

## ARMADA GIDA TİCARET SANAYİ A.Ş. HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor SPK'nın VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.

### Şirket Hakkında

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 satılmakta/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) glütensiz 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, iç Kapi 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 Kiziltan Caddesi, Mersin adresinde yer alan ve mevcut durumda yatırımı devam eden inşaat halinde 1 (bir) adet fabrika ve depo alanı bulunmaktadır.

Şirket'in her bir ürün grubunun ilgili yıllara ait finansal dönemler itibarıyla ton bazında satış kırılımlarına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

| Satış Hacmi (Ton)        | 31.12.2021     | 31.12.2022     | 31.12.2023     | 30.09.2024     |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 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            |
| <b>TOPLAM</b>            | <b>215.569</b> | <b>217.027</b> | <b>318.738</b> | <b>207.941</b> |

\* Susam, keten tohumu, mavi haşhaş tohumu, beyaz haşhaş tohumu, mısır, baharat ve kuruyemiş ürünlerinden oluşmaktadır.

Şirket'in ilgili yıllara ait finansal dönemler itibarıyla Şirket'in ana ürün grupları bakımından yurt içi satışları ve ana ürün gruplarından her birinin toplam satışlara oranı aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

| Ürün Grupları<br>(Bin TL) | 31.12.2021       | Satış<br>Payı (%) | 31.12.2022       | Satış<br>Payı (%) | 31.12.2023       | Satış<br>Payı (%) | 30.09.2024       | Satış<br>Payı (%) |
|---------------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| Bakliyat                  | 1.450.266        | 68,9%             | 1.897.913        | 64,0%             | 1.518.299        | 57,0%             | 1.293.395        | 54,6%             |
| Hububat                   | 83.881           | 4,0%              | 128.902          | 4,3%              | 377.467          | 14,2%             | 190.358          | 8,0%              |
| Bulgur                    | 273.473          | 13,0%             | 465.856          | 15,7%             | 366.707          | 13,8%             | 347.967          | 14,7%             |
| Diğer Ürünler*            | 240.727          | 11,4%             | 358.246          | 12,1%             | 245.919          | 9,2%              | 188.820          | 8,0%              |
| Pirinç                    | 54.676           | 2,6%              | 104.174          | 3,5%              | 123.816          | 4,6%              | 305.986          | 12,9%             |
| Organik Ürünler           | 5                | 0,0%              | 59               | 0,0%              | 4.229            | 0,2%              | 1.834            | 0,1%              |
| Süper Gıda                | 2.768            | 0,1%              | 11.667           | 0,4%              | 10.418           | 0,4%              | 18.411           | 0,8%              |
| Bakliyat Unu              | 36               | 0,0%              | 0                | 0,0%              | 1.234            | 0,0%              | 2.959            | 0,1%              |
| Glutensiz Ürünler         | 18               | 0,0%              | 211              | 0,0%              | 14.992           | 0,6%              | 18.962           | 0,8%              |
| <b>TOPLAM</b>             | <b>2.105.849</b> | <b>100,0%</b>     | <b>2.967.029</b> | <b>100,0%</b>     | <b>2.663.082</b> | <b>100,0%</b>     | <b>2.368.691</b> | <b>100,0%</b>     |

\* Susam, keten tohumu, mavi haşhaş tohumu, beyaz haşhaş tohumu, mısır, baharat ve kuruyemiş ürünlerinden oluşmaktadır.

Şirket'in ilgili yıllara ait finansal dönemler itibarıyla Şirket'in ana ürün grupları bakımından yurt dışı satışları ve ana ürün gruplarından her birinin toplam satışlara oranı aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

| Ürün Grupları<br>(Bin TL) | 31.12.2021       | Satış Payı<br>(%) | 31.12.2022       | Satış Payı<br>(%) | 31.12.2023       | Satış Payı<br>(%) | 30.09.2024       | Satış Payı<br>(%) |
|---------------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| Hububat                   | 152.172          | 3,7%              | 639.320          | 13,3%             | 1.829.811        | 32,9%             | 170.373          | 5,6%              |
| Bakliyat                  | 2.694.177        | 64,8%             | 2.492.532        | 51,7%             | 1.545.287        | 27,8%             | 1.870.756        | 61,4%             |
| Organik Ürünler           | 98.917           | 2,4%              | 127.553          | 2,6%              | 233.481          | 4,2%              | 100.263          | 3,3%              |
| Diğer Ürünler*            | 251.844          | 6,1%              | 131.788          | 2,7%              | 396.189          | 7,1%              | 61.489           | 2,0%              |
| Pirinç                    | 249.302          | 6,0%              | 412.405          | 8,5%              | 440.938          | 7,9%              | 226.356          | 7,4%              |
| Bulgur                    | 309.433          | 7,4%              | 511.237          | 10,6%             | 439.860          | 7,9%              | 222.848          | 7,3%              |
| Bakliyat Unu              | 0                | 0,0%              | 1.405            | 0,0%              | 46.421           | 0,8%              | 20.939           | 0,7%              |
| Süper Gıda                | 661              | 0,0%              | 178              | 0,0%              | 332              | 0,0%              | 0                | 0,0%              |
| Glutensiz Ürünler         | 401.486          | 9,7%              | 507.082          | 10,5%             | 622.747          | 11,2%             | 372.794          | 12,2%             |
| <b>TOPLAM</b>             | <b>4.157.992</b> | <b>100,0%</b>     | <b>4.823.500</b> | <b>100,0%</b>     | <b>5.555.066</b> | <b>100,0%</b>     | <b>3.045.819</b> | <b>100,0%</b>     |

\* Susam, keten tohumu, mavi haşhaş tohumu, beyaz haşhaş tohumu, mısır, baharat ve kuruyemiş ürünlerinden oluşmaktadır.

## Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Pay halka arzı kapsamında Şirket çıkarılmış sermayesinin 219.984.000 TL'den 263.980.843 TL'ye artırılması suretiyle ihraç edilecek 43.996.843 TL nominal değerli paylar ile mevcut ortaklardan Fethi Kalıpçı Sönmez'in sahip olduğu 734.080 TL, Mehmet Hayri Sönmez'in sahip olduğu 191.665 TL ve Sadettin Saygın Sönmez'in sahip olduğu 907.412 TL nominal değerli paylar olmak üzere toplam 45.830.000 TL nominal değerli (B) grubu payların satışı gerçekleştirilecektir. Bu payların satılması halinde halka açıklık oranı %17,36 seviyesinde olacaktır.

Fazla talep gelmesi halinde mevcut ortaklardan Fethi Kalıpçı Sönmez'e ait 3.670.479 TL, Mehmet Hayri Sönmez'e ait 958.351 TL ve Sadettin Saygın Sönmez'e ait 4.537.170 TL nominal değerli paylar olmak üzere toplam 9.166.000 TL nominal değerli (B) grubu payın ek satışı gerçekleştirilebilecektir. Ek payların satışı olması halinde halka açıklık oranı %20,83 seviyesinde gerçekleşecektir.

| Ortağın Unvanı                    | Pay Grubu | Halka Arz Öncesi   |               | Halka Arz Sonrası  |                | Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil) |               |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|---------------|--------------------|----------------|------------------------------------|---------------|
|                                   |           | TL                 | %             | TL                 | %              | TL                                 | %             |
| 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%         | 62.514.574                         | 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 Tic. San A.Ş. | A         | 4.839.648          | 2,20%         | 4.839.648          | 1,83%          | 4.839.648                          | 1,83%         |
|                                   | B         | 17.158.752         | 7,80%         | 17.158.752         | 6,50%          | 17.158.752                         | 6,50%         |
| Halka Açık Kısım                  | B         | -                  | -             | 45.830.000         | 17,36%         | 54.996.000                         | 20,83%        |
| <b>Toplam</b>                     |           | <b>219.984.000</b> | <b>100,0%</b> | <b>263.980.843</b> | <b>100,00%</b> | <b>263.980.843</b>                 | <b>100,0%</b> |

### Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Pay halka arzı “Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı” şeklinde ve “Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış” yöntemiyle gerçekleştirilecektir. Söz konusu pay halka arzında pay başına halka arz fiyatı 40,00 TL olarak belirlenmiş olup, toplam halka arz büyüklüğü (ek satış dahil) 2.199.840.000 TL seviyesinde olacaktır.

| Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)                                   |                      |
|--------------------------------------------------------------------|----------------------|
| Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri                                  | 11.602.899.399       |
| Halka Arz İskontosu                                                | 24,17%               |
| <b>Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri</b>                        | <b>8.798.478.614</b> |
| Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye                                | 219.984.000          |
| <b>Sermaye Artırım Nominal Pay Tutarı</b>                          | <b>43.996.843</b>    |
| <b>Ortak satışı Nominal Pay Tutarı</b>                             | <b>1.833.157</b>     |
| <i>Fethi Kalıpçı Sönmez</i>                                        | <i>734.080</i>       |
| <i>Mehmet Hayri Sönmez</i>                                         | <i>191.665</i>       |
| <i>Sadettin Saygın Sönmez</i>                                      | <i>907.412</i>       |
| <b>Halka Arz Edilecek Nominal Pay Adedi</b>                        | <b>45.830.000</b>    |
| <b>Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Hariç)</b>                        | <b>1.833.200.000</b> |
| <b>Ek Satışa Konu Nominal Pay Adedi</b>                            | <b>9.166.000</b>     |
| <i>Fethi Kalıpçı Sönmez</i>                                        | <i>3.670.479</i>     |
| <i>Mehmet Hayri Sönmez</i>                                         | <i>958.351</i>       |
| <i>Sadettin Saygın Sönmez</i>                                      | <i>4.537.170</i>     |
| <b>Ek Satış Dahil Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Pay Tutarı</b> | <b>54.996.000</b>    |
| <b>Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)</b>                        | <b>2.199.840.000</b> |
| Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye                               | 263.980.843          |
| Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Hariç)                               | 17,36%               |
| Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil)                               | 20,83%               |

## Değerlendirme

**Global Menkul Değerler A.Ş.’nin KAP’ta Yayınlamış Olduğu Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş. Pay Halka Arzı Fiyat Tespit Raporu’na ve Belirlenen Pay Başına Halka Arz Fiyatına İlişkin Değerlendirme**

Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş. pay halka arzı kapsamında Global Menkul Değerler A.Ş. tarafından pay başına halka arz fiyatının tespiti için hazırlanan fiyat tespit raporunda Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri dikkate alınmıştır. Bunlar; i) Pazar Yaklaşımı, ii) Gelir Yaklaşımı ve iii) Maliyet Yaklaşımı’dır. Değer tespitinde bulunurken; Pazar Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak “Piyasa Çarpanları Analizi”, Gelir Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak “İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi” kullanılmıştır.

UDS 60.1 kapsamında değerlendirildiğinde; Şirket’in bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması, eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerinin sürekli olması nedeniyle değerlendirme çalışmalarında Maliyet Yaklaşımı değerlendirme yöntemi kullanılmamıştır.

Armada Gıda pay başına halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla yapılan değerlendirme çalışmasında Piyasa Çarpanları Analizine ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizine eşit oranda ağırlık verilmiştir. Buna göre; Yurt Dışı Piyasa Çarpanları Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %25 oranında, Yurt İçi Piyasa Çarpanları Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %25 oranında ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %50 oranında ağırlık verilerek hesaplama yapılmıştır.

Değerlemeye ilişkin önemli hususlar:

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 üzerinden ticarete konu olmaları, döviz kurlarındaki artışların ve düşüşlerin Şirket’in gelirlerini olumlu yada olumsuz etkilemesi gibi birçok gerekçeden ötürü projeksiyonlar USD olarak hazırlanmıştır.

Çarpan analizlerinde kullanılan FAVÖK değeri USD bazlı hesaplanmıştır. Bunun için Şirket’in 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 finansal tablolarındaki FAVÖK rakamına göre son 12 aylık FAVÖK rakamı hesaplanmıştır. Armada Gıda’nın finansal tablolarına göre son 12 aylık FAVÖK’ü 31.870.508 Dolar seviyesinde bulunmuştur.

FAVÖK hesaplamasına ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.

| FAVÖK Hesaplaması (USD)          | 31.12.2021        | 31.12.2022        | 31.12.2023        | 30.09.2023        | 30.09.2024        | LTM               |
|----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Hasılat                          | 160.100.725       | 177.728.337       | 211.064.680       | 151.094.475       | 151.579.994       | 211.550.199       |
| Satışların Maliyeti (-)          | -133.341.942      | -157.643.220      | -166.429.357      | -113.016.502      | -112.558.192      | -165.971.047      |
| Brüt Kar                         | 26.758.783        | 20.085.117        | 44.635.323        | 38.077.973        | 39.021.802        | 45.579.152        |
| Pazarlama, Sat. ve Dağ. Gid. (-) | -4.630.073        | -6.706.115        | -10.671.235       | -8.026.131        | -9.200.412        | -11.845.516       |
| Genel Yönetim Gideri             | -1.356.491        | -2.045.933        | -3.546.960        | -3.026.068        | -3.977.622        | -4.498.514        |
| Esas Faaliyetlerden Diğ. Gel.    | 583.039           | 667.344           | 2.319.938         | 1.331.004         | 2.235.711         | 3.224.645         |
| Esas Faaliyetlerden Diğ. Gid.(-) | -985.827          | -678.331          | -1.227.657        | -1.263.089        | -1.404.662        | -1.369.230        |
| <b>Esas Faaliyet Kar/Zararı</b>  | <b>20.369.431</b> | <b>11.322.082</b> | <b>31.509.409</b> | <b>27.093.689</b> | <b>26.674.817</b> | <b>31.090.537</b> |
| Amortisman                       | 585.916           | 839.842           | 908.382           | 569.043           | 440.632           | 779.971           |
| <b>FAVÖK</b>                     | <b>20.955.347</b> | <b>12.161.924</b> | <b>32.417.791</b> | <b>27.662.732</b> | <b>27.115.449</b> | <b>31.870.508</b> |

Yabancı para bir işlemde parasal kalemler oluştuğunda ve işleme tarihi ile ödeme tarihi arasında döviz kurunda değişim olduğunda kur farkı oluşmaktadır. Söz konusu kur farkları Şirket bağımsız denetim raporunun fonksiyonel para biriminin TL olmasından kaynaklı, esas faaliyetlerinden diğer gelir/gider kalemlerinde muhasebeleşmektedir.

Değerlemeye konu finansal tablolar, TL finansallarının USD'ye çevrilmesiyle oluştuğu için yabancı para işlemlerden oluşan kur farkları Şirket FAVÖK tutarına eklenmiştir. Şirket değerleme raporunda halka arz fiyatının belirlenmesinden ulaşılan sonuç değere halka arz iskontosu uygulanmış ve TCMB döviz satış kuru üzerinden Şirket değeri TL'ye çevrilmiştir.

Şirket'in değerlemeye baz oluşturan 30.09.2024 tarihli net borç pozisyonunu gösterir tablo ise aşağıda yer almaktadır.

| Net Borç (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          |
| Finansal Yatırımlar                      | -                  | -                  | -                  | -                   |
| Kısa Vadeli Borçlar                      | 43.481.375         | 57.696.224         | 41.124.420         | 78.753.259          |
| Kısa Vadeli Uzun Vadeli Finansal Borçlar | 2.815.898          | 4.042.150          | 6.384.530          | 9.711.969           |
| Uzun Vadeli Finansal Borçlar             | 3.578.844          | 16.446.848         | 23.147.136         | 32.245.272          |
| <b>Net Borç</b>                          | <b>-45.505.034</b> | <b>-62.347.622</b> | <b>-56.515.530</b> | <b>-100.298.860</b> |
| <b>Net Borç/FAVÖK</b>                    | <b>2,17x</b>       | <b>5,13x</b>       | <b>1,74x</b>       | <b>3,15x</b>        |

### Piyasa Çarpanları Analizi

Bu yöntemde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin değerleme çarpanları karşılaştırılarak şirket değeri belirlenmektedir. Benzer şirket seçimi hususunda ağırlıklı olarak aynı sektörde faaliyet gösteren yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler tespit edilmiş 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 Kâr), "PD/DD" (Piyasa Değeri/Defter Değeri) ve "F/K" (Fiyat/Kazanç) çarpanları incelenmiştir.

Çarpan analizinde özellikle farklı muhasebe tekniklerinin etkilerinden arınmak ve farklı borç yapılarındaki şirketleri karşılaştırmak amacıyla kullanılan FD (Firma Değeri)/Net Satışlar çarpanı, Şirket'in nakit yaratma kabiliyetini göstermemekte olup, özellikle perakende şirketleri için kullanılmaktadır. Diğer yandan, şirketlerin büyüme potansiyelini yansıtan bir çarpan olmakla birlikte, şirketlerin gider ve maliyet yapısını FD/FAVÖK çarpanı kadar sağlıklı yansıtmamaktadır. Bu sebeplerden ötürü değerlemede kullanılmamıştır. Ülkeler arasındaki vergilendirme farklılıklarının ortadan kaldırması, şirketin kar yaratma kapasitesini göstermesi, geçici ve istisnai kar artışlarını değil şirketin faaliyetlerden sağladığı karları dikkate alarak faaliyet karı üzerinden analize imkan tanıması göz önüne alındığında FD/FAVÖK çarpanı değerlemede kullanılmıştır. Genel uygulama alanı itibarıyla finans sektöründe, holdinglerde ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarında (GYO) sıkça kullanılan PD/DD çarpanı; operasyonel karı dikkate almadığı, PD/DD çarpanının etkin olarak kullanılabilmesi için bilanço kalemlerinin tamamının gerçeğe uygun değerinin kullanılması, ayrıca bilanço büyüklüklerinin sade ve likit olması durumunda sağlıklı sonuçlar vereceği nedenleriyle kullanılmamıştır.

Çarpan analizinde uç değerler elimine edildikten sonra medyan değerler kullanılmıştır.

### 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. 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.

Yurt içi benzer şirketlere ilişkin bilgilere (25.11.2024 tarihli) aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

| Yurt İçi Benzer Şirketler | Piyasa Değeri (PD), mn TL | F / K        | PD / DD     | FD / FAVÖK   | FD / Satışlar |
|---------------------------|---------------------------|--------------|-------------|--------------|---------------|
| Yayla Gıda                | 10.805                    | 50,52        | 1,32        | 10,19        | 1,35          |
| Söke Değirmencilik        | 5.368                     | -            | 1,78        | 11,70        | 0,92          |
| Oylum Sınai Yatırımlar    | 694                       | 7,74         | 1,00        | 7,02         | 1,31          |
| Ülker Bisküvi             | 40.731                    | 6,78         | 1,51        | 4,55         | 0,84          |
| Kervan Gıda               | 4.817                     | 18,73        | 0,96        | 9,20         | 0,79          |
| Eksun Gıda                | 3.372                     | -            | 1,63        | -            | 0,69          |
| Ulusoy Un Sanayi          | 4.800                     | 396,67       | 0,54        | 2,71         | 0,08          |
| Oba Makarnacılık          | 20.145                    | 10,02        | 2,25        | 25,69        | 0,89          |
| Selva Gıda                | 816                       | 1,87         | 0,51        | -            | 0,91          |
| Bor Şeker                 | 5.520                     | 7,85         | 1,17        | 5,57         | 1,49          |
| Kayseri Şeker Fabrikası   | 13.739                    | 12,14        | 0,49        | 23,89        | 1,18          |
| Kütahya Şeker Fabrikası   | 2.969                     | 8,50         | 0,74        | 8,17         | 1,17          |
| <b>Ortalama</b>           | <b>9.481</b>              | <b>10,25</b> | <b>1,61</b> | <b>10,82</b> | <b>1,30</b>   |
| <b>Medyan</b>             | <b>5.093</b>              | <b>8,50</b>  | <b>1,32</b> | <b>9,20</b>  | <b>1,31</b>   |

Yurt içi benzer şirketlerin FD / FAVÖK medyan çarpanı 9,20x olarak belirlenmiş ve bu çarpana göre Şirket'in piyasa değeri 192.892.721 Dolar olarak hesaplanmıştır.

| Yurt İçi Çarpan Analizi -FD/FAVÖK Çarpanına Göre (USD) | Değerleme Özeti    |
|--------------------------------------------------------|--------------------|
| 2023/09-2024/09 Dönemi FAVÖK                           | 31.870.508         |
| Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı              | 9,20               |
| Firma Değeri                                           | 293.191.581        |
| Net Borç Pozisyonu                                     | -100.298.860       |
| <b>Özsermaye Değeri</b>                                | <b>192.892.721</b> |

Yurt içi benzer şirketlerin F/K medyan çarpanı 8,50x olarak belirlenmiş ve bu çarpana göre Şirket'in piyasa değeri 159.191.638 Dolar olarak hesaplanmıştır.

| Yurt İçi Çarpan Analizi -F/K Çarpanına Göre (USD)              | Değerleme Özeti    |
|----------------------------------------------------------------|--------------------|
| 2023/09-2024/09 Dönemi Net Dönem Karı (Ertelenmiş Vergi Hariç) | 18.728.428         |
| Yurtiçi Benzer Şirketler F/K Çarpanı                           | 8,50               |
| <b>Özsermaye Değeri</b>                                        | <b>159.191.638</b> |

### Yurt Dışı Benzer Şirketler

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.

Yurt dışı benzer şirketlere ilişkin bilgilere (25.11.2024 tarihli) aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

| Yurt Dışı Benzer Şirketler   | Piyasa Değeri (PD), mn USD | F / K        | FD / FAVÖK   | FD / Satışlar | PD/DD       |
|------------------------------|----------------------------|--------------|--------------|---------------|-------------|
| B&G Foods Inc                | 531,19                     | 25,06        | 12,42        | 1,33          | 0,70        |
| Ebro Foods Sa                | 2.576,05                   | 12,11        | 6,95         | 0,89          | 1,10        |
| Gujarat Ambuja Exports Ltd   | 667,59                     | 16,10        | 11,45        | 1,03          | 2,01        |
| Heilongjiang Agriculture-A   | 3.532,28                   | 22,90        | N.A.         | 3,70          | 3,17        |
| Lt Foods Ltd                 | 1.476,92                   | 20,75        | 13,89        | 1,68          | 3,65        |
| M Dias Branco Sa             | 1.333,14                   | 9,54         | 6,50         | 0,85          | 0,97        |
| Nissin Foods Holdings Co Ltd | 7.814,24                   | 23,11        | 13,65        | 1,62          | 2,41        |
| Simply Good Foods Co/The     | 3.992,83                   | 25,65        | 17,82        | 3,17          | 2,31        |
| Sunopto Inc                  | 894,95                     | 120,64       | 22,83        | 1,89          | 5,59        |
| Tiger Brands Ltd             | 2.446,62                   | 13,58        | 11,72        | 1,28          | 2,44        |
| Yamamı Co                    | 187,21                     | 21,00        | 8,73         | 1,54          | 2,95        |
| <b>Ortalama</b>              | <b>2.314</b>               | <b>18,98</b> | <b>12,60</b> | <b>1,92</b>   | <b>2,85</b> |
| <b>Medyan</b>                | <b>1.477</b>               | <b>20,88</b> | <b>12,07</b> | <b>1,62</b>   | <b>2,44</b> |

Yurt dışı benzer şirketlerin FD / FAVÖK medyan çarpanı 12,07x olarak belirlenmiş ve bu çarpana göre Şirket'in piyasa değeri 284.378.172 Dolar olarak hesaplanmıştır.

| Yurt Dışı Çarpan Analizi -FD/FAVÖK Çarpanına Göre (USD) | Değerleme Özeti    |
|---------------------------------------------------------|--------------------|
| 2023/09-2024/09 Dönemi FAVÖK                            | 31.870.508         |
| Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı               | 12,07              |
| Firma Değeri                                            | 384.677.032        |
| Net Borç Pozisyonu                                      | -100.298.860       |
| <b>Özsermaye Değeri</b>                                 | <b>284.378.172</b> |

Yurt dışı benzer şirketlerin F/K medyan çarpanı 20,88x olarak belirlenmiş ve bu çarpana göre Şirket'in piyasa değeri 390.955.935 Dolar olarak hesaplanmıştır.

| Yurt Dışı Çarpan Analizi -F/K Çarpanına Göre (USD)             | Değerleme Özeti    |
|----------------------------------------------------------------|--------------------|
| 2023/09-2024/09 Dönemi Net Dönem Karı (Ertelenmiş Vergi Hariç) | 18.728.428         |
| Yurtiçi Benzer Şirketler F/K Çarpanı                           | 20,88              |
| <b>Özsermaye Değeri</b>                                        | <b>390.955.935</b> |

### Çarpan Analizi Değerleme Sonucu

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

| Çarpan Analizi Değerleme Sonucu                  | Ağırlıklandırma | Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri |
|--------------------------------------------------|-----------------|-------------------------------------|
| Yurt İçi Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri        | 50%             | 176.042.179                         |
| Yurt Dışı Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri       | 50%             | 337.667.053                         |
| <b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (USD)</b> |                 | <b>256.854.616</b>                  |

**İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi**

Gelir Yaklaşımı yönteminde varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Bu kapsamda kullanılan çoğu değerlendirme tahmini nakit akışlarını değerlemenin yapıldığı tarihe indirgeyerek varlığın bugünkü değerini hesaplayan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine dayanmaktadır.

Şirket tarafından sağlanan beş yıllık finansal tahminler analiz edilerek İNA değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada, Firma değeri projeksiyon dönemi boyunca nakit akımları ve uç değer ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle (AOSM) indirgenerek hesaplanmıştır. Bulunan Firma değerinden net finansal borç düşürülerek de Şirket'in piyasa değeri hesaplanmıştır.

Global Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı FTR'de Şirket'in gelecek dönem projeksiyonları, Şirket'in yatırım planları dahilinde 2024/09-2031 yılların içerecek şekilde hazırlanmıştır. Söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in satışını gerçekleştirdiği ana ürün grupları üzerinden (mercimek, nohut, bulgur, buğday ve buğday ürünleri, fasulye, pirinç ve diğer ürünler) geçmiş yılların satış miktarları, geçmiş yılların fiyat verileri, yapılmakta olan yatırımlar, yapılması planlanan GES yatırımları dikkate alınarak hazırlanmıştır. Şirket'in yetişkin maması olarak da bilinen "Super Cereal" üretiminin projeksiyonları da eklenmiştir. Diğer yandan, Şirket'in devam eden yatırımı kapsamında ilerleyen dönemde üretiminin gerçekleştirmesi planlanan makarna, kuskus, irmik, yulaf, yulaf ezmesi, bakliyat unu, kahvaltılık gevrekler, bitkisel protein, dokulu bitkisel protein ve vegan ürünler, pastacılık ürünleri, balıkçılık sektörüne hitaben yem ürünleri, konserve türevleri, haşlama ürünler, izole protein ürünleri, cips vb. ürünlerin gelecek dönem satışları İNA yönteminde projekte edilmemiştir.

Şirket'in projeksiyon döneminde gerçekleşmesi planlanan FAVÖK marjı %17 düzeyindedir. 31.12.2023 tarihli finansal tablo sonuçlarına göre %15,36, 30.09.2024 tarihli finansal tablo sonuçlarına göre %17,89 olarak gerçekleşen FAVÖK marjının yapılmakta olan yatırımların sağlayacağı verimlilik artışı, depolama alanlarının artması ile kira giderlerinin azalması ve kademeli olarak 2024 ve 2025 yıllarında tamamlanması planlanan GES yatırımları ile %1-1,5 oranında iyileşme öngörülmüştür.

Global Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı FTR'de; Şirket'in devam eden ve planlanan yatırımlarının finansmanı hususunda mevcutta yaklaşık 40 milyon USD proje finansmanı kredisi kullanılmış olduğu belirtilmiştir. Şirket'in mevcut proje finansmanı kredilerinin yaklaşık 15 milyon USD'lik kısmı işletme sermayesi olarak kullanılmış olduğu belirtilmiştir. Şirket devam eden üçüncü fabrika yatırımı ve GES yatırımları için ayrıca 13,7 milyon USD'lik finansman kullanmayı planlanmaktadır. GES yatırımlarının finansmanı için 13,7 milyon USD kredi ön onayı alınmış olduğu belirtilmiştir. Söz konusu finansman süreçlerinde özkaynak borç oranı ortalama olarak %20 özkaynak, %80 borç düzeyinde olduğu açıklanmıştır.

**AOSM belirlenirken şu hususlar dikkate alınmıştır.**

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, 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, %10 olarak dikkate alınmıştır.

Vergi oranı 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 Tablosu (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 Maliyeti | 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%        |
| <b>AOSM</b>                      | <b>10,50%</b> | <b>10,75%</b> | <b>11,00%</b> | <b>10,65%</b> | <b>10,95%</b> | <b>11,26%</b> | <b>11,56%</b> | <b>12,11%</b> | <b>12,05%</b> |

Şirket tarafından sağlanan varsayımlara göre oluşturulan İNA Analizi ve sonuçları aşağıda belirtilmiştir.

| Bin USD                          | 2024/4Ç T    | 2025 T        | 2026 T        | 2027 T        | 2028 T        | 2029 T        | 2030 T        | 2031 T        | 2031 T+        |
|----------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Net Satışlar                     | 85.520       | 298.415       | 366.636       | 436.361       | 507.519       | 559.106       | 615.707       | 677.339       |                |
| Satışların Maliyeti              | -76.070      | -235.934      | -288.806      | -343.178      | -398.669      | -438.895      | -483.031      | -531.093      |                |
| Brüt Kâr                         | 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        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |                |
| Güneş Enerjisi Yatırımları       | -932         | -14.509       | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |                |
| 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        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |                |
| 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        |                |
| <b>Nakit Akışı</b>               | <b>1.298</b> | <b>-3.457</b> | <b>11.148</b> | <b>17.751</b> | <b>27.697</b> | <b>43.274</b> | <b>50.924</b> | <b>60.473</b> |                |
| <b>Serbest Nakit Akışı (SNA)</b> | <b>4.988</b> | <b>-974</b>   | <b>30.498</b> | <b>37.228</b> | <b>46.119</b> | <b>58.857</b> | <b>64.729</b> | <b>69.205</b> | <b>702.376</b> |
| 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%         |
| <b>İNA</b>                       | <b>4.865</b> | <b>-858</b>   | <b>24.198</b> | <b>26.695</b> | <b>29.807</b> | <b>34.191</b> | <b>33.706</b> | <b>32.144</b> | <b>326.235</b> |

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 Dolar Şirket özsermaye değerine ulaşılmıştır.

| İNA Özet Tablo          | USD                |
|-------------------------|--------------------|
| Firma Değeri            | 510.981.526        |
| Net Borç                | -100.298.860       |
| <b>Özsermaye Değeri</b> | <b>410.682.666</b> |

## Değerleme Sonucu

Şirket'in değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli ve Çarpan Analizi Yöntemi eşit ağırlıklandırılmış olup, 333.768.641 Dolar 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.

| Değerleme Sonucu                                 | 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                         |
| <b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (USD)</b> |                             | <b>100%</b> | <b>333.768.641</b>                  |
| <b>İskontolu Özsermaye Değeri (USD)</b>          |                             |             | <b>253.096.760</b>                  |
| <b>Şirket Özsermaye Değeri (TL)</b>              | 11.602.899.399              |             |                                     |
| <b>Pay Değeri (TL)</b>                           | 52,74                       |             |                                     |
| <b>Halka Arz İskontosu</b>                       | 24,17%                      |             |                                     |
| <b>İskontolu Özsermaye Değeri (TL)</b>           | 8.798.478.614               |             |                                     |
| <b>İskontolu Pay Değeri (TL)</b>                 | 40,00                       |             |                                     |

## Fiyat Tespit Raporu'nda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında ve faaliyetlerine ilişkin detaylı bilgi verildiği, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektöre ilişkin açıklamalarda bulunduğu görülmüştür. Değerleme çalışmasına esas teşkil eden değerleme yöntemlerinin tercih durumları, nedenleriyle birlikte yeterli bir şekilde açıklandığı görülmektedir.
- Çarpan analizinde; yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanımını, belirlenen kriterler neticesinde uç değer niteliği taşıyan şirket çarpanlarının değerlemeye dahil edilmemiş olmasını ve çarpan analizinde medyan kullanılmış olmasını olumlu buluyoruz.
- İNA kapsamında kullanılan varsayım ve tahminler ile bunlara yönelik yapılan açıklamaların anlaşılır ve makul olduğunu düşünüyoruz.
- Nihai olarak Şirket'in piyasa değeri belirlenirken; Yurt Dışı Piyasa Çarpanları Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %25 oranında, Yurt İçi Piyasa Çarpanları Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %25 oranında ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değerine %50 oranında ağırlık verilmesini uygun olduğunu düşünüyoruz.

**Sonuç:** Değerleme çalışmasında; ağırlıklandırılarak hesaplanan 11.602.899.399 TL tutarındaki halka arz öncesi piyasa değerini makul buluyoruz. Pay başına halka arz değeri üzerinden %24,17 oranında halka arz iskontosu uygulanarak Armada Gıda için 40,00 TL olarak belirlenen pay başına halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

## Özet Finansallar

| BİLANÇO (TL)                                                                                 | 31/12/2021           | 31/12/2022           | 31/12/2023           | 30/09/2024           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>                                                                       | <b>3.350.017.935</b> | <b>3.582.097.510</b> | <b>3.612.923.340</b> | <b>4.573.004.677</b> |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                                                                    | 208.600.199          | 662.931.910          | 565.547.823          | 696.465.574          |
| Ticari Alacaklar                                                                             | 949.691.200          | 1.028.825.538        | 753.339.590          | 1.472.109.251        |
| Diğer Alacaklar                                                                              | 29.552.560           | 68.080.927           | 53.484.972           | 11.805.413           |
| Stoklar                                                                                      | 2.009.081.942        | 1.699.954.918        | 2.007.677.962        | 2.084.393.745        |
| Peşin Ödenmiş Giderler                                                                       | 105.910.421          | 121.845.843          | 227.829.200          | 219.469.424          |
| Diğer Dönen Varlıklar                                                                        | 47.181.613           | 458.374              | 5.043.793            | 88.761.270           |
| <b>Duran Varlıklar</b>                                                                       | <b>1.237.822.997</b> | <b>1.868.912.787</b> | <b>2.258.688.286</b> | <b>2.373.169.471</b> |
| Diğer Alacaklar                                                                              | 12.884               | 9.749                | 331.250              | 362.648              |
| Kullanım Hakkı Varlıkları                                                                    | 0                    | 4.971.896            | 12.161.100           | 9.808.883            |
| Maddi Duran Varlıklar                                                                        | 1.175.195.961        | 1.780.743.386        | 2.227.649.932        | 2.360.670.903        |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar                                                                | 576.466              | 471.396              | 2.690.908            | 2.290.450            |
| Peşin Ödenmiş Giderler                                                                       | 4.023.806            | 1.629.930            | 0                    | 36.587               |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                                                                     | 58.013.880           | 81.086.430           | 15.855.096           | 0                    |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                                                                      | <b>4.587.840.932</b> | <b>5.451.010.297</b> | <b>5.871.611.626</b> | <b>6.946.174.148</b> |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                                                             | <b>3.123.173.645</b> | <b>3.347.619.214</b> | <b>3.285.392.123</b> | <b>3.875.371.972</b> |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                                                                     | 2.075.051.827        | 2.415.054.618        | 1.644.760.443        | 2.687.139.953        |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları                                             | 134.382.476          | 169.196.741          | 255.347.589          | 331.382.082          |
| Ticari Borçlar                                                                               | 770.373.171          | 503.254.896          | 379.677.926          | 277.106.532          |
| Çalış. Sağlanan Faydalar Kaps. Borçlar                                                       | 2.567.927            | 3.928.843            | 8.864.816            | 21.529.509           |
| Diğer Borçlar                                                                                | 16.198.459           | 83.470.431           | 355.608.942          | 56.120.022           |
| Ertelenmiş Gelirler                                                                          | 112.028.202          | 153.954.584          | 612.604.624          | 473.315.128          |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü                                                                 | 0                    | 6.724.667            | 14.033.033           | 12.828.474           |
| Kısa Vadeli Karşılıklar                                                                      | 12.571.583           | 12.034.434           | 14.494.750           | 15.950.272           |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                                                             | <b>173.102.969</b>   | <b>692.416.329</b>   | <b>929.787.400</b>   | <b>1.180.188.405</b> |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                                                                     | 170.792.383          | 688.433.919          | 925.763.671          | 1.100.240.924        |
| Ertelenmiş Gelirler                                                                          | 0                    | 2.194.253            | 834.818              | 5.497.437            |
| Uzun Vadeli Karşılıklar                                                                      | 2.310.586            | 1.788.157            | 3.188.911            | 2.671.243            |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü                                                                 | 0                    | 0                    | 0                    | 71.778.801           |
| <b>Özkaynaklar</b>                                                                           | <b>1.291.564.318</b> | <b>1.410.974.754</b> | <b>1.656.432.103</b> | <b>1.890.613.771</b> |
| <b>Ana Ortağa Ait Özkaynaklar</b>                                                            |                      |                      |                      |                      |
| Ödenmiş Sermaye                                                                              | 97.020.000           | 97.020.000           | 219.984.000          | 219.984.000          |
| Sermaye Düzeltme Farkları                                                                    | 577.394.293          | 577.394.293          | 664.339.874          | 664.339.874          |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler | 121.357.051          | 256.943.866          | 435.313.527          | 306.431.495          |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler    | 0                    | -35.114.097          | -234.153.492         | -283.020.390         |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler                                                          | 42.263               | 42.263               | 42.263               | 42.263               |
| Geçmiş Yıl Karları /Zararları                                                                | 30.497.944           | 495.750.711          | 304.778.848          | 568.800.678          |
| Net Kar/Zarar                                                                                | 465.252.767          | 18.937.718           | 264.021.830          | 413.850.827          |
| Kontrol Gücü Olmayan Paylar                                                                  | 0                    | 0                    | 2.105.253            | 185.024              |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>                                                                      | <b>4.587.840.932</b> | <b>5.451.010.297</b> | <b>5.871.611.626</b> | <b>6.946.174.148</b> |

| GELİR TABLOSU (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       |
| Satışların Maliyeti                                      | -5.567.230.934     | -7.000.682.219     | -7.093.476.819       | -4.997.030.216     | -4.501.057.877      |
| <b>Brüt Kar</b>                                          | <b>696.610.656</b> | <b>789.846.854</b> | <b>1.124.670.858</b> | <b>896.149.359</b> | <b>913.451.881</b>  |
| Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri                    | -173.747.649       | -292.645.054       | -412.345.368         | -302.868.064       | -328.755.048        |
| Genel Yönetim Giderleri                                  | -52.193.803        | -90.866.754        | -146.583.694         | -111.054.541       | -129.607.606        |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler                       | 609.701.330        | 640.668.498        | 759.667.321          | 665.014.997        | 611.418.929         |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler                       | -484.315.619       | -577.210.596       | -400.904.048         | -552.444.495       | -448.811.482        |
| <b>Esas Faaliyet Karı</b>                                | <b>596.054.915</b> | <b>469.792.948</b> | <b>924.505.069</b>   | <b>594.797.256</b> | <b>617.696.674</b>  |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler                        | 2.283.614          | 6.953.848          | 6.682.146            | 6.907.069          | 0                   |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler                        | 0                  | 0                  | 0                    | 0                  | -246.435            |
| <b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>             | <b>598.338.529</b> | <b>476.746.796</b> | <b>931.187.215</b>   | <b>601.704.325</b> | <b>617.450.239</b>  |
| Finansman Gelirleri                                      | 27.489.903         | 183.017.254        | 90.915.899           | 62.924.000         | 65.869.723          |
| Finansman Giderleri                                      | -712.934.074       | -889.086.812       | -890.822.031         | -528.251.522       | -786.450.822        |
| Parasal Kayıp Kazanç                                     | 515.058.489        | 229.450.107        | 251.634.577          | 246.011.918        | 691.441.763         |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)</b> | <b>427.952.847</b> | <b>127.345</b>     | <b>382.915.660</b>   | <b>382.388.721</b> | <b>588.310.903</b>  |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri</b>         | <b>37.299.920</b>  | <b>18.810.373</b>  | <b>-118.511.633</b>  | <b>-95.584.411</b> | <b>-176.711.546</b> |
| <b>Dönem Kârı / Zararı</b>                               | <b>465.252.767</b> | <b>18.937.718</b>  | <b>264.404.027</b>   | <b>286.804.310</b> | <b>411.599.357</b>  |
| Kontrol Gücü Olmayan Paylar                              | 0                  | 0                  | 382.197              | 159.913            | -2.251.470          |
| <b>Dönem Net Kârı</b>                                    | <b>465.252.767</b> | <b>18.937.718</b>  | <b>264.021.830</b>   | <b>286.644.397</b> | <b>413.850.827</b>  |

**Çekince:**

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 sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, ve öneriler nedeniyle ortaya çıkacak kazanç veya kayıplardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar yatırımcıları bilgilendirme niteliği taşımakta, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.