntemine göre, şirket paylarının değerinin, şirketin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olduğu kabul edilmektedir.

İNA yönteminde, projeksiyonlar genellikle 5 ila 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son yılındaki nakit akımları baz alınarak ve şirket faaliyetlerinin süresiz bir şekilde devam edileceği varsayılarak devam eden değer tahmini yapılmaktadır.

İşbu rapora konu değerlendirme çalışması kapsamında, 30.09.2025 dönemi faaliyet sonuçları baz olarak esas alınmış olup, 2025 - 2029 yılları arası projeksiyon dönemi olarak kabul edilmiştir. Projeksiyon döneminde ulaşılmış öngörülen nakit akımları ve diğer finansal verilerin; projeksiyon dönemine göre belirlenen makul bir geçmiş dönemde, değerlendirme konusu Şirket tarafından elde edilen nakit akımları ve diğer finansal veriler ile uyumlu, tutarlı ve öngörülebilir olmasına özen gösterilmiştir.

Makro Varsayımlar

Tablo 45 : Makro Varsayımlar

	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
TÜFE Enflasyon (dönem sonu)*	%30,8	%21,2	%14,9	%13,0	%11,0
USD / TRY (dönem sonu)*	43,05	50,44	57,84	65,20	72,59
USD / TRY (ortalama)*	39,60	46,74	54,41	61,82	69,20
EUR / TRY (ortalama)*	44,71	54,76	64,94	74,86	84,87
ABD TÜFE Enflasyonu	%2,8	%2,9	%2,5	%2,0	%2,0

(*) Orta Vadeli Plan öngörülleri ile uyumludur.

Makro varsayımlarda, işbu rapor tarihi itibarıyla Halk Yatırım'ın Orta Vadeli Plan (OVP) öngörülleri ile uyumlu olan makro tahminleri kullanılmıştır.

Gelir Analizleri

Tablo 46 : Ürün Bazında Satış Tonajları

(Ton)	2022G	2023G	2024G	2025/09G
1.Yurt İçi	203.968	305.277	285.709	264.378
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	-	26,2	-12,0	-
1.1.Un	135.416	141.074	152.324	121.643
1.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	117.499	123.025	104.041	79.784
1.1.2.Lüks Grubu Un Satışı Toptan	17.738	17.914	48.083	41.501
1.1.3.Lüks Grubu Un Satışı Zincir	179	135	200	358
1.2. Kepek	68.552	83.160	75.661	48.158
1.3. Ticari Ürün Satışları	-	81.043	57.724	94.576
2.Yurt Dışı	112.953	94.631	66.256	26.638
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	-	26,2	-12,0	-
2.1.Un	102.998	94.631	66.256	30.066
2.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	102.998	94.631	66.256	30.066
2.2. Kepek ve Diğer Ürünler	9.955	-	-	-
Toplam	316.921	399.908	351.965	294.444
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	-	26,2	-12,0	-

(Ton)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
1.Yurt İçi	354.121	314.141	320.684	335.643	356.421
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	23,9	-11,3	2,1	4,7	6,2
1.1.Un	161.671	203.261	209.060	220.395	235.030
1.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	106.200	123.000	119.600	126.960	133.950
1.1.2.Lüks Grubu Un Satışı Toptan	55.016	78.971	86.700	89.700	97.280
1.1.3.Lüks Grubu Un Satışı Zincir	455	1.290	2.760	3.735	3.800
1.2. Kepek	72.000	98.880	99.000	102.000	107.520
1.3. Ticari Ürün Satışları	120.450	-	-	-	-
1.4.Makarna	-	12.000	12.624	13.248	13.871
2.Yurt Dışı	45.325	115.302	129.520	135.016	141.805
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	-31,6	154,4	12,3	4,2	5,0
2.1.Un	45.325	74.000	80.750	83.300	85.850
2.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	45.325	74.000	80.750	83.300	85.850
2.2.Makarna	-	41.302	48.770	51.716	55.955

Toplam	399.446	429.443	450.204	470.659	498.226
Yıllık Değişim (%)	13,5	7,5	4,8	4,5	5,9

Şirket'in üç tesisindeki toplam buğday kırma kapasitesi, tesislerin yaklaşık 355 gün çalışacağı varsayımı üzerinden yıllık yaklaşık toplam 440 bin tondur. 2022 - 2024 yılları arasında gerçekleşen ortalama toplam kapasite kullanım oranı %81,1 civarındadır. 2023 yılında gerçekleşen 81 bin tonluk, 2024 yılında gerçekleşen yaklaşık 58 bin tonluk ticari ürün satışları dışarıda bırakıldığında üretimden yapılan satışlar bu dönem içerisinde 294 bin – 319 bin ton aralığında değişmiştir.

Projeksiyon döneminde uç değere konu olan 2029 yılında tam kapasiteye yakınsayacağı varsayılmaktadır. Kepek ve makarna dahil olmak üzere tüm çıktılara bakıldığında hacimsel anlamda ürün satışlarının 2024 - 2029 dönemi boyunca %7,2'lik bir YBBO ile büyümesi beklenmektedir.

Yurt içi ve yurt dışı ekmeklik un toptan satışlarında ise 2022 - 2024 dönemi ortalamasına göre, projeksiyon döneminde yaklaşık %3 oranında bir azalış beklenmektedir. Şirket'in lüks un ürün grubuna yönelerek karını artırma stratejisine uygun olarak, ekmeklik un satışlarını daha sınırlı bir seviyede tutması beklenmektedir.

Lüks un, yüksek protein değerine sahip buğdayların kırılması ile elde edilmektedir. Şirket'in büyümeyi planladığı toptan lüks un satışı, 2024 yılında yaklaşık 48 bin ton gerçekleşmiş olup, 2024 – 2029 arasında lüks un toptan satışlarının %15,1 YBBO ile büyümesi beklenmektedir. Şirket'ten sağlanan bilgiler doğrultusunda bu ürün grubuna olan talep 2023 – 2024 yıllarında da görüleceği üzere artarak devam etmektedir. Yüksek proteinli ve düşük proteinli buğday arasında alım fiyatı anlamında %0,4 - %7 civarında bir fark olmasına rağmen, yüksek proteinli un ve ekmeklik un satış fiyatları arasında %7 - %30'a varan fark bulunmaktadır.

Projeksiyon döneminde, lüks un segmentinin payının artması beklenmektedir. Bu hedef doğrultusunda Şirket lüks un grubu için istenilen ürün kalitesine ulaşmak amacıyla gerekli sertifikaları tamamlamıştır. Aynı zamanda yerel pazarda bilinirliği yüksek olan zincir mağazalarla yeni anlaşmalar sağlanmış olup, yeni müşteri kazanımı kapsamında görüşmelere devam edilmektedir.

Şirket'in ürün kırılımında yer alan ticari ürün satışları, buğday satışından oluşmakta olup, Şirket 2022 – 2025 / 09 döneminde toplam 233.343 ton buğday satışı gerçekleştirmiştir. Şirket, 2025 yılının son çeyreğinde ise yaklaşık 26 bin ton buğday satışı planlamakta olup projeksiyon döneminin kalan yıllarında buğday satışı gerçekleştirmeyecektir.

Şirket'in 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. Yurt içi makarna satış hacmi tahmini yapılırken; kişi başı tüketilen makarna miktarı, 2025 – 2029 yılları nüfus projeksiyonu ve Şirket'in un satışı sebebiyle sahip olduğu pazar payının makarna için hedeflenen pazar payına pozitif etkisi olacağı beklentisi dikkate alınmıştır. Yurt dışı makarna satış hacmi tahmini yapılırken; Şirket'in yurt dışı un satışı yaptığı kanalları kullanacak olması, makarna ihracatı verileri ve Şirket'in yurt dışı makarna satışına yurt içi makarna satışından daha fazla ağırlık vermeyi hedeflemesi göz önünde bulundurulmuştur.

2022 - 2024 yıllarında yurt dışı ekmeklik un satışları ortalaması yaklaşık 66 - 103 bin ton bandında gerçekleşmiş olup, 2024 – 2029 yıllarında ise yurt dışı ekmeklik un satışlarının %5,3 YBBO ile büyümesi beklenmektedir.

Şirket'in tesislerinin Türkiye'nin buğday ekim alanlarının %20'sine sahip olan Adana, Diyarbakır, Mardin ve Şanlıurfa'ya yakın olması, Şirket'i ham madde tedariki anlamında öne çıkarmaktadır. Ayrıca Adana'daki tesislerin Mersin liman bölgesine olan yakınlığı, un ihracatı ve ithal edilen buğdayın işlenmesi anlamında da Şirket için avantaj yarattığı düşünülmektedir.

Şirket projeksiyonları dahilinde satışlardaki büyümenin arkasında üç ana faktörün bulunacağı varsayılmaktadır.

- i. **Lüks una olan talebin artması:** Uzun dönemli eğilimler dahilinde sağlıklı yaşam algısının güçlenmesi ve toplumun bu ürünlere daha çok ilgi göstermesi neticesinde, protein ağırlığı yüksek tahıl grubuna olan ilgi artmaktadır. Geniş tedarik ağı sayesinde yüksek proteinli buğdaya kolay erişim avantajını kullanabilen Şirket'in, lüks un segmentinde satışlarını arttırarak, satışlarını büyüteceği varsayılmaktadır. Benzer eğilimler dahilinde 2025 yılı sonrasında Şirket'in kepek satışlarına olan talebin de artarak devam etmesi beklenmektedir. Lüks un segmenti haricinde, Şirket'in hali hazırda ekmeklik un toptan satış müşterilerine de hizmeti devam ettirmesi beklenmektedir.
- ii. **Yeni ürün grupları:** Ekmeklik un haricinde son yıllarda baklava, börek, kruvasan vb. imalatında kullanılacak unlar ve yufkalar da marketlerde satışa sunulmuştur. Covid - 19 pandemisi sonrasında ev tüketimi segmentinde kendine yer bulan yeni ürünler, hem toplam satışları artırma, hem de katma değerli satış yapma fırsatı yaratmaktadır. Aynı zamanda Şirket, un satışını yaptığı kanalları kullanarak 2026 yılı itibarıyla makarna pazarına da hızlı bir giriş yapmayı planlamakta ve 2029 yılı itibarıyla özellikle yurt içinde %2 pazar payına ulaşmayı hedeflemektedir.
- iii. **İhracat:** Rusya - Ukrayna krizine bağlı olarak dış piyasalardan buğday bulmanın zorlaşması nedeniyle, 2022 - 2024 yıllarında ithal buğdaydan üretilen ekmeklik unun da ihracat hacimleri düşük seyretmiştir. Şirket, projeksiyon döneminde ihracat satışlarını artırmak adına hali hazırda almış olduğu yeni siparişler ile, ana ihracat pazarı olan Irak'ın haricinde Ürdün, Venezuela, Suriye, Çad, Küba ve Filistin'e de ihracata başlamıştır.

Ortalama Birim Satış Fiyatları ve Birim Maliyetler

Tablo 47: Ürünler Bazında Ortalama Birim Satış Fiyatları

	Birim	2022G	2023G	2024 G	2025/09G
1.Yurt İçi					
1.1.Un					
1.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	TL / Ton	25.162	21.878	17.379	18.194
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		-	-13,0	-20,6	-
1.1.2.Lüks Grubu Un Satışı Toptan	TL / Ton	32.530	23.401	20.229	20.915
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		-	-28,1	-13,6	-
1.1.3.Lüks Grubu Un Satışı Zincir	TL / Ton	33.402	24.659	20.319	21.566
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		-	-26,2	-17,6	-
1.2. Kepek	TL / Ton	14.061	6.407	8.326	7.064
<i>% Değişim</i>		-	-54,4	-29,9	-
1.3. Ticari Ürün Satışları	TL / Ton	-	13.900	14.342	15.016
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		-	0,0	3,2	-
2.Yurt Dışı					
2.1.Un					
2.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	TL / Ton	25.162	21.878	19.687	15.685
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		-	-13,1	-10,0	-
2.2. Kepek ve Diğer Ürünler	TL / Ton	14.071	-	-	-
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		-	-	-	-

	Birim	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
1.Yurt İçi						
1.1.Un						
1.1.1.Ekmeklik Un Satışı	TL / Ton	19.608	23.304	25.703	29.035	32.593
Toptan						
Yıllık Değişim (%)		12,8	18,9	10,3	13,0	12,3
1.1.2.Lüks Grubu Un Satışı	TL / Ton	23.642	27.964	32.114	36.056	39.951
Toptan						
Yıllık Değişim (%)		16,9	18,3	14,8	12,3	10,8
1.1.3.Lüks Grubu Un Satışı	TL / Ton	24.650	29.871	34.310	38.595	43.481
Zincir						
Yıllık Değişim (%)		21,3	21,2	14,9	12,5	12,7
1.2. Kepek	TL / Ton	9.976	12.137	13.904	15.489	16.656
Yıllık Değişim (%)		19,8	21,7	14,6	11,4	7,5
1.3.Ticari Ürün Satışları	TL / Ton	15.947	-	-	-	-
Yıllık Değişim (%)		11,2	-	-	-	-
1.4. Makarna Satışları	TL / Ton	-	28.900	33.206	37.523	41.650
Yıllık Değişim (%)		-	-	14,9	13,0	11,0
2.Yurt Dışı						
2.1.Un						
2.1.1.Ekmeklik Un Satışı	TL / Ton	15.928	21.592	23.807	25.768	26.819
Toptan						
Yıllık Değişim (%)		-19,1	35,6	10,3	8,2	4,1
2.2.Makarna Satışları	TL / Ton	-	25.463	29.257	33.060	36.696
Yıllık Değişim (%)		-	-	14,9	13,0	11,0

2021 yılı ve sonrasında takip eden Covid - 19 pandemisinin etkilerinin görüldüğü yıllarda, küresel çapta ham madde ve enerji fiyatlarında önemli ölçüde artışlar yaşanmıştır. Rusya - Ukrayna krizi ile birlikte, hem tarımsal emtia, hem de enerji fiyatlarında yaşanan artışlar üretim maliyetlerini yukarı yönde etkilemiştir.

Covid - 19 pandemi boyunca merkez bankalarınca ekonomideki yavaşlama etkilerini azaltmak üzere uygulanan gevşek para politikaları da, küresel para arzının artmasına ve özellikle varlık ve emtia fiyatlarında yükselişe neden olmuştur.

Konjonktürdeki bu gelişmeler Şirket'in de girdi maliyetlerinin artmasına neden olmuştur. Özellikle 2022 yılındaki fiyatlar bu nedenle enflasyonun üzerinde bir artış arz etmiştir. Covid - 19 pandemisinin etkilerinin azalmasıyla birlikte, piyasalarda bulunan yüksek seviyedeki likidite, küresel anlamda enflasyonun artmasına sebebiyet vermiştir. Bu dönemde ise başta FED olmak üzere neredeyse tüm merkez bankaları faiz artırımlarına başlayarak ve fazla likiditeyi piyasadan çekerek enflasyonun dizginlenmesi amacıyla sıkılaştırıcı para politikaları izlemiştir. Bu durum kredi ve mevduat faizlerinin yükselmesi ile birlikte talebin daralmasına yol açmış, düşen talep ekonomilerin soğumasına neden olmuştur. Tarımsal emtiada da, diğer emtialara benzer şekilde fiyatlarda bir geri çekilme yaşanmıştır.

Türkiye piyasasında ise enflasyonla mücadele programı kapsamında tüketiciye sunulan ürünlerin fiyatlandırmalarında dönem dönem sınırlandırılmalara gidilmiştir. Bu noktada fiyatlar sınırlandırılırken TMO'dan belirli bir marj ile un satma taahhüdüyle buğday alınarak, iç piyasaya bu taahhüt kapsamında TMO tarafından belirlenen fiyatlar üzerinden un satılmıştır. Bahse konu sınırlandırılmalar ve yönetilen fiyatlar neticesinde, iç piyasadaki fiyatlar geçmiş dönemde düşük seyretmiştir.

2024 yılının Mayıs ve 2025 yılı Nisan ayları arasında buğday ithalat yasağı uygulanmıştır. Söz konusu uygulama ihracat pazarını kısıtlamış olup, firmaların iç pazara ağırlık vermesine ve iç piyasada arz fazlası oluşmasına sebep olmuştur. Oluşan arz fazlasıyla iç piyasadaki fiyatlar aşağı yönlü revize edilmiştir. Söz konusu uygulama geçici nitelikte olup, sektörün devamlılık arz eden bir dinamiği değildir. Bu yasak 15 Eylül 2024'ten itibaren kademeli olarak kaldırılmaya başlanmıştır. TMO, 2025

2.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	TL / Ton	18.089	18.742	16.961	13.460
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		-	3,6	-9,5	-
2.2. Kepek ve Diğer Ürünler	TL / Ton	8.568	-	-	-
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		-	-	-	-

	Birim	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
1.Yurt İçi						
1.1.Un						
1.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	TL / Ton	15.612	20.059	22.304	24.681	26.283
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		1,6	28,5	11,2	10,7	6,5
1.1.2.Lüks Grubu Un Satışı Toptan	TL / Ton	16.525	20.067	22.744	25.241	27.760
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		5,2	21,4	13,3	11,0	10,0
1.1.3.Lüks Grubu Un Satışı Zincir	TL / Ton	16.969	19.685	22.203	24.758	27.356
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		7,8	16,0	12,8	11,5	10,5
1.2. Kepek	TL / Ton	7.566	8.729	10.120	11.361	12.492
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		13,7	15,4	15,9	12,3	9,9
1.3.Ticari Ürün	TL / Ton	14.938	-	-	-	-
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		8,5	-	-	-	-
1.4. Makarna Satışları	TL / Ton	-	23.056	26.261	29.150	31.482
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		-	-	13,9	11,0	8,0
2.Yurt Dışı						
2.1.Un						
2.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	TL / Ton	15.445	18.624	19.738	21.110	22.558
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		-8,9	20,6	6,0	7,0	6,9
2.2.Makarna Satışları	TL / Ton	-	20.049	22.836	25.348	27.376
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		-	-	13,9	11,0	8,0

Satış hacminin büyümesi ve fiyat artışları için, bahsedilen varsayımlar ışığında, projeksiyon döneminde birim maliyetlerdeki artış oranları ortalamalarının projeksiyon döneminde enflasyon beklentisinin altında görünüm arz edeceği varsayılmıştır.

Tablo 49: Ürünler Bazında Net Satışlar

(TL)	2022G	2023G	2024G	2025/09G
1.Yurt İçi Satışlar	4.505.738.427	4.795.208.772	4.288.205.142	4.132.093.995
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	-	6,4	-10,6	-
1.1.Un	3.539.464.317	3.114.095.424	2.784.881.103	2.327.305.446
1.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	2.956.461.629	2.691.547.546	1.808.140.733	1.451.586.442
1.1.2.Lüks Grubu Un Satışı Toptan	577.018.009	419.215.013	972.676.634	867.998.547
1.1.3.Lüks Grubu Un Satışı Zincir	5.984.679	3.332.866	4.063.736	7.720.457
1.2. Kepek	963.911.077	532.834.586	629.974.427	340.174.201
1.3. Ticari Ürün Satışları	-	1.126.465.928	827.905.016	1.420.189.671
1.4. Diğer Hizmet satışları	2.363.033	21.812.833	31.285.341	40.424.677
1.5. Diğer Gelirler	-	-	14.159.254	4.000.000
2.Yurt Dışı Satışlar	2.731.679.309	2.070.345.823	1.304.380.612	471.607.428
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	-	-24,2	-37,0	-
2.1.Un	2.591.606.909	2.070.345.823	1.304.380.612	471.607.428

2.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	2.591.606.909	2.070.345.823	1.304.380.612	471.607.428
2.2. Kepek ve Diğerleri	140.072.401	-	-	-
Toplam Satışlar	7.237.417.736	6.865.554.595	5.592.585.754	4.603.701.423
Yıllık Değişim (%)	-	-5,1	-18,5	-

(TL)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
1.Yurt İçi Satışlar	6.119.551.335	6.765.052.938	7.872.790.404	9.285.456.918	10.951.915.541
Yıllık Değişim (%)	42,7	10,5	16,4	17,9	17,9
1.1.Un	3.394.241.731	5.113.213.741	5.953.041.324	7.064.586.658	8.417.545.596
1.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	2.082.322.768	2.866.360.911	3.074.064.345	3.686.239.949	4.365.884.134
1.1.2.Lüks Grubu Un Satışı Toptan	1.300.703.174	2.208.319.002	2.784.280.994	3.234.193.881	3.886.433.662
1.1.3.Lüks Grubu Un Satışı Zincir	11.215.788	38.533.828	94.695.986	144.152.828	165.227.800
1.2. Kepek	718.278.814	1.200.102.365	1.376.516.226	1.579.880.707	1.790.810.637
1.3. Ticari Ürün Satışları	1.920.840.070	-	-	-	-
1.4. Diğer Hizmet Satışları	81.190.720	98.936.832	117.045.152	135.900.064	156.807.776
1.5. Diğer Gelirler	5.000.000	6.000.000	7.000.000	8.000.000	9.000.000
1.6.Makarna	-	346.800.000	419.187.701	497.089.489	577.751.532
2.Yurt Dışı Satışlar	721.935.694	2.649.465.387	3.349.257.727	3.856.231.872	4.355.723.449
Yıllık Değişim (%)	-44,7	267,0	26,4	15,1	13,0
2.1.Un	721.935.694	1.597.798.897	1.922.410.446	2.146.499.619	2.302.380.941
2.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	721.935.694	1.597.798.897	1.922.410.446	2.146.499.619	2.302.380.941
2.2.Makarna	-	1.051.666.490	1.426.847.281	1.709.732.253	2.053.342.508
Toplam Satışlar	6.841.487.029	9.414.518.325	11.222.048.131	13.141.688.790	15.307.638.990
Yıllık Değişim (%)	22,3	37,6	19,2	17,1	16,5

TMS 29 kapsamında geçmiş dönem verilerinin enflasyon katsayısı ile çarpılması nedeniyle, geçmiş dönem büyüme rakamının reel bir nitelik taşıdığı, projeksiyon dönemindeki büyüme oranında ise enflasyon etkisinin bulunduğu değerlendirme yaparken göz önüne alınmıştır. Bu sebeple ürünler bazında kırılımlı satışlar toplamının gösterildiği yukarıdaki tabloda, geçmiş dönem ve projeksiyon satış tutarlarının YBBO'su doğrudan karşılaştırılabilir nitelikte değildir. 2024 – 2029 arası YBBO %22,3 olarak tahmin edilmektedir.

Türkiye'de enflasyonla mücadele programı kapsamında tüketiciye sunulan ürünlerin fiyatlandırmalarında dönem dönem sınırlandırılmalara gidilmiştir. Söz konusu fiyatlama üzerindeki baskı firmaların iç pazara yönelmesine ve ihracat hacimlerinin azalmasına neden olmuştur. İşbu rapor tarihi itibarıyla fiyatlar normalize olmaya başlamış olup tam etkisinin 2025 yıl sonu itibarıyla görüleceği varsayılmıştır. Şirket'in Irak'ın yanı sıra Filistin, Ürdün ve Venezuela'ya yapmaya başladığı satışlarla birlikte 2025 yılı sonrası hem ihracat tonajlarının hem de fiyatların artacağı öngörülerek yurt dışı satış tutarlarında artış gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Projeksiyon dönemindeki diğer hizmet satışları ise, Şirket'in halihazırda faaliyette olan iki adet GES'in gelirlerinden oluşmaktadır.

Tablo 50: Satışların Maliyeti

(TL)	2022G	2023G	2024G	2025/09G
1.Yurt İçi Satışların Maliyeti	3.932.322.491	4.274.018.163	3.671.902.495	3.483.896.434
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	-	8,7	-14,1	-
1.1.Un	3.174.558.444	2.828.709.425	2.357.433.836	1.779.583.723
1.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	2.730.127.333	2.465.583.092	1.599.246.503	1.169.810.189
1.1.2.Lüks Grubu Un Satışı Toptan	439.986.800	360.393.304	755.038.023	603.790.133
1.1.3.Lüks Grubu Un Satışı Zincir	4.444.311	2.733.029	3.149.310	5.983.401
1.2. Kepek	757.536.030	454.454.527	503.544.323	285.066.500
1.3. Ticari Ürün Satışları	-	989.407.898	794.998.990	1.395.991.169
1.4. Diğer Hizmet Satışları	228.017	1.446.312	15.925.346	23.255.042
2.Yurt Dışı Satışların Maliyeti	1.948.434.550	1.773.560.842	1.123.736.754	404.689.630
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	-	-9,0	-36,6	-
2.1.Un	1.863.143.585	1.773.560.842	1.123.736.754	404.689.630
2.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	1.863.143.585	1.773.560.842	1.123.736.754	404.689.630
2.2. Kepek ve Diğer Ürünler	85.290.965	-	-	-
Toplam Satışların Maliyeti	5.880.757.041	6.047.579.005	4.795.639.249	3.888.586.064
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	-	2,8	-20,7	-

(TL)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
1.Yurt İçi Satışların Maliyeti	4.918.847.311	5.217.156.266	6.034.081.229	7.035.034.301	8.104.869.702
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	34,0	6,1	15,7	16,6	15,2
1.1.Un	2.574.788.727	4.077.350.863	4.700.682.436	5.490.009.554	6.325.053.322
1.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	1.657.944.363	2.467.240.485	2.667.509.915	3.133.465.729	3.520.652.018
1.1.2.Lüks Grubu Un Satışı Toptan	909.123.277	1.584.716.917	1.971.891.213	2.264.073.550	2.700.446.948
1.1.3.Lüks Grubu Un Satışı Zincir	7.721.087	25.393.461	61.281.308	92.470.275	103.954.356
1.2. Kepek	544.720.062	863.129.202	1.001.882.451	1.158.857.422	1.343.116.747
1.3.Ticari Ürün	1.799.338.522	-	-	-	-
1.4. Makarna	-	276.676.200	331.516.342	386.167.326	436.699.633
2.Yurt Dışı Satışların Maliyeti	700.026.250	2.206.272.909	2.707.551.527	3.069.370.557	3.468.441.201
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	-37,7	215,2	22,7	13,4	13,0
2.1.Un	700.026.250	1.378.201.092	1.593.843.998	1.758.480.397	1.936.647.168
2.1.1.Ekmeklik Un Satışı Toptan	700.026.250	1.378.201.092	1.593.843.998	1.758.480.397	1.936.647.168
2.2. Makarna	-	828.071.818	1.113.707.529	1.310.890.159	1.531.794.033
Toplam Satışların Maliyeti	5.618.873.561	7.423.429.175	8.741.632.756	10.104.404.858	11.573.310.903
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	17,2	32,1	17,8	15,6	14,5

TMS 29 kapsamında geçmiş dönem verilerinin enflasyon katsayısı ile çarpılması nedeniyle, geçmiş dönem büyüme rakamının reel bir nitelik taşıdığı, projeksiyon dönemindeki büyüme oranının da enflasyon etkisinin bulunduğu değerlendirme yaparken göz önüne alınmıştır. Bu sebeple ürünler bazında kırılımlı satışların maliyetlerinin gösterildiği yukarıdaki tabloda geçmiş ve projeksiyon dönemlerinin satış maliyetlerinin YBBO'su doğrudan karşılaştırılabilir nitelikte değildir. 2022 – 2024 yılları arası satılan mal maliyetlerinin YBBO'su -%9,7 iken, 2024 – 2029 yılları arası makarna dahil YBBO %19,3 olarak tahmin edilmektedir. Hesaplanan satılan malın maliyetlerine amortisman giderleri eklenerek toplam satışların maliyetine ulaşılmıştır.

Tablo 51: Brüt Karlılık

(TL)	2022G	2023G	2024G	2025/09G
Net Satışlar	7.237.417.736	6.865.554.595	5.592.585.754	4.603.701.423
Satışların Maliyeti (-)	(5.880.757.041)	(6.047.579.005)	(4.795.639.249)	(3.888.586.064)
Brüt Kar	1.356.660.695	817.975.590	796.946.505	715.115.359
Brüt Kar Marjı (%)	18,7	11,9	14,3	15,5

(TL)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Net Satışlar	6.841.487.029	9.414.518.325	11.222.048.131	13.141.688.790	15.307.638.990
Satışların Maliyeti (-)	(5.618.873.561)	(7.423.429.175)	(8.741.632.756)	(10.104.404.858)	(11.573.310.903)
Brüt Kar	1.222.613.468	1.991.089.150	2.480.415.375	3.037.283.932	3.734.328.087
Brüt Kar Marjı (%)	17,9	21,1	22,1	23,1	24,4

2022 – 2025 / 09 dönemleri arasında ortalama brüt kar marjı %15,1 olarak gerçekleşmiştir.

2024 yılı özelinde, TMO'nun buğday satış ihalelerini açıklamasıyla birlikte Türkiye buğday piyasasında fiyatlar gerilemeye başlamıştır. Şirket, 2025 yılı satış hedefleri doğrultusunda stoğunda bulunan (nispeten yüksek maliyetli) buğdayların yaklaşık 95 bin tonunu satmıştır. Buğday satışındaki brüt kar marjı, un satışlarına göre daha düşüktür.

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

Brüt karlılığın artışında kapasite kullanım oranlarının da artması ve birim maliyetlerin bu durumdan pozitif yönde etkilenmesinin rol oynayacağı öngörülmektedir.

Tablo 52: Faaliyet Giderleri

(TL)	2022G	2023G	2024G	2025/09G
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	(838.165.302)	(270.111.546)	(151.168.539)	(125.478.931)
<i>Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri / Net Satışlar (%)</i>	<i>11,6</i>	<i>3,9</i>	<i>2,7</i>	<i>2,7</i>
Genel Yönetim Giderleri	(69.669.031)	(77.269.774)	(110.352.474)	(115.276.846)
<i>Genel Yönetim Giderleri / Net Satışlar (%)</i>	<i>1,0</i>	<i>1,1</i>	<i>2,0</i>	<i>2,5</i>
Faaliyet Giderleri (-)	(907.834.333)	(347.381.320)	(261.521.013)	(240.755.777)
Faaliyet Giderleri / Net Satışlar (%)	12,5	5,1	4,7	5,2

(TL)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	(186.472.232)	(237.773.985)	(260.981.036)	(279.341.007)	(294.765.376)
<i>Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri / Net Satışlar (%)</i>	<i>2,7</i>	<i>2,5</i>	<i>2,3</i>	<i>2,1</i>	<i>1,9</i>
Genel Yönetim Giderleri	(171.311.076)	(216.910.834)	(236.112.288)	(250.218.218)	(260.842.708)
<i>Genel Yönetim Giderleri / Net Satışlar (%)</i>	<i>2,5</i>	<i>2,3</i>	<i>2,1</i>	<i>1,9</i>	<i>1,7</i>
Faaliyet Giderleri (-)	(357.783.308)	(454.684.819)	(497.093.325)	(529.559.225)	(555.608.084)
Faaliyet Giderleri / Net Satışlar (%)	5,2	4,8	4,4	4,0	3,6

54

YALIN YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

2022, 2023, 2024 ve 2025 / 09 dönemleri ve projeksiyon dönemi için hesaplanan faaliyet giderleri ve faaliyet giderlerini oluşturan ilgili kalemlerin net satışlara oranlarına yukarıdaki tabloda yer verilmiştir.

Şirket, 2026 yılının Ocak ayında makarna üretim ve satışına başlamıştır. Projeksiyon döneminde öngörülen makarna satışlarının toplam satışlar içindeki payı, un satışlarının toplam satışlar içindeki payından daha az olacağı varsayılmıştır. Dolayısıyla makarna satışından kaynaklı faaliyet giderlerinin ciroya olan oranının etkisinin sınırlı olacağı öngörülmüştür.

Tablo 53: Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

(TL)	2022G	2023G	2024G	2025/09G
Personel Giderleri (-)	(13.963.573)	(9.714.956)	(22.702.983)	(31.405.142)
Fuar Reklam ve Nakliye Gideri (-)	(784.327.339)	(218.368.815)	(55.855.006)	(7.056.668)
Amortisman ve İtfa Payı Giderleri (-)	(6.064.641)	(12.826.929)	(26.614.221)	(20.733.845)
Bakım Onarım Giderleri (-)	-	(3.621.773)	(6.594.397)	-
Akaryakıt Giderleri (-)	(21.739.708)	(22.803.926)	(35.265.223)	(28.773.363)
Diğer (-)	(12.070.041)	(2.775.147)	(4.136.709)	(37.509.913)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(838.165.302)	(270.111.546)	(151.168.539)	(125.478.931)

(TL)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Personel Giderleri (-)	(44.625.419)	(57.026.507)	(62.598.283)	(66.993.877)	(70.679.538)
Fuar Reklam ve Nakliye Gideri (-)	(10.978.967)	(14.029.944)	(15.400.740)	(16.482.166)	(17.388.931)
Amortisman ve İtfa Payı Giderleri (-)	(39.013.815)	(49.855.478)	(54.726.608)	(58.569.461)	(61.791.653)
Bakım Onarım Giderleri (-)	(2.909.391)	(3.200.330)	(3.488.360)	(3.767.429)	(4.031.149)
Akaryakıt Giderleri (-)	(38.124.921)	(48.719.566)	(53.479.712)	(57.235.009)	(60.383.787)
Diğer (-)	(50.819.719)	(64.942.159)	(71.287.333)	(76.293.065)	(80.490.319)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(186.472.232)	(237.773.985)	(260.981.036)	(279.341.007)	(294.765.376)

Pazarlama giderleri altında bulunan nakliye giderleri; 2022 ve 2023 yıllarında toptan satış yapan bir üretim firmasına göre oldukça yüksektir. Bu durumun arkasında, Şirket'in ana ihracat pazarı olan Irak'taki ana müşterisine verilen destekler bulunmaktadır. 2021 yılında Irak'ın kuzey bölgesinde mevcut piyasa şartlarını değiştirmek için 2 adet un fabrikasının işletilmesi için 2 aileye yetki verilmiştir. Bu nedenle Şirket'in distribütörlü olan Rast Company'nin satışları sayesinde Şirket'in önemli bir oyuncu olduğu Irak Un Pazarı'ndaki rekabet ortamı değişmiştir. 2024 yılında ise söz konusu nakliye gideri 2023 yıl sonuna göre %74,4 oranında azalarak normalize olmuştur.

Oluşan yeni koşullarda pazar payını koruyabilmek adına 2022 ve 2023 yıllarında Rast Company'e pazarlama desteği verilmiştir. Bu pazarlama desteğine paralel olarak Rast Company, kendi müşterilerine ve bayilerine pazarlama, nakliye ve fiyat konularında avantajlı teklifler sunabilmektedir. Şirket'in paylaştığı bilgiye göre, kurulan tesislerin Irak'taki talebi karşılamaya yetmeyeceğinin anlaşılması ve Türkiye kalitesinde un üretimi yapılamaması nedeniyle pazar koşulları normalize olmuş ve Rast Company'nin rekabet gücünü yeniden kazanması nedeniyle destek uygulamasına gerek kalmamıştır.

Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinde; 2025 yılının 3. çeyreğinde devam eden TL'deki reel değerlenmenin personel giderleri başta olmak üzere reel giderleri yukarı çekmesi nedeniyle net satışlara oranı %2,7 olarak gerçekleşmiştir.

Projeksiyon döneminde, geçmiş dönemdeki un üretimindeki atıl kapasitenin devreye alınmasıyla birlikte gözlemlenmesi öngörülen hacimsel artışların da etkisi ile pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin net satışlara oranının gerilemesi beklenmektedir. Üç değerler hesaplandığı dönemde (2029) ise bu oranın %1,9'a yakınsayacağı öngörülmektedir.

Tablo 54: Genel Yönetim Giderleri

(TL)	2022G	2023G	2024G	2025/09G
Personel Giderleri (-)	(16.329.013)	(24.883.366)	(31.507.647)	(37.853.091)
Amortisman ve İtfâ Payları (-)	(2.477.386)	(3.459.627)	(6.023.216)	(1.297.060)
Danışmanlık, Müşavirlik Giderleri (-)	(2.903.187)	(2.591.481)	(7.011.828)	(4.677.439)
İzin Karşılığı Gideri (-)	(8.282.514)	(10.303.074)	(16.256.644)	(17.209.941)
Sigorta Giderleri (-)	(49.986)	(481.887)	(885.393)	(186.761)
Kıdem Tazminatı Gideri (-)	(49.909)	(992.537)	(1.844.932)	(4.317.949)
Temsil Ağırhlama Giderleri (-)	(549.200)	(777.385)	(3.763.533)	(5.065.258)
Kira Giderleri (-)	(4.876.149)	(7.814.471)	(8.255.953)	(14.487.252)
Ulaşım Giderleri	(449.915)	(304.291)	(770.471)	(196.647)
Ofis Giderleri (-)	(412.725)	(97.962)	(181.032)	(67.781)
Bakım Onarım Giderleri (-)	(1.697.632)	(2.735.151)	(2.749.742)	-
Akaryakıt Giderleri (-)	(289.883)	(1.763.509)	(3.698.091)	(3.492.446)
Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler (-)	(165.286)	(243.603)	(382.386)	(378.990)
İletişim Giderleri (-)	(88.096)	(998.532)	(976.897)	(304.332)
Elektrik, Su, Doğalgaz Giderleri (-)	(77.723)	(1.364.402)	(760.958)	(396.825)
Vergi, Resim ve Harç Giderleri (-)	(18.503.354)	(2.445.324)	(2.880.318)	(607.057)
Noter Giderleri (-)	(3.309.235)	(2.215.277)	(2.463.198)	(1.075.689)
Posta ve Kargo Giderleri (-)	(672.949)	(700.781)	(2.377.616)	(6.199.006)
Kırtasiye Giderleri (-)	-	-	(1.961.755)	(1.705.580)
Üyelik, Aidat Gideri (-)	(7.084.240)	(9.006.196)	(10.767.085)	(9.154.893)
Diğer (-)	(1.400.649)	(4.090.918)	(4.833.779)	(6.602.849)
Toplam	(69.669.031)	(77.269.774)	(110.352.474)	(115.276.846)

(TL)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Personel Giderleri (-)	(54.062.882)	(69.882.719)	(76.222.474)	(80.773.908)	(84.132.743)
Amortisman ve İtfâ Payları (-)	(3.039.712)	(3.929.190)	(4.285.646)	(4.541.553)	(4.730.405)
Danışmanlık, Müşavirlik Giderleri (-)	(7.431.129)	(9.605.620)	(10.477.041)	(11.102.651)	(11.564.335)
İzin Karşılığı Gideri (-)	(21.301.720)	(23.005.857)	(24.616.267)	(26.093.243)	(27.397.905)
Sigorta Giderleri (-)	(297.885)	(385.052)	(419.984)	(445.062)	(463.569)
Kıdem Tazminatı Gideri (-)	(6.331.308)	(8.183.970)	(8.926.419)	(9.459.438)	(9.852.792)
Temsil Ağırhlama Giderleri (-)	(7.597.316)	(9.820.436)	(10.711.345)	(11.350.946)	(11.822.955)
Kira Giderleri (-)	(24.998.995)	(32.314.182)	(35.245.722)	(37.350.331)	(38.903.477)
Ulaşım Giderleri	(311.065)	(402.088)	(438.566)	(464.754)	(484.079)
Ofis Giderleri (-)	(91.361)	(118.095)	(128.808)	(136.500)	(142.176)
Bakım Onarım Giderleri (-)	(1.387.702)	(1.793.770)	(1.956.501)	(2.073.329)	(2.159.544)
Akaryakıt Giderleri (-)	(5.972.165)	(7.719.736)	(8.420.069)	(8.922.853)	(9.293.893)
Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler (-)	(578.934)	(748.341)	(816.231)	(864.970)	(900.938)
İletişim Giderleri (-)	(493.007)	(637.271)	(695.084)	(736.589)	(767.219)
Elektrik, Su, Doğalgaz Giderleri (-)	(537.642)	(694.966)	(758.013)	(803.276)	(836.679)
Vergi, Resim ve Harç Giderleri (-)	(1.162.880)	(1.503.160)	(1.639.527)	(1.737.427)	(1.809.675)
Noter Giderleri (-)	(1.491.712)	(1.928.215)	(2.103.143)	(2.228.727)	(2.321.404)
Posta ve Kargo Giderleri (-)	(8.399.321)	(10.857.124)	(11.842.081)	(12.549.201)	(13.071.037)
Kırtasiye Giderleri (-)	(2.970.097)	(3.839.204)	(4.187.496)	(4.437.542)	(4.622.069)
Üyelik, Aidat Gideri (-)	(13.584.462)	(17.559.536)	(19.152.536)	(20.296.182)	(21.140.161)
Diğer (-)	(9.269.784)	(11.982.300)	(13.069.334)	(13.849.736)	(14.425.652)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(171.311.076)	(216.910.834)	(236.112.288)	(250.218.218)	(260.842.708)

2023 ve 2024 gerçekleşmeleri kapsamında genel yönetim giderleri artış göstermiş olup, genel yönetim giderlerinin net satışlara oranı 2025 yılının 3. çeyreğinde %2,5 seviyesine ulaşmıştır. Genel yönetim giderleri kaleminin satışlar ile bağlantısının daha zayıf olduğu ve bir şirketmenin genel işleyişi için gereken harcamalar olduğu göz önüne alındığında, uç değer hesabının yapıldığı 2029 yılında söz konusu oranın %1,7'ye yakınsayacağı varsayılmıştır.

Tablo 55: Yatırımlar ve Amortisman

(TL)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Toplam Yatırımlar	1.317.369.977*	5.933.056	7.079.333	8.204.323	9.367.421
<i>Net Satışlara Oranı (%)</i>	<i>19,3</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>
A. Mevcut Yatırımlar Amortismanı	105.000.000	105.000.000	105.000.000	105.000.000	105.000.000
<i>Maliyet Amortismanı</i>	<i>42.429.812</i>	<i>36.653.597</i>	<i>33.331.561</i>	<i>25.659.042</i>	<i>20.694.129</i>
<i>Pazarlama ve Satış Kaynaklı Amortisman</i>	<i>38.529.979</i>	<i>42.382.977</i>	<i>43.887.573</i>	<i>49.893.241</i>	<i>53.385.768</i>
<i>Genel Yönetim Kaynaklı Amortisman</i>	<i>24.040.209</i>	<i>25.963.426</i>	<i>27.780.866</i>	<i>29.447.717</i>	<i>30.920.103</i>
B. İdame Yatırımlar Amortismanı	488.506	1.081.811	1.789.744	2.610.177	3.546.919
Toplam Amortisman (A+B)	105.488.506	106.081.811	106.789.744	107.610.177	108.546.919
<i>Net Satışlara Oranı (%)</i>	<i>1,5</i>	<i>1,1</i>	<i>1,0</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>

*2025 yılı için hem idame yatırımı hem de makarna fabrikası yatırımı hesaplanmıştır. Projeksiyonun diğer yılları ise sadece idame yatırımlardan oluşacağı varsayılmıştır.

Projeksiyon döneminde varsayılan idame yatırımlar, şirket ile yapılan iştişareler sonucunda 120.000 ABD Doları olarak belirlenmiş, bu rakam için 2025 yılı baz alınarak tutarlar her bir projeksiyon yılı için ABD TÜFE oranı kadar artırılmıştır. Projeksiyon dönemindeki amortismanların hesaplanmasında, projeksiyon başlangıç dönemi olan 30.09.2025 itibarıyla bilançoda bulunan maddi duran ve maddi olmayan varlıkların amortismanı ve yapılması planlanan yeni yatırımların öngörülen amortisman tutarları dikkate alınmıştır. Yeni yapılan yatırımlar için faydalı ömrün 10 yıl olacağı varsayılmıştır. TFRS esaslarına uygun olacak şekilde yatırımlar tamamlandığı dönemden itibaren amortize edilmiş, kayıt yılı itibarıyla öngörülen kur üzerinden TL'ye dönüştürölerek, amortisman TL tutarlar üzerinden hesaplanmıştır.

Tablo 56: İşletme Sermayesi İhtiyacı

	Birim	2022G	2023G	2024G	2025/09G
Hasılat	TL	7.237.417.736	6.865.554.595	5.592.585.754	4.603.701.423
Satışların Maliyeti (-)	TL	5.880.757.041	6.047.579.005	4.795.639.249	3.888.586.064
Ticari Alacaklar	TL	1.269.346.494	404.573.424	1.426.294.531	989.925.879
	<i>Gün</i>	<i>64</i>	<i>22</i>	<i>93</i>	<i>59</i>
Stoklar	TL	1.238.862.109	1.975.566.113	1.777.784.776	2.550.054.692
	<i>Gün</i>	<i>77</i>	<i>119</i>	<i>135</i>	<i>180</i>
Diğer Alacaklar	TL	147.272.922	101.595.546	90.312.655	84.868.186
	<i>%</i>	<i>2,5</i>	<i>1,7</i>	<i>1,9</i>	<i>1,6</i>
Peşin Ödenmiş Giderler	TL	473.899.748	1.517.304.856	1.199.101.886	715.917.441
	<i>Gün</i>	<i>29</i>	<i>92</i>	<i>91</i>	<i>50</i>
Diğer Dönen Varlıklar	TL	113.509.655	111.400.255	108.344.081	79.861.264
	<i>%</i>	<i>1,9</i>	<i>1,8</i>	<i>2,3</i>	<i>1,5</i>
Ticari Borçlar	TL	385.818.709	394.906.747	200.925.637	667.368.857
	<i>Gün</i>	<i>24</i>	<i>24</i>	<i>15</i>	<i>47</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	TL	1.450.267	2.150.494	4.220.385	14.628.183
	<i>%</i>	<i>0,02</i>	<i>0,04</i>	<i>0,1</i>	<i>0,3</i>
Ertelenmiş Gelirler	TL	137.938.508	146.327.666	254.124.302	276.492.607
	<i>%</i>	<i>2,3</i>	<i>2,4</i>	<i>5,3</i>	<i>5,3</i>
Net İşletme Sermayesi	TL	2.717.683.444	3.567.055.287	4.142.567.605	3.462.137.815

Net İşletme Sermayesi / Satışlar		%	37,6	52,0	74,1	75,2
(TL)	Birim	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Hasılat	TL	6.841.487.029	9.414.518.325	11.222.048.131	13.141.688.790	15.307.638.990
Satışların Maliyeti (-)	TL	5.618.873.561	7.423.429.175	8.741.632.756	10.104.404.858	11.573.310.903
Ticari Alacaklar	TL	1.106.489.936	1.525.888.757	1.822.731.608	2.139.073.149	2.496.919.658
	Gün	59	59	59	59	60
Stoklar	TL	2.497.848.678	3.089.431.705	3.390.005.919	3.631.796.381	3.831.390.938
	Gün	162	152	142	131	121
Diğer Alacaklar	TL	97.390.627	134.036.024	164.157.829	197.055.038	234.069.484
	%	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0
Peşin Ödenmiş Giderler	TL	854.183.201	1.206.123.346	1.511.691.357	1.852.995.844	2.243.368.510
	Gün	55	59	63	67	71
Diğer Dönen Varlıklar	TL	93.152.427	129.613.762	160.336.386	194.240.033	232.680.347
	%	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0
Ticari Borçlar	TL	623.346.778	724.555.650	736.655.385	716.762.418	666.640.162
	Gün	40	36	31	26	21
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	TL	12.583.738	13.385.796	11.948.208	9.401.650	5.718.198
	%	0,2	0,2	0,1	0,1	0,05
Ertelenmiş Gelirler	TL	271.856.194	331.633.570	358.102.072	376.453.177	388.256.373
	%	4,8	4,5	4,1	3,7	3,4
Net İşletme Sermayesi	TL	3.741.278.160	5.015.518.579	5.942.217.434	6.912.543.200	7.977.814.204
Net İşletme Sermayesi / Satışlar	%	54,7	53,3	53,0	52,6	52,1

Net işletme sermayesinin hesaplanmasında varlıklar tarafında ticari alacaklar, stoklar, diğer alacaklar, peşin ödenmiş giderler, diğer dönen varlıklar; kaynaklar tarafında ise ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar ve ertelenmiş gelirler dikkate alınmıştır.

Ticari alacaklar kaleminin hasılat üzerinden hesaplanan ticari alacak devir süresi, 2022 – 2024 dönemleri arasında ortalama 60 gün, 2025 / 09 döneminde ise 59 gün olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi için tahmin edilen ticari alacaklar devir süresinin; 2025 yılı için 2022 – 2024 yılları ortalama gün sayısına 0,25, 2025 / 09 dönemi gün sayısına ise 0,75 ağırlık verilerek hesaplama yapılmıştır. Projeksiyonun diğer yıllarında ise 2022 – 2024 yılları ortalaması olan 60 güne yakınsayacağı varsayılmıştır.

Diğer alacaklar kaleminin satışların maliyeti üzerinden hesaplanan yüzdesi, 2022 – 2024 döneminde ortalama %1,7 olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi dahilinde 2025 yılı için yine ağırlıklı ortalama kullanarak 2022 – 2024 yılları oranının ortalamasına 0,75, 2025 / 09 dönemindeki orana 0,25 ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Projeksiyonun diğer yıllarında ise tahmin edilen diğer alacakların satışların maliyetine yüzdesinin geçmiş dönem ortalaması olan %2,0 olacağı varsayılmıştır.

Stoklar kaleminin satışların maliyeti üzerinden hesaplanan stok devir süresi, 2022 – 2024 dönemleri arasında ortalama 110 gün, 2025 / 09 dönemi ise 180 gün olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi için tahmin edilen stok devir süresinin 2025 yılı için 2022 – 2024 yılları ortalama gün sayısına 0,25 , 2025 / 09 dönemi gün sayısına ise 0,75 ağırlık verilerek hesaplama yapılmıştır. Projeksiyonun diğer yıllarında ise 2022 – 2024 yılları ortalaması olan 110 gününe 5 yılda ulaşacağı varsayılarak kademeli olarak azaltılmıştır.

Peşin ödenmiş giderler kaleminin satışların maliyeti üzerinden hesaplanan devir süresi 2022 – 2024 dönemleri arasında ortalama 71 gün, 2025 / 09 döneminde ise 50 gün olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi için tahmin edilen söz konusu devir süresinin 2025 yılı için 2022 – 2024 yılları ortalama gün sayısına 0,25 , 2025 / 09 dönemi gün sayısına ise 0,75 ağırlık verilerek hesaplama yapılmıştır.

Projeksiyonun diğer yıllarında ise 2022 – 2024 yılları ortalaması olan 71 güne yakınsayacağı varsayılmıştır.

Diğer dönen varlıklar kaleminin satışların maliyeti üzerinden hesaplanan yüzdesi, 2022 - 2024 dönemleri arasında ortalama %2,0, 2025 / 09 dönemi için %1,5 olarak hesaplanmıştır. 2025 yılı için ağırlıklı ortalama kullanarak 2022 – 2024 yılları oranının ortalamasına 0,75, 2025 / 09 dönemindeki orana 0,25 ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminin diğer yıllarında ise geçmiş dönem ortalaması olan %2,0 oranına yakınsayacağı varsayılmıştır.

Ticari borç kaleminin satışların maliyeti üzerinden hesaplanan ticari borç devir süresi, 2022 – 2024 dönemleri arasında ortalama 21 gün, 2025 / 09 dönemi için 47 gün olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi için tahmin edilen ticari borç devir süresinin 2025 yılı için 2022 – 2024 yılları ortalama gün sayısına 0,25, 2025 / 09 dönemi gün sayısına ise 0,75 ağırlık verilerek hesaplama yapılmıştır. Projeksiyonun diğer yıllarında ise 2022 – 2024 yılları ortalaması olan 21 güne yakınsayacağı varsayılmıştır.

Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar kaleminin satışların maliyeti üzerinden hesaplanan yüzdesi 2022 – 2024 dönemleri arasında ortalama %0,05 ve 2025 / 09 döneminde ise %0,3 olarak hesaplanmıştır. 2025 yılı için ağırlıklı ortalama kullanarak 2022 – 2024 yılları oranının ortalamasına 0,75, 2025 / 09 dönemindeki orana 0,25 ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminin diğer yıllarında ise geçmiş dönem ortalaması olan %0,05 oranına yakınsayacağı varsayılmıştır.

Ertelenmiş gelirler kaleminin satışların maliyeti üzerinden hesaplanan yüzdesi, 2022 – 2024 dönemleri arasında ortalama %3,4 ve 2025 / 09 döneminde ise %5,3 olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi içinde tahmin edilen bu yüzdenin tüm dönemler için 2025 yılı için ağırlıklı ortalama kullanarak 2022 – 2024 yılları oranının ortalamasına 0,75, 2025/09 dönemindeki orana 0,25 ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminin diğer yıllarında ise geçmiş dönem ortalaması olan %3,4 oranına yakınsayacağı varsayılmıştır.

Tablo 57: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	Uç Değer
Risksiz Faiz Oranı	%33,3	%23,7	%17,4	%15,5	%13,5	%12,5
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
Özkaynak 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

- Risksiz getiri oranı için referans olarak Türkiye 5 yıl vadeli TL tahvilinin getiri oranı kullanılmıştır. Mevcut durumdaki makroekonomik beklentiler de göz önünde bulundurularak 2025 yılından itibaren kademeli olarak azaltılmıştır.
- Beta hesaplaması için pratikte alternatif yaklaşımlar kurgulanabilmekle birlikte, Şirket'in payları henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan, istatistiki olarak paya özgü standart beta hesabı yapılamamaktadır. Buna bağlı olarak değerlendirme çalışmasında beta katsayısı 1 olarak kabul edilmiştir.
- Piyasa risk primi son dönemdeki piyasa teamüllerine paralel olarak, projeksiyon dönemi boyunca %5,5 olarak varsayılmıştır.
- Özkaynak maliyeti, risksiz faiz oranına beta ve piyasa risk primi çarpımından gelen değer eklenecek bulunmuştur.

- Şirket'in 30.09.2025 tarihli finansal tabloları itibarıyla 2.836.906.517 TL finansal borcu bulunmaktadır. Söz konusu tarih itibarıyla bu tutar, %45'lik bir kaldıraç oranına tekabül etmektedir. Bu oranın projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Borçlanma maliyeti, Şirket'e özgü risk ve finansman koşulları göz önünde bulundurularak 2025 yılı için risksiz getiri oranına 500 baz puan risk primi eklenerek hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminin kalan yıllarında ise risksiz getiri oranını üzerine eklenen risk primi kademeli azaltılarak hesaplama yapılmıştır.
- AOSM dahilinde kullanılan kurumlar vergisi oranı, halka açıldıktan sonraki 5 sene için %2 indirim ve sanayi sicil belgesini haiz ve fiilen üretim faaliyetiyle iştigal eden kurumların münhasıran üretim faaliyetinden elde ettikleri kazançlarına kurumlar vergisi oranı için %1 indirim uygulanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca kurumlar vergisi oranı %22, uç değer hesabına konu olan dönem için ise %24 olarak varsayılmıştır.
- Projeksiyon dönemi boyunca varsayılan AOSM ortalaması %23,3 olarak hesaplanmış, uç değere konu AOSM ise %15,7 olarak varsayılmıştır.

Tablo 58: İndirgenmiş Nakit Akımları

(TL)	2025-03T	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
Brüt Kar Marjı (%)	22,7	21,1	22,1	23,1	24,4	24,4
Faaliyet Giderleri (-)	(117.027.531)	(454.684.819)	(497.093.325)	(529.559.225)	(555.608.084)	(586.166.529)
Faaliyet Giderleri / Satışlar (%)	5,2	4,8	4,4	4,0	3,6	3,6
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
FAVÖK Marjı(%)	19,1	17,4	18,6	19,9	21,5	21,5
Vergi (-)	(183.301.392)	(338.008.953)	(436.330.851)	(551.699.435)	(699.318.401)	(804.851.905)
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(279.140.345)	(1.274.240.419)	(926.698.855)	(970.325.766)	(1.065.271.004)	(438.779.781)
Yatırımlar	(4.885.056)	(5.933.056)	(7.079.333)	(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	%34,7	%26,1	%20,3	%18,6	%16,8	%15,7
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 yılının kalan son 3 ayına yönelik tahmini 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

Şirket'in kapasite kullanım oranının ve ürün çeşitliliğinin projeksiyon döneminde artıracığı ve buna bağlı olarak satış hacminin de artacağı öngörülmektedir. Ticari faaliyetlerde ortaya çıkması beklenen bu gelişme net işletme sermayesi ihtiyacını da artıracaktır. 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 özsermaye değeri, değerlendirme tarihi olan 07.01.2026 tarihindeki karşılığına 2025 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak getirilmiş ve özsermaye değeri 9.894.915.988 TL olarak hesaplanmıştır.

Gelir Yaklaşımı Kapsamı Dışında Bırakılan Olası Nakit Akımı Yaratacak Faaliyet

Kiralanan Mersin Un Fabrikası: Un Fabrikası, 3 yıllığına başka bir un üreticisinden kiralananmıştır. Toplam 300 ton / gün buğday kırım kapasitesine sahiptir. Tesisin yapacağı üretimin, ağırlıklı olarak Şirket'in mutabakat sağladığı Filistin ve Suriye'deki yeni müşterilere satış gerçekleştirilmektedir.

Kiralanan tesisin yıllık 20 milyon USD ciro, 2 milyon USD FAVÖK yaratması beklenmektedir.

Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar Yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşımda UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceğinden dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yönteminde, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir. Bu yöntemde Şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin (net kar, satışlar, defter değeri, FAVÖK vb.) katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanılmasındaki en büyük zorluk, bire bir karşılaştırılabilir şirket bulunmasıdır. Çarpan analizi yönteminde kullanılan başlıca değerlendirme çarpanları aşağıda yer almaktadır.

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

Pazar yaklaşımı uygulaması üç ana süreçten meydana gelmektedir:

- Pazar yaklaşımı uygulanacak uygun benzer şirket ya da işlemlerin tespiti
- Uygun çarpanların / değerlerin tespiti
- Çarpanların tespit edilmiş baz değerlere uygulanarak şirket değeri tespiti.

Pazar yaklaşımında kullanılan çarpanlar 07.01.2026 tarihli veriler olup; kaynak olarak Bloomberg ve Finnet kullanılmıştır.

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

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

Tablo 59: 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 Faaliyetlerden Diğer Gelir / Giderler (Net)	18.764.693	22.190.813	105.113.588	101.687.468
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / Giderler (Net)	7.025.896	7.342.293	4.632.012	4.315.615
Düzeltilmiş FAVÖK	666.965.561	795.105.275	647.633.826	519.494.112
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı (%)	11,9	21,7	14,1	7,9

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

Tablo 60: Yurt Dışı Benzer Şirketler

Şirket Kodu	Ülke	Faliyet Alanı
LOTUS MK Equity	Malezya	Lotus KFM Berhad, bir un değirmencilliği şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, tapyoka ve mısır nişastasının yanı sıra buğday unu da sunmaktadır. Lotus KFM, Malezya'daki müşterilere hizmet vermektedir.
MEGASTAR IN Equity	Hindistan	Megastar Foods Limited, gıda ürünleri üretir ve dağıtır. Şirket organik tam buğday unu, irmik ve buğday kepeği sunmaktadır. Megastar Foods, Hindistan'daki müşterilere hizmet vermektedir.
SSFL IN Equity	Hindistan	Srivari Baharat ve Gıdalar Limited Şirketi, paketlenmiş gıda ürünleri üretmektedir. Şirket; baharat, buğday unu ve diğer organik gıda ürünleri sunmaktadır.
BUAFOODS NL Equity	Nijerya	BUA Foods PLC, bir gıda ve hızlı tüketim malları şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket; un ve makarna, şeker, rafine yağ ve pirinç gibi gıda ürünlerini işler, üretir ve dağıtır. BUA Foods, Nijerya'daki müşterilere hizmet vermektedir.
LFM PM Equity	Filipinler	Liberty Flour Mills, Inc. un ve unla ilgili ürünleri üretir ve dağıtır.

KLASR BT Equity	Bosna - Hersek	Klas dd Sarajevo; gıda ürünleri (un, unlu mamuller, şekerlemeler, erişte, makarna ve şifalı otlar) geliştirir, üretir ve satar ve Şirketin değirmenlerinin, fırınlarının ve mağazalarının yönetimini yapar.
MORI AR Equity	Arjantin	Morixe Hermanos S.A., Arjantin'de makarna, tahıl gevrekleri, sığır yemi ve çeşitli makarna türleri üretimi için buğday unu, durum buğdayı irmiği üretmektedir. Şirket, ürünlerini Arjantin ve komşu ülkelerde pazarlamaktadır.
ADM US Equity	ABD	Archer-Daniels-Midland Company; tarımsal emtia ve ürünleri tedarik eder, taşır, depolar ve ticaretini yapar. Şirket; yağlı tohumlar, mısır, milo, yulaf, arpa, yer fıstığı ve buğday işlemektedir. Archer-Daniels-Midland ayrıca gıda veya yem bileşenleri de dahil olmak üzere temel olarak iki son kullanıma sahip ürünleri işler, üretir.
GIS US Equity	ABD	General Mills, Inc. bir gıda şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, perakende mağazalar aracılığıyla satılan markalı işlenmiş tüketici gıdaları üretmekte ve pazarlamaktadır. General Mills, dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
MDIA3 BZ Equity	Brezilya	M Dias Branco SA; buğdaydan elde edilen gıda ürünlerini üretir, pazarlar ve dağıtır. Şirketin ürünleri arasında bisküvi ve makarna, un ve buğday kepeği ile margarin ve bitkisel yağlar bulunmaktadır.
CPB US Equity	ABD	Campbell Soup Company, yan kuruluşlarıyla birlikte markalı hazır gıda ürünleri üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirketin ana bölümleri arasında çorbalar ve ekmekler, bisküviler ve şekerlemeler bulunmaktadır. Campbell's ürünlerini dünya çapında dağıtmaktadır.
BGS US Equity	ABD	B&G Foods Inc., Kuzey Amerika'da raf ömrü uzun gıdalar üretir, satar ve dağıtır. Şirket, ürünlerini süpermarket depoları, distribütörler, toplu tüccarlar, kataloglar ve diğer satış kanalları aracılığıyla satar ve dağıtır. B&G yiyecekleri kendi markaları altında satmaktadır.
HAIN US Equity	ABD	Hain Celestial Group, Inc. doğal ve organik bir içecek, atıştırma, özel gıda ve kişisel bakım ürünleri şirkettir. Şirketin ürün yelpazesinde organik kurabiyeler, yemeklik yağlar, şekersiz ürünler, koşer gıdalar, atıştırma ve dondurulmuş gıdalar gibi market gıdalarının yanı sıra organik cilt, saç ve vücut ürünleri bulunmaktadır. Hain Celestial, Kuzey Amerika ve Avrupa'da faaliyet göstermektedir.
HERDEZ* MM Equity	Meksika	Grupo Herdez S.A.B. de C.V., Meksika'da bir gıda şirkettir ve Amerika Birleşik Devletleri'nde Meksika yemekleri sunmaktadır. Şirketin ürün portföyünde; burrito, guacamole, dondurulmuş yoğurt, ev yapımı salsa, mayonez, makarna, baharat, domates püresi, ton balığı, sebze ve organik gıdalar bulunmaktadır. Grupo Herdez ağırlıklı olarak perakende zincirlerine, toptancılara ve gıda hizmeti işletmelerine satış yapmaktadır.
GRUMAB MM Equity	Meksika	Gruma, S.A.B. de C.V. öncelikle tortilla, mısır unu ve buğday unu üretimi, pazarlaması, dağıtımı ve satışı ile uğraşmaktadır. Şirketin Amerika Birleşik Devletleri, Meksika, Orta Amerika, Avrupa, Asya ve Okyanus'a'da operasyonları bulunmaktadır.
TBS SJ Equity	Güney Afrika	Tiger Brands Limited, Güney Afrika merkezli markalı gıda ve tüketici ürünlerinin üretim ve pazarlamasını yapan bir hızlı tüketim ürünleri (FMCG) şirkettir. Genel gıdalar, yemeklik yağlar ve türevlerini içeren gıda ürünleri üretmekte, işlemekte ve dağıtmaktadır.

Kaynak: Bloomberg, 07.01.2026

[Signature]
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 61: Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

Şirket Kodu	Şirket Adı	FD / FAVÖK	FD / Net Satışlar	PD / DD
LOTUS MK Equity	Lotus KFM BHD	364,74	1,70	1,27
MEGASTAR IN Equity	Megastar Foods Ltd	12,46	0,86	2,77
SSFL IN Equity	Srivari Spices & Foods Ltd	9,73	1,59	4,31
BUAFOODS NL Equity	BUA Foods PLC	23,60	7,89	23,95
LFM PM Equity	Liberty Flour Mills Inc	-	5,48	3,26
KLASR BT Equity	Klas dd Sarajevo	27,62	1,29	1,15
MORI AR Equity	Morixe Hermanos	18,54	1,73	1,47
ADM US Equity	Archer-Daniels-Midland Co	16,19	0,44	1,25
GIS US Equity	General Mills Inc	8,19	1,92	2,46
MDIA3 BZ Equity	M Dias Branco SA	6,68	0,76	0,97
CPB US Equity	Campbell Soup Co	9,17	1,47	1,98
BGS US Equity	B&G Foods Inc	-	1,27	0,68
HAIN US Equity	Hain Celestial Group Inc/The	-	0,55	0,24
HERDEZ* MM Equity	Grupo Herdez SAB de CV	6,86	1,18	7,17
GRUMAB MM Equity	Gruma SAB de CV	6,35	1,15	2,77
TBS SJ Equity	Tiger Brands Ltd	12,66	1,77	3,69

Kaynak: Bloomberg, 05.11.2025

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

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

Tablo 62: 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	1.286.734.589
FD / Net Satış	1,5	6.537.104.317	7.337.127.325	%33	2.445.709.108
PD / DD	2,8	3.462.119.211	9.590.070.214	%33	3.196.690.071
TOPLAM				%100	6.929.133.769

Yurt Dışı Benzer Şirketler grubu çarpanlarına göre özsermaye değerini hesaplayabilmek için eliminasyon sonrası medyan çarpanlar Şirket'in değerlemeye konu ilgili finansal verisi ile çarpılmış ve

daha sonra belirlenen ağırlıkta toplama dahil edilmiştir. FD / FAVÖK ve FD / Net Satışlar için hesaplanan değerlere net borç (2.664.642.280 TL) düzeltilmesi yapılmıştır.

Tablo 63: BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri

Şirket Kodu	Şirket Adı	Faaliyet Alanı
AEFES	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	Bira ve malt üretimi ve satışı
ALKLC	Altınkılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret A.Ş.	Şirket, esas itibarıyla; her türlü süt ve süt ürünlerinin imalatı, ambalajlanması, alımı, satımı, toptan ve perakende pazarlaması, ithalatı, ihracatı alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket'in ana faaliyet konusu çiğ süt temini, temin edilen sütün işlenerek ürün haline dönüştürülmesi, paketlenmesi, depolanması, taşınması, üretilen ürünlerin çeşitlendirilerek nihai tüketici ile buluşturulması ve yurt içi ve yurt dışında satışının yapılmasıdır.
ARMGD	Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş.	Şirket bakliyat, hububat, bulgur, organik ürünler, süper gıda (super foods), bakliyat unu, pirinç, glutensiz ürünler ve diğer ürünler (susam, keten tohumu, mavi haşhaş tohumu, beyaz haşhaş tohumu, mısır, baharat ve kuruyemiş) olmak üzere ürünleri işleme, satış, ithalat ve ihracatının yapmakta transit alış ve / veya satışının yapılması faaliyetleriyle iştigal etmektedir.
ATAKP	Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Her türlü gıda maddelerinin, bakliyat, hububat ve her türlü tarım ürünleri sanayi ve ticareti ile bilhassa ticari amaçlı tohumluk ve/veya yemeklik patateslerin üretimini yapmak, bununla ilgili ham ve yardımcı malzemenin teminini, tohum seçimini, zirai üretimini yapmak ve veya yaptırmak ve bunların imalatını, ihracatını, ithalatını, alımını, toptan ve perakende satımını, pazarlanmasını, dağıtımını ve işletmeciliğini yapmak, başta dondurulmuş kaplamalı patates olmak üzere, patates, kabuklu elma dilimi oval dilim ve küp kesim patates, kabuklu patates ürünleri ile kroket üretimi olmak üzere her nevi patates ürünlerinin üretimi, temini, toptan ve perakende satışını, ithalatı ve ihracatını yapmak, patatesin işlenmesi ve saklanması amacıyla seçme, yıkama, boyutlama ve ürünün özel tekniklerle işlenmesi, derin dondurma ve uygun şekillerde paketlenerek, tekniğine uygun, depolama, yükleme, taşıma, nakil, dağıtım ve satış faaliyetlerini gerçekleştirmek, konusu ile ilgili her türlü hidroje edilmiş bitkisel yağlar, hayvansal yağlar, zeytin pamuk, ayçiçeği, soya yağlarının imali alımı, satımı, ithali, ihracı ve pazarlamasını yapmak ve konusu ile ilgili her türlü tohum geliştirme, üretme ve iyileştirme çalışmaları yapmak veya yaptırmak.
AVOD	A.V.O.D. Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	Dondurulmuş veya kurutulmuş meyve ve sebzelerin imalat ve satışı
BALSU	Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket; fındık, çikolata, şekerleme dahil her türlü gıda maddelerinin üretimi ve ticareti faaliyetlerinde bulunmak amacıyla kurulmuş olup; Şirket'in ana faaliyet konusu kabuklu ve iç fındık alımı ve iç ve kabuklu olarak satılması, kabuklu fındığın kırılması, temizlenmesi, büyüklüğüne göre kalibre edilmesi, değişik ihtiyaçlara göre ambalajlanması ya da ısıt ve farklı fiziksel işlemlerle işlenerek yarı mamul olarak fındık kullanılan gıda sanayiine satışlarıdır.

BANVT	Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayi A.Ş.	Kümes hayvanları etlerinin üretimi
BESLR	Besler Gıda ve Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket, sıvı yağ ve margarin alanlarında üretim yaparak Türkiye’de ve dış pazarlarda bu ürünlerin satış ve pazarlamasını gerçekleştirmektedir. Tüketici margarin, EDT (Pastacılık / Catering ve Endüstriyel Yağlar) ve Yemeklik ana kategorileri altında Bizim Yağ, Teremyağ, Luna, Ona, Ustam ve Evet başta olmak üzere toplam 50 marka ve 417 SKU üretim ve satışını yapmaktadır.
BORSK	Bor Şeker A.Ş.	Şirket’in ana faaliyeti; şeker pancarından kristal toz şeker üretimi, ham şekerden rafine kristal toz şeker ve fosfatlı veya potasyumlu gübreler, iki (azot ve fosfor veya fosfat ve potasyum) veya üç besin maddesi (azot, fosfor ve potasyum) içeren gübreler, sodyum nitrat ile diğer kimyasallar ve mineral gübrelerin imalatıdır.
CCOLA	Coca-Cola İçecek A.Ş.	Şirket’in amaç ve konusu her türlü gazlı ve gazsız içecekler, meyve ve sebze suları ve maden ve içme suları, doğal minerali sular, her türlü çay, bitki çayları, her türlü kahve, kakao, her türlü kahve, kakao veya çikolata bazlı içecekler ile aynan, yoğurtlu içecekler, süt ve süt bazlı her türlü içecek dahil olmak üzere her türlü alkolsüz içeceğin üretimi, paketlenmesi ve doldurulması ile ilgili tesislerin kurulması, işletilmesi ve bunların depolama, satış ve dağıtımıdır.
CEMZY	Cem Zeytin A.Ş.	Her türlü zeytin üretimi alımı satımı yanında anasözleşmede yazılı maksat ve mevzular ile iştigal eder
DARDL	Dardanel Önentaş Gıda Sanayi A.Ş.	Gıda ürünleri, su ürünleri işleme, satış
DMRGD	Dmr Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.	Fırın ürünleri imalatı
DURKN	Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Sekerlemelerin ve seker pastillerinin imalatı (bonbon sekeri vb.) (kakaolu sekerlemeler hariç)
EFORC	Efor Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket’in, amaç ve konusu her türlü çay ve gıda maddelerini üretmek, işlemek, almak, satmak, paketlemek, tesisler kurmak, işletmek, kiralamak, kiraya vermek, ithalat ve ihracatını yapmak.2-İnsanların beslenmesinde önemli bir etkinliği olan ve gıda sektörüne konu teşkil edeni her nevi sıcak, soğuk, dondurulmuş, kurutulmuş ve konsantresi yapılmış besin maddelerinin pazarlanması konusunda toptan ve perakende satış yapmak amacı ile gerekli olan satış mağazalarını açmak ve işletmektir.
EKSUN	Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Her türlü tarım ürünleri almak, satmak; ithalat, ihracat ve transit ticaretini yapmak, ana girdileri tarım ürünleri olan mamulleri kendi fabrikalarında üretmek veya ettirmek, bu ürünleri almak, satmak, ithalat ve ihracatını yapmak, yurt içi ve yurt dışı nakliyelerini yapmak, yaptırmak, her türlü un ve unlu mamullerini, katkılı veya karışım unlar, her türlü mısli ve çeşitleri, tam karışım veya premiksler, nişasta, pişirme yardımcıları, toz katkılar ve bunun gibi pastacılık mamullerini almak, satmak, imal etmek, ithal etmek, ihraç etmek ve transit ticaretini yapmak, gibi şirket esas sözleşmesinde belirtilen konularda faaliyet göstermek
ELITE	Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Çeşitli organik meyve ve sebze suları, meyve ve sebze çekirdeğinin yağları ve ekstraktı, meyve kabuğu, meyve ve sebze sapları, püreler, meyve posası, karışık sebze ve



		meyve kuruları, taze tıbbi, ve aromatik bitkiler, kurutulmuş tıbbi aromatik bitkiler, organik hazır demleme çay, sağlıklı atıştırılmalıklar, fonksiyonel girdili besin takviyeleri, ocuk gıda ürünleri, yemeklik sos ile diğer yarı mamul ve mamul ürünlerin üretimi ve satışıdır.
ERSU	Ersu Meyve ve Gıda Sanayi A.ř.	Meyve suyu üretimi ve ihracatı
FADE	Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.ř.	Her türlü sebze ve meyve kurutma işlemleri, kurutulmuş veya konserve sebze ve meyvelerin alımı satımı, işlenmesi, pazarlanması, komisyonculuğu, bayiliği, ithalat ve ihracatı ile büyük ve küçükbaş hayvanları, kümes hayvanları yetiştirmek, kesimini, alım ve satımını yapmak. Bununla birlikte fidecilik ve AVM faaliyeti de bulunmaktadır.
FRIGO	Frigo-Pak Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.ř.	Dondurulmuş ve konserve edilmiş meyve sebze, meyve suyu, meyve ve sebze püreleri ve salça imalatı
GOKNR	Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret ve Sanayi A.ř.	şirket, meyve ve sebze suyu ve konsantresi sektöründe faaliyet göstermektedir. şirket'in faaliyet konusu meyve ve sebzelerin bahçelerde üretilmesi, tesislerinde meyve ve sebze suyu ve konsantresi haline getirilmesi ve çeşitli formlarda işlenmesi, depolanması, bu ürünleri kullanarak nihai tüketicici ürünlerinin üretilmesi veya meyve ve sebze suyuna yönelik tüketicici ürünleri üreten firmalara ham madde olarak konsantre sağlanarak yurt içinde ve yurt dışında satılmasıdır.
GUNDG	Gündoğdu Gıda Süt rnleri Sanayi ve Dış Ticaret A.ř.	şirket, her türlü gıda maddeleri, sütten mamul beyaz peynir, kaşar, peyniri, tulum peyniri ve blumum peynir çeşitlerinin imalatı, ambalajlanması, alımı, satımı ve ithalatı, ihracatı alanlarında faaliyet göstermektedir. Bunları yapabilmek için gerekli mal, işletme ve ambalaj malzemeleri satın almak, ithal etmek, depolamak, bunları işletmek, satış dağıtım ve üretim için gerekli makine ve ekipmanlarını, kara nakil araçlarını satın almak veya ithal etmek, yarı mamul ve mamuller ile ham addelerin depolanması ve korunması için depo yerleri, soğuk hava depoları, imalathane ve satış yerlerini almak, kiralamak ve satmak, konusu ile ilgili bayilikler almak ve vermektir.
KAYSE	Kayseri şeker Fabrikası A.ř.	şirket'in ana faaliyeti; kristal, toz ve küp şeker üretimi ve ticareti, şeker sanayinin yan örüntü olan yaş küspe, kuru küspe, melas, melaslı kuru küspe, kireç taşı, elektrik üretimi ile tohum ve gübre ticaretidir.
KRSTL	Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.ř.	Kola ve meşrubat sanayinde kullanılan pet şişe imalatı, bunlara içme suyu ve diğer sıvı gaz veya katı maddeler doldurulması ile su, meşrubat, kolalı içecekler, gazlı ve gazsız meşrubatlar, meyve suları imalatı, ithali, ihracı, sanayi, toptan ve perakende olarak pazarlanmasıdır.
KRVGD	Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.ř.	şirket, gıda, içecek ve tütün sektöründe yumuşak şeker (Jelly, Licorice ve Marshmallow), sakız, sert şeker, draje okolata, sürpriz yumurta ve oyuncaklı ürün kategorilerini içeren şekerleme üretimi ve satışı faaliyeti göstermektedir. Üretim kapasitesinin büyük bir blmnl yumuşak şeker ürünleri oluşturmaktadır. Sakız kategorisinde şekerli, şekersiz, yuvarlak ve draje sakız üretimi ve satışı yapılmaktadır. Sert şeker kategorisinde lolipop, bonbon şeker ve yassı şeker üretimi ve satışı yapılmaktadır. Draje okolata kategorisi okolata kaplamalı ürünlerden oluşmaktadır.

KTSKR	Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.	Şeker kamışından, pancardan, palmyeden, akca ağaçtan seker (sakkaroz) ve seker ürünleri imalatı veya bunların rafine edilmesi (sıvı seker ve melas üretimi dahil)
MERKO	Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Domates salçası ve küp domates üretim
OBAMS	Oba Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket, makarna, noodle, un ve irmik üretmekte ve ticaretini gerçekleştirmekte olup, esas faaliyetinin yanı sıra, ağırlıklı buğday olmak üzere hububat alım / satımını da ticari faaliyet olarak sürdürmektedir.
OFSYM	Ofis Yem Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.	Karma yem imalatı / ham madde ticareti
ORCAY	Orçay Ortaköy Çay Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Çay ve benzer gıda ürünleri ile ilgili her türlü üretim, paketlenme ve ticaretinin yapılması.
OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	Gıda üretimi (Bisküvi, Gofret, Kraker ve Çikolatalı Ürünler)
PENG D	Penguen Gıda Sanayi A.Ş.	Konserve, reçel, turşu ve dondurulmuş meyve / sebze üretimi ve satışı
PETUN	Pınar Entegre Et ve Un Sanayii A.Ş.	Et ve et mamulleri üretimi
PINSU	Pınar Su Ve İçecek Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Doğal kaynak suyu ve doğal maden suyu dolum ve satışı
PNSUT	Pınar Süt Mamülleri Sanayii A.Ş.	Süt ve süt ürünleri üretimi
SEGMN	Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi A.Ş.	Şirket'in ana işgal konusu reçel, bal, fındık kreması, tahin, pekmez, meyve sosları, donmuş sebze ve meyve üretimi ile paketlenmesidir. Ayrıca baharat grubunda ürünlerinin de paketlenmesi yapılmaktadır. Üretimi ve paketlenmesi yapılan ürünlerin yurt içinde ve yurt dışında satılmasıdır.
SELVA	Selva Gıda Sanayi A.Ş.	Makarna, un ve irmik üretimi
SOKE	Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirketin faaliyet konuları; tüketicilere yönelik paketli un, tahıl unu, glütensiz un, ekmek unu karışımları, ev dışı tüketim noktaları için profesyonel ürün, perakende firmaları ve endüstriyel müşteriler için özel markalı un ve puding üretimi ve satışı ile un üretim sürecinde meydana çıkan çeşitli talı ürünlerin gıda ve yem sektörüne satışı.
TATGD	Tat Gıda Sanayi A.Ş.	Her türlü gıda ürünleri üretimi, dağıtımı ve pazarlaması
TBORG	Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayii A.Ş.	Bira ve malt üretimi ve satışı
TUKAS	Tukaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Başta salça, sebze konserveleri, turşu, reçel, sos ve dondurulmuş gıda olmak üzere her türlü gıda maddesinin üretimi ve pazarlanması
ULKER	Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	Gıda üretimi (Bisküvi, çikolata, çikolata kaplamalı bisküvi, gofret, kraker ve kek)
ULUUN	Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket'in faaliyet konusu, buğday unu, kepek ve diğer yem ham maddeleri üretimi, ticareti, yurt içi ve yurt dışı satışı ile buğday başta olmak üzere çeşitli tahılların yurt içi ve yurt dışı ticareti olup mevcut durum itibarıyla irmik, makarna ve bisküvi alanlarında faaliyeti bulunmamaktadır.
VANGD	Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	Her türlü gıda maddelerini almak, satmak, gıda maddelerini paketlemek için tesisler kurmak, işletmek, kiralamak, kiraya vermek. İnsanların beslenmesinde önemli bir etkinliği olan ve gıda sektörüne konu teşkil eden her nevi sıcak, soğuk, dondurulmuş, kurutulmuş ve konsantresi yapılmış besin maddelerinin pazarlanması konusunda toptan ve perakende satış yapmak amacı ile gerekli olan satış mağazalarını açmak ve işletmek.

YYLGD	Yayla Agro Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Çeltik (pirinç ham maddesi), kabuklu mercimek ve natürel (tarladan doğrudan hasat edilmiş) bakliyat gibi ham maddeleri ve bulgur gibi gıda ürünlerinin tedariki, ham maddelerin elenmesi, kırılması, boylanması, işlenmesi ve paketli / paketsiz üretimi, satışı, pirinç ve bulgur gibi ürünlerin çeşitli süper gıdalar (kinoa, vb.), kurutulmuş domates gibi doğal gıdalarla reçetelere uygun karıştırılarak katma değeri yüksek pişirilmeye hazır özel karışımların paketli üretimi, satışı, geleneksel bitkisel protein bazlı bakliyat, bulgur ve pirinç ürünlerinden üretilen hazır yemek ürünlerinin (Çorba, Pilaki, Bulgur ve Pirinç Pilavları, Makarna, Hoşaf, Baklagil Yemekleri, Zeytinyağlılar, Tahıl ve Bakliyat Salataları) son teknoloji makinelerle el değmeden katkısız ve koruyucusuz olarak tekniğine uygun yöntemlerle (haşlanması, sterilizasyonu vb.) hazırlanması, çeşitli soslarla lezzetlendirilmesi, 18-36 aya kadar soğuk zincir gerektirmeden duyuusal (lezzet) ve yapısal (vitamin ve mineral) özelliklerini kaybetmeden saklanabilen yeni nesil BPA'sız (Bisphenol A) ambalajlarda paketlenmesi, satışı, başta buğday olmak üzere mısır, arpa, pirinç, çeltik, kabuklu mercimek gibi işlenmemiş hububat, tahıl ve bakliyat ürünlerinin ticari mal olarak ticaretidir.
-------	--	---

Kaynak: KAP, Finnet, 07.01.2026

Tablo 64: BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirket Çarpanları

Şirket Kodu	FD / FAVÖK	FD / NS	PD / DD
AEFES	5,6	0,8	1,0
ALKLC	29,8	6,3	9,3
ARMGD	26,9	3,5	3,9
ATAKP	18,7	2,3	1,3
AVOD	20,7	1,4	0,9
BALSU	22,6	1,9	5,0
BANVT	-	0,5	1,4
BESLR	3,9	0,6	0,6
BORSK	18,4	1,3	0,8
CCOLA	8,9	1,4	2,4
CEMZY	44,8	10,6	5,6
DARDL	15,4	0,9	0,8
DMRGD	40,5	4,8	2,8
DURKN	13,2	3,6	0,9
EFOR	53,4	5,3	12,4
EKSUN	46,0	0,6	1,4
ELITE	9,9	2,4	1,7
ERSU	-	5,1	1,6
FADE	12,8	1,5	0,7
FRIGO	-	2,3	1,8
GOKNR	5,7	0,7	0,7
GUNDG	8,970,74	8,5	15,3
KAYSE	9,9	1,0	0,4
KRSTL	5,0	0,8	1,1

79

HALK MENKUL DEĞERLER A.Ş.

KRVGD	9,2	1,0	0,9
KTSKR	-	1,4	0,5
MERKO	41,1	1,8	1,0
OBAMS	15,1	1,1	2,0
OFSYM	9,6	0,8	2,7
ORCAY	14,2	2,5	1,9
OYLUM	48,0	1,2	0,9
PENGĐ	-	1,0	0,3
PETUN	6,5	0,8	0,4
PINSU	9,5	1,8	1,4
PNSUT	36,0	0,7	0,3
SEGMN	8,5	1,4	0,8
SELVA	59,9	2,7	1,4
SOKE	25,7	0,7	1,1
TATGD	17,4	1,1	0,8
TBORG	5,2	1,6	2,2
TUKAS	7,8	2,3	0,7
ULKER	5,3	0,9	1,1
ULUUN	2,2	0,1	0,4
VANGĐ	-	10,4	4,7
YYLGD	16,2	1,2	0,9

Kaynak: KAP, FİNNET, 07.01.2026

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

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

Tablo 65: 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	1.750.815.996
FD / Net Satış	1,4	6.537.104.317	6.225.819.591	%33	2.075.273.197
P / D	1,0	3.462.119.211	3.289.013.250	%33	1.096.337.750
TOPLAM				%100	4.922.426.943

BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirket çarpanlarına göre özsermaye değerini hesaplayabilmek için eliminasyon sonrası medyan çarpanlar Şirket'in değerlemeye konu ilgili finansal verisi 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.

Tablo 66: BİST Ana Pazar Endeksi Şirket Çarpanları

Şirket Kodu	FD / FAVÖK	FD / NS	PD / DD
AICAP	1,0	0,3	1,3
AIYEN	5,1	4,6	0,5
ACSEL	31,3	2,5	2,0
ADEL	-	7,7	6,3
ADESE	29,5	10,8	0,6
AFYON	6,3	1,7	0,8
AHSGY	34,8	26,3	2,0
AKENR	37,3	1,7	0,5
AKSUE	124,4	28,1	2,1
ALCAR	-	2,0	4,3
ALCTL	16,4	0,5	1,3
ALKA	113,7	3,9	4,0
ALKIM	25,7	1,3	1,2
ALKLC	29,8	6,3	9,3
ALVES	5,1	1,0	1,6
ANELE	30,0	1,1	1,5
ANGEN	15,6	4,6	1,4
ARENA	7,3	0,2	1,1
ARFYE	154,6	22,5	3,7
ARSAN	-	38,4	0,7
ARTMS	13,8	3,4	1,2
ARZUM	8,1	0,5	9,0
ASUZU	20,2	1,2	1,1
AVGYO	180,6		0,6
AVHOL	-	2,9	0,9
AVOD	20,7	1,4	0,9
AYCES	214,7	35,2	2,3
AYEN	8,6	2,1	0,4
AZTEK	8,5	0,8	1,9
BAGFS	6,1	2,0	0,5
BAHKM	56,0	5,1	3,2
BAKAB	13,2	0,8	1,0
BANVT	-	0,5	1,4
BARMA	53,3	6,0	2,3
BAYRK	79,4	8,2	4,3
BEGYO	9,5	5,5	0,8
BEYAZ	6,1	0,2	2,3
BIGCH	7,0	1,7	3,6
BIGTK	-	11,8	-
BIZIM	2,0	0,1	7,1
BLCYT	-	4,4	0,8
BLUME	1,833,17	248,9	29,3

BMSCH	67,7	1,5	2,1
BMSTL	60,7	6,0	10,1
BNTAS	13,0	1,1	1,1
BORSK	18,4	1,3	0,8
BOSSA	19,3	1,9	0,8
BRKVY	-	-	4,6
BRLSM	7,6	1,4	1,8
BULGS	256,1	8,0	1,8
BURCE	-	9,5	4,9
BVSAN	10,8	2,6	1,6
CATES	7,7	1,0	0,5
CELHA	-	2,1	0,8
CEMAS	-	2,7	0,8
CEMTS	10,8	1,2	0,9
CEQEM	285,2	0,8	2,6
CGCAM	13,8	2,8	1,4
CMBTN	19,2	0,9	7,6
CONSE	15,2	3,7	1,2
CRFSA	11,6	0,5	26,1
CUSAN	-	2,0	1,8
DAGI	12,9	1,7	1,8
DARDL	15,4	0,9	0,8
DCTTR	16,8	1,2	3,3
DENGE	-	4,6	1,4
DERHL	8,7	1,4	1,6
DERIM	6,7	0,5	3,5
DESA	6,2	1,4	1,5
DESPC	0,4	0,0	2,3
DGATE	2,4	0,1	8,5
DGNMO	-	0,7	0,8
DITAS	-	4,0	5,8
DMRGD	40,5	4,8	2,8
DMSAS	8,2	1,0	1,3
DNISI	34,3	5,9	1,9
DOCO	4,5	1,2	5,6
DOFER	18,0	0,6	2,2
DOKTA	28,1	1,3	1,1
DUNYH	-	106,0	6,4
DURDO	16,5	1,2	1,3
DURKN	13,2	3,6	0,9
DYOBV	5,3	1,2	0,6
DZGYO	1,002,95	13,7	0,6
ECOGR	23,2	3,7	0,8
EDATA	41,3	1,7	3,6

EDIP	12,3	6,0	0,4
EGEGY	57,1	6,1	4,1
EGEPO	24,5	4,1	2,4
EGPRO	7,2	1,6	1,7
EGSER	-	1,0	1,0
EKOS	36,9	2,5	1,9
EKSUN	46,0	0,6	1,4
ELITE	9,9	2,4	1,7
EMKEL	-	6,8	4,5
ENSRI	-	24,6	7,1
EPLAS	42,2	0,8	0,3
ERBOS	20,4	1,0	1,2
ESCOM	6,6	6,4	1,1
ETILR	6,3	0,5	2,0
EYGYO	5,5	1,9	1,4
FADE	12,8	1,5	0,7
FMIZP	44,9	6,8	7,1
FONET	15,0	5,3	1,8
FORMT	-	4,6	1,6
FORTE	29,1	4,1	3,2
FRIGO	-	2,3	1,8
GARFA	11,9	3,8	2,3
GEDIK	20,0	0,0	2,6
GEDZA	10,0	1,4	1,2
GEREL	-	4,1	2,5
GLRYH	0,1	0,0	0,6
GMTAS	20,7	1,8	1,9
GOODY	4,6	0,3	1,3
GSDDE	11,2	4,3	0,6
GSDHO	2,2	0,7	0,4
GUNDG	8,970,74	8,5	15,3
GZNMI	25,7	1,9	2,4
HATEK	-	2,6	0,5
HDFGS	14,3	12,5	1,3
HEDEF	86,5	82,7	21,8
HKTM	12,4	2,2	1,2
HOROZ	8,6	0,9	1,5
HUNER	10,6	5,2	0,6
HURGZ	-	3,5	1,4
ICBCT	-	-	3,9
ICUGS	-	-	1,6
IHAAS	-	17,2	20,6
IHGZT	10,8	0,6	0,4
IHLGM	-	4,3	1,7

IHYAY	-	0,3	1,5
IMASM	13,1	2,8	1,4
INFO	(3,6)	(0,1)	1,4
INGRM	25,8	0,6	5,0
INTEM	35,2	4,2	6,6
ISGSY	3,1	2,5	0,8
ISSEN	6,7	1,4	0,6
ISYAT	6,6	0,9	2,2
IZFAS	287,3	30,0	55,3
IZMDC	11,2	0,7	0,6
JANTS	41,2	3,3	2,2
KAPLM	91,6	3,4	5,3
KARTN	-	2,3	2,2
KBORU	32,3	3,3	2,1
KFEIN	9,0	0,7	1,5
KGYO	-	1,026,60	2,9
KIMMR	5,9	0,4	0,8
KLMSN	18,5	0,8	0,5
KLSYN	8,4	2,1	1,0
KNFRT	79,7	0,9	2,2
KONKA	42,7	2,5	0,7
KRDMB	7,5	0,7	0,4
KRGYO	24,5	9,8	1,3
KRONT	19,6	6,5	3,9
KRPLS	8,6	1,2	1,6
KRSTL	5,0	0,8	1,1
KRTEK	73,2	1,1	0,5
KRVGD	9,2	1,0	0,9
KTSKR	-	1,4	0,5
KUTPO	6,2	1,3	0,9
KZGYO	68,7	37,3	0,4
LIDFA	8,6	2,4	1,0
LKMNH	8,7	1,9	1,8
LRSHO	6,1	1,2	0,5
LUKSK	-	8,4	2,3
LYDYE	1,898,39	614,1	11,3
MAALT	1,704,91	194,3	2,5
MACKO	5,0	3,0	4,0
MAKIM	46,8	1,9	1,6
MAKTK	9,1	3,6	1,7
MANAS	96,6	8,2	3,9
MARBL	8,5	1,2	1,1
MARKA	33,8	6,3	3,5
MARMR	-	-	1,2

MARTI	25,9	4,4	0,3
MEDTR	14,1	1,4	1,2
MEKAG		1,4	2,3
MERCN	10,3	1,8	1,4
MERIT	51,2	26,6	0,4
MERKO	41,1	1,8	1,0
METRO	-	-	0,6
MHRGY	18,2	8,6	0,6
MNDRS	5,8	0,9	0,3
MNDTR	18,4	0,7	0,9
MOGAN	10,3	5,4	0,3
MRGYO	27,4	18,9	0,3
MRSHL	41,3	6,1	19,0
MSGYO	36,5	19,4	0,6
MTRKS	8,2	2,1	2,6
NETAS	26,4	0,6	-
NIBAS	-	15,4	1,5
NTGAZ	5,0	1,1	1,5
NUGYO	-	10,2	0,6
OBASE	8,8	2,3	2,2
OFSYM	9,6	0,8	2,7
ONCSM	62,8	12,3	17,6
ONRYT	27,3	4,7	1,6
OSMEN	2,1	0,1	1,3
OSTIM	-	8,9	0,7
OTTO	-	19,9	7,2
OYYAT	0,9	0,2	1,2
OZGYO	47,2	15,6	0,4
OZSUB	7,6	1,4	2,4
OZYSR	37,9	1,0	1,5
PAGYO	11,5	9,7	0,6
PAMEL	164,3	41,8	2,8
PCILT	6,7	0,3	1,7
PEKGY	-	74,7	6,8
PENGD	-	1,0	0,3
PENTA	4,9	0,2	1,3
PETUN	6,5	0,8	0,4
PINSU	9,5	1,8	1,4
PKART	21,2	1,3	3,8
PKENT	10,9	2,6	2,6
PNLSN	8,9	1,2	1,0
PNSUT	36,0	0,7	0,3
PRDGS	-	32,0	0,6
PRKAB	12,3	0,5	7,8

PRKME	6,8	4,7	0,6
RAYSG	-	-	4,9
RTALB	150,0	10,7	0,7
RUBNS	15,1	1,9	0,6
RUZYE	114,8	10,6	2,1
SAFKR	21,2	4,0	4,6
SANFM	14,4	3,6	4,6
SANKO	-	0,5	1,4
SAYAS	18,5	2,1	2,6
SEGMN	8,5	1,4	0,8
SEGYO	-	26,8	0,6
SELVA	59,9	2,7	1,4
SERNT	12,5	3,5	0,7
SKTAS	67,0	1,6	0,8
SKYMD	9,6	0,1	1,7
SMART	6,3	4,1	1,5
SMRVA	-	-	4,5
SNICA	34,3	1,5	0,6
SOKE	25,7	0,7	1,1
TARKM	25,5	4,9	2,9
TATGD	17,4	1,1	0,8
TBORG	5,2	1,6	2,2
TEHOL	90,1	23,9	6,9
TEKTU	94,0	33,0	0,4
TERA	3,1	0,3	3,6
TGSAS	18,4	10,0	9,1
TKNSA	1,8	0,1	2,9
TLMAN	7,8	3,0	1,2
TMPOL	32,6	5,7	5,5
TRILC	11,3	1,8	1,4
TSGYO	102,3	26,0	0,8
TUCLK	18,3	2,8	0,6
TURGG	-	-	1,7
UFUK	-	-	35,8
ULUFA	15,6	1,8	1,1
ULUSE	-	3,2	77,0
ULUUN	2,2	0,1	0,4
UNLU	14,8	0,1	1,0
VBTYZ	10,7	2,0	1,9
VERTU	-	(446,5)	0,4
VERUS	-	23,4	4,5
VKGYO	3,9	65,6	0,4
VKING	101,4	6,8	49,1
VRGYO	25,2	5,3	0,4

VSNMD	66,4	9,6	3,1
YATAS	6,4	0,7	0,6
YAYLA	-	17,0	1,7
YESİL	22,2	21,1	1,0
YIGIT	8,4	0,6	1,1
YKSLN	9,8	2,5	2,9
YUNSA	11,2	1,8	0,8
YYAPI	-	-	0,6
ZEDUR	89,4	20,2	0,7

Kaynak: KAP, Finnet, 07.01.2026

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

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

Tablo 67: 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	1.506.653.763
FD / Net Satış	2,0	6.537.104.317	10.082.711.138	%33	3.360.903.713
P / D	1,5	3.462.119.211	5.123.936.432	%33	1.707.978.811
TOPLAM				%100	6.575.536.286

BİST Ana Pazar Endeksi Şirket çarpanlarına göre özsermaye değerini hesaplayabilmek için eliminasyon sonrası medyan çarpanlar Şirket'in değerlemeye konu ilgili finansal verisi 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) düzeltilmesi yapılmıştır.

Tablo 68: Pazar Yaklaşımı Değer Özeti

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

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 olup buna rağmen yurt içi benzer şirketlere nazaran daha yüksek brüt kar marjına sahiptir. Akhan Un ayrıca enerji maliyetlerini düşürmek için GES yatırımlarını yapmış olması, makarna tesisinin 2026 yılının Ocak ayı itibarıyla üretime başlamış olması gibi sebepler göz önünde bulundurularak yurt içi benzer şirketlerden ayrılmış olması nedeniyle, yurt dışındaki benzer şirketlere %50 ağırlık verilmiştir. Nihai olarak yurt içi şirketlerin çarpanına %50, yurt dışı şirketlerin çarpanına %50 ağırlık verilmiştir.

6. SONUÇ

Yukarıda yer verilen değerleme sonuçlarının Şirket'in değerini makul bir şekilde yansıttığı düşünülmektedir.

Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 69: Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri

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
2.1. BİST Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri	4.922.426.943	%25	1.230.606.736
2.2.BİST Ana Pazar Endeksi Şirketleri	6.575.536.286	%25	1.643.884.072
2.3.Yurt Dışı Benzer Şirketler	6.929.133.769	%50	3.464.566.884
Toplam (1+2)			7.939.193.925
3.Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller			95.105.179
4.Azım Un'un Azınlık Payları Çıktıktan Sonraki Tahmini Değer [(1+2)*(1-6*5)]			7.284.811.880
5.Azım Un'un Azınlık Payları			%34
6.Azım 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. Azım Un'un %34 oranındaki azınlık hisselerinin değerleme kapsamı dışına alınması amacıyla, konsolide nakit akımları üzerinden yapılan nakit akımlarına uyarlama yapılmıştır. Bu kapsamda Azım Un'un değeri, kapasitesinin konsolide kapasite üzerinden ayrıştırılması ile oluşturulmuştur. Azım Un'un toplam kapasite içerisindeki oranı olan %24 ile Azım Un'un azınlık hisselerinin oranı olan %34 çarpılmış ve bu oran üzerinden değerlemeye yansıtılarak halka arz 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.

Tablo 70: Halka Arz Pay Fiyatı ve İskonto Hesabı

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

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

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

Ek 2: Sorumluluk Beyanı

Ek 3: Lisans Belgeleri

Ek1: Yetkinlik Beyanı

T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

7 Ocak 2026

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda Sanayi Ticaret Anonim Şirketi'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 7 Ocak 2026 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslar'da belirtilen;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışanı,

- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne

- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,

- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,

- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,

- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu;

Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlamış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Menevşe ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN
Bölüm Müdürü


HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Göner GEZEN
Birim Müdürü

Ek 2: Sorumluluk beyanı

T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

7 Ocak 2026

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 7 Ocak 2026 tarihli Akhan Un Fabrikası ve Tarım Ürünleri Gıda Sanayi Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz

Saygılarımızla,

HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Menevşe ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN
Bölüm Müdürü


HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

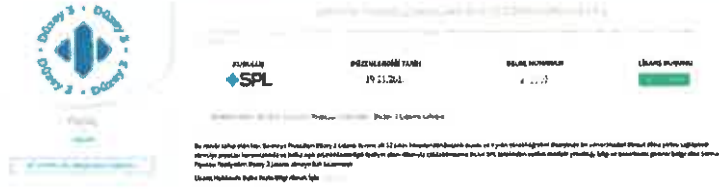
Güner GEZEN
Birim Müdürü

Ek 3: Lisans Belgeleri

Güner Gezen

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/8D48B479-57A3-44D4-9BE5-8C9E07736404>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

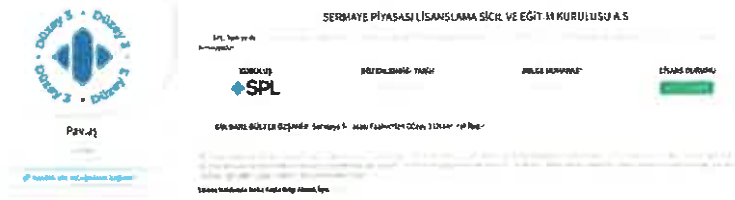
<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/7BD7F0E7-EBAF-42FA-82A2-B9046296F2B4>



Gülfer Özşahin

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

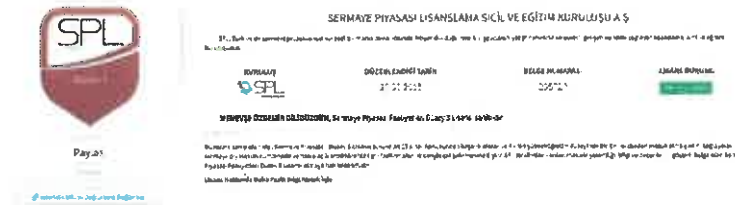
[Lisans Dijital Rozeti](#)



Menevşe Özdemir Dilidüzgün

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

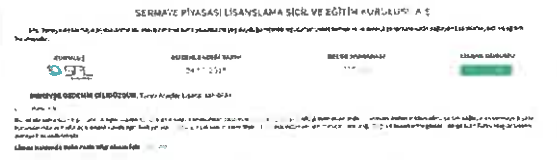
<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/534B8278-8DD9-4641-B749-86BF93FEFF0C>




MENKUL DEĞERLER A.Ş.

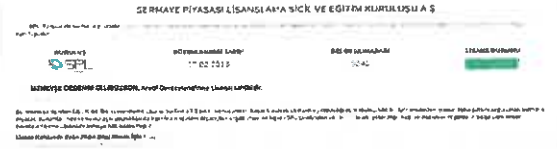
SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/F15C3B95-56CE-40A5-BD60-BA43E7D2EFF1>



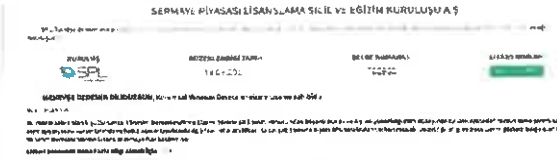
SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kredi Derecelendirme Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/B19B8FBD-D715-4813-963B-45E4915E31CA>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kurumsal Yönetim Derecelendirme Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/6B21CC6D-B5FD-41F6-87B2-707B83A9B3D7>



Gizem Ermiş

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/B752EF97-C6C2-455C-BB4B-64AB40C55C64>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/EA1D5641-17C3-41DD-B9F9-67069520ED27>



Adem Yılmaz

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lstis.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/1738BAC7-F54A-4D55-817C-C1F0BA5DD42A>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

<https://lstis.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/014224A3-3105-45CE-8A5D-177110DC3B30>

