



Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu

1 Ocak 2025- 30 Haziran 2025

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır

12.08.2025

1. Raporun Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. Fıkrası uyarınca, payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve KAP'ta yayımlaması zorunludur.

İlgili rapor, Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş.'nin ("Şirket") halka arz sürecinde belirlenen halka arz fiyatının dayandığı varsayımların, Şirket'in 2025 yılı ilk altı ayına ait gerçekleşen finansal sonuçlar ile karşılaştırılmasına yönelik olarak hazırlanmıştır.

Rapor kapsamında, 25-26-27 Aralık 2024 tarihlerinde gerçekleşen halka arzına aracılık eden Global Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan ve 23.12.2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanan 09.12.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan varsayımlar ile 2025 yılı ilk altı ay gerçekleştirmeleri karşılaştırılmaktadır.

Analiz kapsamında; şirketin operasyonel ve finansal performansı, kullanılan değerlendirme yöntemleri, varsayımlar ile gerçekleştirmelerin uyumu ve yatırımcıya etkisi yorumlanmaktadır.

2. Kullanılan Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli ve Çarpan Analizi Yöntemi kullanılmış olup, eşit ağırlıklandırılmıştır. İNA yönteminde, Şirket'in faaliyetlerinin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının makul bir oran ile günümüze indirgenmesi ile gelecek yıllardaki operasyonel ve finansal verilerine ilişkin tahminler oluşturulmuştur. Pazar yaklaşımı çalışması kapsamında ise güvenilir bilgi içerdiği ve Şirket'in karşılaştırmalarının yapılabileceği düşünüldüğü yerli ve yabancı borsalarda işlem gören nitelikteki emsallerinin bilgilerinden yararlanılmıştır. Bu sebeple piyasa çarpanları analizi (borsadaki kılavuz emsaller yöntemi) kullanılmıştır.

Şirket'in gelirlerinin yaklaşık %65'inin ihracat yoluyla yapılması, Şirket'in ana ürün grupları içerisinde yer alan ürünlerinin üretim faaliyetlerinde kullandığı hammaddelerin bir kısmının yurt dışından ve döviz cinsinden tedarik edilmesi, 30.09.2024 tarihli finansal tablolara göre Şirket kredilerinin %95'inin döviz cinsinden olması, tarımsal emtiaların ABD doları (USD) üzerinden ticarete konu olmaları, döviz kurlarındaki artışların ve düşüşlerin Şirket'in gelirlerini olumlu veya olumsuz etkilemesi gibi birçok gerekçeden ötürü projeksiyonlar USD olarak hazırlanmıştır.

Değerleme çalışması için bağımsız denetimden geçen TL cinsinden mali tablolar, "TMS 21 Kur Değişiminin Etkileri" standardı kapsamında USD'ye çevrilmiştir. "TMS 21 Kur Değişiminin Etkileri" standardı uyarınca, Şirket finansal tabloları yüksek enflasyonlu olmayan bir ekonominin para birimine çevrildiği için, değerlemeye konu USD finansal tablolara TMS-29 standardı uygulanmamıştır.

Şirket'in pay başına beher değerinin belirlenebilmesi amacıyla "Pazar Yaklaşımı" kapsamında Piyasa Çarpanları Analizi ve "Gelir Yaklaşımı" kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kullanılmış olup, her iki temel değerlendirme yöntemi eşit oranda ağırlıklandırılmıştır.

- **Pazar Yaklaşımı Kapsamında**

- Piyasa Çarpanları Analizi (F/K - FD/FAVÖK) – %50
 - Yurt İçi Benzer Şirketler – %25
 - Yurt Dışı Benzer Şirketler – %25

- **Gelir Yaklaşımı Kapsamında**

- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) – %50

Yapılan çalışmalar sonrasında, Şirket'in çıkarılmış 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.

Özet tablo aşağıda yer almaktadır:

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 (USD)			253.096.760
Şirket Özsermaye Değeri (TL)	11.602.899.399		
Pay Değeri	52,74		
<i>Halka Arz İskontosu</i>	<i>24,17%</i>		
İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	8.798.478.614		
İskontolu Pay Değeri	40,00		

3. Tahmin ve Gerçekleşme

Armada Gıda, gıda sanayinde güçlü üretici kimliği ile faaliyet göstermekte olup, bakliyat üretimi yapmaktadır. Bakliyat sektöründe üçüncü ve dördüncü çeyrekler, üretim sezonu sonu ve hasat sonrası döneme denk geldiği için tedarik zinciri hareketliliğinin ve ticaret hacminin arttığı dönemlerdir. Özellikle kış dönemi ve ramazan öncesi talep artışı bu dönemde dikkat çekmektedir. Bu nedenle 2025 ilk altı ayda yıllık tahminlerin %40'ının gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Gerçekleşmeler (bin USD)	2025 Projeksiyon	30.06.2025 Projeksiyonu*	30.06.2025 Gerçekleşme	30.06.2025 Gerçekleşme Oranı
Hasılat	298.415	119.366	105.549	%88,4
Satılan Mal Maliyeti (-)	(235.934)	(94.374)	(80.670)	%85,5
Brüt Kar	62.481	24.992	24.879	%99,5
FAVÖK	49.238	19.695	15.860	%80,5

Rasyolar	2025 Projeksiyon	30.06.2025 Projeksiyonu*	30.06.2025 Gerçekleşme
Brüt Kar Marjı	%20,9	%20,9	%23,6
FAVÖK Marjı	%16,5	%16,5	%15,0

TON	2025 Projeksiyon	30.06.2025 Projeksiyonu*	30.06.2025 Gerçekleşme	30.06.2025 Gerçekleşme Oranı	30.06.2024 Gerçekleşme
Genel Toplam	368.460	147.384	155.846	%106	124.420

*Yıllık tahminin %40'ı olarak hesaplanmıştır.

Armada Gıda'nın 2025 yılı altı aylık döneminde finansal ve operasyonel sonuçları, Fiyat Tespit Raporu kapsamında belirlenen tahminlere yakın gerçekleşmiştir.

Şirket, ihracat odaklı satış yetkinlikleri, üretim tesisleri ve altyapısı ve sektörel uzmanlığı ile 2025 yılının ilk altı aylık döneminde satış tonaj hedefinin üstüne çıkarak 155.846 ton ürün satışı gerçekleştirmiştir. Küresel bakliyat pazarının yatay seyri etkisiyle hasılat hedefinin %88,4'ünü gerçekleştirmiştir.

İş modelinde, gıda sanayi sektöründe önemli bir üretici ve ihracatçı kimliğe sahip olan Armada Gıda, aynı dönemde %67 yurt dışı satış oranını korumuştur. Yurt dışı satış politikalarında ülkeler arasında dengeli bir dağılımı öngören Armada; toplam satışlarının %28'ini Avrupa'ya, %16'sını Afrika'ya, %10'unu Avrasya'ya, %4'ünü Asya'ya, %2'sini Orta Doğu'ya ve %7'sini diğer ülkelere yapmıştır. Satışların tonaj bazlı dağılımda ise ilk dört ürün olarak Buğday %34, Kırmızı Mercimek %19, Pirinç %16 ve Bulgur %11 pay almıştır.

İlk altı ayda; satış yapılan ürün dağılımının etkin yönetimi ve maliyet odaklı iyileştirme projeleri doğrultusunda brüt kâr marjı Fiyat Tespit Raporu'nun üzerinde ve %23,6 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde FAVÖK marjı ise, Fiyat Tespit Raporu'nda öngörülen rasyonun 1,5 puan altında %15 olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK marjındaki düşüşün temel iki nedeni:

1. Küresel pazarın yatay seyrine bağlı olarak satış tonajı artmasına rağmen TL cironun benzer seviyede kalması
2. İhracat oranındaki artışa bağlı olarak satış ve pazarlama giderlerindeki nakliye giderlerinin artması

olarak ortaya çıkmıştır.

Burçin Gözlüklü

Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi

Arzu Aslan Kesimer

Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi