

Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu**1- Amaç**

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesine istinaden, **A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.** tarafından, Global Menkul Değerler A.Ş.’nin (“Global”) **Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş.** (“Şirket” veya “İhraççı”) için 09.12.2024 tarihinde hazırladığı ve 23.12.2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda ilan ettiği Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Bu raporda bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2- Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	İhraççı
Halka Arz Öncesinde Çıkarılmış Sermaye	219.984.000 TL
SPK Onay Tarihi	20.12.2024
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Global Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat İle Talep Toplama
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Talep Toplama Tarihleri	25-26-27/12/2024 (3 Gün)
Halka Arz Fiyatı	40,00 TL
Arz Edilecek Paylar (Nominal / Grubu)	45.830.000 TL / B Grubu - Sermaye Artışı: 43.996.843 TL - Ortak Satışı : 1.833.157 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa (Özsermaye) Değeri	11.602.899.399 TL
Halka Arz İskontosu	%24,17
Halka Arz İskontolu (Piyasa) Özsermaye Değeri	8.798.478.614
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	263.980.843 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%17,36
Ek Satış Tutarı (Nominal / Grubu)	9.166.000 TL / B Grubu
Ek Satış Sonrası Halka Açıklık Oranı	%20,83
Halka Arz Büyüklüğü	1.833.200.000 TL (Ek Satış Dahil: 2.199.840.000 TL)
Borsa Kodu / Pazar	ARMGD.E / Yıldız Pazar
Tahmini İşlem Görme Tarihi	27-29/12/2024
Fiyat İstikrarı / Aracı Kurum Adı	Planlanmamaktadır.
Ortaklardan Taahhüt / Teşvik	Şirket, halka arz edilen payların Borsa’da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımını yapmayacağını, bu şekilde dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını, yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını, Ortaklar, halka arz edilen payların Borsa’da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımını kararlarında olumlu oy kullanmayacağını sahip olunan ve halka arza konu olmayan Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasında yol açacak şekilde satışa ve/veya halka arza konu etmeyeceklerini taahhüt etmiştir.
Azami Talep Tutarı	Talep adetleri 1 adet ve katları şeklindedir. Kurul Karar Organı’nın i- SPK-128.21 (30/03/2023 tarihli ve 20/412 s.k.) sayılı İlke Kararı gereği yatırımcı bazında talepte bulunabilecek pay tutarı, söz konusu yatırımcının dahil olduğu gruba tahsis edilen toplam pay tutarının dörtte birini geçemeyecektir.
Tahsisat	- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %60 - Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %39

	- Şirket Çalışanları : %1
Fon Kullanım Yeri	- Yatırımların Fonlanması: %40-50 - İşletme Sermayesi: %45-50
Dağıtım Şekli	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ve Şirket Çalışanları : Eşit Dağıtım Yöntemi kullanılacaktır. Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara Dağıtım: Her bir Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı'ya verilecek pay miktarına Konsorsiyum Lideri tarafından karar verilecektir.

3- Şirket Hakkında Özet Bilgi

Armada Gıda, Sönmez Ailesi ve gıda sektörü profesyonelleri tarafından yönetilen bir bakliyat ve hububat şirketi olup, bakliyat, hububat ve yağlı tohum ürünlerini ithal etmekte, ihraç etmekte, işlemekte ve paketlemektedir. Armada Gıda, birçok bakliyat üreten ülkeden gemi yükü miktarlarında alım ve ithalat yapmakta, ürünleri fabrikalarında işlemekte, iç piyasaya ve transit olarak yurt dışına satılmaktadır/ihraç etmektedir. Şirket'in ürün kompozisyonu; bakliyat, hububat, bulgur, organik ürünler, süper gıda (super foods), bakliyat unu, pirinç, glütensiz ürünler ve diğer ürünler (susam, keten tohumu, mavi haşhaş tohumu, beyaz haşhaş tohumu, mısır, baharat ve kuruyemiş) olmak üzere toplam 9 (dokuz) ana ürün grubundan oluşmaktadır.

Şirket'in merkez adresi; Toroslar Mah., Atatürk 12 Bul., No: 91, İç Kapı No: 1, Akdeniz/Mersin'dir. 30.09.2024 tarihinde sona eren finansal dönem itibarıyla Şirket bünyesinde 283 kişi mavi yaka ve 139 kişi beyaz yaka olmak üzere toplam 422 personel istihdam edilmektedir. Şirket'in mevcut durumda Toroslar Mah. Atatürk 12 Bul. No: 91, İç Kapı No: 1, Akdeniz/Mersin adresinde yer alan Merkez Fabrikası Burhan OSB Mah., MTOSB, 3. Bölge, 16. Cad., No: 9, 33040, Akdeniz/Mersin adresinde yer alan Organik Üretim Fabrikası ve Burhan OSB Mah., MTOSB, 3. Bölge, Refik Kızıltan Caddesi, Mersin adresinde yer alan ve mevcut durumda yatırımı devam eden inşaat halinde 1 (bir) adet fabrika ve depo alanı bulunmaktadır.

4- Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

Kar / Zarar Tablosu (ABD Doları)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Net Satışlar	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	26.758.783	20.085.117	44.635.323	38.077.973	39.021.802
Faaliyet Karı/Zararı	20.369.431	11.322.082	31.509.409	27.093.689	26.674.817
Dönem Karı/Zararı	19.745.364	7.343.823	17.766.433	17.766.120	14.561.824

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Karlılık Oranları	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Brüt Kar Marjı	16,7%	11,3%	21,1%	25,2%	25,7%
Faaliyet Kar Marjı	12,7%	6,4%	14,9%	17,9%	17,6%
Net Kar Marjı	12,3%	4,1%	8,4%	11,8%	9,6%

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla bilançosu aşağıda yer almaktadır.

Seçilmiş Finansal Bilgiler Tablosu (ABD Doları)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Dönen Varlıklar	66.143.091	81.096.061	92.797.613	133.215.166
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 Yükümlülükler	65.415.009	79.946.837	81.801.791	113.548.973
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.627.261	16.536.748	23.238.171	34.572.748
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

5- Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı

Şirket'in halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Pay Sahibi	Halka Arz Öncesi Hissedarlık Yapısı			Halka Arz Sonrası Hissedarlık Yapısı		Ek Satış Sonrası Hissedarlık Yapısı	
	Grubu	Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutar (TL)	Oranı (%)	Tutar (TL)	Oranı (%)
Fethi Kalıpçı Sönmez	A	18.874.627	8,58	18.874.627	7,15	18.874.627	7,15
	B	66.919.133	30,42	66.185.053	25,07	62.514.573	23,68
Sadettin Saygın Sönmez	A	19.358.592	8,80	19.358.592	7,33	19.358.592	7,33
	B	68.635.008	31,20	67.727.596	25,66	63.190.426	23,94
Mehmet Hayri Sönmez	A	5.323.613	2,42	5.323.613	2,02	5.323.613	2,02
	B	18.874.627	8,58	18.682.962	7,08	17.724.611	6,71
Armada Anadolu Gıda Ticaret Sanayi A.Ş.	A	4.839.648	2,20	4.839.648	1,83	4.839.648	1,83
	B	17.158.752 7	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	100,00	263.980.843	100,00	263.980.842	100,00

Kaynak: İzahname

6- Değerleme Çalışması Hakkında

Şirket'in pay başına değeri tespit edilirken "Gelir Yaklaşımı" ve "Pazar Yaklaşımı" sonucunda bulunan özsermaye değerleri kullanılmıştır.

1) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

Şirket tarafından sağlanan beş yıllık finansal tahminler analiz edilerek İNA değerleme çalışması gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada, Firma değeri projeksiyon dönemi boyunca nakit akımları ve uç değer ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle (AOSM) indirgenerek hesaplanmıştır. Bulunan Firma Değeri'nden net finansal borç düşürülerek Şirket'in Piyasa Değeri hesaplanmıştır. Global Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı Fiyat Tespit Raporu Şirket'in gelecek dönem projeksiyonları, Şirket'in yatırım planları dahilinde 2024/09-2031 dönemini içerecek şekilde hazırlanmıştır. Söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in satışını gerçekleştirdiği ana ürün grupları esas alınarak geçmiş yılların satış miktarları, geçmiş yılların fiyat verileri, yapılmakta olan yatırımlar, yapılması planlanan GES yatırımları dikkate alınarak hazırlanmıştır.

Risksiz faiz oranı Türkiye'nin son 3 yılda gerçekleştirmiş olduğu Eurobond ihraçları dikkate alınarak %7,5 alınmıştır. Ülke risk primi geçmiş yıl verileri ve yakın dönem halka arz raporları incelenerek projeksiyon dönemi için %6,50 olarak sabit tutulmuştur. Şirket'in henüz halka açık olmaması sebebiyle betası 1,00 olarak öngörülmüş ve sabit tutulmuştur. İNA hesaplamasında terminal değer için büyüme oranı %2 varsayılmıştır. Şirket'in borçlanma oranı, risksiz faiz oranının %2,5 puan üstünde %10 olarak dikkate alınmıştır. Vergi oranı 2024-2026 döneminde %10, 2027-2030 döneminde %21, 2031 yılında %23, 2031 ve sonrasında %25 olarak dikkate alınmıştır.

İNA Özet Tablo (ABD Doları)	
Firma Değeri	510.981.526
Net Finansal Borç (-)	100.298.860
Özsermaye Değeri	410.682.666

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2) Piyasa Çarpanları Analizi

Armada Gıda'nın yurt içi ve yurt dışı FD/FAVÖK ve F/K çarpan oranlarına göre değerlendirme özetini gösteren tablolar aşağıda yer almaktadır

a) Yurt İçi Çarpan Analizi

FD / FAVÖK Çarpan Analizi	ABD Doları
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 Çarpan Analizi	ABD Doları
2023/09-2024/09 Dönemi Net Dönem Karı (Ertelenmiş Vergi Hariç)	18.728.428
Yurtiçi Benzer Şirketler F/K Çarpanı	8,50
Özsermaye Değeri	159.191.638

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

b) Yurt Dışı Çarpan Analizi

FD / FAVÖK Çarpan Analizi	ABD Doları
2023/09-2024/09 Dönemi FAVÖK	31.870.508
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı (x)	12,07
Firma Değeri	384.677.032
Net Borç Pozisyonu	(100.298.860)
Özsermaye Değeri	284.378.172

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

F / K Çarpan Analizi	ABD Doları
2023/09-2024/09 Dönemi Net Dönem Karı (Ertelenmiş Vergi Hariç)	18.728.428
Yurt Dışı Benzer Şirketler F/K Çarpanı	20,88
Özsermaye Değeri	390.955.935

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

c) 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 ABD Doları** olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi (ABD Doları)	Değer	Ağırlıklandırma	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

3) Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları ve halka açık yurt içi ve yurt dışı şirketlerden elde edilen piyasa çarpanları analizi %50-%50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7- Genel Değerlendirme ve Sonuç:

Şirket'in değerlemesinde "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi" ve "Çarpan Analizi" yöntemleri kullanılmış olup **11.602.899.399 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır. Şirketin pay başına değeri **52,74 TL** olarak hesaplanmıştır. **%24,17** halka arz iskontosu sonrasında pay başına değer ise **40,00 TL** olarak hesaplanmıştır.

Sonuç olarak,

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgilerin yatırımcıya sunulduğu,
- Fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamaların, kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verildiği,
- Sektör dinamikleri ve değişkenleri dikkate alındığında yurt içi ve yurt dışı çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu olduğu,
- Değerleme yöntemleri içerisinde Piyasa Çarpanları Yöntemine ek olarak İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi Yöntemine yer verilmiş olmasının özellikle operasyonel faaliyetlerin halka arz fiyat seviyesine olan etkisinin gözlenmesine katkı sağladığı,
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasının şirketin operasyonel faaliyetleri ile uyumlu olduğu,
- 2024 yılı için ABD doları bazında %10,5 olarak tahmin edilen, 2025-2031 yılları arasında kademeli artış göstererek projeksiyon döneminin sonunda %12,11 olacağı varsayılan AOSM'nin ihtiyatlı olduğu,

değerlendirilmektedir. Öte yandan,

- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak Fiyat Tespit Raporunda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz.

Özetle, **%24,17** seviyesinde uygulanan iskonto oranıyla hisse başına **40,00 TL** olarak hesaplanan halka arz pay fiyatının makul olduğu değerlendirilmiştir.

ÇEKİNCE

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır.

Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler A1 CAPİTAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan A1 CAPİTAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPİTAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

A1 CAPİTAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPİTAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.