



FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

ARMADA GIDA TİCARET SANAYİ A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

BULLS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Esentepe Mah, Büyükdere Cad, No: 173,
1, Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul Tel: (0212) 410 05 00

24.12.2024

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

1. Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII 128,1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2.fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporunda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş. ("**Şirket**", "**Armada Gıda**") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 09.12.2024 tarihli Global Menkul Değerler A.Ş. ("Global Menkul") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan elde edilmiştir. Bu rapor, **Armada Gıda** halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Global Menkul tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Bulls Yatırım") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Şirket Hakkında Özet 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 miktarlarında alım ve ithalat yapmakta, ürünleri fabrikalarında işlemekte, iç piyasaya ve transit olarak yurt dışına satmaktadır/ihraç etmektedir.

Şirket' in mevcut durum itibarıyla ürün kompozisyonu; (i) bakliyat, (ii) hububat, (iii) bulgur, (iv) organik ürünler, (v) süper gıda (super foods), (vi) bakliyat unu, (vii) pirinç, (viii) glutensiz ürünler ve (ix) 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, yukarıda sayılan ürünlerin işleme, satış, ithalat ve ihracatının yapılması, transit alış ve/veya satışının yapılması faaliyetleriyle iştigal etmektedir.

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 (i) Toroslar Mah. Atatürk 12 Bul. No: 91, İç Kapı No: 1 Akdeniz/Mersin adresinde yer alan Merkez Fabrikası (ii) Burhan OSB Mah., MTOSB, 3. Bölge, 16. Cad., No: 9, 33040 Akdeniz/Mersin adresinde yer alan Organik Üretim Fabrikası ve (iii) 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.

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

3. Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 43.996.843 TL sermaye artırımını, 1.833.157 TL ortak satışı ve 9.166.000 ek pay satışı olarak planlanmıştır. Halka arz fiyatı 40,00 TL olarak belirlenirken, halka arz büyüklüğü 2.199.840.000 TL olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in halka arz sonrası piyasa değeri ise 10.559.233.720 TL olacaktır. Şirket paylarının halka arzı 25-26-27 Aralık 2024 tarihleri arasında "Borsa Dışında Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama" yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Şirket, Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem görecektir.

| HALKA ARZ BİLGİLERİ | |
|--------------------------------------|---|
| Şirket | Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş. |
| Borsa Kodu | ARMGD |
| Aracılık Yöntemi | En İyi Gayret Aracılığı |
| Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye | 219.984.000 TL |
| Halka arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye | 263.980.843 TL |
| Halka Arz Miktarı ve Türü | Sermaye Artışı : 43.996.843 TL nominal |
| | Ortak Satışı : 1.833.157 TL nominal |
| | Ek Pay Satışı : 9.166.000 TL nominal |
| | Toplam : 54.996.000 TL nominal (Ek Pay Satışı Dahil) |
| Halka Arz Büyüklüğü | 2.199.840.000 TL (Ek Satış Dahil) |
| Halka Açıklık Oranı | 20,83% (Ek Satış Dahil) |
| Halka Arz Fiyatı | 40,00 TL |
| Halka Arz Tarihleri | 25-26-27 Aralık 2024 |
| Halka Arz Talep Toplama Yöntemi | Borsa Dışında Satış-Sabit Fiyatla Talep Toplama |
| Borsada İşlem Göreceği Pazar | Yıldız Pazar |
| Tahsisat Grupları (Ek Satış Hariç) | Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar : 27.498.000 TL (%60) |
| | Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar : 17.873.700 TL (%39) |
| | Şirket Çalışanları : 458.300 TL (%1) |
| Satmama Taahhüdü | - 1 Yıl Boyunca İhraççı - 1 Yıl Boyunca Ortak (* Taahhütler hakkında detaylı bilgi için SPK tarafından onaylı İzahname'nin 27.3 maddesini inceleyiniz) |
| Fiyat İstikrarı | Planlanmamaktadır. |
| Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı | Şirket'in halka arzdan net 1.695.558.752 TL gelir elde etmesi beklenmektedir. - Yatırımların Fonlanması (%40-50) - Devam Eden Fabrika Yatırımı (%35-40) - GES Yatırımı (%5-10) - İşletme Sermayesi (%45-50) |
| Katılım Finans İlkelerine Uygunluk | Uygun Değildir. |

Kaynak: İzahname, Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 - 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

4. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

| Adı Soyadı/Ünvanı | Grubu | Halka Arz Öncesi | | Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç) | | Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil) | |
|--------------------------------|-------|--------------------------|-------------------------|---------------------------------------|-------------------------|---------------------------------------|-------------------------|
| | | Sermayedeki Payı (TL) | Sermayedeki Payı (%) | Sermayedeki Payı (TL) | Sermayedeki Payı (%) | Sermayedeki Payı (TL) | Sermayedeki Payı (%) |
| 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 | 8,8% | 19.358.592 | 7,33% | 19.358.592 | 7,33% |
| | B | 68.635.008 | 31,2% | 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% | 18.724.611 | 6,71% |
| Armada Anadolu Gıda Ticaret | A | 4.839.648 | 2,2% | 4.839.648 | 1,83% | 4.839.648 | 1,83% |
| | B | 17.158.752 | 7,8% | 17.158.752 | 6,5% | 17.158.752 | 6,5% |
| Halka Açık | B | - | - | 45.830.000 | 17,36% | 54.996.000 | 20,83% |
| TOPLAM | | 219.984.000 | 100,00% | 263.980.843 | 100,00% | 263.980.843 | 100,00% |

Kaynak: İzahname

5. Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Şirket'in halka arzdan net 1.695.558.752 TL gelir elde etmesi beklenmektedir. Fon kullanım yerinin dağılımını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

| Fon Kullanım Yeri | Planlanan Fon Kullanım Oranı (%) |
|--------------------------------|-------------------------------------|
| Yatırımların Fonlanması | %40-50 |
| -Devam Eden Fabrika Yatırımı | %35-40 |
| -GES Yatırımı | %5-10 |
| İşletme sermayesi | %45-50 |

Kaynak: İzahname

6. Değerleme

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır:

- **Piyasa Çarpanları Analizi (F/K-FD/FAVÖK) (%50)**
 - Yurt İçi Benzer Şirketler (%25)
 - Yurt Dışı Benzer Şirketler (%25)
- **İndirgenmiş Nakit Akımları (%50)**



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

6.1. Piyasa Çarpanları Analizi

Bu yöntemde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki 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.

Şirket'in operasyonlarını ve finansal yapısını göz önünde bulundurarak, Çarpan Analizi kapsamında "FD/Satışlar" (Firma Değeri/Satışlar), "FD/FAVÖK" (Firma Değeri/Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar), "PD/DD" (Piyasa Değeri/Defter Değeri) ve "F/K" (Fiyat/Kazanç) çarpanları incelenmiştir.

Ülkeler arasındaki vergilendirme farklılıklarını ortadan kaldırması, şirketin kar yaratma kapasitesini göstermesi, geçici ve istisnai kar artışlarını değil şirketin faaliyetlerden sağladığı karları dikkate alarak faaliyet karı üzerinden analize imkân 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.

6.1.1. 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 mamul üretimi yapan benzer şirketler ile paketli gıda üreticileri dikkate alınmıştır.

Yurt içi benzer Şirket analizinde soğuk ve dondurulmuş gıda maddelerinin üretiminden tüketimine kadar her aşamada kendi özelliklerini koruyabilmesi için uygulanması zorunlu olan soğuk zincir uygulamaları ile üretim yapan Şirketler, soğuk hava deposu maliyetleri, soğuk zincirin gerektirdiği nakliye maliyetlerine sahip şirketler dikkate alınmamıştır. Bakliyat ve kuru gıda ürünlerine göre daha yüksek brüt kar marjlarına ve daha farklı iş modeline sahip olmasından kaynaklı pazarlama giderleri daha yüksek olan içecek firmaları yurt içi benzer Şirket çarpanlarında kullanılmamıştır. Yine et, süt ve balık üretimi yapan firmalar, yem üreticileri ile ölçek büyüklüğünden kaynaklı benzer nitelikte olamayacak firmalar yurt içi benzer Şirketler kapsamının dışında tutulmuştur.



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

F/K çarpanları için x30 üstü değerler ve x5 altı değerler ile FD/FAVÖK çarpanları için x25 üstü değerler ve x5 altı değerler uç değer olarak kabul edilmiştir. Değerleme çalışmasında uç değerler elimine edildikten sonra medyan değerler kullanılmıştır. Yurt içi benzer şirketleri gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

| Şirket Kodu | Piyasa Değeri | F/K | PD/DD | FD/FAVÖK | FD/Satışlar |
|-----------------|---------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| YYLGD | 10.805 | 50,52 | 1,32 | 10,19 | 1,35 |
| SOKE | 5.368 | - | 1,78 | 11,70 | 0,92 |
| OYLUM | 694 | 7,74 | 1,00 | 7,02 | 1,31 |
| ULKER | 40.731 | 6,78 | 1,51 | 4,55 | 0,84 |
| KRVGD | 4.817 | 18,73 | 0,96 | 9,20 | 0,79 |
| EKSUN | 3.372 | - | 1,63 | - | 0,69 |
| ULUUN | 4.800 | 396,67 | 0,54 | 2,71 | 0,08 |
| OBAMS | 20.145 | 10,02 | 2,25 | 25,69 | 0,89 |
| SELVA | 816 | 1,87 | 0,51 | - | 0,91 |
| BORSK | 5.520 | 7,85 | 1,17 | 5,57 | 1,49 |
| KAYSE | 13.739 | 12,14 | 0,49 | 23,89 | 1,18 |
| KTSKR | 2.969 | 8,5 | 0,74 | 8,17 | 1,17 |
| Ortalama | 9.481 | 10,25 | 1,61 | 10,82 | 1,30 |
| Medyan | 5.093 | 8,50 | 1,32 | 9,20 | 1,31 |

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

Şirket'in 2023/09-2024/09 dönemlerini kapsayan son 12 aylık USD cinsinden mali tablolarına göre net dönem kari 14.562.137 USD'dir. Söz konusu dönem karına ertelenmiş vergi giderinin önemli bir etkisi bulunmaktadır. Ertelenen vergi yükümlülüğü veya varlığı, varlıkların ve yükümlülüklerin konsolide finansal tablolarda gösterilen tutarları ile yasal vergi matrahı hesabında dikkate alınan tutarları arasındaki geçici farklılıkların bilanço yöntemine göre vergi etkilerinin yasallaşmış vergi oranları dikkate alınarak hesaplanmasıyla belirlenmektedir. Ertelenen vergi yükümlülükleri vergilendirilebilir geçici farkların tümü için hesaplanırken, indirilebilir geçici farklardan oluşan ertelenen vergi varlıkları, gelecekte vergiye tabi kar elde etmek suretiyle bu farklardan yararlanmanın kuvvetle muhtemel olması şartıyla hesaplanmaktadır.

Ertelenmiş vergi varlıkları ve yükümlülükleri varlıkların gerçekleşeceği veya yükümlülüklerin yerine getirildiği dönemde geçerli olması beklenen ve bilanço tarihi itibarıyla kanunlaşmış önemli ölçüde kanunlaşmış vergi oranları (vergi düzenlemeleri) üzerinden hesaplanmaktadır.

Söz konusu "gelecekte vergiye tabi kar elde etmek suretiyle bu farklardan yararlanmanın kuvvetle muhtemel olması" hususu uluslararası finansal raporlama standartlarının teorik bir uygulaması gereği

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 - 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

olduğu göz önüne alındığında, ayrıca Şirket'in gerçekleşen vergi oranlarının son 5 yıl için ortalama %9 olduğu dikkate alındığında Şirket'in pratikte 4.166.291 USD vergi gideri oluşmayacağı düşünülmektedir. Bu nedenle F/K analizinde net dönem karı hesaplamasında ertelenmiş vergi gideri net dönem karına eklenmiştir. Bu minvalde Şirket'in son 12 aylık düzeltilmiş net dönem karı 18.728.428 USD olarak hesaplanmıştır.

Düzeltilmiş net dönem karına göre F/K çarpanı kullanılarak yapılan 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

6.1.2. 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.

| Ünvan | Piyasa Değeri (Mn USD) | F/K | FD/FAVÖK | FD/Satışlar | PD/DD | FAVÖK Marjı* | Brüt Kar Marjı* |
|------------------------------|------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-----------------|
| B&G Foods Inc | 531,19 | 25,06 | 12,42 | 1,33 | 0,7 | 15,61 | 20,76 |
| Ebro Foods Sa | 2576,05 | 12,11 | 6,95 | 0,89 | 1,1 | 11,75 | N.A. |
| Gujarat Ambuja Exports Ltd | 667,59 | 16,1 | 11,45 | 1,03 | 2,01 | 11,22 | N.A. |
| Heilongjiang Agriculture-A | 3532,28 | 22,9 | N.A. | 3,7 | 3,17 | 29,08 | 39,27 |
| Lt Foods Ltd | 1476,92 | 20,75 | 13,89 | 1,68 | 3,65 | 11,19 | N.A. |
| M Dias Branco Sa | 1333,14 | 9,54 | 6,5 | 0,85 | 0,97 | 10,78 | 29,95 |
| Nissin Foods Holdings Co.Ltd | 7814,24 | 23,11 | 13,65 | 1,62 | 2,41 | 12,28 | 34,15 |
| Simply Good Foods Co/The | 3992,83 | 25,65 | 17,82 | 3,17 | 2,31 | 19,46 | 37,68 |
| Sunopta Inc | 894,95 | 120,64 | 22,83 | 1,89 | 5,59 | 10,8 | 14,32 |
| Tiger Brands Ltd | 2446,62 | 13,58 | 11,72 | 1,28 | 2,44 | 10,92 | 28,81 |
| Yamami Co | 187,21 | 21 | 8,73 | 1,54 | 2,95 | 17,62 | 21,37 |
| Ortalama | 2.314 | 18,98 | 12,6 | 1,92 | 2,85 | 14,61 | 28,29 |
| Medyan | 1.477 | 20,88 | 12,07 | 1,62 | 2,44 | 11,75 | 29,38 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu.

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

*3 Yıllık Ortalamalar dikkate alınmıştır.

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 |
| 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 Dışı Benzer Şirketler F/K Çarpanı (x) | 20,88 |
| Özsermaye Değeri | 390.955.935 |

6.1.3. Çarpan Analizi Değerleme Sonucu

Çarpan analizine göre değerlendirme sonuçlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır. Şirket'in çarpan analizi yöntemiyle Firma Değeri/Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) ve Fiyat Kazanç (F/K) çarpanlarına göre değeri **256.854.616 USD** olarak hesaplanmıştır.

| Değerleme Sonucu | Ağırlık (%) | Sonuç |
|--|-------------|--------------------|
| Yurt İçi Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri | 50% | 176.042.179 |
| Yurt Dışı Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri | 50% | 337.667.053 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (USD) | 100% | 256.854.616 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

AOSM hesaplamasına ilişkin olarak detaylar aşağıda yer almaktadır.

- Risksiz faiz oranı Türkiye'nin son 3 yılda gerçekleştirmiş olduğu Eurobond ihraçları dikkate alınarak %7,5 alınmıştır. Ayrıca Türkiye Cumhuriyeti Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın ihraç ettiği 2033 vadeli US900123DG28 ve US900123DD96 ISIN kodlu Eurobondlar'ın güncel kotasyonları incelenmiş ve faiz oranının %6,95 olduğu görülmüştür. İhtiyatlık gereği %7,5 risksiz faiz oranı olarak dikkate alınmıştır.

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 - 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

- 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. INA hesaplamasında terminal değer için büyüme oranı, ABD'nin geçmiş 20 yıldaki ortalama enflasyon verisi oranı (%2) ve benzer halka arz raporları dikkate alınarak %2 alınmıştır.
- Şirket'in borçlanma oranı, güncel leasing ve proje finansmanı oranları ile piyasa koşulları dikkate alınarak risksiz faiz oranının %2,5 puan üstünde alınarak, %10 olarak dikkate alınmıştır.
- Vergi oranı aşağıda detaylı bir şekilde açıklanmıştır. Bu minvalde 2024-2026 döneminde %10, 2027-2030 döneminde %21 akabindeki dönemde mevcut mevzuat dahilinde vergi oranı dikkate alınmıştır.
- Şirket'in geçmiş yıl bilanço kompozisyonu incelenmiş, özellikle 2023 yılında borç/özkaynak oranının %67-33 olduğu görülmüş, Şirket'in geçmiş yıllardaki özkaynak artışı ve Şirket'in planladığı yatırım harcamaları, dikkate alınarak projeksiyon döneminde özkaynak/borç oranı kademeli olarak yükseltilmiş ve projeksiyon dönemi sonunda yatırımların finansmanının geri ödemeleri neticesinde özkaynak/borç oranının bilançoda %70'e ulaşacağı öngörülmüştür.

Söz konusu varsayımlar dahilinde AOSM aşağıdaki gibi 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% |
| 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 | 70,00% | 65,00% | 60,00% | 55,00% | 50,00% | 45,00% | 40,00% | 30,00% | 30,00% |
| Özkaynak Oranı | 30,00% | 35,00% | 40,00% | 45,00% | 50,00% | 55,00% | 60,00% | 70,00% | 70,00% |
| AOSM | 10,50% | 10,75% | 11,00% | 10,65% | 10,95% | 11,26% | 11,56% | 12,11% | 12,05% |

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 - 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com

6.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

| Bin USD | 2024/4Ç | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T | 2031+ |
|----------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 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 | -439.895 | -483.031 | -531.093 | |
| Brüt Kar | 9.450 | 62.481 | 77.830 | 93.183 | 108.850 | 120.211 | 132.675 | 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 | 59.498 | 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 | -840 | -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 | 46.119 | 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% | 46,45% |
| İNA | 4.865 | -858 | 24.198 | 26.695 | 29.807 | 34.191 | 33.706 | 32.144 | 326.235 |

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.

| İNA Özet Tablo | USD |
|-------------------------|--------------------|
| Firma Değeri | 510.981.526 |
| Net Borç | -100.298.860 |
| Özsermaye Değeri | 410.682.666 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7. Değerleme ve Sonuç

Şirket'in değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli 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 pay 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 özet tablo aşağıdaki gibidir.

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 - 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

| Değerleme Sonucu | 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 (USD) | 410.682.666 | 50% | 205.341.333 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (USD) | | 100% | 333.768.641 |
| İskontolu Özsermaye Değeri | | | 253.096.760 |
| <hr/> | | | |
| Şirket Özsermaye Değeri (TL) | 11.602.899.399 | | |
| Pay Değeri | 52,74 | | |
| Halka Arz İskontosu | 24,17% | | |
| İskontolu Özsermaye Değeri (TL) | 8.799.478.614 | | |
| İskontolu Pay Değeri (TL) | 40,00 | | |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

8. Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

- Fiyat Tespit Raporu'nda Armada Gıda ve faaliyet gösterdiği sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- İndirgenmiş nakit akımları yönteminde kullanılan projeksiyonları ve AOSM hesaplamasında kullanılan parametreleri makul buluyoruz. Yine de indirgenmiş nakit akımları yönteminin varsayımlara dayandığını ve bu varsayımların gerçekleşmemesi durumunda değerler farklılaşabileceğini belirtmek isteriz.
- Çarpan Analizi için FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasını uygun buluyoruz.
- Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında pay başına değerden %24,17 iskonto oranı uygulanarak 40,00 TL pay başına fiyat belirlenmesinin makul olduğu görüşündeyiz.



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

Uyarı Metni

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman 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 Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş, hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer Bulls Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bulls Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle Bulls Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.