



**Golda Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin
Analist Raporu**

İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı.....	2
2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	2
3. Şirket Hakkında	3
4. Ortaklık Yapısı	6
5. Finansal Tablolar	6
6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri.....	15
7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri.....	16
8. Görüş	21

1. Raporun Amacı

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tacirler Yatırım") tarafından, yetkili Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Gedik Yatırım")'nin, Golda Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Kısaca "İhraççı", "Golda" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında, hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. **Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir.** Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tacirler Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Golda Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("GOLDA")
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluşlar	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve Misyon Yatırım Bankası A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	1-2 Temmuz 2026
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Satış Yöntemi	Borsa'da Satış- Sabit Fiyatla Talep Toplama
Birincil Piyasa İşlem Kodu	GOLDA.HE
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	200.000.000 TL
Toplam Halka Arz Edilen Paylar (Nominal)	50.000.000 TL (Sermaye Artırımı) 37.499.998 TL (Ortak Satışı)
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	250.000.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	804.999.982 TL
Halka Açıklık Oranı	%35
Tahsisat (nominal TL)	Yoktur.
Halka Arz İskontosu	%30,7
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	9,20 TL
Fiyat İstikrarı	Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün boyunca planlanmaktadır.
Taahhütler	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl süreyle satmama taahhüdü

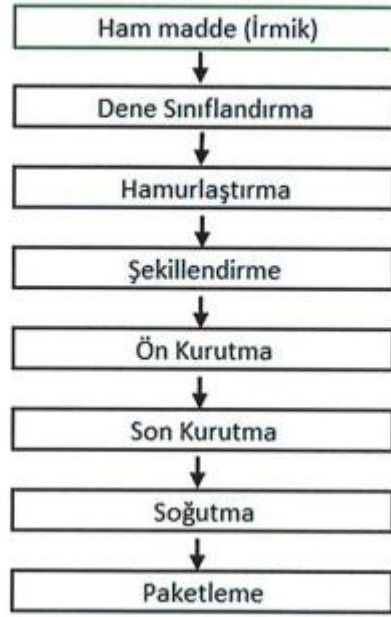
Kaynak: Golda Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. İzahnamesi, Fiyat Tespit Raporu ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu

3. Şirket Hakkında

Golda Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. 1996 yılında kurulmuş olup, 20 Şubat 1997 tarihinde, Karaman ilinin Kazımkarabekir ilçesi sınırları içerisinde, yaklaşık 1.078.000 m² açık alan ve 76.082 m² kapalı alana inşa edilen üretim fabrikası ile birlikte un, bakliyat, irmik, bisküvi ve makarna üretimine başlamıştır. Şirket çeşitli markalar altında ürettiği ürünlerin iç ve dış pazarlarda satışını gerçekleştirmektedir.

Makarna Üretim Tesisi: Şirket'in makarna çeşitleri, "makarnalık buğday" olarak adlandırılan durum buğdayından elde edilmektedir. Üretime alınan buğdaylar, değirmen prosesi içerisinde temizleme, tavlama ve öğütme aşamalarından geçirilerek makarnalık irmiğe dönüştürülür. Temizleme sürecinde, buğday taneleri, son ürün kalitesini ve ürün güvenliğini etkileyebilecek potansiyel yabancı madde unsurlarından arındırılır. Buğdayın özelliklerine göre değişen miktarlarda su verilerek dinlendirilen buğdaylar, kepek tabakalarının yumuşatılması ve öğütme aşamasında kolayca ayrılması için hazırlanır. Öğütme sürecinde, vals, elek ve sasör makineleri kullanılarak buğday taneleri makarnalık irmiğe dönüştürülür. Elde edilen makarnalık irmikler pres işlemi ile şekillendirilir, kurutulur ve soğutulur. Paketlenmeye hazır hale gelen makarna, müşteri talepleri ve beklentileri doğrultusunda çeşitli gramajlarda ve farklı şekillerde ambalajlanır.

MAKARNA ÜRETİM AKIŞ ŞEMASI



Tesiste, 2 adet kısa kesme hattı (2x 3.250Kg/Saat), 1 adet uzun kesme (3.000Kg/Saat) ve 1 adet fiyonk (1.400Kg/Saat) makarna hattı mevcuttur. Makarna üretim tesisi uzun makarna, kısa makarna, şehriye makarna, kuskus makarna, salçalı ve sebzeli makarna üretimi yapabilmektedir. Tesis günlük 260 Ton/Gün makarna üretim kapasitesine sahiptir.

Şirket, makarna, un, irmik, bisküvi, gofret ve bakliyat üretimi hizmetleriyle; ithalat, ihracat, transit, gümrükleme gibi gümrük ve dış ticaret işlemlerinin ve bu işlemlere ilişkin lojistik, depolama, muhasebe, finans ve bilgi işlem gibi faaliyetlerinin elektronik bilgi varlıklarını 12.01.2018 tarihli ve 937-01 numaralı TS EN ISO/IEC 27001 Bilgi Güvenliği Yönetim Sistemi sertifikalı bilişim güvenliği sistemi ile korumaktadır. Şirket ek olarak, bir kalite yönetim sistemi olan ve Türk Standartları Enstitüsü

tarafından verilen 22.05.2025 tarihli ve KY-1667-03/KG-01/09-R15 belge numaralı TS EN ISO 9001 sertifikasına sahiptir.

Şirket ayrıca Türk Standartları Enstitüsü tarafından verilen, FFSC-076/17-V6 belge numaralı ve 06.06.2022 tarihli TSE EN ISO FSSC 22000 sertifikasına sahiptir. Bu belgeler, ürünlerin üretim aşamalarında dışarıdan veya ürün fiziksel, kimyasal, biyolojik bulaşmalara karşı ürün ve insan sağlığını korumaya yönelik denetimlerin yapıldığını ve standartlara uyulduğunu gösteren belgelerdir.

İrmik Üretim Tesisi: 31.07.2025 tarihli, 189095 rapor numaralı Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği'nin kapasite raporuna göre, Şirket, yıllık 153.947 ton/yıl buğdayın öğütülmesiyle 109.688 ton/yıl ırmık, 7.313 ton/yıl ırmık altı un ve 29.250 ton/yıl kepek üretim kapasitesine sahiptir. Şirket ayrıca yıllık 1.560 ton/yıl helvalık ırmık üretim kapasitesine sahiptir. Üretim aşamalarında otomasyon kontrollü makarnalık ve helvalık ırmık üretilmekte ve helvalık ırmık Golda markası ile 500 gr, 25 kg ve 50 kg'lık paketlerde satışa sunulmaktadır.

Un Üretim Tesisi: 21.05.2024 tarihli, 13/4509 rapor numaralı Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği'nin kapasite raporuna göre, Şirket, yıllık 93.750 ton/yıl buğdayın öğütülmesiyle 75.928 ton/yıl un, 24.375 ton/yıl elek altı unu ve kepek üretim kapasitesine sahiptir. Günlük üretim kapasitesi 250 ton olan un üretim tesisinde, bilgisayar kontrollü şekilde 12 ayrı çeşit un üretilmektedir. Golda ve Melda markası ile 50 kilogramlık çuvallarda ve 1, 2, 4, 5 ve 10 kilogramlık paketlerde un üretimi yapılmaktadır. Tesis Türk Standartları Enstitüsü (TSE) tarafından verilen, belge geçerlilik tarihi 03.06.2026 olan 006865-TSE-17/02 belge numaralı TS 4500 sertifikasına sahiptir. Bu belge, belgelendirilen ürün ve tesisin Türk Standartları Enstitüsü'nün belirlediği standart ve şartları karşıladığını göstermektedir.

Bakliyat Üretim Tesisi: 28.08.2025 tarihli, 195763 rapor numaralı Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği'nin kapasite raporuna göre, Şirket, yıllık 4.000 ton/yıl toz şeker paketleme, 4.000 ton/yıl bulgur paketleme, 4.700 ton/yıl nohut paketleme, 5.000 ton kuru fasulye paketleme, 4.612 ton/yıl pirinç paketleme, 900 ton/yıl aşurelik buğday paketleme ve 1.100 ton/yıl mısır paketleme kapasitesine ve 23.040 ton/yıl kırmızı iç mercimek ile 5.760 ton/yıl kırmızı mercimek kepeği üretim kapasitesine sahiptir. Tesis, 1, 2,5, 5, 10 ve 25 kg'lık paketlerde üretim yapmaktadır.

Bisküvi-Gofret Üretim Tesisi: 23.05.2024 tarihli, 13/514 rapor numaralı Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği'nin kapasite raporuna göre, Şirket, yıllık 5.491 ton/yıl bisküvi ve 4.118 ton/yıl gofret üretim kapasitesine sahiptir. Bisküvi tesisi; sade, kakaolu, sade kremalı, kakaolu kremalı, marshmallow ve kraker üretebilirken, gofret tesisi; sade, kakaolu, muzlu, çilekli ve kaplamalı gofret üretebilmektedir. Bisküvi-Gofret üretim tesisi Golda markasının yanı sıra P/L Private Label ("Özel Marka") üretimi yapmaktadır. Tesis, Türk Standartları Enstitüsü tarafından verilen, 06.07.2010 tarihli ve 006865-TSE-12/04 belge numaralı TS 7474 sertifikasına sahiptir.

Şirket'in başlıca faaliyet alanı makarna, un, helvalık ırmık, bakliyat ve bisküvi üretimidir. Bunun yanı sıra, Şirket'in ana ürünlerinin üretiminden yan ürünler çıkmakta olup Şirket ağırlıklı olarak hayvancılık sektörüne bu ürünlerin satışını gerçekleştirmektedir.

Şirket'in üretim faaliyetlerinin yanında ticari satışları da bulunmaktadır. Geçmiş dönemler için ticari mal satışları buğday satışları, akaryakıt satışları, hayvancılık bölümü ve diğer satışlardan oluşmaktadır. Diğer satışlar şirketin fabrikasında bulunan satış mağazasındaki ürünlerin satışlarını kapsamaktadır. 2022 yılında hayvancılık şubesinin ve 2023 yılında 3 akaryakıt istasyonunun Şirket bünyesinden çıkarılmasıyla beraber Şirket'in gelecek dönem ticari satışlarının buğday satışları ve mağaza satışlarından oluşması beklenmektedir.

Ürün Kategorileri

Makarna: Sert durum buğdayının kırılması sonucu elde edilen makarnalık irmiğin su ile karıştırılması, şekil verilmesi ve kurutulmasıyla elde edilen ve hem yurt içi hem de yurt dışı pazarında talep gören bir gıda maddesidir. Üretim sonrasında makarna ürünleri farklı şekil ve ebatlarda ve çeşitli paketlerde satışa hazır hale getirilmektedir. Şirket'in satışını gerçekleştirdiği makarna ürün grubu arasında; arabiata, pesto, napoliten gibi çeşitli çeşnili makarnalar, fiyonk, fırın, ince uzun, kalem kesme, kelebek, kuskus, spagetti, tel şehriye ve yüksük makarnalar bulunmaktadır

Un: Buğdayın kırılması ve öğütülmesi sonucunda üretilen hem yurt içi hem de yurt dışı pazarında talep gören bir gıda maddesidir. Kullanılacak alana göre nitelikleri değişen unlar çeşitli ambalajlarda paketlenerek satışı gerçekleştirilmektedir. Un ürün grubu içerisinde pastalık, böreklik, tam buğday ve glutensiz unlar bulunmaktadır.

Helvalık İrmik: Sert durum buğdayının kırılması sonucu makarnalık irmik ile beraber üretilen gıda maddesidir. Üretilen helvalık irmik, çeşitli ambalajlarda satışa hazır hale getirilmektedir.

Bakliyat: Pirinç, mısır, fasulye, nohut, bulgur ve mercimeğin yıkama, kurutma ve eleme işlemlerinden geçirilmesi ile üretilen gıda maddeleridir. Üretilen bakliyat ürünlerinin Sortex teknolojisi ile son temizliği yapılarak çeşitli ambalajlarda satışa hazır hale getirilmektedir. Şirket'in satışını gerçekleştirdiği bakliyat çeşitleri arasında köftelik bulgur, nohut, Osmanlık pirinç, mısır, pilavlık bulgur ve sıra fasulye bulunmaktadır.

Bisküvi: Şirket tesislerinde üretilen un ve diğer yardımcı malzemeler kullanılarak üretilen bisküvi, gofret ve kaplamalı gofret çeşitlerini içeren gıda maddeleridir. Bisküvi ürün grubu içerisinde kakaolu, balam sütlü, muzlu, çilekli gibi çeşitli aromalara sahip olan kremalı, dökme, petitbeurre ve finger bisküviler bulunmaktadır.

Yan Ürün: Şirket' in ana ürünlerinin üretiminden kara kepek, ince kepek, buğday kırığı, sap-saman, yemlik un, irmik altı un, bozuk makarna, hamur ıskartası, bakliyat kırığı, kırmızı mercimek kepeği, kırmızı mercimek arpa başı, kırmızı mercimek sorteks atığı gibi genellikle hayvancılık sektöründe yem olarak kullanılan yan ürünler çıkmakta olup Şirket ayrıca bu ürünlerin de satışını gerçekleştirmektedir.

Şirket, ürünlerinin satışını zincir marketler, yerel marketler, web sitesi, distribütörler gibi satış kanallarıyla gerçekleştirmektedir. Şirket, ayrıca fabrikasının yanında bulunan satış mağazasında da ürünlerinin satışını gerçekleştirmektedir.

Ana ürün grupları bazında 31.12.2025 itibarıyla yurt içinde miktarsal olarak en çok satış sırasıyla İç Anadolu, Marmara ve Karadeniz bölgelerine yapılmıştır. Bu bölgelerin satışlar içindeki oranı sırasıyla %55, %40 ve %1 olup diğer bölgelerin satış içerisindeki payı %4'tür. Yurt dışı toplam satışlarda ise en çok satış yapılan bölgeler %47, %13 ve %12 ile sırasıyla Asya, Avrupa ve Amerika olmuştur. Bisküvi satışlarının en büyük kısmı 549 ton ile Avrupa'ya gerçekleşmiştir. Makarnada ise 6.987 ve 1.579 ton ile Asya ve Amerika bölgeleri ilk iki sırayı almıştır. 31.12.2025 itibarıyla 6 ton olarak gerçekleşen yurt dışı irmik satışları Avrupa'ya gerçekleştirilmiştir.

4. Ortaklık Yapısı

Ortak satışı yoluyla halka arz edilecek (B) grubu nama yazılı payların nominal değeri 1 TL olup, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine oranı %35'tir.

Halka arz sonrasında planlanan Şirket sermaye yapısı aşağıdadır:

Pay Sahibi	Pay Grubu	Mevcut ve Halka Arz Sonrası Oluşacak Ortaklık Yapısı			
		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Bera Holding A.Ş.	A	33.000.000	16,50	33.000.000	13,2
	B	99.000.000	49,50	61.500.002	24,6
Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.	A	17.000.000	8,50	17.000.000	6,8
	B	51.000.000	25,50	51.000.000	20,4
Halka Açık Kısım	B	-	-	87.499.998	35
Toplam		200.000.000	100	250.000.000	100

Kaynak İzahname

5. Finansal Tablolar

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 tarihlerinde sona eren finansal dönemlerine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tabloları aşağıda sunulmuştur.

	31-Ara-23	31-Ara-24	31-Ara-25	31-Mart-26
Varlıklar				
Dönen Varlıklar	1.908.219.154	1.298.364.791	1.313.985.480	1.229.642.408
Nakit ve Nakit Benzerleri	460.944.665	167.114.807	565.723.750	533.225.751
Ticari Alacaklar				
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>651.250</i>	<i>46.266</i>	<i>387.554</i>	<i>316.620</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>323.463.512</i>	<i>281.293.090</i>	<i>291.811.717</i>	<i>246.606.590</i>
Diğer Alacaklar				
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>622.133.448</i>	<i>442.794.547</i>	<i>109.629.543</i>	<i>97.798.292</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>47.523.207</i>	<i>25.814.191</i>	<i>17.777.742</i>	<i>21.149.802</i>
Stoklar	364.149.285	303.005.220	283.946.587	269.664.882
Peşin Ödenmiş Giderler	26.144.081	42.297.937	23.100.572	28.169.891
Diğer Dönen Varlıklar	63.209.706	35.998.733	21.608.015	32.710.580
Duran Varlıklar	3.492.400.861	3.395.911.849	3.817.516.321	3.761.123.426
Finansal Yatırımlar	447.561.634	315.135.730	181.957.185	170.338.054
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	547.420.981	547.824.038	746.333.188	746.333.188
Maddi Duran Varlıklar	2.250.532.201	2.192.613.670	2.682.713.833	2.664.848.569
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.973.222	7.399.214	7.148.801	7.077.094
Kullanım Hakkı Varlıkları	5.037.140	4.722.046	11.925.374	11.209.431
Ertelemiş Vergi Varlığı	231.875.683	328.217.151	187.437.940	161.317.090
TOPLAM VARLIKLAR	5.400.620.015	4.694.276.640	5.131.501.801	4.990.765.834
Kısa Vadeli Yükümlülükler	975.647.801	458.630.125	297.902.730	239.991.465
Kısa Vadeli Borçlanmalar	643.347.305	194.692.382	812.793	480.139

	31-Ara-23	31-Ara-24	31-Ara-25	31-Mart-26
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	31.698.713	-	-	-
Diğer Finansal Yükümlülükler	610.271	1.270.619	6.797.317	6.743.105
Ticari Borçlar				
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	2.363.154	813.375	1.853.663	1.411.210
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	191.471.832	196.400.949	207.156.809	149.559.227
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	18.686.612	24.126.005	23.198.253	23.570.070
Diğer Borçlar				
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	324.785	485.605	647.474	646.875
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	25.304.018	2.479.727	3.979.985	12.778.133
Kısa Vadeli Karşılıklar				
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	4.538.388	6.424.788	10.198.424	10.351.124
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	1.107.947	1.034.236	1.206.627	1.167.076
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	56.194.776	30.902.439	42.051.385	33.284.506
Uzun Vadeli Yükümlülükler	644.595.748	569.675.439	743.400.970	751.749.829
Uzun Vadeli Borçlanmalar	112.067.812	1.742.089	-	-
Diğer Finansal Yükümlülükler	2.833.893	210.291	4.013.409	2.684.061
Diğer Borçlar				
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	1.695.199	6.622.313	7.375.966	6.910.278
Uzun Vadeli Karşılıklar				
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	14.468.046	22.944.319	25.477.636	25.576.953
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	513.530.798	538.156.427	706.533.959	716.578.537
Özkaynaklar	3.780.376.466	3.665.971.076	4.090.198.101	3.999.024.540
Ödenmiş Sermaye	200.000.000	200.000.000	200.000.000	200.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	4.448.592.351	4.448.592.351	4.448.592.351	4.448.592.351
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	199.458.482	199.458.482	199.458.482	199.458.482
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler				
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	1.087.600.594	1.070.759.502	1.501.077.069	1.501.077.069
Diğer Kazançlar/Kayıplar	-21.040.202	-23.805.812	-29.098.055	-29.098.055
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler				
Yeniden Değerleme ve Sınıflandırma Kazanç/Kayıpları	-484.626.944	-587.027.046	-437.332.762	-446.047.109
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	61.759.031	61.759.031	61.759.031	61.759.031
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	-1.783.396.176	-1.711.366.846	-1.873.670.575	-1.854.258.015
Dönem Net Karı/Zararı	72.029.330	7.601.414	19.412.560	-82.459.214
TOPLAM KAYNAKLAR	5.400.620.015	4.694.276.640	5.131.501.801	4.990.765.834

Kaynak: İzahname

31.03.2026 itibarıyla Şirket'in toplam finansal borcu 9.907.305 TL seviyesinde olup söz konusu borcun büyük bölümü TFRS 16 kapsamında muhasebeleştirilen kiralama yükümlülüklerinden oluşmaktadır. Aynı tarih itibarıyla 533.225.751 TL tutarında nakit ve nakit benzeri bulunmakta olup Şirket net 523.318.446 TL nakit pozisyonundadır.

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 tarihli mali tablolarına göre hesaplanan net işletme sermayesi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Net İşletme Sermayesi	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Toplam Finansal Borçlar	790.557.994	197.915.381	11.623.519	9.907.305
Nakit ve Nakit Benzerleri	-460.944.665	-167.114.807	-565.723.750	-533.225.751
Net Finansal Borç (Net Nakit)	329.613.329	30.800.574	-554.100.231	-523.318.446
Toplam Özkaynak	3.780.376.466	3.665.971.076	4.090.198.101	3.999.024.540
Net Finansal Borç/Özkaynak	0,09	0,01	-0,14	-0,13
Düzeltilmiş FAVÖK*	264.362.394	170.572.073	134.566.856	155.871.380
Net Finansal Borç/Düz. FAVÖK	1,25x	0,18x	-4,12x	-3,36x

*31.03.2026 tarihinde sona eren mali tablo dönemi için Hasılat son 12 ay olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in net işletme sermayesi 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 dönemleri itibarıyla sırasıyla 932.571.353 TL, 839.734.666 TL, 1.016.082.750 TL ve 989.650.943 TL olarak gerçekleşmiştir. Net işletme sermayesinin hasılatı oranı aynı dönemlerde %27,7, %28,1, %39,6 ve %38,2 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in varlıklar hesabı 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %13,1 azalmış ve 31.12.2024'ten 31.12.2025'e ise %9,3 artmıştır. 31.03.2026'da ise 31.12.2025'e göre %2,7 oranında azalma meydana gelmiştir. 31.03.2026 itibarıyla varlıkların %24,6'sı dönen varlıklardan, %75,4'ü ise duran varlıklardan oluşmaktadır.

Dönemler itibarıyla varlıkların en önde gelen kalemleri nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, stoklar, yatırım amaçlı gayrimenkuller, maddi duran varlıklar ve diğer alacaklardır. Bu altı kalemin toplam varlıklara oranı 31.12.2023 itibarıyla %85,5, 31.12.2024 itibarıyla %84,4, 31.12.2025 itibarıyla %91,6 ve 31.03.2026 itibarıyla %91,8 olmuştur.

Şirket'in dönen varlıkları nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler ve diğer dönen varlıklardan oluşmaktadır. Şirket'in toplam dönen varlıklar hesabı 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %32 azalmış ve 31.12.2024'ten 31.12.2025'e %1 artmış ancak 31.12.2025'ten 31.03.2026'a ise %6,4 oranında azalma göstermiştir. Dönen varlıkların aktif büyüklüğü içindeki payı 2023, 2024, 2025 yıllık dönemde sırasıyla %35,5, %27,7 ve %25,6 olarak gerçekleşirken 31.03.2026 tarihinde bu oran %24,6 olarak gerçekleşmiştir. 31.03.2026 itibarıyla dönen varlıkların %43,4 ü nakit ve nakit benzerleri, %21,9'u stoklar, %20,1'i ticari alacaklar, %9,7'si diğer alacaklar, geriye kalan %4,9'luk kısım ise diğer dönen varlıklar ve peşin ödenmiş giderlerden oluşmaktadır.

Nakit ve Nakit Benzerleri	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Kasa				
-Türk Lirası	66.035	20.820	30.581	23.761
Banka- Vadesiz Hesaplar				
-Türk Lirası	212.317.770	31.605.909	17.129.949	11.674.656
-Yabancı Para	108.166.536	49.081.045	23.626.804	22.981.309
Banka- Vadeli Hesaplar				
-Türk Lirası	140.394.324	86.407.0633	524.936.416	498.546.035
Toplam	460.944.665	167.114.807	565.723.750	533.225.751

Şirket'in nakit ve nakit benzerleri hesabı, 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %63,7 azalmış, 31.12.2024'ten 31.12.2025'e ise %238,5 artmış ve 31.12.2025'ten 31.03.2026'ya ise %5,7 azalmıştır. 2024 yılındaki azalma banka kredisi ödemeleri ve ham madde sipariş avanslarının ödenmesinden kaynaklanmaktadır. 2025 yılında özellikle ihracat gelirlerinin artması ve elden çıkarılan finansal yatırımların da tahsil edilmesi herhangi bir kredi borcu olmayıp özkaynaklar ile şirket operasyonlarının yürütülmesi nakit ve nakit benzerlerinin üzerinde pozitif etki sağlamıştır. 2026 ilk çeyrek sonunda da şirket bu pozitif etkiyi korumaktadır.

Şirket'in ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar hesabı 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %13,0 azalırken ve 31.12.2024'ten 31.12.2025'e ise %3,7 artmıştır. 31.03.2026'da ise 31.12.2025'e göre hesapta %15,5 oranında azalma meydana gelmiştir. Bu gelişimde satış hacmindeki değişimler ve ticari alacak vade yapısındaki dönüşümler belirleyici olmuştur.

İlişkili taraflardan ticari alacaklar 31.12.2023,31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla 651.250 TL, 46.266 TL, 387.554 TL ve 316.620 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in ilişkili taraflardan ticari alacaklar hesabı 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %92,9, 31.12.2024'ten 31.12.2025'e %737,7 artmış ve 31.12.2025'ten 31.03.2026'a %18,3 azalmıştır.

Şirket'in ilişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar hesabı 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %45,7, 31.12.2024'ten 31.12.2025'e %31,1 azalmış ve 31.12.2025'ten 31.03.2026'a %19 artış göstermiştir. Şirket'in dönemler itibarıyla vergi dairesinden alacaklarını tahsil etmiş vergi dairesinden alacaklar hesabı düzenli azalış göstermiştir. Şirket'in ilişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar altında sınıflandırdığı şüpheli alacaklar esas ticari faaliyetler kapsamında olmayan, tahsilatı için dava açılmış alacaklardan oluşmaktadır. Diğer alacaklar ağırlıklı olarak vergi dairesinden alacaklardan oluşmakta olup, 31.12.2023 tarihi itibarıyla 43.712.076 TL, 31.12.2024 itibarıyla 23.183.001 TL, 31.12.2025 tarihi itibarıyla 14.823.693 TL ve 31.03.2026 tarihi itibarıyla 12.893.833 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yapmış olduğu ihracat ile ihraç kayıtlı satışlardaki artış ile birlikte artan KDV iade alacakları neticesinde vergi dairesinden alacaklar bu hesabı oluşturmaktadır.

Şirket'in ilişkili taraflardan diğer alacaklar hesabı 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %28,8, 31.12.2024'ten 31.12.2025'e %75,2 oranında ve 31.12.2025'ten 31.03.2026'ya %10,8 azalmıştır.

Şirket'in ilişkili taraflarından diğer alacaklarının kapsamı 2023 faaliyet döneminde oluşan 622.133.448TL tutarındaki alacak önceki dönemlerde edinilen finansal yatırımlardan Anadolu Rulman Sanayi ve Ticaret A.Ş. hisselerinin 09.11.2023 tarihinde Bera Holding'e satışı işleminden oluşmaktadır. Anadolu Rulman satış amaçlı olarak elde bulundurulduğu için bu satış işleminden oluşan bakiye diğer alacak kapsamında sınıflanmıştır. 31.03.2026 itibarıyla ilişkili taraflardan diğer alacaklar Şirket tarafından yapılan tahsilatlar sonucunda 97.798.292 TL'dir.

Stoklar	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
İlk madde ve malzemeler	210.619.131	203.107.079	190.151.649	124.729.083
Yarı mamuller	28.725.703	23.370.777	17.271.322	25.293.764
Mamuller	125.950.622	72.484.197	76.109.415	118.057.875
Ticari mallar	612.698	4.232.376	357.817	449.367
Diğer stoklar	626.053	1.592.471	1.525.556	2.469.892
Stok değer düşüklüğü karşılığı (-)	(2.384.922)	(1.781.680)	(1.469.172)	(1.335.099)
Toplam	364.149.285	303.005.220	283.946.587	269.664.882

Şirket'in stoklar hesabı toplamı 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %16,8 azalmış, 1.12.2024'ten 31.12.2025'e %6,3 ve 31.12.2025'ten 31.03.2026'ya ise %5 azalmıştır. Dönemler itibarıyla azalışın sebebi Şirket'in piyasa koşullarını takip ederek belirlediği aktif stok yönetim politikasına göre şekillenen ilk madde ve malzeme stoğunun azalmasından kaynaklanmaktadır. 31.12.2023 ten 31.12.2024'e göre olan azalışın sebebi kullanılan ilk madde ve malzeme ve satışı yapılan mamullerden kaynaklanmaktadır. 31.12.2025'te ise 31.12.2024'e göre değişimin temelinde ilk madde ve malzeme, yarı mamuller ve ticari mallar stokları bulunmaktadır. 31.03.2026 tarihi itibarıyla 31.12.2025'e göre ilk madde ve malzeme stoklarında azalma meydana gelirken mamul stoklarında artış meydana gelmiştir.

Duran varlıklar, finansal yatırımlar, yatırım amaçlı gayrimenkuller, maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, kullanım hakkı varlıkları ve ertelenmiş vergi varlığı kalemlerinden oluşmaktadır. Şirket'in toplam duran varlıkları 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %2,8 azalmış 31.12.2024'ten 31.12.2025'e %12,4 oranında artmış ve 31.12.2025'ten 31.03.2026'a %1,5 oranında azalmıştır. 31.03.2026 itibarıyla duran varlıkların %70,9'u maddi duran varlıklar %19,8'i yatırım amaçlı

gayrimenkuller ve %4,5'i finansal yatırımlar, geriye kalan %4,8'lik kısım ise ertelenmiş vergi varlığı, kullanım hakkı varlıkları ve maddi olmayan duran varlıklardan oluşmaktadır.

Şirket'in finansal yatırımlar hesabı, 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %29,6, 31.12.2024'ten 31.12.2025'e %42,3 oranında ve 31.12.2025 ten 31.03.2026'a %6,4 oranında azalmıştır. 2023 hesap dönemi içerisinde şirket %82,74 iştirak oranıyla sahip olduğu Anadolu Rulman İmalat San ve Tic. A.Ş. paylarının satışını gerçekleştirmiştir. 31.12.2024 yılında ise hesabın 31.12.2023'e göre %29,6 oranında azalmasındaki etken, iştiraklerinden Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. paylarının değerinin azalmasıdır. Şirket 31.03.2026 itibari ile Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye %2,69, Karaman Serbest Bölge Kurucusu ve İşleticisi A.Ş.'ye %3,13 ve Karaman Teknoloji Geliştirme Bölgesi Yönetim A.Ş.'ye %0,98'ye oranıyla iştirak etmektedir.

Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkuller hesabı 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %0,1 31.12.2024 ten 31.12.2025 %36,2 oranında artmış ve 31.12.2025'ten 31.03.2026'a değişim göstermemiştir. 2025 yıl sonunda 2024 yıl sonuna göre artışın temelinde 2025 yılında Sermaye Piyasası Kurulu lisansına sahip bir değerlendirme kuruluşu tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporundaki güncel ekspertiz değerleri esas alınmak suretiyle hesaplanmıştır.

Şirket'in maddi duran varlıklar hesabı, 31.12.2023'ten 31.12.2024'e ise %2,6 azalmış, 31.12.2024 ten 31.12.2025'e %22,4 oranında artmış ve 31.12.2025'ten 31.03.2026'a %0,67 oranında azalma meydana gelmiştir. 31.12.2025 itibarıyla maddi duran varlıkların net defter değeri olarak, %35,4'ü makine, tesis ve cihazlardan, %33,9'u arazi ve arsalardan ve %29,8'i binalardan oluşmaktadır. Maddi duran varlıklarda 31.12.2024'ten 31.12.2025'e gerçekleşen artış Şirketin 2025 faaliyet döneminde Sermaye Piyasası Kurulu lisansına sahip bir değerlendirme kuruluşu tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlemelerinden kaynaklanmaktadır.

Şirket'in kaynakları 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla 5.400.620.015 TL, 4.694.276.640 TL 5.131.501.801 TL ve 4.990.765.834 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in kaynaklar hesabı 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %13,1 azalmış, 31.12.2024 ten 31.12.2025'e %9,3 artmış ve 31.12.2025'ten 31.03.2026'a %2,7 oranında azalış göstermiştir.

31.03.2026 itibarıyla kaynakların %4,8'i kısa vadeli yükümlülükler, %15,1'i uzun vadeli finansal yükümlülükler ve %80,1'i özkaynaklardan oluşmaktadır.

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri kısa vadeli finansal borçlar (kısa vadeli borçlanmalar, finansal kiralama işlemlerinden borçlar diğer finansal yükümlülükler), ticari borçlar, diğer borçlar, çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin borçlar, kısa vadeli karşılıklar dönem karı vergi yükümlülüğünden ve diğer kısa vadeli yükümlülükler kalemlerinden oluşmaktadır.

Kısa vadeli yükümlülükler, 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla 975.647.801 TL, 458.630.125 TL, 297.902.730 TL ve 239.991.465 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in kısa vadeli yükümlülükler hesabı 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %53, 31.12.2024'ten 31.12.2025'e %35,0 ve 31.12.2025'ten 31.03.2026'ya %19,4 oranında azalmıştır. 31.03.2026 itibarıyla kısa vadeli yükümlülüklerin %3,0'ü kısa vadeli borçlanmalardan, %62,9'u ticari borçlardan, %9,8'i çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlardan, %5,3'ü dönem karı vergi yükümlülüğünden %4,8'i kısa vadeli karşılıklardan ve %13,9'u diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır. Şirket'in dönemler itibarıyla kısa vadeli yükümlülüklerde gerçekleşen azalışın sebebi gerçekleştirdiği uzun ve kısa vadeli finansal yükümlülüklerin ödemelerinden kaynaklıdır.

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %11,6 azalış göstermiştir. 31.12.2024'ten 31.12.2025'e ise %30,5 oranında artarken 31.12.2025'ten 31.03.2026'a ise %1,1 oranında artış göstermiştir. 2024 hesap dönemi sonu itibarıyla uzun vadeli finansal yükümlülük hesabı ve ertelenmiş vergi yükümlülüğü hesabından dolayı önceki döneme göre azalış göstermiştir. 2025 yıl sonu

İtibarıyla ise ertelenmiş vergiden kaynaklı olarak önceki döneme göre uzun vadeli yükümlülüklerden kaynaklı olarak artma meydana gelmiştir.

Şirket'in özkaynakları 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %3,0 azalış, 31.12.2024 ten 31.12.2025'e %11,6 oranında artış ve 31.12.2025'ten 31.03.2026'a %2,2 oranında azalış göstermiştir.

Şirket'in Dönem net karı / zararı 31.12.2023 72.029.330 TL, 2024 yılı sonunda 7.601.414 TL, 2025 yıl sonunda 19.412.560 TL ve 2026 ilk 3 ay sonunda (82.459.214) TL olmuştur. Azalışın temelinde TMS 29 kapsamında parasal kazanç/kayıp bulunmaktadır. Enflasyon muhasebesinden dolayı 2023 hesap döneminde (128.276.620) TL, 2024 hesap döneminde (209.564.352) TL, 2025 yıllık hesap döneminde (266.733.567) TL ve 2026 ilk üç aylık dönemde (83.517.695) TL dönem net karını negatif etkilemiştir.

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla likidite oranları ve mali yapı oranlarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Likidite Oranları				
Oranlar	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Cari Oran	1,96	2,83	4,41	5,12
Asit-Test Oranı (Likidite Oranı)	1,58	2,17	3,46	4,00
Nakit Oranı	0,47	0,36	1,90	2,22
Mali Yapı Oranları	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Kaldıraç Oranı	0,30	0,22	0,20	0,20
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplam	0,18	0,10	0,06	0,05
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplam	0,12	0,12	0,14	0,15
Özkaynaklar/Aktif Toplam	0,70	0,78	0,80	0,80
Toplam Yükümlülükler/Özkaynaklar	0,43	0,28	0,25	0,25

Cari Oran ve Asit-Test Oranı'nın l'den oldukça yüksek durumda olması, Şirket'in kısa vadeli borçlarının ödeme kapasitesinin yüksek olduğunu göstermektedir. Cari Oran ve Asit-Test Oranı 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla 5,12 ve 4,00 olmuştur. Şirketin likidite oranları finansal tablo dönemleri itibarıyla sürekli pozitif gelişme göstermektedir. Şirket' in nakit ve nakit benzeri varlıkları kısa vade yükümlülüklerini karşılayacak düzeydedir.

Mali yapı oranları özet olarak, şirket aktiflerinin oldukça yüksek oranda özkaynaklarla finanse edildiğini ve düşük seviyede finansal riske sahip olduğunu göstermektedir. Şirket'in mali yapı oranları finansal tablo dönemleri itibarıyla özkaynağa dayalı olarak ilerleyerek sürekli pozitif gelişme göstermekte ve finansal borçluluk riskinden ayrılmaktadır.

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024 ve 31.12.2025 tarihlerinde sona eren yıllara ait kar veya zarar tablosu aşağıda yer almaktadır.

	1 Ocak – 31-Ara-23	1 Ocak – 31-Ara-24	1 Ocak – 31-Ara-25	1 Ocak – 31-Mar-25	1 Ocak – 31-Mar-26
Hasılat	3.363.929.312	2.986.992.246	2.568.021.468	661.638.697	685.467.659
Satışların Maliyeti (-)	-2.874.123.132	-2.575.113.980	-2.205.414.784	-578.845.580	-594.522.021
Brüt Kar	489.806.180	411.878.266	362.606.684	82.793.117	90.945.638
Genel Yönetim Giderleri (-)	-77.267.697	-89.192.536	-84.669.300	-21.067.175	-22.027.423
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-242.632.502	-242.349.253	-218.885.911	-56.039.190	-47.213.997
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	114.059.975	62.274.669	50.033.270	18.637.386	18.715.103
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-113.926.118	-22.057.773	-32.088.150	-14.732.363	-6.980.178
Esas Faaliyet Karı	170.039.838	120.553.373	76.996.593	9.591.775	33.439.143

	1 Ocak – 31-Ara-23	1 Ocak – 31-Ara-24	1 Ocak – 31-Ara-25	1 Ocak – 31-Mar-25	1 Ocak – 31-Mar-26
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	95.027.333	-	198.509.150	-	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-268.484.954	-	-	-	-
Finansman Gelirleri ve Giderleri Öncesi Faaliyet Karı	-3.417.783	120.553.373	275.505.743	9.591.775	33.439.143
Finansman Gelirleri	184.036.764	191.820.820	225.500.540	65.055.543	20.905.361
Finansman Giderleri (-)	-167.778.603	-138.099.196	-21.924.702	-17.804.222	-1.052.759
Parasal Kazanç/(Kayıp), net	-128.276.620	-209.564.352	-266.733.567	-63.363.240	-83.517.695
Vergi Öncesi Kar/Zarar	-115.436.242	-35.289.355	212.348.014	-6.520.144	-30.225.950
- Dönem Vergi Gideri	-70.695.615	-14.588.862	-56.566.884	-	-13.163.053
- Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	258.161.187	57.479.631	-136.368.570	-20.323.628	-39.070.211
Dönem Karı/Zararı	72.029.330	7.601.414	19.412.560	-26.843.772	-82.459.214

Kaynak: İzahname

Şirket'in toplam net satışları 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla 3.363.929.312 TL, 2.986.992.246 TL, 2.568.021.468 TL ve 685.467.659 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in satışları, makarna satışları, un satışları, helvalık irmik satışları, bakliyat satışları, bisküvi ve gofret satışları, yan ürün satışları, ticari satışlar ve diğer satışlar kalemlerinden oluşmaktadır. Diğer satışlar şirketin fabrikasında bulunan satış mağazasının satışlarından oluşmaktadır.

Şirket'in satışlarının maliyeti 31.12.2024'te bir önceki döneme göre %10,4 oranında azalmıştır. 2025 yıllık dönemde ilgili hesap 2024 yılının aynı dönemine göre %14,4 oranında azalmıştır. TMS 29 çerçevesinde incelenen dönemler itibarıyla temel olarak buğday fiyatları kaynaklı olarak bir önceki döneme göre mamul maliyetinde azalma meydana gelmiştir. 31.03.2026 tarihinde sona eren mali tablo döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre satışların maliyeti %3 artış göstermiştir.

2025 yılında, satışların maliyeti nominal olarak 2024 yılının aynı dönemine kıyasla azalış göstermiştir. Bu azalışın temel nedenleri arasında, 2024'te enflasyon etkisinin daha yüksek olması ve Türkiye Muhasebe Standardı 29 (TMS 29) kapsamında yapılan finansal raporlama düzeltmeleri yer almaktadır.

Her iki etken de 2025 yılının satışların maliyetinde nominal bazda daha düşük seviyelerin oluşmasına katkı sağlamıştır. Şirket'in satılan ticari mal maliyeti 31.12.2023'ten 31.12.2024'e göre %24,5 oranında artmıştır. 2025 yıllık dönemde ilgili hesap 2024 yılının aynı dönemine göre %36,0 oranında artmıştır. Artışın temelinde buğday ve yan ürün gibi ticari malların satışı bulunmaktadır. 31.03.2026 tarihinde sona eren mali tablo döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre satışların maliyeti %83 artış göstermiştir. Bu dönemde geçen yılın ilk çeyrek dönemine göre dönem içi ticari mal alımlarındaki %96,0 oranındaki artış maliyetlerin yükselmesinde etken olmuştur.

Şirket'in brüt kar marjı 2023, 2024, 2025 ve 31.03.2026 tarihinde sona eren mali tablo dönemlerinde sırasıyla %14,6, %13,8 ve %14,1 olarak gerçekleşmiştir. 31.03.2025 tarihinde %12,5 olan brüt kar marjı, 31.03.2026 tarihinde %13,3 olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılında maliyet baskıları ve piyasa koşullarına bağlı olarak brüt kar marjında sınırlı bir gerileme gözlenmiş, 2025 faaliyet döneminde ise satışların maliyet yapısındaki iyileşme, ürün karması ve maliyet yönetiminin etkisiyle brüt kar marjı bir önceki yıla göre 0,3 puan artış göstermiştir. İncelenen dönemler itibarıyla brüt kar marjı %14 seviyelerinde korunmuştur.

Şirket'in genel yönetim giderleri 31.12.2023'ten 31.12.2024'e ise %15,4 oranında artmıştır. Artışın temelinde personel ve amortisman giderleri bulunmaktadır. 31.12.2025 hesap döneminde ise genel yönetim giderleri hesabi 31.12.2024 hesap dönemine göre %5,1 oranında azalış göstermiştir. Özellikle personel giderlerinde, müşavirlik ve denetim ücretleri giderlerinde, kıdem tazminatı karşılıklarında, vergi resim harç giderlerinde, sigorta giderlerinde ve taşeron giderlerinde azalma meydana gelmiştir. Genel yönetim giderleri içerisindeki en büyük pay 31.03.2026 finansal tablo dönemi itibarıyla 8.965.368 TL ile personel giderleri 4.821.067 TL ile amortisman giderleri olmuştur. Genel yönetim giderleri içerisindeki personel giderleri Şirketin politikalarının tayini, organizasyonun ilgilendiren personel ile ilgili olan giderleri kapsamaktadır.

Personel giderlerinde 2024'ün 2023'ye göre artmasının temelinde ise personel maliyetlerindeki artış bulunmaktadır. Genel yönetim giderleri içerisindeki amortisman giderleri ise bu hesap dahilindeki yürütülen Şirket işlerindeki kullanılan sabit kıymetlerden kaynaklanmaktadır. Genel yönetim giderleri 2026 ilk çeyrek sonunda 2025 yılının aynı dönemine göre %4,6 oranında artış göstermiştir. Personel giderlerindeki %16,0'lık azalışa rağmen amortisman giderleri ile müşavirlik ve denetim giderlerindeki artış öncü olmak üzere hesapta 2026 ilk üç ayda 2025 ilk üç aya göre artış meydana gelmiştir.

Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %0,1 azalmıştır. 31.12.2025 hesap döneminde ise 31.12.2024 hesap dönemine göre %9,7 oranında azalmıştır. Azalışın temelinde nakliye giderleri, navlun giderleri ve gümrük giderleri bulunmaktadır. Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri içerisindeki en büyük pay 31.03.2026 finansal tablo dönemi itibarıyla 15.486.164 TL ile personel giderleri 9.378.530 TL ile nakliye giderleri ve 3.611.954 TL navlun giderleri olmuştur. Şirket üretilen mamul ve mallarının pazarlanması ve gerekli satış işlemlerinin tamamlanması ve rekabet ortamından dolayı nakliye, navlun ve personel giderlerine katlanmaktadır.

2026 yılı ilk üç aylık dönemde pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 2025 yılı bir önceki döneme göre %15,7 oranında azalma göstermiştir. Azalışın temelinde nakliye giderleri, komisyon giderleri ve fuar katılım giderlerindeki azalış bulunmaktadır.

Esas faaliyetlerden diğer gelirler hesabı TFRS 9 Ödemesi gerçekleşmemiş borçların reeskont edilmesi, indirgenmiş olması ile hesaplanan tahakkuk etmemiş finansman giderleri, hurda satış gelirleri, kira gelirleri, esas faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı, konusu kalmayan şüpheli alacaklar, teşvik gelirleri ile diğer gelirler kalemlerinden oluşmaktadır.

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirler hesabı 31.12.2023'ten 31.12.2024'e ise %45,4 azalmıştır. 2024 yılında 2023 yılına göre görülen azalışın temelinde, döviz kuru artışlarının sınırlı düzeyde kalmasının ve bunun sonucunda esas faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı hesaplamalarının etkisi bulunmaktadır. 31.12.2025 hesap döneminde ise 31.12.2024 hesap dönemine göre %19,7 oranında azalmıştır. Azalışın temelinde tahakkuk etmemiş finansman giderleri ve esas faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı hesapları bulunmaktadır. 2026 ilk üç aylık dönemde esas faaliyetlerden diğer gelirler hesabında 2025 yılının ilk üç aylık aynı dönemine göre büyük değişim bulunmamaktadır. Hesapta 2026 yılı ilk üç ayda 2025 yılı ilk üç ayına göre tahakkuk etmemiş finansman giderleri %79,6 oranında artış bulunmakta iken esas faaliyetlerden kaynaklanan kur farkında %30,6 ve diğer gelirlerde %53,7 oranında azalış meydana gelmiştir.

Esas faaliyetlerden diğer giderler tahakkuk etmemiş finansman geliri, esas faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı sınıflanması, aleyhe dava karşılıkları ve diğer giderlerden oluşmaktadır.

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderler hesabı 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %80,6 düşmüştür. Bu düşüşün sebebi esas faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı sınıflandırmasındaki değişimden kaynaklanmaktadır. 2023 hesap döneminde tek seferlik ödenen ek kurumlar vergisi (deprem vergisi) bulunmaktadır. Deprem vergisi olarak adlandırılan bu gider tek seferlik bir gider olduğu için esas faaliyetlerden diğer giderler altında sınıflandırılmıştır. 31.12.2025 hesap döneminde ise 31.12.2024 hesap dönemine göre %45,5 oranında artmıştır. Artışın temelinde esas faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı giderleri bulunmaktadır. 2026 ilk üç aylık dönemde hesap 2025 yılı ilk üç aylık döneme göre %52,6 oranında azalış göstermiştir. Azalışın temelinde tahakkuk etmemiş finansman geliri ve esas faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı giderleri bulunmaktadır.

Şirket'in finansman gelirleri hesabı 2024 hesap döneminde 2023'e göre %4,2 oranında artmıştır. 2024 hesap döneminde vade farkı gelirleri 2023'e göre %154,8 artarken, kambiyo karları dövizdeki kur artışlarının sınırlı olması sebebiyle %86,7 oranında azalmıştır. Şirket'in elde ettiği finansman gelirleri 31.12.2025 hesap döneminde 2024 yılının aynı dönemine göre %17,6 oranında artış göstermiştir. Artışın temelinde vade farkı gelirleri ve vadeli banka mevduatlarından elde edilen faiz gelirleri bulunmaktadır.

Finansman giderleri kredilere ilişkin kur farkı ve faiz gideri, kambiyo zararları, vade farkı giderleri, kullanım hakkı varlıklarına ilişkin faiz giderlerinden oluşmaktadır. Şirket'in finansman giderleri hesabı, 31.12.2023'ten 31.12.2024'e %17,7 azalmıştır. 2024 yılındaki azalışın sebebi Şirket bir önceki yıla göre daha az finansal borcu bulunduğundan kredilere ilişkin olarak daha az kur farkı ve faiz giderine katlanmış olmasıdır. Şirket' in finansman giderleri 31.12.2025 hesap döneminde 2024 yılının aynı dönemine göre %84,1 oranında azalış göstermiştir. Azalışın temelinde Şirket önceki dönemlere göre daha az finansman giderine katlandığı için kredilere ilişkin kur farkı ve faiz giderindeki %87,1 oranındaki azalış bulunmaktadır.

Şirket 31.12.2023, 31.12.2024 ve 31.12.2025 tarihli finansal dönemler itibarıyla sırasıyla %2,1, %0,3, ve %0,8 net kar marjı ile 72.029.330 TL, 7.601.414 TL ve 19.412.560 TL net dönem karı elde etmiştir.

2025 yılında brüt karda gerçekleşen iyileşme ile beraber finansman gelirlerinin finansman giderlerinin üzerinde olması ve yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelirler dönem net karı üzerinde etkili olmuştur. Ayrıca tüm dönemler boyunca enflasyon sonucu ortaya çıkan parasal kayıp dönem net karı üzerinde negatif baskı oluşturmuştur. 2026 yılı ilk üç aylık dönemde şirketin (82.459.214) TL dönem net zararı bulunmaktadır. İlgili dönemdeki zarar TMS 29 enflasyon muhasebesi kaynaklı Parasal Kazanç/(Kayıp) oluşmasından kaynaklanmaktadır.

FAVÖK Düzeltmeleri

Şirket'in finansal tabloları incelenirken, esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin içinde bulunan esas faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı sınıflamaları ilgili hesapların doğrudan şirketin ticari operasyonları ile ilgili olması sebebiyle düzeltilmiş FAVÖK hesaplamasına dahil edilmiştir. Dolayısıyla, düzeltilmiş FAVÖK hesabı aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

FAVÖK= Brüt Kar – Faaliyet Giderleri + Esas Faaliyetlerden Kaynaklanan Kur Farkı Gelirleri- Esas Faaliyetlerden Kaynaklanan Kur Farkı Giderleri + Amortisman

FAVÖK ('000 TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Brüt Kar	489.806	411.878	362.607	82.793	90.946
Faaliyet Giderleri	-319.900	-331.542	-303.555	-77.106	-69.241
Esas Faaliyetlerden Kaynaklanan Kur Farkı Geliri	76.768	30.702	24.612	6.289	4.364
Esas Faaliyetlerden Kaynaklanan Kur Farkı Gideri	-43.319	-13.835	-22.708	-6.392	-1.976
Amortisman	61.008	73.369	73.611	18.680	21.474
FAVÖK	264.362	170.572	134.567	24.263	45.567

6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Halka arz sermaye artırımını ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Ortak satışı ile elde edilecek kaynağın kullanımı Halka Arz Eden Pay Sahibi'nin tasarrufunda olacaktır. Şirket'in sermaye artırımını yoluyla ihraç edeceği 50.000.000 TL nominal değerli pay karşılığı elde edilecek kaynaktan halka arz maliyetleri düşüldükten sonra kalan kısmının; fonun kullanım yerlerine ilişkin rapor çerçevesinde, aşağıda gösterilen oranlarda ve amaçlarla kullanılması planlanmaktadır.

Fonun Kullanım Yeri	Halka Arz Gelirine Oranı
Kapasite Artışı- Modernizasyon	%50- %60
İşletme Sermayesi Güçlendirilmesi	%40- %50

Kaynak: İzahname ve Fon Kullanım Raporu

Kapasite Artışı ve Modernizasyon:

Şirket net halka arz gelirinin %50- %60'lık kısmından elde edilecek gelir ile;

- Makarna üretim hattına (yeni spagetti hattı, 2 adet paketleme makinesi, robot ve streçleme, kazan dairesi, vakum odası kompresör) yatırım yapacaktır.
- İrmik hattına (250 ton/gün irmik değirmeni proses diyagram revizyonu, 1 adet 500/1000 vakum irmik paketleme makinesi) yatırım yapacaktır.
- Bakliyat için yeni silo (4x1500 Ton) yatırım yapacaktır.
- Bisküvi hattına (2 numaralı hatta depositor ve paketleme otomasyonu, kalite ve randıman artırıcı diğer yatırımlar) yatırım yapacaktır.

İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi:

Şirket'in temel faaliyet konusu olan un, makarna, irmik ve bakliyat üretimi için hammadde teminine işletme sermayesi ihtiyacı bulunmaktadır. Halka arz sonrası elde edilecek gelirden un, irmik ve makarna hammaddesi olan buğday ve bakliyat hammaddeleri için halka arz gelirinin %40-%50'si arasında kullanımı gerçekleştirilecektir.

7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı) ve Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) yöntemlerine yer verilmiştir.

7.1. Çarpan Analiz Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Gedik Yatırım tarafından yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Borsa İstanbul Gıda Endeksi'nde yer alan tüm şirketler incelenmiş ve yurt içi benzer şirketler olarak değerlendirilmede ilgili çarpanlara yer verilmiştir. Bu şirketler ve çarpan değerleri aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi:

Yurt İçi Benzer Şirketler	FD/FAVÖK
Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.	3,92x
Akhan Un Fab. ve Tarım Ürünleri Gıda San. Ticaret A.Ş.	15,64x
Altinkılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret A.Ş.	36,90x
Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş.	22,84x
Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	15,26x
A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi	16,40x
Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	9,32x
Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayii A.Ş.	-6,97x
Besler Gıda ve Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,10x
Bor Şeker A.Ş.	11,76x
Coca-Cola İçecek A.Ş.	6,66x
Cem Zeytin A.Ş.	47,05x
Dardanel Önentaş Gıda Sanayi A.Ş.	13,25x
Dmr Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.	73,32x
Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş.	11,20x
Efor Yatırım Sanayi	13,53x
Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	21,84x
Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	8,46x
Ersu Meyve ve Gıda Sanayii A.Ş.	-40,30x
Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş.	9,85x
Frigo-Pak Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	-15,41x
Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret ve Sanayi A.Ş.	7,05x
Gündoğdu Gıda Süt Ürünleri San. Ve Dış Tic.	-341,95x
Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.	21,82x
Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş.	4,46x
Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	7,08x
Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.	-26,29x
Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	12,47x
Meysu Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.	16,43x
Oba Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.	798,43x
Ofis Yem Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	8,63x
Orçay Ortaköy Çay Sanayi ve Ticaret A.Ş.	18,87x
Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	18,90x
Penguen Gıda Sanayi A.Ş.	189,93x
Pınar Entegre Et ve Un Sanayii A.Ş.	6,39x
Pınar Su ve İçecek Sanayi ve Ticaret A.Ş.	9,02x
Pınar Süt Mamülleri Sanayii A.Ş.	25,56x
Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi A.Ş.	32,95x
Selva Gıda Sanayi A.Ş.	27,86x
Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	18,65x
Tat Gıda Sanayi A.Ş.	8,87x
Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayii A.Ş.	3,89x
Tukaş Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.	6,57x
Ülker Bisküvi San. A.Ş.	4,65x
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,67x
Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	-384,44x

Yurt İçi Benzer Şirketler**FD/FAVÖK**

Yayla Agro Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.

10,77x

Eliminasyon Sonrası Medyan**9,17x***Kaynak: Fiyat Tespit Raporu (KAP, Finnet, 02.06.2026)*

Yurt içi benzer şirketler çarpan analizi kapsamında BİST Gıda, İçecek Endeksi'nde yer alan benzer şirketlerin 2 Haziran 2026 tarihli piyasa kapanış verileri esas alınmış; işletme değerleri ve piyasa değerleri ile aynı tarih itibarıyla kamuya açıklanmış en güncel finansal tablolar üzerinden hesaplanan son 12 aylık (LTM) finansal veriler kullanılmıştır. Anadolu Efes ve Coca-Cola İçecek, çok uluslu grup yapıları ve konsolide finansallarının operasyonel karşılaştırılabilirliği sınırlaması nedeniyle; Türk Tuborg ise düşük halka açıklık oranı ve sınırlı likidite sebebiyle çarpan analizine dahil edilmemiştir. Negatif çarpan değerleri hariç tutulduktan sonra uç değer eliminasyonu yapılmış, 5,0x-15,0x değerleri arasında kalan gözlemler değerlendirmeye alınmış ve bu aralık dışında kalan değerler uç değer olarak kabul edilmiştir. Eliminasyon sonrasında kalan gözlemler üzerinden yurt içi benzer şirketler için medyan FD/FAVÖK çarpanı 9,17x olarak bulunmuştur.

Yurt Dışı Şirketler Çarpan Analizi:

Yurt dışı benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında halka açık kaynaklar ve S&P CapitalIQ ve Bloomberg veri tabanları üzerinden yapılan incelemeler sonucunda, Golda Gıda'nın faaliyet gösterdiği buğday bazlı ürünler segmenti başta olmak üzere benzer hammadde yapısı ve operasyonel süreçlere sahip şirketler arasından seçilmiş; aynı zamanda gelişmekte olan piyasalarda (emerging markets) faaliyet gösteren şirketlerle sınırlı tutulmuştur. Şirket ile benzer faaliyetlere sahip olduğu belirlenen şirketlerin listesi ve çarpan değerleri aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler	FD/FAVÖK
Megastar Foods Ltd	12,38x
Klas dd Sarajevo	28,48x
Morixe Hermanos	29,03x
M Dias Branco SA	6,06x
Tiger Brands Ltd	15,30x
Agthia Group PJSC	9,81x
Alexandria Flour Mills	51,68x
Bambino Agro Industries Limited	7,88x
Honeywell Flour Mills Plc	8,39x
Medyan	8,39x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu (S&P CapitalIQ, Bloomberg (02.06.2026))

Gedik Yatırım tarafından negatif çarpan değerleri hariç tutulduktan sonra uç değer eliminasyonu yapılmış, 5,0x-15,0x değerleri arasında kalan gözlemler değerlendirmeye alınmış ve bu aralık dışında kalan değerler uç değer olarak kabul edilmiştir. Eliminasyon sonrasında kalan gözlemler üzerinden yurt dışı benzer şirketler için medyan FD/FAVÖK çarpanı 8,39x olarak bulunmuştur.

Yurt içi benzer şirketler kapsamında BIST Gıda ve İçecek Endeksi'nde yer alan ve operasyonel olarak karşılaştırılabilir nitelikte olduğu değerlendirilen şirketlerin medyan değerleri ile yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerleri esas alınarak Şirket için ayrı ayrı firma değerleri hesaplanmıştır.

Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerden elde edilen değerler %50-%50 ağırlıklandırılarak değerlendirilmiştir. Yurt içi benzer şirketler için hesaplanan değer 1.429.368.750 TL, yurt dışı benzer şirketler için hesaplanan değer ise 1.308.207.376 TL olup, söz konusu değerlerin %50-%50 ağırlıklandırılması sonucunda Şirket'in çarpan analizine göre ağırlıklandırılmış şirket değeri 1.368.788.063 TL olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi'nde Kullanılan Finansal Veriler	31.03.2026
Net Satışlar- S12A	2.591.850.430
FAVÖK- S12A	155.871.380
Net Finansal Borç/ (Nakit)	(523.318.446)

Çarpan Analizi	Şirket Değeri	Ağırlık	31.03.2026
Yurt İçi Benzer Şirket FD/FAVÖK Medyanı ile Hesaplanan Değer	1.429.368.750	%50	714.684.375
Yurt Dışı Benzer Şirket FD/FAVÖK Medyanı ile Hesaplanan Değer	1.308.207.376	%50	654.103.688
Toplam			1.368.788.063

7.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İNA yöntemi kullanılırken gelecek nakit akımlarının günümüze indirgenmesi için yaygın olarak kullanılan AOSM yöntemi kullanılmıştır.

Risksiz getiri oranı olarak Türkiye 10 yıl vadeli TL tahvilinin değerlendirme tarihindeki faiz getirisi baz alınmıştır. IMF ve Orta Vadeli Program (OVP) enflasyon projeksiyonları çerçevesinde öngörülen faiz patikasıyla uyumlu olarak 2026 yılından itibaren kademeli olarak azaltılmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca hisse senedi risk primi Damodaran'ın uzun vadeli tarihsel aritmetik ortalaması baz alınarak %5,50 olarak sabit tutulmuştur.

Kaldıraçlı beta hesaplanırken kaldıraçsız beta olarak Aswath Damodaran'ın gelişmekte olan ülkeler için yayımladığı veri setinde bulunan gıda üretimi yapan benzer şirketlerin 5 yıllık kaldıraçsız beta ortalaması olan 0,56 kullanılmış, kaldıraçlı beta ilgili dönemler için borç oranlarına göre hesaplanarak projeksiyon dönemi boyunca 0,72 olarak alınmıştır.

Borçluluk oranı için Aswath Damodaran'ın gelişmekte olan ülkeler (emerging markets) için yayımladığı veri setinde bulunan gıda üretimi yapan benzer şirketlerin toplam mali borçlarının toplam kaynaklarına oranının medyanı olan %27,5 kullanılmıştır. Söz konusu oran, şirketin uzun vadede sürdüreceği hedef sermaye yapısını yansıtmakta olup Damodaran tarafından önerilen hedef sermaye yapısı (target capital structure) yaklaşımı esas alınmıştır.

Paylarını Borsa İstanbul'da ilk defa halka arz eden ve halka açıklık oranı asgari %20 olan şirketler, halka arzın gerçekleştiği hesap döneminden başlamak üzere 5 hesap dönemi boyunca kurumlar vergisi oranını 2 puan indirimli olarak ödeme hakkına sahip olmaktadır. Bu bakımdan borç maliyetinin vergi sonrası hesaplanmasında projeksiyon döneminin ilk 5 yılı için %23, kalan diğer yıllar içinse %25 kanuni vergi oranı kullanılmıştır.

Bu varsayımlarla Gedik Yatırım tarafından hesaplanan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

	01.01.2026- 31.12.2026	01.01.2027- 31.12.2027	01.01.2028- 31.12.2028	01.01.2029- 31.12.2029	01.01.2030- 31.12.2030
Risksiz Getiri Oranı	%34,3	%31,9	%29,6	%27,2	%24,8
Hisse Senedi Risk Primi	%5,50	%5,50	%5,50	%5,50	%5,50
Borç/Özkaynaklar	%38,0	%38,0	%38,0	%38,0	%38,0
Borç/(Borç+ Özkaynaklar)	%27,5	%27,5	%27,5	%27,5	%27,5
Kaldıraçlı Beta	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72
Vergi Oranı	%23,0	%23,0	%23,0	%23,0	%23,0
Sermaye Maliyeti	%38,3	%35,9	%33,6	%31,2	%28,8
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	%26,4	%24,6	%22,8	%20,9	%19,1
AOSM	%35,0	%32,8	%30,6	%28,4	%26,1

	01.01.2031- 31.12.2031	01.01.2032- 31.12.2032	01.01.2033- 31.12.2033	01.01.2034- 31.12.2034	01.01.2035- 31.12.2035
Risksiz Getiri Oranı	%22,4	%20,0	%17,7	%15,3	%12,9
Hisse Senedi Risk Primi	%5,50	%5,50	%5,50	%5,50	%5,50
Borç/Özkaynaklar	%38,0	%38,0	%38,0	%38,0	%38,0
Borç/(Borç+ Özkaynaklar)	%27,5	%27,5	%27,5	%27,5	%27,5
Kaldıraçlı Beta	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72
Vergi Oranı	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0
Sermaye Maliyeti	%26,4	%24,0	%21,6	%19,2	%16,9
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	%16,8	%15,0	%13,2	%11,5	%9,7
AOSM	%23,8	%21,5	%19,3	%17,1	%14,9

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kapsamında Şirket'in gelecekte yaratması beklenen serbest nakit akımları; yönetim projeksiyonları, sektörel beklentiler, makroekonomik varsayımlar ve finansal modelleme çıktıları dikkate alınarak hesaplanmıştır. İNA yöntemi ileriye dönük varsayımlara dayalı olup herhangi bir performans veya getiri taahhüdü niteliği taşımamaktadır. Varsayımlarda meydana gelebilecek değişiklikler, hesaplanan firma değeri, özsermaye değeri ve pay başına değer üzerinde farklı sonuçlar doğurabilir.

Aşağıdaki tabloda Şirket'in serbest nakit akışları projeksiyonu gösterilmektedir:

TL	01.04.2026- 31.12.2026	01.01.2027- 31.12.2027	01.01.2028- 31.12.2028	01.01.2029- 31.12.2029	01.01.2030- 31.12.2030
Net Satışlar	2.041.764.150	3.425.625.804	4.1788.886.057	5.035.808.179	6.062.546.731
<i>Yıllık Büyüme</i>		%33,4	%22,0	%20,5	%20,4
FVÖK	83.241.032	127.961.745	174.385.534	230.756.023	305.234.498
FVÖK Marjı	%4,1	%3,7	%4,2	%4,6	%5,0
Vergi Oranı	%23,0	%23,0	%23,0	%23,0	%23,0
Vergi Tutarı	(19.145.437)	(29.431.201)	(40.108.673)	(53.073.885)	(70.203.935)
Efektif Vergi Sonrası Faaliyet Karı	64.095.595	98.530.544	134.276.861	177.682.138	235.030.564
Amortisman	42.887.466	84.061.164	84.128.632	84.142.858	81.654.427
NİŞ Değişimi	(5.519.722)	(95.052.609)	(100.502.920)	(117.577.397)	(138.861.683)
Yatırım Harcamaları	(15.892.192)	(23.547.100)	(28.724.868)	(34.615.187)	(41.672.793)
Serbest Nakit Akımı (SNA)	85.571.148	63.991.998	89.177.705	109.632.412	136.150.51
İndirgenme Oranı (AOSM)	%35,0	%32,8	%30,6	%28,4	%26,1
İndirgenme Faktörü	0,89	0,78	0,59	0,46	0,36
İndirgenmiş Değer	76.454.371	49.922.304	52.828.298	50.165.799	48.965.754
TL	01.01.2031- 31.12.2031	01.01.2032- 31.12.2032	01.01.2033- 31.12.2033	01.01.2034- 31.12.2034	01.01.2035- 31.12.2035
Net Satışlar	7.199.131.193	8.465.793.929	9.858.323.631	11.423.648.265	13.203.641.994
<i>Yıllık Büyüme</i>	%18,7	%17,6	%16,4	%15,9	%15,6
FVÖK	378.082.357	462.065.995	557.270.448	665.541.104	796.327.870
FVÖK Marjı	%5,3	%5,5	%5,7	%5,8	%6,0
Vergi Oranı	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0
Vergi Tutarı	(94.520.589)	(115.516.499)	(139.317.612)	(166.385.276)	(199.081.967)
Efektif Vergi Sonrası Faaliyet Karı	283.561.767	346.549.496	417.952.836	499.155.828	597.245.902
Amortisman	82.517.605	83.351.714	86.261.327	89.649.539	89.649.539
NİŞ Değişimi	(153.933.972)	(168.353.520)	(191.617.521)	(211.841.246)	(240.716.956)
Yatırım Harcamaları	(49.485.458)	(58.192.257)	(67.764.241)	(78.523.985)	(90.759.323)
Serbest Nakit Akımı (SNA)	162.659.943	203.355.433	244.832.401	298.440.137	355.419.163
İndirgenme Oranı (AOSM)	%23,8	%21,5	%19,3	%17,1	%14,9
İndirgenme Faktörü	0,29	0,23	0,19	0,16	0,14
İndirgenmiş Değer	46.825.662	47.734.717	47.724.915	49.215.382	50.532.907
SNA İndirgenmiş Değer Toplamı	520.370.110				
Terminal Büyüme Oranı	%5,0				
İndirgenmiş Terminal Değer	772.094.925				
Firma Değeri	1.292.465.035				
Net Nakit Pozisyonu	523.318.446				
Özsermaye Değeri (TL) - 31.03.2026	1.815.783.481				

Değerleme Tarihi İtibarıyla Özkaynak Değerleme Faktörü	1,0604x
Özsermaye Değeri (TL) - 04.06.2026	1.925.461.720
Firma Değeri (TL) - 04.06.2026	1.402.143.274

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA yöntemi kapsamında projeksiyon dönemine ilişkin serbest nakit akımları ilgili AOSM kullanılarak 31.03.2026 tarihine indirgenmiş ve bu tarih itibarıyla işletme değeri hesaplanmıştır. Hesaplanan işletme değerinden aynı tarih itibarıyla net nakit tutarı eklenerek Şirket'in 31.03.2026 tarihli özsermaye değeri 1.815.783.481 TL olarak bulunmuştur. Projeksiyonların 31.03.2026 baz alınarak hazırlanması nedeniyle hesaplanan özsermaye değeri değerlendirme tarihi olan 04.06.2026'daki karşılığı ilgili döneme ait özsermaye maliyeti kullanılarak hesaplanmıştır. Bu kapsamda Şirket'in 04.06.2026 tarihindeki özsermaye değeri 1.925.461.720 TL ve firma değeri 1.402.143.274 TL'dir.

7.3. Değerleme Sonucu

Şirket değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır. Çarpan analizinde, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerleri esas alınarak Şirket'in firma değeri hesaplanmıştır. Bu kapsamda, çarpan analizinden elde edilen firma değeri (Enterprise Value) **1.368.788.063 TL** olarak hesaplanmıştır. İNA yönteminde ise projeksiyon döneminde elde edilmesi öngörülen serbest nakit akımlarının indirgenmesi sonucunda firma değeri **1.402.143.274 TL** olarak hesaplanmış olup, her iki yöntem de %50 ağırlık ile değerlemeye dahil edilmiştir.

Her iki değerlendirme yönteminin ağırlıklandırılması sonucunda Şirket'in ağırlıklı firma değeri **1.385.465.669 TL** olarak bulunmuştur. Söz konusu firma değerine yatırım amaçlı gayrimenkullerin değerinin eklenmesi sonucunda firma değeri **2.131.798.857 TL** olarak hesaplanmış, firma değerine şirketin güncel net nakit pozisyonu **523.318.446 TL'nin** eklenmesiyle **2.655.117.303 TL** iskonto öncesi özkaynak değerine ulaşılmıştır.

Yatırım amaçlı gayrimenkullerden elde edilen kira gelirleri projeksiyon dönemi nakit akımlarına, FAVÖK hesaplamasına ve İndirgenmiş Nakit Akımları analizine dahil edilmemiştir. Söz konusu varlıklar operasyonel faaliyetlerden bağımsız olarak değerlendirilmiş olup gayrimenkullerin değeri ayrıca firma değerine eklenmiştir. Bu yaklaşım doğrultusunda değerlendirme kapsamında herhangi bir çifte sayım söz konusu olmadığı Gedik Yatırım tarafından Fiyat Tespit Raporu'nda belirtilmiştir.

Belirlenen değerlendirme sonuçları doğrultusunda, %30,7 halka arz iskontosu uygulanarak Gedik Yatırım tarafından halka arz sonrası özkaynak değeri **1.839.996.291 TL** olarak hesaplanmıştır. Bu kapsamda, çıkarılmış sermaye üzerinden hesaplanan halka arz pay başına değer **9,20 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme	Firma Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Firma Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları (A)	1.402.134.274	%50	701.071.637
Pazar Yaklaşımı (B)	1.368.788.063	%50	684.394.032
Ağırlıklı Firma Değeri (A+B)			1.385.465.669
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (C)			746.333.188
Firma Değeri (A+B+C)			2.131.798.857

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu- TL

Net Finansal Borç / (Net Nakit)	(523.318.446)
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	2.655.117.303
Halka Arz İskontosu	%30,7
Halka Arz İskontosu Sonrası Özkaynak Değeri	1.839.996.291
Pay Adedi	200.000.000
Ağırlıklandırılmış Adil Pay Değeri (TL)	9,20

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

8. Görüş

- Golda Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. için Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda verilen bilgilerin açık, net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- Şirket'in değerlemesi için Gelir Yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akım Analizi Yönteminin ve Pazar Yaklaşımı çerçevesinde de Çarpan Değerlemesinin kullanılmasını ve Çarpan Değerlemesinde FD/FAVOK göstergesinin kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Çarpan Değerlemesinde medyan değerlerin kullanılmasını ve yurt dışı ve yurt içi çarpanlara eşit ağırlık verilmesini makul olarak değerlendirmekteyiz.

Sonuç olarak, Şirket için hesaplanan özsermaye değerine %30,7 oranında halka arz iskontosu uygulanarak belirlenen 9,20 TL pay başına değer yukarıda belirtilen görüşlerimiz çerçevesinde makul olduğunu düşünmekteyiz.