

Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

24 Aralık 2024



İçindekiler

Önemli Not	3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Bilgi	4
3 Finansal Durum	5
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi	6
4.1 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	6
4.1.1 Yurt İçi Çarpan Analizi	6
4.1.2 Yurt Dışı Çarpan Analizi	7
4.1.3 Çarpan Analizi Değerleme Sonucu	8
4.2 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları	8
4.3 Sonuç	9
5 Görüş	10
5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	10
5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)	10
5.3 Sonuç	10

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Global Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş. ("Armada Gıda" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Global Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 9 Aralık 2024 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.



1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Konsorsiyum Eş Liderleri	Global Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ve Şirket Çalışanları için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	219.984.000 TL
Halka Arz Oranı	%17,36
Halka Arz Metodu	%96,00 Sermaye Artırımı %4,00 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	45.830.000 TL
Ek Satış	9.166.000 TL
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 Yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar : %60 Şirket Çalışanları: %1 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %39
Fiyat İstikrarı	Yoktur
Halka Arz Büyüklüğü	2.199.840.000 TL (Ek Satış Dahil)
Talep Toplama	25-26-27 Aralık 2024
Halka Arz Fiyatı	40,00 TL
Bağımsız Denetçi	Gürel Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.

Kaynak: İzahname

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Fethi Kalıpçı	A	18.874.627	8,58%	18.874.627	7,15%	18.874.627	7,15%
Sönmez	B	66.919.133	30,42%	66.185.053	25,07%	62.514.573	23,68%
Sadettin Saygın	A	19.358.592	8,80%	19.358.592	7,33%	19.358.592	7,33%
Sönmez	B	68.635.008	31,20%	67.727.596	25,66%	63.190.426	23,94%
Mehmet Hayri	A	5.323.613	2,42%	5.323.613	2,02%	5.323.613	2,02%
Sönmez	B	18.874.627	8,58%	18.682.962	7,08%	17.724.611	6,71%
Armada Anadolu Gıda	A	4.839.648	2,20%	4.839.648	1,83%	4.839.648	1,83%
Ticaret Sanayi A.Ş.	B	17.158.752	7,80%	17.158.752	6,50%	17.158.752	6,50%
Halka Açık	B	-	-	45.830.000	17,36%	54.996.000	20,83%
TOPLAM		219.984.000	100%	263.980.843	100%	263.980.842	100%

Kaynak: İzahname

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Aralık (%)
Yatırımların Fonlanması	40 - 50
İşletme Sermayesi	45 - 50
TOPLAM	100

Kaynak: Fon Kullanım Yeri Raporu

2 Şirket Hakkında Bilgi

Armada Gıda, Sönmez Ailesi ve gıda sektörü profesyonelleri tarafından yönetilen bir bakliyat ve hububat şirkettir. Şirket; bakliyat, hububat ve yağlı tohum ürünlerini ithal etmekte, ihraç etmekte, işlemekte ve paketlemektedir. Armada Gıda, yıl boyunca birçok bakliyat üreten ülkeden gemi yükü miktarlarından alım ve ithalat yapmakta, ürünleri fabrikalarında işlemekte, iç piyasaya ve transit olarak yurt dışına satmaktadır/ihraç etmektedir.

Şirket'in mevcut durum itibarıyla ürün kompozisyonu temel olarak; (i) bakliyat, (ii) hububat, (iii) bulgur, (iv) organik ürünler, (v) süper gıda, (vi) bakliyat unu, (vii) pirinç, (viii) glütensiz ürünler ve (ix) diğer ürünler (susam, keten tohumu, mavi haşhaş tohumu, beyaz haşhaş tohumu, mısır, baharat ve kuruyemiş) olmak üzere dokuz ana ürün grubundan oluşmaktadır.

Şirket, işbu rapor tarihi itibarıyla yukarıda sayılan ürünlerin işleme, satış, ithalat ve ihracatının yapılması, transit alış ve/veya satışının yapılması faaliyetleriyle iştigal etmektedir. 30.09.2024 tarihinde sonra eren



finansal dönem itibarıyla 283 kişi mavi yaka ve 139 kişi beyaz yaka olmak üzere toplam 422 personel istihdam etmektedir.

3 Finansal Durum

Bilanço (USD)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Nakit ve nakit benzerleri	4.371.083	15.837.600	14.140.556	20.411.640
Ticari alacaklar	19.900.168	24.578.885	18.835.967	43.143.790
Diğer alacaklar	619.255	1.626.469	1.337.300	345.987
Stoklar	38.214.093	36.263.971	52.674.946	60.794.885
Peşin ödenmiş giderler	2.049.831	2.778.185	5.682.733	5.917.496
Diğer dönen varlıklar	988.661	10.951	126.111	2.601.368
Toplam Dönen Varlıklar	66.143.091	81.096.061	92.797.613	133.215.166
Diğer alacaklar	186	98	5.656	5.800
Kullanım hakkı varlıkları	-	92.406	192.578	141.229
Maddi duran varlıklar	21.429.490	36.541.763	42.946.382	52.432.266
Maddi olmayan duran varlıklar	10.154	6.813	3.282.806	163.029
Peşin ödenmiş giderler	84.316	38.939	-	1.072
Ertelenmiş gelir varlığı	1.193.902	3.699.002	396.430	-
Toplam Duran Varlıklar	22.718.048	40.379.021	46.823.852	52.743.396
TOPLAM VARLIKLAR	88.861.139	121.475.082	139.621.465	185.958.562
Kısa vadeli borçlanmalar	43.481.375	57.696.224	41.124.420	78.753.259
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	2.815.898	4.042.150	6.384.530	9.711.969
Ticari borçlar	16.142.674	14.008.051	9.493.197	8.121.290
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	53.809	93.861	221.650	630.975
Diğer borçlar	339.428	8.955	8.891.393	1.644.736
Ertelenmiş gelirler	2.318.396	3.649.437	14.973.312	13.843.312
Dönem karı vergi yükümlülüğü	-	160.654	350.872	375.970
Kısa vadeli karşılıklar	263.429	287.505	362.417	467.462
Kısa Vadeli Yükümlülükler	65.415.009	79.946.837	81.801.791	113.548.973
Uzun vadeli borçlanmalar	3.578.844	16.446.848	23.147.136	32.245.272
Ertelenmiş gelirler	-	47.181	11.302	145.534
Uzun vadeli karşılıklar	48.417	42.719	79.733	78.287
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	-	-	-	2.103.655
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.627.261	16.536.748	23.238.171	34.572.748
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	69.042.270	96.483.585	105.039.962	148.121.721
Ödenmiş sermaye	23.364.883	23.364.883	27.931.232	27.931.232
Kar veya zararda yeniden sınıflanmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	9.196.932	19.238.650	19.690.055	15.709.704
Kar veya zararda yeniden sınıflanacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	(29.924.374)	(42.137.287)	(50.807.092)	(58.526.741)
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	651	651	1.836	1.836
Geçmiş yıllar karları/zararları	(2.564.587)	17.180.777	19.958.251	38.100.976
Dönem net karı/zararı	19.745.364	7.343.823	17.754.583	14.631.718
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	52.638	(11.884)
Özkaynaklar	19.818.869	24.991.497	34.581.503	37.836.841
TOPLAM KAYNAKLAR	88.861.139	121.475.082	139.621.465	185.958.562

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Gelir Tablosu (USD)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Hasılat	160.100.725	177.728.337	211.064.680	151.094.475	151.579.994
Satışların Maliyeti (-)	(133.341.942)	(157.643.220)	(166.429.357)	(113.016.502)	(112.558.192)
Brüt Kar (Zarar)	26.758.783	20.085.117	44.635.323	38.077.973	39.021.802
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	(4.630.073)	(6.706.115)	(10.671.235)	(8.026.131)	(9.200.412)
Genel yönetim giderleri (-)	(1.356.491)	(2.045.933)	(3.546.960)	(3.026.068)	(3.977.622)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	583.039	667.344	2.319.938	1.331.004	2.235.711
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(985.827)	(678.331)	(1.227.657)	(1.263.089)	(1.404.662)
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	20.369.431	11.322.082	31.509.409	27.093.689	26.674.817
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	57.806	155.981	187.966	207.464	-
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	-	-	-	-	(2.756)

Gelir Tablosu (USD)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	20.427.237	11.478.063	31.697.375	27.301.153	26.672.061
Finansman gelirleri	87.670	834.070	2.655.408	1.840.743	1.559.920
Finansman giderleri (-)	(4.314.447)	(10.229.294)	(12.911.853)	(8.890.072)	(9.551.515)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	16.200.460	2.082.839	21.440.930	20.251.824	18.680.466
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	3.544.904	5.260.984	(3.674.497)	(2.485.704)	(4.118.642)
<i>Dönem vergi gideri</i>	<i>(472.757)</i>	<i>(529.455)</i>	<i>(805.886)</i>	<i>(397.270)</i>	<i>(732.528)</i>
<i>Ertelenmiş vergi geliri/gideri</i>	<i>4.017.661</i>	<i>5.790.439</i>	<i>(2.868.611)</i>	<i>(2.088.434)</i>	<i>(3.386.114)</i>
Dönem Karı (Zararı)	19.745.364	7.343.823	17.766.433	17.766.120	14.561.824

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş. sermaye artırımını ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem dikkate alınmıştır:

1. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi
2. Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları

4.1 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Bu yöntemde Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörlerdeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin değerlendirme çarpanları karşılaştırılarak şirket değeri belirlenmektedir. Benzer şirket seçimi hususunda ağırlıklı olarak aynı sektörde faaliyet gösteren yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler tespit edilmeye özen gösterilmiş olup yurt içi ve yurt dışı çarpanlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

Ülkeler arasındaki vergilendirme farklılıklarını ortadan kaldırması, şirketin kar yaratma kapasitesini göstermesi, geçici ve istisnai kar artışlarını değil şirketlerin faaliyetlerinden sağladığı karları dikkate alarak faaliyet karları üzerinden analize imkan tanınması göz önüne alındığında FD/FAVÖK çarpanı değerlendirilmiştir.

İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değerinin aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanan Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı, şirketlerin nakit yaratma kapasitesini baz alması, geniş bir alanda kullanılması ve şirket payları arasında karşılaştırma yapmaya uygun olması açısından sıkça kullanılan bir çarpan olup değerlendirilmiştir.

Çarpan analizinde uç değerler elimine edildikten sonra medyan değerler kullanılmıştır.

4.1.1 Yurt İçi Çarpan Analizi

Yurt içi çarpan analizinde, BIST Gıda ve İçecek (XGIDA) endeksinde yer alan şirketler dikkate alınmıştır. XGIDA endeksi içerisinde 43 şirket yer almakta olup söz konusu endekste şeker üreticileri, içecek üreticileri, dondurulmuş gıda sektöründe faaliyet gösteren şirketler, salça üreticileri, kurutulmuş meyve ve gıda faaliyeti yürüten şirketler, et ve süt ürünleri alanında faaliyet gösteren şirketler ile ağırlıklı olarak buğday, un, hububat ve bakliyattan mamul üretimi yapan şirketler bulunmaktadır.

Değerleme çalışmasında ağırlıklı olarak üretim faaliyeti bulunan, buğday, un, şeker, makarna hububat ve bakliyattan üretimi yapan benzer şirketler ile paketli gıda üreticileri dikkate alınmıştır.

25.11.2024 tarihli yurt içi benzer şirketlerin değerlendirme çarpanlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Kod	Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	F/K	FD/FAVÖK
YYLGD	Yayla Gıda	10.805	50,52	10,19
SOKE	Söke Değirmencilik	5.368	-	11,70
OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar	694	7,74	7,02
ULKER	Ülker Bisküvi	40.731	6,78	4,55
KRVGD	Kervan Gıda	4.817	18,73	9,20

Kod	Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	F/K	FD/FAVÖK
EKSUN	Eksun Gıda	3.372	-	-
ULUUN	Ulusoy Un Sanayi	4.800	396,67	2,71
OBAMS	Oba Makarnacılık	20.145	10,02	25,69
SELVA	Selva Gıda	816	1,87	-
BORSK	Bor Şeker	5.520	7,85	5,57
KAYSE	Kayseri Şeker Fabrikası	13.739	12,14	23,89
KTSKR	Kütahya Şeker Fabrikası	2.969	8,50	8,17
	Medyan		8,50	9,20

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

FD/FAVÖK çarpanına göre, değerlendirme özetini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

USD	Değerleme Özeti
2023/09-2024/09 Dönemi FAVÖK	31.870.508
Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı (x)	9,20
Firma Değeri	293.191.581
Net Borç Pozisyonu	(100.298.860)
Özsermaye Değeri	192.892.721

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

F/K çarpanına göre, değerlendirme özetini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

USD	Değerleme Özeti
2023/09-2024/09 Dönemi Net Dönem Karı (Ertelenmiş Vergi Hariç)	18.728.428
Yurt İçi Benzer Şirketler F/K Çarpanı (x)	8,50
Özsermaye Değeri	159.191.638

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.2 Yurt Dışı Çarpan Analizi

Pirinç, bakliyat, hububat, soya ve katma değeri yüksek işlenmiş gıda sektöründe faaliyet gösteren halka açık yabancı şirketlerin yurt dışı çarpan analizinde, yurt içi benzer şirketlerde olduğu gibi uç değerlerin eliminasyonunda F/K çarpanları için x30 üstü değerler ve x5 altı değerler ile FD/FAVÖK çarpanları için x25 ve üstü değerler ve x5 altı değerler uç değer olarak kabul edilmiştir. Değerleme çalışmasında uç değerler elimine edildikten sonra medyan değerler kullanılmıştır.

25.11.2024 tarihli Yurt dışı benzer şirketlerin değerlendirme çarpanlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Şirket	Piyasa Değeri (mn USD)	F/K	FD/FAVÖK
B&G Foods Inc	531	25,06	12,42
Ebro Foods Sa	2.576	12,11	6,95
Gujarat Ambuja Exports Ltd	668	16,10	11,45
Heilongjiang Agriculture-A	3.532	22,90	m.d.
Lt Foods Ltd	1.477	20,75	13,89
M Dias Branco Sa	1.333	9,54	6,50
Nissin Foods Holdings Co. Ltd	7.814	23,11	13,65
Simply Good Foods Co/The	3.993	25,65	17,82
Sunopta Inc	895	120,64	22,83
Tiger Brands Ltd	2.447	13,58	11,72
Yamami Co	187	21,00	8,73
Medyan		20,88	12,07

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışmasında kullanılan FD/FAVÖK çarpanına göre, değerlendirme özetini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

USD	Değerleme Özeti
2023/09-2024/09 Dönemi FAVÖK	31.870.508
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı (x)	12,07
Firma Değeri	384.677.032

USD	Değerleme Özeti
Net Borç Pozisyonu	(100.298.860)
Özsermaye Değeri	284.378.172

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışmasında kullanılan F/K çarpanına göre, değerlendirme özetini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

USD	Değerleme Özeti
2023/09-2024/09 Dönemi Net Dönem Karı (Ertelenmiş Vergi Hariç)	18.728.428
Yurt İçi Benzer Şirketler F/K Çarpanı (x)	20,88
Özsermaye Değeri	390.955.935

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.3 Çarpan Analizi Değerleme Sonucu

Çarpan analizine göre değerlendirme sonuçlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır. Şirket'in çarpan analizi yöntemiyle FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre değeri **256.854.616 USD** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	Değer	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer
Yurt İçi Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri	176.042.179	50%	88.021.090
Yurt Dışı Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri	337.667.053	50%	168.833.527
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		100%	256.854.616

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA hesaplamasında kullanılan AOSM aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

AOSM (USD)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2031+
Risksiz Faiz Oranı	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Ülke Risk Primi	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Sermaye Maliyeti	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%
Borçlanma Oranı	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Vergi Oranı	10,00%	10,00%	10,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	23,00%	25,00%
Vergi Sonrası Borçlanma Oranı	9,00%	9,00%	9,00%	7,90%	7,90%	7,90%	7,90%	7,70%	7,50%
Borç Oranı	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	30%	30%
Özkaynak Oranı	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	70%	70%
AOSM	10,50%	10,75%	11,00%	10,65%	10,95%	11,26%	11,56%	12,11%	12,05%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli'nin yapısı gereği projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay başı değere ulaşılabilir. İNA yönteminde 2024 yılı ilk dokuz aylık gerçekleştirmeleri ile 2024 yılı proforma bütçesindeki farklar 2024 yılı nakit akışına dahil edilmiş ve indirgeme oranında da dönemsellik dikkate alınmıştır. İNA yönteminde;

- Ertelenmiş vergi gelir/giderleri yasal kayırlara TFRS'ye göre hazırlanan finansal tablolar arasındaki geçici farklılıklardan kaynaklanan gelir ve giderlerin değişik raporlama dönemlerinde vergilendirilmesinden kaynaklanmakta olup, 2024 yılı ilk dokuz aylık vergi gideri hesaplanırken dönem vergi gideri dikkate alınmış ve ertelenmiş vergi gelir/gideri dikkate alınmamıştır.
- Şirket'in yatırım harcamalarında USD cinsinden yapmış olduğu yatırımlar dikkate alınmış ve 2024 tahmini yatırım bütçesinden düşülerek aradaki fark yatırım harcaması olarak nakit akışından düşülmüştür.
- Faiz ve kredi ödemelerinde benzer şekilde 2024 yılı ilk dokuz aylık ödemeler 2024 yıl sonu bütçesinden düşülmüştür.

2024/09-2031T projeksiyon döneminde Şirket yönetiminin beklediği nakit akış modeli aşağıdaki gibidir.

Bin USD	2024/4Ç	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2031+
Net Satışlar	85.520	298.415	366.636	436.361	507.519	559.106	615.707	677.339	
SMM	(76.070)	(235.934)	(288.806)	(343.178)	(398.669)	(438.895)	(483.031)	(531.093)	
Brüt Kar	9.450	62.481	77.830	93.183	108.850	120.211	132.676	146.246	
FAVÖK	6.065	49.238	62.328	74.181	86.278	95.048	104.670	115.148	
Amortisman	879	1.678	2.830	2.817	2.804	2.792	2.780	2.769	
FVÖK	5.187	47.561	59.489	71.365	83.474	92.256	101.890	112.379	
VÖK	6.637	36.358	48.958	61.834	74.998	84.800	95.303	106.374	
Vergi	3.264	3.636	4.896	12.985	15.749	17.808	20.014	24.466	
Vergi Sonrası Nakit Akışı	1.922	43.925	54.602	58.380	67.725	74.448	81.876	87.913	
Bakım/İdame Yatırımları	(2.500)	(2.500)	(2.500)	(2.500)	(2.500)	(2.500)	(2.500)	(2.500)	
Yeni Fabrika Yatırımları	(1.137)	(10.800)	(3.500)	-	-	-	-	-	
Güneş Enerjisi Yatırımları	(932)	(14.509)	-	-	-	-	-	-	
İşletme Sermayesi İhtiyacı	5.095	(18.768)	(20.934)	(21.469)	(21.910)	(15.883)	(17.427)	(18.977)	
Proje Finansmanı	7.500	13.742	-	-	-	-	-	-	
Kredi Geri Ödemesi	(1.890)	(5.023)	(8.810)	(9.945)	(9.945)	(8.127)	(7.218)	(2.727)	
Faiz Ödemeleri	(9.300)	(11.203)	(10.540)	(9.531)	(8.477)	(7.456)	(6.587)	(6.004)	
Net Nakit Akışı	1.298	(3.457)	11.148	17.751	27.697	43.274	50.924	60.473	
Serbest Nakit Akışı	4.988	(974)	30.498	37.228	46.116	58.857	64.729	69.205	702.376
Dönem	0,25	1,25	2,25	3,25	4,25	5,25	6,25	7,25	
AOSM	10,50%	10,75%	11,00%	10,65%	10,95%	11,26%	11,56%	12,11%	
İskonto Oranı	97,5%	88,1%	79,3%	71,7%	64,6%	58,1%	52,1%	46,4%	46,5%
İNA	4.865	(858)	24.198	26.695	29.807	34.191	33.706	32.144	326.235
Firma Değeri (USD)	510.981.526								
Net Borç (USD)	(100.298.860)								
Özsermaye Değeri (USD)	410.682.666								

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2024/4Ç-2031T projeksiyon döneminde beklenen serbest nakit akışları neticesinde hesaplanan firma değerinden 30.09.2024 tarihli bilançoda yer alan net borç düşülmesi sonucu **410.682.666 USD** Şirket özsermaye değerine ulaşılmıştır.

4.3 Sonuç

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizi Yöntemi eşit ağırlıklandırılmış olup 333.768.641 USD özsermaye değerine ulaşılmıştır.

06.12.2024 tarihli TCMB-USD/TL döviz satış kuruna göre (34,7633 USD/TL) Şirket özsermaye değeri 11.602.899.399 TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in sermayesi 219.984.000 TL olup Şirket'in halka arz pay başına değeri 52,74 TL olarak hesaplanmıştır. %24,17 oranında uygulanan halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 8.798.478.614 TL olup pay başına değer ise 40,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme özetini gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Değerleme Sonucu	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Yurt İçi Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri	176.042.179	25%	44.010.545
Yurt Dışı Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri	337.667.053	25%	84.416.763
İNA Modeline Göre Özsermaye Değeri	410.682.666	50%	205.341.333
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (USD)		100%	333.768.641
İskontolu Özsermaye Değeri			253.096.760
Şirket Özsermaye Değeri (TL)	11.602.899.399		
Pay Değeri	52,74		
Halka Arz İskontosu	24,17%		
İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	8.798.478.614		
İskontolu Pay Değeri	40,00		

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

- FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılıp eşit ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.
- Yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpanlarının eşit ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.
- Pazar Yaklaşımına %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Medyan çarpan değerlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.

5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtılabildiği için Gelir Yaklaşımı yönteminin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Gelir Yaklaşımına %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Hasılat, brüt kar, faaliyet karı ve FAVÖK projeksiyonlarını makul buluyoruz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranını ve borçlanma maliyetini makul buluyoruz.
- AOSM hesaplamasında kullanılan vergi oranlarını makul buluyoruz.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

Global Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntem göre (pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı) Armada Gıda'nın Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, gelir ve pazar yaklaşımlarının kullanılması makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

Global Menkul Değerler A.Ş. tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 40,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.