



**ARMADA GIDA TİCARET SANAYİ A.Ş. FİYAT TESPİT RAPORUNA
İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU - I**

04.07.2025



İçindekiler

1. RAPORUN AMACI.....	3
2. FİYAT TESPİT RAPORU ÖZETİ	3
2.1. Piyasa Çarpanları Analizi	4
2.1.1. Yurt İçi Benzer Şirketler	4
2.1.2. Yurt Dışı Benzer Şirketler	5
2.1.3. Çarpan Analizi Değerleme Sonucu	5
2.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (İNA).....	6
2.2.1. AOSM Hesabı	6
2.2.2. Hasılat Projeksiyonları.....	7
2.2.3. İndirgenmiş Nakit Akımları	8
2.2.4. Değerleme Sonucu	9
3. HALKA ARZ SONUÇLARI.....	10
4. HALKA ARZ SONRASI FİNANSAL PERFORMANS	10
5. HALKA ARZ SONRASINDA YAŞANAN FİYAT HAREKETLERİ ve PAY PERFORMANSI.....	13
6. HALKA ARZ SONRASI FİYATA ETKİ ETTİĞİ DÜŞÜNÜLEN GELİŞMELER.....	15

1. RAPORUN AMACI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII - 128.1 no'lu Pay Tebliği'nin ("Tebliğ") 29. maddesi 4. fıkrası uyarınca,

"Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur."

Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş. ("Armada" veya "Şirket") paylarının ilk halka arzında Tebliğ'in 29. Madde 1. fıkrası uyarınca konsorsiyum lideri Global Menkul Değerler A.Ş. ("Global Menkul") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu 23.12.2024 tarihinde KAP'ta yayımlanmıştır ve Şirket payları 03.01.2025 tarihinde işlem görmeye başlamıştır.

İşbu Değerlendirme Raporu, Fiyat Tespit Raporu'nu müteakip Tebliğ'in 29. maddesi 4. fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Armada'nın nihai halka arz fiyatı ile rapor tarihi olan 04.07.2025 tarihine kadar (03.07.2025 kapanış) oluşan borsa fiyatı arasındaki farklılıkların olası nedenleri hakkında değerlendirmeleri içermektedir.

İşbu rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

2. FİYAT TESPİT RAPORU ÖZETİ

23.12.2024 Tarihinde KAP'ta yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan veriler, Şirket adına 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 mali yılları ile 30.09.2024 ara dönemi için hazırlanan bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve Global Menkul Değerler A.Ş. analizlerine dayanmaktadır.

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

2.1. 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 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 Kâr), "PD/DD" (Piyasa Değeri/Defter Değeri) ve "F/K" (Fiyat/Kazanç) çarpanları incelenmiştir.

2.1.1. Yurt İçi Benzer Şirketler

Şirket'in özsermaye değeri, yurt içi benzer şirketlerin medyan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak hesaplanmıştır.

Hesaplanan özsermaye değerlerinden FD/FAVÖK sonucuna %50, F/K sonucuna %50 ağırlık verilerek Şirket'in yurt içi benzer şirketler analizine göre özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Şirket'in son 12 aylık FAVÖK tutarı 31.870.508 USD olmakta olup, FAVÖK tutarı olarak son 12 aylık FAVÖK değerlemede dikkate alınmıştır.

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.

FD/FAVÖK çarpanına göre, değerleme özetini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Tablo 1: Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Kullanılarak Yapılan Değerleme Özeti

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

Düzeltilmiş net dönem karına göre F/K çarpanı kullanılarak yapılan değerleme özetini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Tablo 2: Yurt İçi Benzer Şirketler F/K Çarpanı Kullanılarak Yapılan Değerleme Özeti

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

2.1.2. Yurt Dışı Benzer Şirketler

Değerleme çalışmasında kullanılan FD/FAVÖK çarpanına göre, değerleme özetini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Tablo 3: Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Kullanılarak Yapılan Değerleme Özeti

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

Değerleme çalışmasında kullanılan F/K çarpanına göre, değerleme özetini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Tablo 4: Yurt Dışı Benzer Şirketler F/K Çarpanı Kullanılarak Yapılan Değerleme Özeti

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

2.1.3. Çarpan Analizi Değerleme Sonucu

Çarpan analizine göre değerleme 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.

Tablo 5: Çarpan Analizi Değerleme Sonucu

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

2.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (İNA)

Şirket'in gelecek dönem projeksiyonları, Şirket'in yatırım planları dahilinde 2024/09-2031 yıllarını 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. Ayrıca 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 iyileşmesi öngörülmektedir.

2.2.1. AOSM Hesabı

Tahmini nakit akışlarını bugünkü değere indirmek için kullanılan oranın hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti" (AOSM) kullanılmaktadır. AOSM, Şirket'in hesaplanan özkaynak ve borç maliyetlerinin ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmaktadır.

Şirket'in projeksiyon dönemi sonrası vergi giderleri ve tahminlenen borç/özkaynak kompozisyonun yıllar içerisinde değişim göstereceği öngörüsü nedeniyle, her yıl için ayrı AOSM hesaplanmıştır. 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. İhtiyatlılık gereği %7,5 risksiz faiz oranı olarak dikkate 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 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.

Tablo 6: AOSM Hesabı

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%
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 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%

2.2.2. Hasılat Projeksiyonları

Yapılmakta olan yatırımlar ve yapılması planlanan yatırımlar dikkate alınarak hazırlanan hasılat projeksiyonu aşağıda yer almaktadır. Konvansiyonel ürünler ve organik ürünler ile super cereal ürünü ayrı ayrı projekte edilmiştir.

Tablo 7: Hasılat Projeksiyonları

KONVANSİYONEL								
Yurt içi (Ton)	2021G	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Mercimek	28.368	31.286	24.913	37.500	40.000	42.000	43.500	45.500
Nohut	4.608	6.031	5.822	6.000	8.000	15.000	20.000	22.000
Bulgur	14.263	17.580	15.923	18.500	21.500	25.000	28.200	32.500
Buğday	7.034	6.564	27.520	32.000	32.000	38.500	42.500	47.000
Fasulye	3.416	4.995	6.185	8.000	10.000	12.000	13.000	14.000
Pirinç	1.497	2.684	3.481	15.500	16.500	17.000	18.000	20.000
Diğer	19.471	25.320	23.157	28.000	30.000	32.000	35.000	40.000
Yurt İçi Toplam (Ton)	78.657	94.460	107.000	145.500	158.000	181.500	200.200	221.000
Yurt dışı (Ton)	2021G	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Mercimek	58.176	41.979	25.911	42.000	43.000	45.000	50.000	60.000
Nohut	20.372	8.422	9.003	10.000	15.000	20.000	25.000	30.000
Bulgur	12.053	14.663	15.532	17.500	24.000	28.000	35.000	40.000
Buğday	504	838	101.695	10.000	15.000	20.000	20.000	20.000
Fasulye	6.033	14.377	3.256	7.000	10.000	13.000	15.000	19.000

Pirinç	12.228	13.123	16.733	18.000	21.000	25.000	30.000	35.000
Diğer	18.054	17.728	22.504	28.000	30.000	35.000	45.000	50.000
Yurt Dışı Toplam (Ton)	127.419	111.130	194.635	132.500	158.000	186.000	220.000	254.000
ORGANİK								
Yurt İçi miktar (ton)	2021G	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Mercimek	43	153	128	250	600	650	720	750
Nohut	1	46	68	100	300	330	365	400
Bulgur	8	70	79	100	420	460	500	560
Fasulye	50	45	48	50	240	270	290	320
Pirinç	2	7	75	100	1.200	1.300	1.500	1.600
Diğer	3	80	70	60	300	330	370	400
Yurt İçi Toplam (Ton)	107	401	467	660	3.060	3.340	3.745	4.030
Yurt dışı (Ton)	2021G	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Mercimek	5.424	5.816	7.472	10.000	10.000	12.000	13.000	15.000
Nohut	930	648	1.484	2.200	2.500	2.750	3.000	3.000
Bulgur	1.453	1.768	1.799	2.200	2.400	2.500	2.750	3.000
Buğday	200	1.800	5.070	10.000	15.000	20.000	30.000	30.000
Fasulye	526	293	170	200	300	400	500	600
Diğer	797	712	641	1.000	1.200	1.300	1.500	2.000
Yurt Dışı Toplam (Ton)	9.329	11.036	16.636	25.600	31.400	38.950	50.750	53.600
Super Cereal (ton)	2021G	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Super Cereal (ton)	-	-	-	-	18.000	25.000	26.750	29.000
GENEL TOPLAM	215.512	217.027	318.738	304.260	368.460	434.790	501.445	561.630
Yıllık Değişim		1%	47%	-5%	21%	18%	15%	12%

5 Yıllık Hasılat Projeksiyonu - Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2.2.3. İndirgenmiş Nakit Akımları

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde 2024 yılı ilk dokuz aylık gerçekleşmeleri ile 2024 yılı proforma bütçesindeki farklar 2024 yılı nakit akışına dahil edilmiş ve indirgeme oranında da dönemsellik dikkate alınmıştır. İNA yönteminde;

- Ertelenmiş vergi gelir/giderleri yasal kayıtlarla TFRS'ye göre hazırlanan finansal tablolar arasındaki geçici farklardan kaynaklanan gelir ve giderlerin değişik raporlama dönemlerinde vergilendirilmesinden kaynaklanmakta olup, 2024 yılı ilk dokuz aylık vergi gideri hesaplanırken dönem vergi gideri dikkate alınmış ve ertelenmiş vergi gelir/gideri dikkate alınmamıştır.
- Şirket'in yatırım harcamalarında USD cinsinden yapmış olduğu yatırımlar dikkate alınmış ve 2024 tahmini yatırım bütçesinden düşülerek aradaki fark yatırım harcaması olarak nakit akışından düşülmüştür.
- Faiz ve kredi ödemelerinde benzer şekilde 2024 yılı ilk dokuz aylık ödemeler 2024 yıl sonu bütçesinden düşülmüştür.

2024/09- 2031T projeksiyon döneminde Şirket yönetiminin beklediği nakit akış modeli aşağıdaki gibidir.

Tablo 8: İNA Hesaplaması

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	-438.895	-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

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.

Tablo 9: İNA Sonuç Tablosu

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

İNA Sonuç Tablosu - Hesaplama: Global Menkul

2.2.4. Değerleme Sonucu

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 özeti gösterir özet tablo aşağıdaki gibidir

Tablo 10: Değerleme Sonucu

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		
Halka Arz İskontosu	24,17%		
İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	8.798.478.614		
İskontolu Pay Değeri	40,00		

3. HALKA ARZ SONUÇLARI

Armada Gıda Ticaret Sanayi A.Ş. (“Armada Gıda” ve/veya “Şirket”) paylarının halka arzı 25-26-27 Aralık 2024 tarihleri arasında gerçekleşmiştir.

Halka arzda birim fiyat 40,00 TL olarak belirlenmiştir. Halka arz edilen 45.830.000 TL nominal değerli paylar ile ek satışa sunulan 9.166.000 TL nominal değerli payların tamamının satışı gerçekleşmiştir.

Toplam halka arz büyüklüğü 2.199.840.000 TL olarak gerçekleşmiştir.

Halka arzda, ek satış dahil halka arz edilen 54.996.000 TL nominal değerli payların 1,27 katına denk gelen 69.724.006 TL nominal değerli pay talebi gelmiştir.

Halka arzda, ek satış dahil, Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara tahsis edilen payların 1,18 katı ve Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara tahsis edilen payların 1,42 katı talep gelmiştir. Şirket çalışanlarına ek satış dahil tahsis edilen 549.960 TL nominal değerli paylar için 253.989 TL nominal talep gelmiş olup, karşılanmayan kısım Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar tahsisat grubuna dahil edilmiştir.

Yatırımcı grubu bazında dağıtım bilgisi aşağıdaki gibidir:

Tablo 11: Halka Arza Katılan Yatırımcı Verileri

Yatırımcı Grubu	Planlanan Tahsisat (Ek Satış Dahil)		Talep			Dağıtım		
	Nominal Pay Adedi	Oran	Başvuru Sayısı	Nominal Pay Adedi	Oran	Başvuru Sayısı	Nominal Pay Adedi	Oran
Yurt İçi Yatırımcı	32.997.600	60,00%	439.932	38.952.057	55,87%	436.025	32.997.600	60,00%
Yurt İçi Kurumsal	21.448.440	39,00%	76	30.517.960	43,77%	76	21.744.411	39,54%
Şirket Çalışanları	549.960	1,00%	59	253.989	0,36%	59	253.989	0,46%
TOPLAM	54.996.000	100,00%	440.067	69.724.006	100,00%	436.160	54.996.000	100,00%

Kaynak: Global Menkul Değerler A.Ş.

(*) Gerçek ve tüzel kişilerden oluşmaktadır.

(**) Aracı kurum, portföy yönetim şirketi, sandık, vakıf, yatırım ortaklığı ve fonlardan oluşmaktadır

4. HALKA ARZ SONRASI FİNANSAL PERFORMANS

Armada Gıda paylarının 03.01.2025 tarihinde Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasının ardından Şirket’in 31.12.2024 ve 31.03.2025 tarihli finansal verileri KAP’ta yayımlanmıştır.

Şirket’in Türkiye Finansal Raporlama Standartları kapsamında hazırlanan ve Türkiye Muhasebe Standardı 29 “Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama”da (TMS 29) yer alan ilgili muhasebe ilkelerine uygun olarak enflasyon etkisine göre düzeltilerek sunulan 31.12.2024 ve 31.03.2025 tarihli finansal tablolarına ilişkin veriler aşağıdaki gibidir:

Tablo 12: Bilanço (TMS 29 Standartlarına Uygun)

VARLIKLAR	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2024	Sınırlı Denetimden Geçmiş 31.03.2025
Dönen Varlıklar	7.863.967.869	7.623.996.804
Nakit ve Nakit Benzerleri	584.042.339	1.895.384.153
Ticari Alacaklar	1.148.739.984	1.428.234.500
<i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>1.148.739.984</i>	<i>1.428.234.500</i>
Diğer Alacaklar	2.452.104.192	285.890.807
<i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>421.844.356</i>	<i>213.304.898</i>
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>2.030.259.836</i>	<i>72.585.909</i>
Stoklar	3.395.794.113	3.714.734.837
Peşin Ödenmiş Giderler	233.906.317	217.263.191
<i>İlişkili olmayan taraflara peşin ödenmiş giderler</i>	<i>233.906.317</i>	<i>217.263.191</i>
Diğer Dönen Varlıklar	49.380.924	82.489.316
Duran Varlıklar	3.250.322.988	3.260.753.111
Diğer Alacaklar	302.912	275.212
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>302.912</i>	<i>275.212</i>
Kullanım Hakkı Varlıkları	10.549.102	10.453.528
Maddi Duran Varlıklar	3.234.203.568	3.241.647.777
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.267.406	8.376.594
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-
TOPLAM VARLIKLAR	11.114.290.857	10.884.749.915
KAYNAKLAR		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5.049.784.686	4.692.313.293
Kısa Vadeli Borçlanmalar	3.394.516.364	3.106.190.065
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	364.212.666	335.832.297
Ticari Borçlar	531.039.903	399.442.924
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	<i>531.039.903</i>	<i>399.442.924</i>
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	8.342.428	21.847.714
Diğer Borçlar	59.447.356	66.298.452
<i>İlişkili taraflara diğer borçlar</i>	<i>54.973.483</i>	<i>43.061.899</i>
<i>İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar</i>	<i>4.473.873</i>	<i>23.236.553</i>
Ertelenmiş Gelirler	652.182.959	733.562.224
<i>İlişkili olmayan taraflardan ertelenmiş gelirler</i>	<i>652.182.959</i>	<i>733.562.224</i>
<i>İlişkili taraflardan ertelenmiş gelirler</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	20.153.365	8.071.584
Kısa Vadeli Karşılıklar	19.889.645	21.068.033
<i>Diğer kısa vadeli karşılıklar</i>	<i>10.913.307</i>	<i>11.925.369</i>
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar</i>	<i>8.976.338</i>	<i>9.142.664</i>
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.437.250.408	1.486.015.809
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.273.662.523	1.208.436.878
Ertelenmiş Gelirler	6.429.987	1.664.027
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.728.239	12.640.138
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar</i>	<i>2.728.239</i>	<i>12.640.138</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	154.429.659	263.274.766
Özkaynaklar	4.627.255.763	4.706.420.813
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4.624.191.350	4.703.503.801
Ödenmiş Sermaye	263.980.843	263.980.843

Sermaye Düzeltmesi Farkları	818.780.895	818.780.895
Geri Alınmış Paylar	-	-3.717.600
Paylara İlişkin Primler	1.797.357.093	1.797.357.093
Kar veya zararda yeniden sınıflanmayacak diğer kapsamlı gelir/(giderler)	642.616.380	629.607.624
Kar veya zararda yeniden sınıflanacak diğer kapsamlı gelir/(giderler)	-453.880.252	-550.792.212
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	49.432	3.762.513
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	665.297.486	1.555.291.478
Net Dönem Karı/Zararı	889.989.473	189.233.167
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	3.064.413	2.917.012
TOPLAM KAYNAKLAR	11.114.290.857	10.884.749.915

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Tablo 13: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (TL)	01.01.2024-31.03.2024	01.01.2025-31.03.2025
Hasılat	2.379.710.870	2.142.952.077
Satışların Maliyeti	-2.187.250.708	-1.674.426.915
BRÜT KAR / (ZARAR)	192.460.162	468.525.162
Genel Yönetim Giderleri	-50.359.705	-43.339.513
Pazarlama Giderleri	-134.106.729	-166.008.019
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	612.412.878	230.979.309
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-527.901.081	-201.112.124
ESAS FAALİYET KAR / (ZARARI)	92.505.525	289.044.815
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)	92.505.525	289.044.815
Finansman Gelirleri	59.297.931	189.650.293
Finansman Giderleri	-306.662.802	-424.078.761
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	373.646.945	302.293.249
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KAR/(ZARARI)	218.787.599	356.909.596
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-122.382.001	-166.448.756
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-8.366.813	-8.071.584
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	-114.015.188	-158.377.172
DÖNEM KARI / (ZARARI)	96.405.598	190.460.840

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in fiyat tespit raporunda yer alan projeksiyonlar yıl itibarıyla yapılmış olup ara dönemler için bir tahmin yapılmamıştır. Varsayımlara dair gerçekleşme incelemesi, Fiyat Tespit Raporu'nda yer verilen yıllık tahminler baz alınarak hazırlanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda tahmin edilen projeksiyonlar ve gerçekleştirmelerin karşılaştırması aşağıdaki gibidir:

Tablo 14: Projeksiyon ve Gerçekleşen Karşılaştırması

Gerçekleşmeler (bin USD)	2025 Projeksiyon	31.03.2025 Projeksiyonu*	31.03.2025 Gerçekleşme	31.03.2025 Gerçekleşme Oranı
Hasılat	298.415	59.683	58.756	98%
Satılan Mal Maliyeti (-)	235.934	47.187	44.117	93%

Brüt Kar	62.481	12.496	14.638	117%
Brüt Kar Marjı (%)	20,9%	20,9%	24,9%	119%
FAVÖK	49.238	9.848	9.789	99%
FAVÖK Marjı (%)	16,5%	16,5%	16,7%	101%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu / Global Menkul Değerler / Şirket

*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 birinci çeyrekte yıllık tahminlerin %20'sinin gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirket'in 2025 projeksiyonlarına göre hasılatın 298.415 bin USD olacağı tahmin edilmiş olup, 2025'in ilk 3 ayında yaklaşık 58.756 bin USD olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyonu ile kıyaslandığında gerçekleşme oranı %98 olmuştur.

Aynı dönemde brüt kar yılın ilk 3 ayı için yaklaşık 12.496 bin USD olarak tahmin edilmiş, 2025'in ilk 3 ayında ise yaklaşık 14.638 bin USD olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyonu ile kıyaslandığında gerçekleşme oranı %117 olmuştur.

Brüt kar marjı ise %24,9 olarak gerçekleşmiş olup 2025 yılının ilk 3 ayında beklenen marjdan %4 daha yüksek gerçekleşmiştir.

Tablo 15: Hasılat Projeksiyonu ve Gerçekleşen Karşılaştırması

Toplam (ton)	2025 Projeksiyon	31.03.2025 Projeksiyon**	31.03.2025 Gerçekleşme	31.03.2025 Gerçekleşme Oranı
Mercimek	93.600	18.720	17.159	92%
Nohut	25.800	5.160	4.637	90%
Bulgur	48.320	9.664	9.169	95%
Buğday	62.000	12.400	18.806	152%
Fasulye	20.540	4.108	2.349	57%
Pirinç	38.700	7.740	14.614	189%
Super Cereal	18.000	-	-	-
Diğer*	61.500	12.300	13.493	110%
Toplam	368.460	73.692	80.226	109%

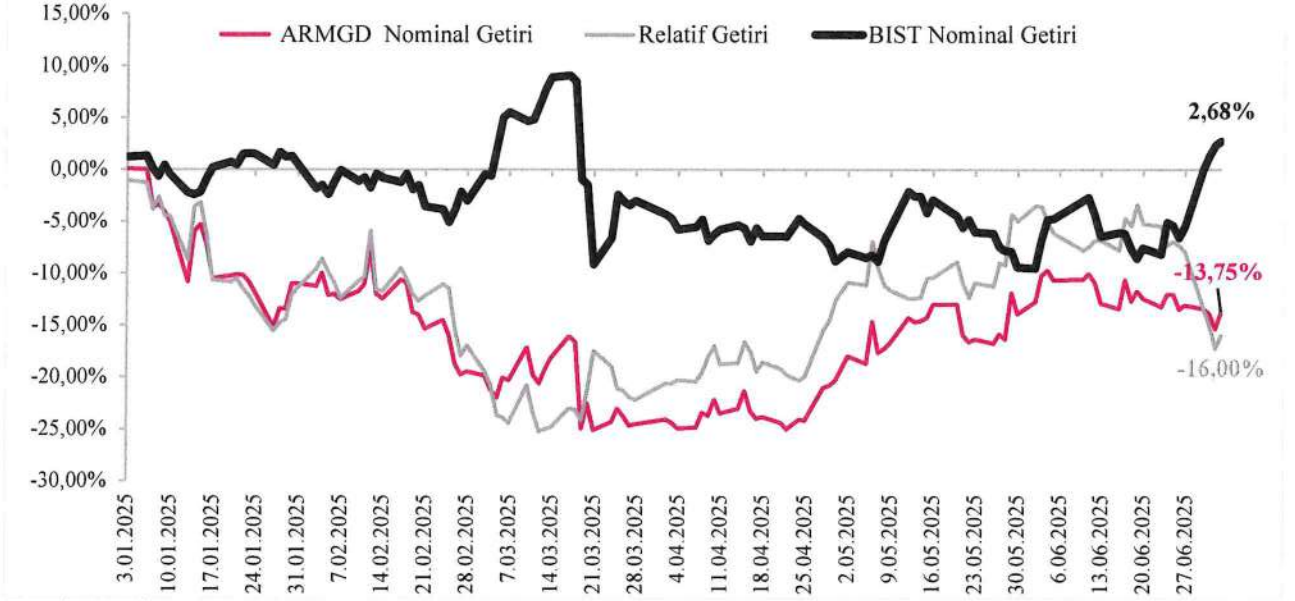
*Diğer ürünler ana ürün grubu, keten tohumu, mavi haşhaş tohumu, beyaz haşhaş tohumu, mısır, baharat, yem ve kuruyemiş ürünlerinden oluşmaktadır.

**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 birinci çeyrekte yıllık tahminlerin %20'sinin gerçekleşeceği öngörülmüştür.

5. HALKA ARZ SONRASINDA YAŞANAN FİYAT HAREKETLERİ ve PAY PERFORMANSI

Armada Gıda payları, Borsa İstanbul'da 03.01.2025 tarihinden itibaren 40,00 TL'den işlem görmeye başlamıştır. Şirket paylarının 03.07.2025 tarihli kapanış fiyatı 34,50 TL'dir. Şirket payları halka arz tarihinden bugüne kadar en yüksek 42,86 TL seviyesini, en düşük ise 28,80 TL seviyesini görmüştür. Armada Gıda payları işlem görmeye başladığı gün olan 03.01.2025 tarihinde 9.990,42 seviyesinde açılan BIST100 endeksi 03.07.2025 tarihi itibarıyla 10.228,39 seviyesinde kapanmıştır.

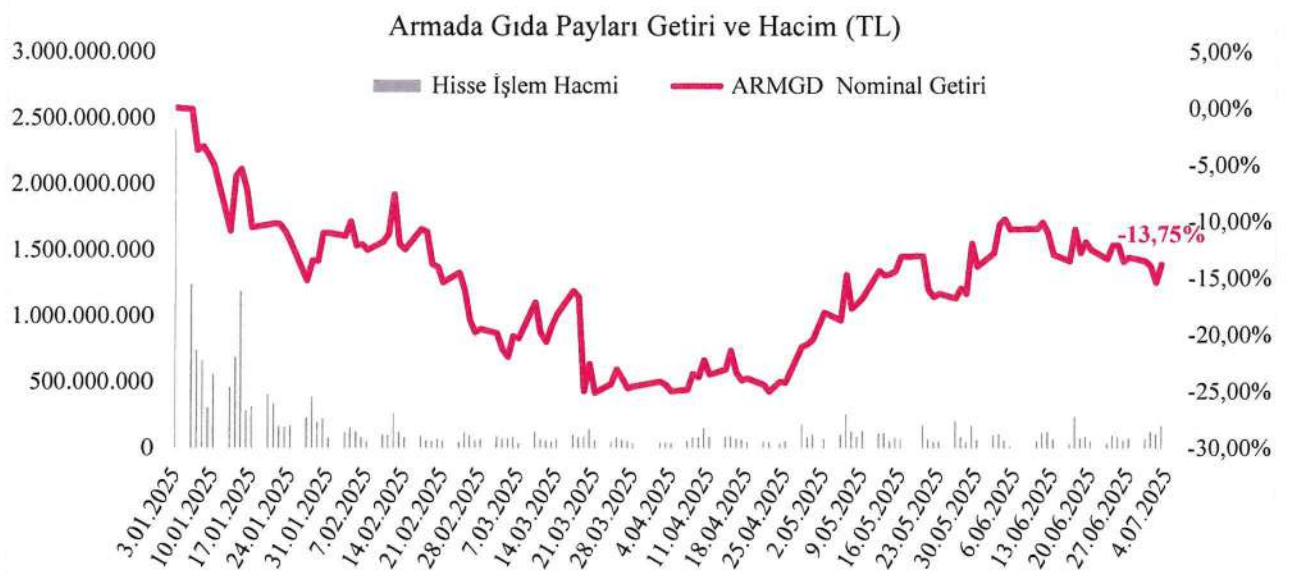
Grafik 1: Armada Gıda paylarının getirisi, BIST-100 getirisi, Relatif getirisi



Kaynak: Matriks

Armada Gıda paylarının işlem görmeye başladığı 03.01.2025 tarihi ile 03.07.2025 tarihleri arasındaki nominal getirisi ve hacim verileri aşağıdaki grafiktedir

Grafik 2: Armada Gıda paylarının getirisi ve işlem hacmi



Kaynak: Matriks

6. HALKA ARZ SONRASI FİYATA ETKİ ETTİĞİ DÜŞÜNÜLEN GELİŞMELER

Şirket paylarının ikincil piyasadaki fiyat değişimlerinde KAP'ta yayımladığı ve aşağıda özetlenmiş olarak yer verilmiş olan özel durum açıklamalarının (ÖDA) etkili olduğu düşünülmektedir.

- 13.01.2025 tarihli “Yeni İş İlişkisi” başlıklı ÖDA’da Şirket’in 10.01.2025 tarihinde, yurtdışında yerleşik özel bir firma ile 5.232.000.- USD tutarlı "Bakliyat Satışı Sözleşmesi" imzaladığı bilgisi kamuoyuyla paylaşılmıştır.
- 03.02.2025 tarihli “Yapılmakta Olan Yatırımlar Hakkında” başlıklı ÖDA’da Şirket’in 31.01.2025 tarihinde, Şirket paylarının halka arzı kapsamında alınan 27.08.2024 tarih ve 2024/22 sayılı Fon Kullanım Yerine İlişkin Yönetim Kurulu Kararı ve ekinde bulunan Fon Kullanım Yeri Raporu’nda "Yatırımların Fonlanması" başlığı altında yer alan "Devam Eden Fabrika Yatırımı" alt başlığı kapsamında; mercimek işleme amacıyla kullanılan mevcut üç hatta ilave olarak ve kapasiteyi iki katına yakın oranda artırması amacıyla kurulması planlanan Mercimek Tesisi'ne ilişkin, Şirket ile Bühler AG arasında 2.275.000 ABD Doları tutarlı bir İş Tedarik Sözleşmesi akdedildiği bilgisi kamuoyuyla paylaşılmıştır.
- 12.02.2025 tarihli “Maddi Duran Varlık Alımı Hakkında” başlıklı bildirimle, Şirket’in 11.02.2025 tarihinde, karbon nötre katkı sağlamak ve kendi öz tüketimine yönelik enerji üretimi için, Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği'nin ilgili 5.1.h kapsamında Mepa Yenilenebilir Enerji A.Ş. ile toplam 8.774.282,55 USD tutarında, 11.058,39 kWp DC gücünde üretime hazır kurulu santral için alım sözleşmesi imzaladığı ve bu sözleşmenin yatırım maliyetlerinin azalmasına ve karlılığa olumlu etkileri olacağının beklendiği bilgisi kamuoyuyla paylaşılmıştır.
- 20.03.2025 tarihli “Payların Geri Alınmasına İlişkin Bildirim” başlıklı bildirimle, Şirket’in Yönetim Kurulu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 19.03.2025 tarih ve 2025/16 sayılı bülteninde yer alan pay geri alım işlemlerine ilişkin ilke kararı çerçevesinde verilen izne istinaden Şirket’in borsada kendi paylarının geri alımının gerçekleştirmesine ilişkin oy birliği ile karar verilmiştir bilgisi kamuoyuyla paylaşılmıştır.
- 12.05.2025 tarihli “Şirketimiz Güneş Enerji Santrali Projesi Hakkında” başlıklı ÖDA’da, Şirket’in 12.02.2025 tarihinde kamuya duyurduğu, Şanlıurfa, Yenidoğan Mahallesi, 109 Ada 6_8_9_10 numaralı dört ayrı parselde yer alan taşınmazların karbon nötre katkı ve kendi öz tüketimine yönelik enerji üretimi sağlamak amacıyla, Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği'nin ilgili 5.1.h kapsamında Mepa Yenilenebilir Enerji A.Ş. ile toplam 8.774.282,55 USD tutarında, 11.058,39 kWp DC gücünde üretime hazır kurulu santral alım sözleşmesi kapsamında ; söz konusu GES’in teslim alındığı, 2025 yılı itibarıyla Şirket'in enerji ihtiyacını kendi üretimi ile karşılayarak enerji giderlerini azaltacağı, 5.1.h kapsamında tükettiği kadarını da piyasaya satarak enerji geliri elde edeceği ve öngörülen enerji giderinin azalmasının EBITDA ve Şirket net karında olumlu etki yaratacağının beklendiği kamuoyuna duyurulmuştur.