

‘Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU ARMADA GIDA TİCARET SANAYİ A.Ş.

‘Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Global Menkul Değerler A.Ş.’nin Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş. (“Şirket” ve/veya “Armada Gıda”) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

İşbu raporda kullanılan bilgiler, halka arza aracılık eden yetkili kuruluş Global Menkul Değerler A.Ş.’nin Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş. için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu, İzahname ve İzahname eklerinden temin edilmiştir.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Armada Gıda, 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 temel olarak; (i) bakliyat, (ii) hububat, (iii) bulgur, (iv) organik ürünler, (v) süper gıda (super foods), (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 toplam 9 ana ürün grubundan oluşmaktadır.

Şirket’in mevcut durumda (i) Merkez Fabrikası, (ii) Organik Üretim Fabrikası ve (iii) yatırımı devam eden inşaat halinde bir adet fabrika ve depo alanı bulunmaktadır.

2. Şirket'in Operasyonları Hakkında:

Operasyonel Faaliyetleri

Şirket'in Merkez Fabrikası bünyesinde; (i) 1.020 ton/gün ürün işleme kapasiteli 2 adet mercimek işleme hattı, (ii) 483 ton/gün ürün işleme kapasiteli 2 adet bulgur işleme hattı, (iii) 480 ton/gün ürün işleme kapasiteli 2 adet bakliyat eleme hattı, (iv) 432 ton/gün ürün işleme kapasiteli 1 adet raf boyutlu paketleme tesisi, toplam 79.850 MT depolama kapasitesi ve 38.995 m³ hacimli, 5 adet dikey silo ile 5.084 m² yatay depodan oluşan 1 adet A tipi gümrüklü antrepo alanı mevcuttur.

Şirket'in Organik Üretim Fabrikası bünyesinde; (i) 204 ton/gün ürün işleme kapasiteli 1 adet organik mercimek işleme ve un hattı, (ii) 216 ton/gün ürün işleme kapasiteli 1 adet bakliyat eleme hattı, (iii) 144 ton/gün ürün işleme kapasiteli 2 adet muhtelif bakliyat ve hububat unu tesisi, (iv) 15 ton/gün ürün işleme kapasiteli 1 adet muhtelif bakliyat ve hububat prejelatinize un üretim hattı, toplam 8.805 MT depolama kapasitesi mevcuttur.

Şirket'in yıllar itibarıyla ton bazında satışları aşağıda yer almaktadır:

Ton/Yıl	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Ürün Grubu	Satış Miktarı (Ton)	Satış Miktarı (Ton)	Satış Miktarı (Ton)	Satış Miktarı (Ton)
Bakliyat	117.466	94.439	72.886	95.529
Bulgur	27.777	34.081	31.938	33.614
Hububat	12.219	31.081	132.745	29.891
Diğer Ürünler*	34.912	30.083	42.801	19.115
Pirinç	13.727	15.822	20.238	17.052
Glütensiz Ürünler	7.483	7.706	10.201	6.945
Organik Ürünler	1.953	3.731	6.902	5.068
Bakliyat Unu	0	24	974	612
Süper Gıda (Super Foods)	32	60	53	116
TOPLAM	215.569	217.027	318.738	207.941

*Diğer Ürünler ana ürün grubu, keten tohum, mavi haşhaş tohumu, beyaz haşhaş tohumu, mısır, baharat ve kuruyemiş ürünlerinden oluşmaktadır.

Şirket'in 2021, 2022, 2023 ve 2024/09 dönemlerinde satış miktarları sırasıyla 215.569 ton, 217.027 ton, 318.738 ton ve 207.941 ton olarak gerçekleşmiştir.

Özet Finansallar:

Şirket'in 2021, 2022, 2023, 2023/09 ve 2024/09 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş özet finansalları aşağıdaki gibidir;

(TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Hasılat	6.263.841.590	7.790.529.073	8.218.147.677	5.893.179.575	5.414.509.758
Brüt Kar	696.610.656	789.846.854	1.124.670.858	896.149.359	913.451.881
Brüt Kar Marjı (%)	11,1%	10,1%	13,7%	15,2%	16,9%
Esas Faaliyet Karı	596.054.915	469.792.948	924.505.069	594.797.256	617.696.674
Esas Faaliyet Kar Marjı(%)	9,5%	6,0%	11,2%	10,1%	11,4%
FAVÖK*	626.438.194	526.936.966	990.730.970	644.485.457	675.076.945
FAVÖK Marjı (%)	10,0%	6,8%	12,1%	10,9%	12,5%
Net Kar	465.252.767	18.937.718	264.404.027	286.804.310	411.599.357
Net Kar Marjı (%)	7,4%	0,2%	3,2%	4,9%	7,6%

*Esas faaliyet karına, amortisman eklenmiştir.

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Şirket halka arzdan elde edeceği geliri aşağıda şekilde kullanmayı hedeflemektedir:

- Yatırımların Fonlanması: %40-50
- İşletme Sermayesi: %45-50

4. Değerleme Hakkında Verilen Özet Bilgi

Değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Çarpan Analizi olmak üzere 2 farklı yöntem kullanılmıştır. İNA yönteminde Şirket'in geçmiş dönemlerdeki finansalları baz alınarak gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda 2024/4Ç – 2031T projeksiyonları kullanılarak USD bazında bir değerlendirme yapılmıştır. Çarpan Analizinde ise 2023/09-2024/09 arası 12 aylık döneme ait veriler dikkate alınırken, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin F/K ve FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. İNA yöntemine %50, yurt içi benzer şirketler çarpan analizi yöntemine %25 ve yurt dışı benzer şirketler çarpan analizi yöntemine %25 ağırlık verilerek 333.768.641 USD ağırlıklandırılmış özsermaye değeri hesaplanmıştır. Bu değere %24,17 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra halka arz pay başına değeri 40,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi

Armada Gıda'nın sermaye değeri çarpan analizi ile hesaplanırken yurt içi benzer şirketlerin ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpanları için F/K çarpanı değerine %50 ve FD/FAVÖK çarpanı değerine %50 ağırlık verilmiştir. Çarpan Analizinde 2023/09-2024/09 dönemleri arası 12 aylık USD bazlı finansal veriler kullanılmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	Medyan Değerleme Çarpanları	Seçilmiş Finansallar (bin USD) (2023/9-2024/9)	Özkaynak Değeri (bin USD)
F/K	8,50	18.728	159.192
FD/FAVÖK	9,20	31.871	192.893
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (bin USD)			176.042
Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları	Medyan Değerleme Çarpanları	Seçilmiş Finansallar (bin USD) (2023/9-2024/9)	Özkaynak Değeri (bin USD)
F/K	20,88	18.728	390.956
FD/FAVÖK	12,07	31.871	284.378
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (bin USD)			337.667

Özet Finansallar

Mali Dönem (bin USD)	2021	2022	2023	2023/9	2024/9	S12A
Satış Gelirleri	160.101	177.728	211.065	151.094	151.580	211.550
Brüt Kar	26.759	20.085	44.635	38.078	39.022	45.579
<i>Brüt Kar Marjı</i>	16,7%	11,3%	21,1%	25,2%	25,7%	21,5%
Esas Faaliyet Karı	20.369	11.322	31.509	27.094	26.675	31.091
<i>Faaliyet Karı Marjı</i>	12,7%	6,4%	14,9%	17,9%	17,6%	14,7%
Amortisman	586	840	908	569	441	780
FAVÖK	20.955	12.162	32.418	27.663	27.115	31.871
<i>FAVÖK Marjı</i>	13,1%	6,8%	15,4%	18,3%	17,9%	15,1%

İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yönteminde 4Ç/2024-2031 arasında projeksiyon yapılmıştır. İNA öngörülerinde Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler kullanılmıştır. Şirket'in mevcut kapasitesi ve yapılması planlanan yatırımları ile mevcut durumdaki 2.778 ton/gün kapasitesinden 2024 yıl sonunda 3.378 ton/gün, 2026 sonu ise 8.061 ton/gün kapasiteye ulaşması planlanmaktadır. İNA analizi sonucunda 510.981.526 USD firma değerine ulaşılmıştır. Daha sonra 30.09.2024 tarihli bilançoda yer alan 100.298.860 USD net borcun düşülmesi sonucu 410.682.666 USD özsermaye değerine ulaşılmıştır

Mali Dönem (bin USD)	4Ç/2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2031+
Satış Gelirleri	85.520	298.415	366.636	436.361	507.519	559.106	615.707	677.339	
Büyüme		25,9%	22,9%	19,0%	16,3%	10,2%	10,1%	10,0%	
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%
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	4.865	-858	24.198	26.695	29.807	34.191	33.706	32.144	326.235
Firma Değeri (bin USD)	510.982								
Net Borç (bin USD)	100.299								
Özsermaye Değeri (bin USD)	410.683								

Risksiz faiz oranı, Türkiye'deki 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. İhtiyatlılık gereği %7,5 risksiz faiz oranı dikkate alınmıştır. Ülke risk primi geçmiş yıl verileri ve yakın dönem halka arz raporları incelenerek projeksiyon dönemi için %6,50 olarak sabit tutulmuştur. Şirketin henüz halka açık olmaması sebebiyle betası 1,00 olarak öngörülmüş ve projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur. İNA 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 2024-2026 döneminde %10, 2027-2030 döneminde %21 akabindeki dönemde mevcut mevzuat dahilindeki vergi oranı dikkate alınmıştır. Şirketin 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.

AOSM	2024/4Ç	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2031+T
Risksiz Getiri Oranı	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Piyasa Risk Primi	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Özkaynak Maliyeti	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%
Borç Maliyeti	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Borç Maliyeti (1-Vergi)	9,00%	9,00%	9,00%	7,90%	7,90%	7,90%	7,90%	7,70%	7,50%
Borç / Özkaynak	0,70	0,65	0,60	0,55	0,50	0,45	0,40	0,30	0,30
AOSM	10,50%	10,75%	11,00%	10,65%	10,95%	11,26%	11,56%	12,11%	12,05%

5. Sonuç

İNA yöntemine %50, yurt içi benzer şirketler çarpan analizi yöntemine %25 ve yurt dışı benzer şirketler çarpan analizi yöntemine %25 ağırlık verilerek 333.768.641 USD ağırlıklandırılmış özsermaye değeri hesaplanmıştır. 06.12.2024 tarihli TCMB-USD/TL döviz satış kuruna göre (34,7633 USD/TL) 11.602.899.399 TL (333.768.641 USD) Şirket özsermaye değeri hesaplanmıştır. %24,17 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra 8.798.478.614 TL (253.096.760 USD) iskonto sonrası özsermaye değeri hesaplanmıştır. 219.984.000 adet pay üzerinden, halka arz pay başına değeri 40,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu (bin USD)	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	50%	410.683
Piyasa Yaklaşımı – Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	25%	176.042
Piyasa Yaklaşımı – Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları	25%	337.667
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	100%	333.769
Pay adedi (bin)		219.984
İskonto Öncesi Pay Değeri (TL)		52,74
Halka Arz İskontosu		24,17%
Halka Arz Pay Başına Değer (TL)		40,00

- Armada Gıda için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunda kullanılan finansal bilgilerin ve değerlendirme yöntemlerinin anlaşılır olduğunu, Şirket hakkında verilen bilgilerin kapsamlı ve detaylı olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ile Piyasa Çarpanları Analizinin kullanılmasını ve her iki yönteme de eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Yurt dışı benzer şirketler çarpan analizinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde halka açık şirketlerin çarpanları arasında farklılıklar bulunması sebebiyle ağırlıklandırma veya iskonto uygulanmasının faydalı olabileceği kanaatindeyiz.
- Şirket ciro büyümesi öngörülerini ağırlıklı olarak yatırımlara bağlı kapasite artışlarına dayanmaktadır. Söz konusu yatırımların faaliyete geçmesinde Şirket'e bağlı olan veya olmayan dış faktörler sebebiyle olası gecikmeler projeksiyonlar üzerinde aşağı yönlü risk barındırmaktadır.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporla yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.