

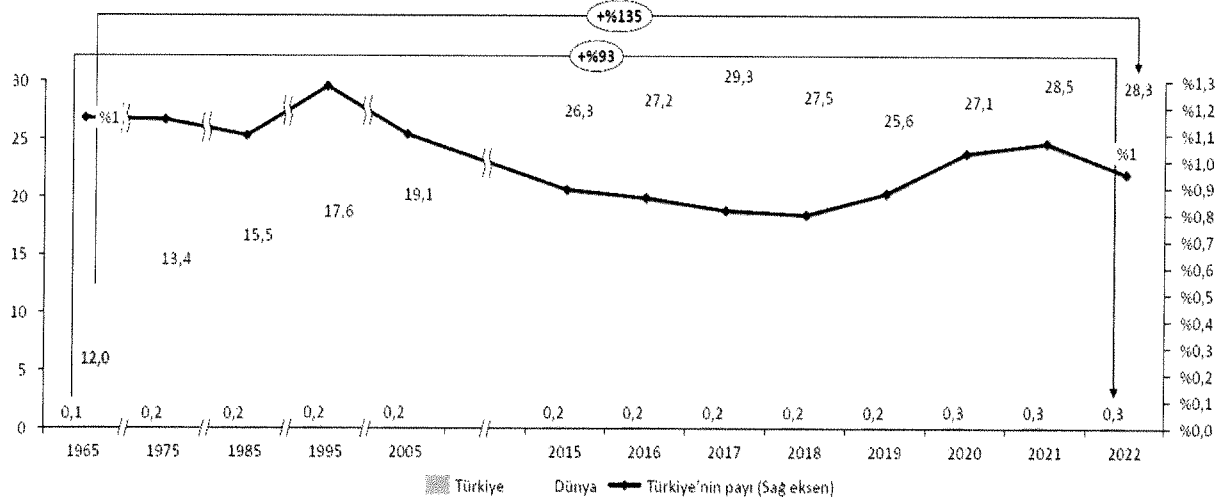
- Dünyada ekim alanları 1980-2000 yılları arasında 25 milyon hektar düzeyinde iken; son 10 yılda %42 artış göstererek yaklaşık 36 milyon hektara ulaşmıştır.
- Dünyada üretilen kuru fasulyenin sadece %14'ü ticarete konu olmaktadır.
- Dünyada baklagiller içerisinde en yüksek üretici fiyatına sahip olan ürün kuru fasulyedir. Son yıllarda fiyat artışı devam etmektedir.

Deloitte Raporu'na göre Türkiye'de fasulye üretim ve ticareti ile ilgili genel bilgiler, aşağıda sıralanmaktadır:

- Türkiye'de baklagiller içinde kuru fasulye ekim alanı, nohut ve mercimekten sonra gelmektedir.
- Türkiye'de kuru fasulye yetiştiriciliği daha çok İç Anadolu Bölgesi'nde yapılmaktadır. Kuru fasulye ekim alanlarının %56,8'ini İç Anadolu Bölgesi oluşturmaktadır.
- Türk mutfağında önemli bir yeri olan kuru fasulye, baklagil tüketimi içerisinde %22'lik bir paya sahiptir.
- 2017/18 üretim döneminde elde edilen kuru fasulye ihracatına göre 2021/22 üretim döneminde %141,1 oranında artış gözlemlenmiştir.

Deloitte Raporu'na göre 28 milyon ton seviyelerine yükselen küresel fasulye üretimi içerisinde Türkiye'nin aldığı pay %1 seviyelerindedir. Aşağıda yer alan tabloda ise 1965 – 2022 yılları arasında küresel fasulye üretim miktarı ve Türkiye'nin ilgili yıllar içerisindeki fasulye üretim miktarları gösterilmektedir:

Küresel fasulye üretim miktarı, milyon ton, %, 1965-2022

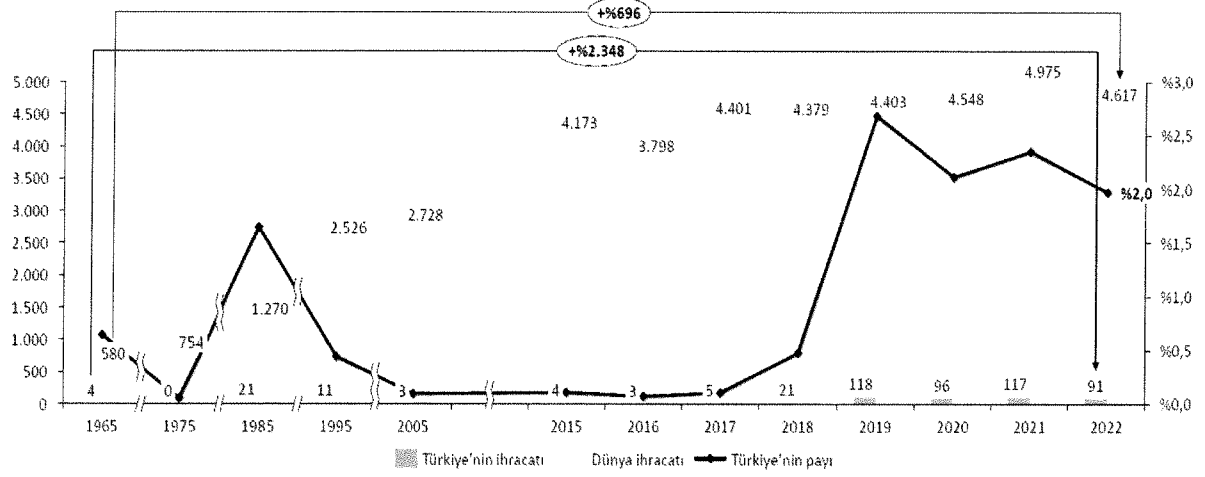


Kaynak: FAO, Deloitte analizi

[Handwritten signature]

Deloitte Raporu'na göre fasulye ihracatı, 1965 – 2022 yılları arasında büyürken, Türkiye'nin ihracatı, toplam ihracat değerinin yaklaşık %2'sini oluşturmaktadır. Bu kapsamda aşağıdaki tabloda 1965 – 2022 yılları arasında küresel fasulye ihracat değeri ve Türkiye'nin ihracat oranı gösterilmektedir:

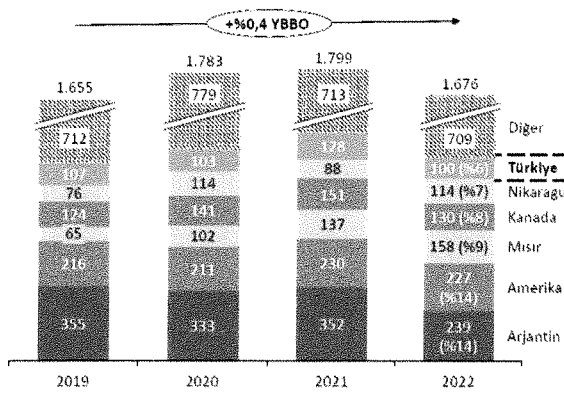
Küresel fasulye ihracat değeri ve Türkiye'nin ihracat oranı, bin ton, %, 1965-2022



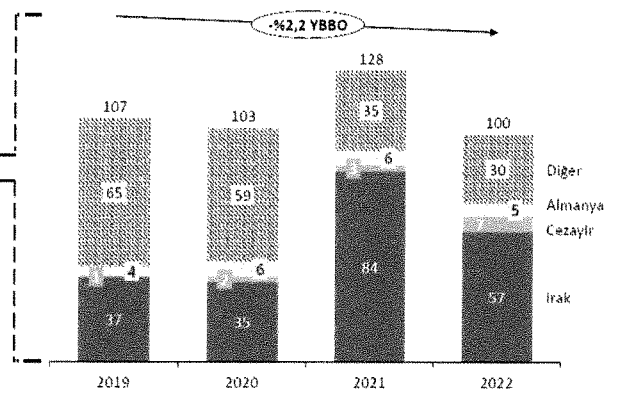
Kaynak: FAO, Deloitte analiz

Deloitte Raporu'na göre Türkiye, 2022 yılında dünyanın en büyük altıncı fasulye ihracatçısıdır. Türkiye'nin en çok ihracat yaptığı pazarlar ise Irak, Cezayir ve Almanya olarak belirtilmiştir. Bu doğrultuda aşağıda yer alan tabloda 2019 – 2022 yılları arasında dünya ve Türkiye'de fasulye ihracatı değerine ilişkin veriler yer almaktadır:

Dünya fasulye ihracatı değeri, milyon \$, 2019-2022



Türkiye fasulye ihracatı değeri, milyon \$, 2019-2022



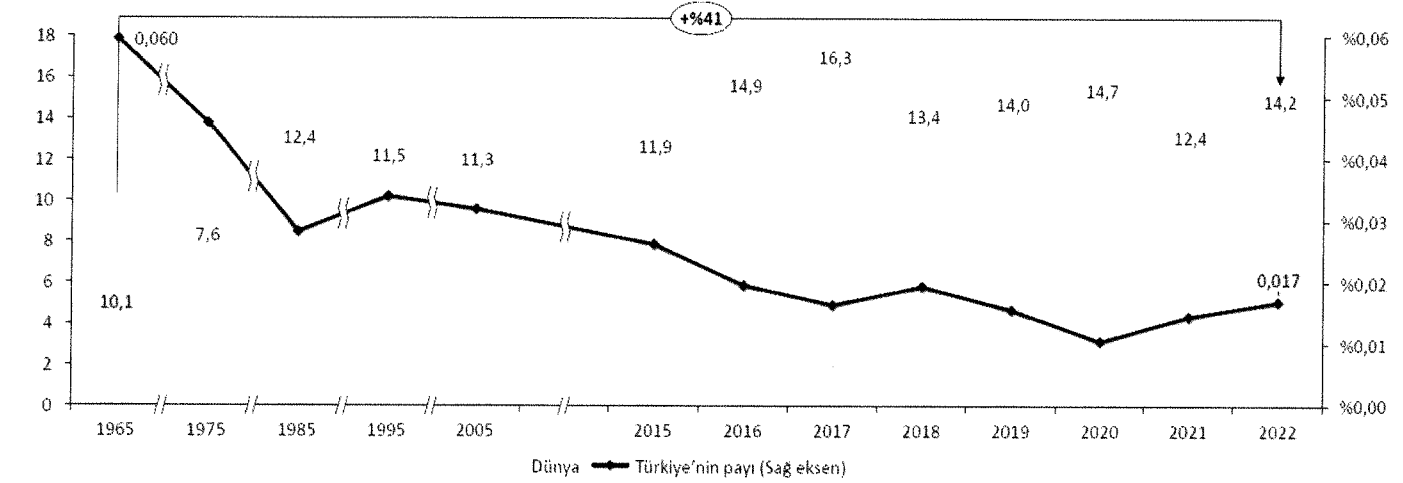
Kaynak: TradeMap, Deloitte analiz

YBBO: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Dünyada ve Türkiye'de Bezelye Üretim ve Ticaretine Genel Bakış

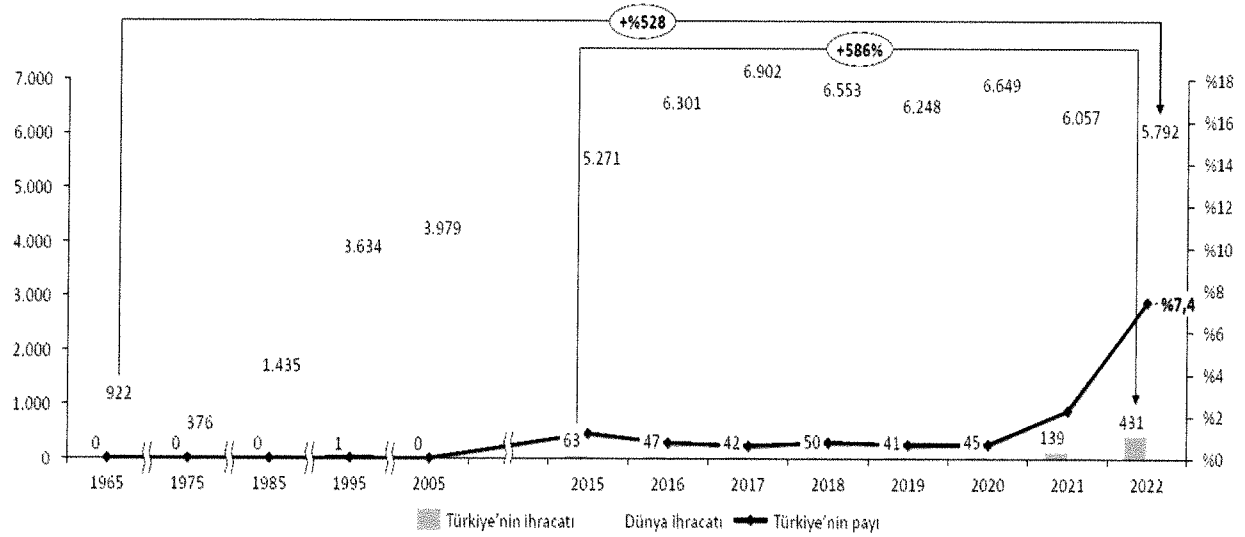
Deloitte Raporu'na göre küresel bezelye üretimi uzun yıllardır 14 milyon ton seviyelerinde seyrederken Türkiye'nin toplam küresel üretimin içerisindeki payı oldukça düşük seviyelerdedir. Aşağıdaki tabloda 1965 – 2022 yılları arasında küresel bezelye üretim miktarı takip edilebilmektedir:

Küresel bezelye üretim miktarı, milyon ton, %, 1965-2022



Deloitte Raporu'na göre bezelye ihracatı, 1965 – 2022 yılları arasında büyürken, Türkiye'nin ihracatı, toplam ihracat değerinin %7'si seviyelerine yükselmiştir. Aşağıdaki tabloda 1965 – 2022 yılları arasında küresel bezelye ihracat değeri ve Türkiye'nin ihracat oranı yer almaktadır:

Küresel bezelye ihracat değeri ve Türkiye'nin ihracat oranı, bin ton, %, 1965-2022

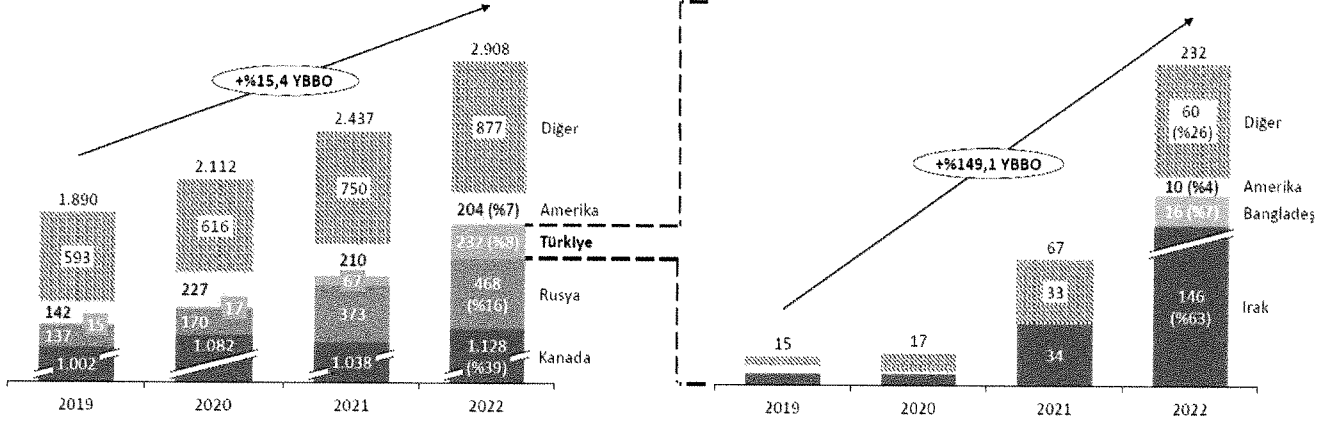


Yıl

Deloitte Raporu'na göre Türkiye, 2022 yılında dünyanın en büyük üçüncü bezelye ihracatçısıdır. Türkiye'nin en çok ihracat yaptığı pazarlar, Irak, Amerika ve Bangladeş olarak belirtilmiş olup aşağıda 2019 – 2022 yılları arasında dünya bezelye ihracatı değeri ve yine aynı yıllar arasında Türkiye bezelye ihracatı değerine ilişkin veriler yer almaktadır:

Dünya bezelye ihracatı değeri, milyon \$, 2019-2022

Türkiye bezelye ihracatı değeri, milyon \$, 2019-2022



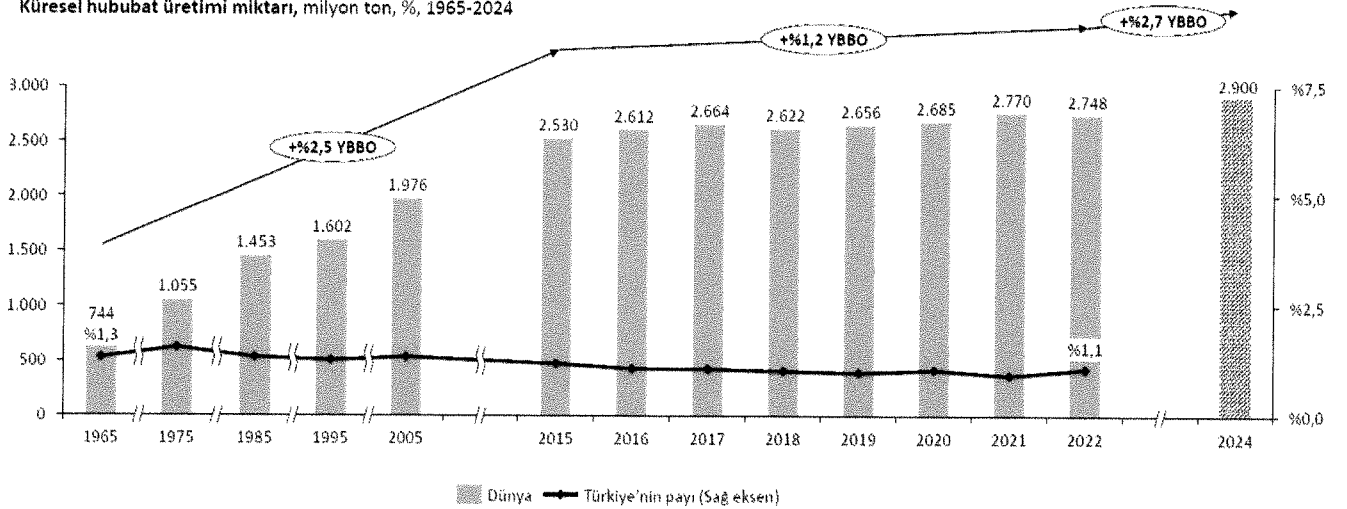
Kaynak: TradeMap, Deloitte analizi

YBBO: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Hububat Ürünleri Pazarı

Deloitte Raporu'na göre küresel hububat üretimi yıllar içinde büyüme göstermiştir ve üretimin artmaya devam edeceği öngörülmektedir. Türkiye'nin hububat üretimi, dünyanın hububat üretiminin ortalama %1'ini karşılamaktadır. Aşağıdaki tabloda 1965 – 2024 yılları arasında küresel hububat üretimi miktarı ve Türkiye'nin payına ilişkin veriler yer almaktadır:

Küresel hububat üretimi miktarı, milyon ton, %, 1965-2024



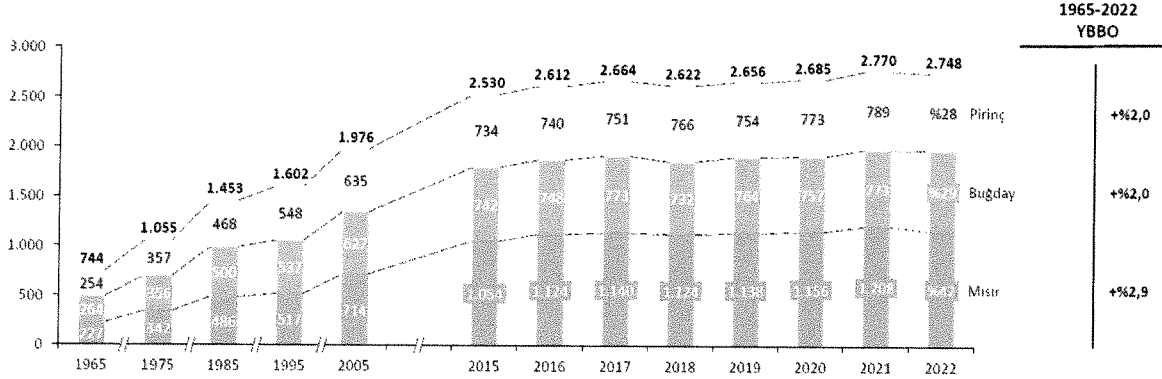
Kaynak: FAO, OECD, Deloitte analizi

YBBO: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Yazı

Kategori bazında hububat pazarı incelendiğinde Şirket özellikle buğday, mısır ve pirinç kategorilerinde hububat üretimleri gerçekleştirmekte ve mısır, üretim artış hızı en yüksek hububat olarak öne çıkmaktadır. Bu kapsamda 1965 – 2022 yılları arasında pirinç, buğday ve mısır kategorilerinde küresel üretim miktarları aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Kategori bazında hububat üretim miktarı, milyon ton, 1965-2022

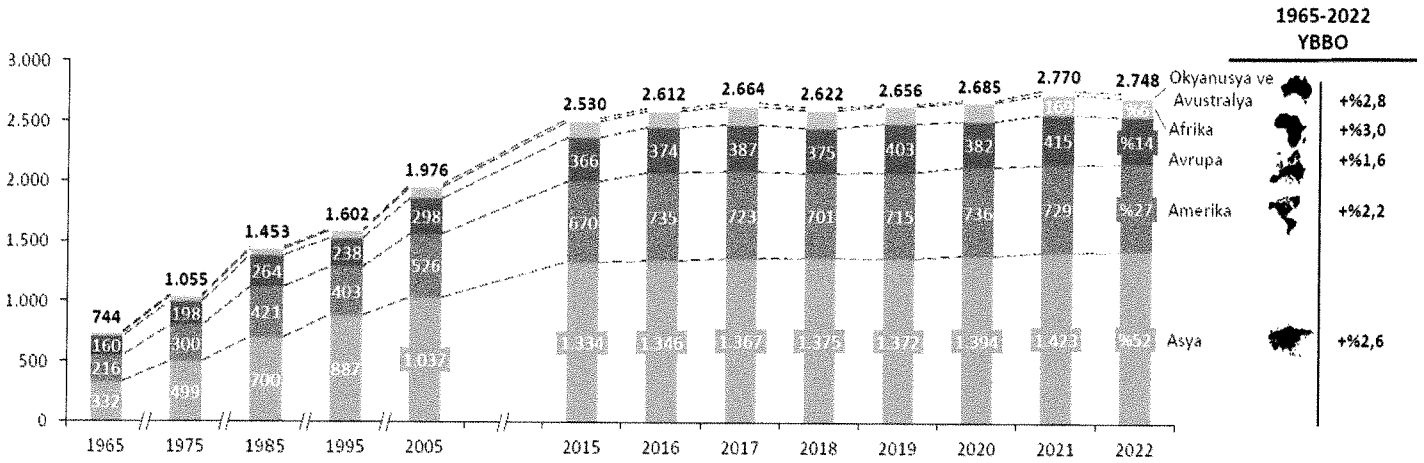


Kaynak: FAO, Deloitte analizi YBBO: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Deloitte Raporu'na göre hububat, dünyanın hemen her bölgesinde üretilirken, Asya ve Amerika birlikte küresel üretimin yaklaşık %80'ini oluşturmaktadır. Üretim artış hızı en yüksek bölge ise Afrika olarak belirtilmiştir. Aşağıdaki tabloda 1965 – 2022 yılları arasında bölge bazında hububat üretim miktarı gösterilmektedir:

Deloitte Raporu'na göre küreselleşme ve ihracat lojistiğinin kolaylaşması ile beraber 1965 – 2022 yılları arasında hububat üretiminin ihracat oranı %10 seviyelerinden %15 seviyelerine yükselmiştir. Nüfus artışı ve tüketim alışkanlıklarının değişimi ile beraber iç tüketimde de artış yaşandığı belirtilmiştir. 1965 – 2022 yılları arasında küresel hububat üretim miktarı ve ihracat oranı, aşağıdaki tablodan takip edilebilmektedir:

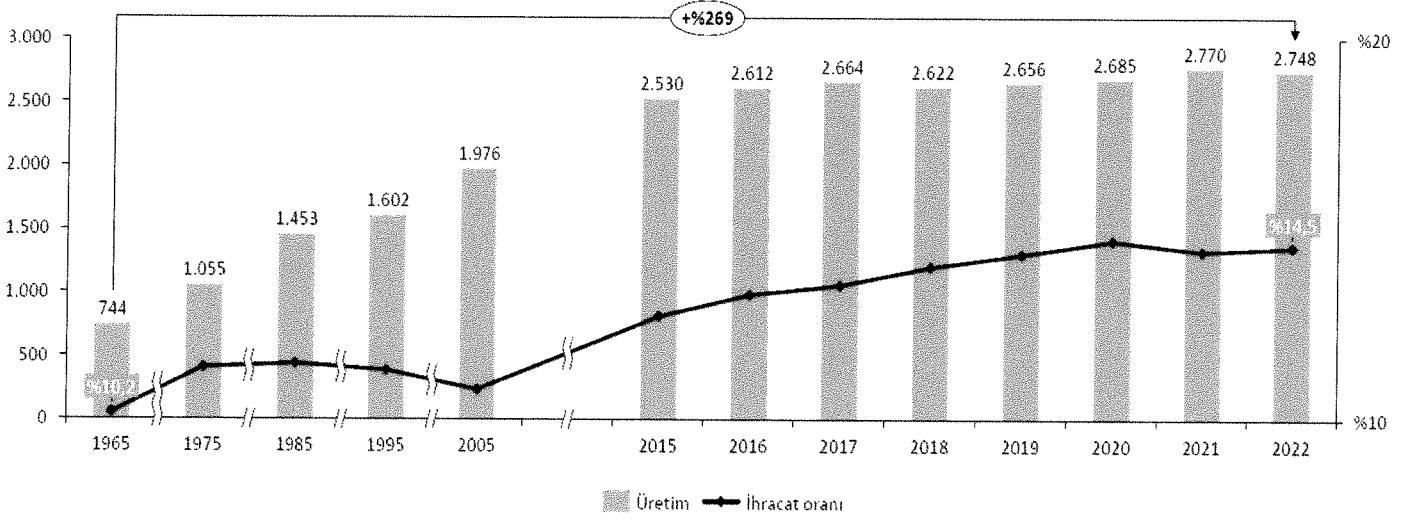
Bölge bazında hububat üretim miktarı, milyon Ton, 1965-2022



Kaynak: FAO, Deloitte analizi YBBO: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Yıl

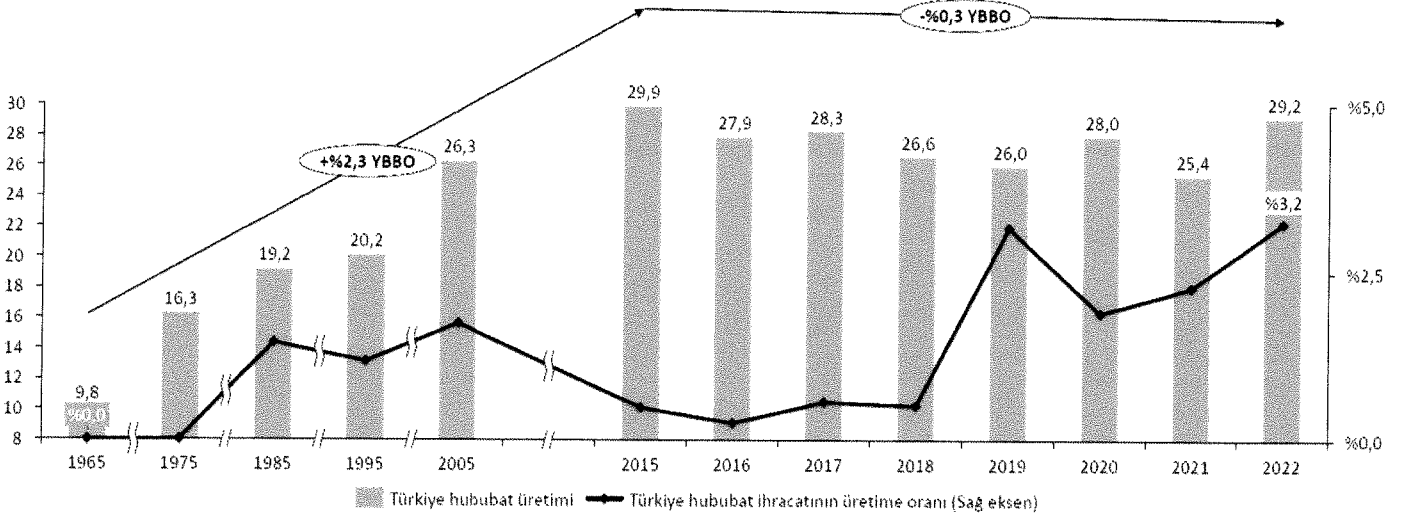
Küresel hububat üretim miktarı ve ihracat oranı, milyon Ton, %, 1965-2022



Kaynak: FAO, Deloitte analizi pp: Yüzde puan değişimi

Deloitte Raporu'na göre Türkiye, hububat üretimi 2015 yılına kadar önemli şekilde artış eğilimi göstermiştir. Buna karşın son yıllarda üretimin az da olsa daraldığı, buna karşın ihracat oranının artış eğiliminde olduğu görülmektedir. Özellikle 2015 yılı sonrasında Türkiye'de hububat üretiminin azalmaya başlamasına karşın ihracat ve ithalat önemli ölçüde artış göstermiştir. Bu kapsamda temelde ithal edilen hububat ürünlerinin ülkemizde işlenip ihraç edildiği değerlendirilmektedir. Aşağıda 1965 – 2022 yılları arasında Türkiye hububat üretimi miktarı ve ihracat oranını gösteren grafik yer almaktadır:

Türkiye hububat üretimi miktarı ve ihracat oranı, milyon ton, %, 1965-2022



Kaynak: FAO, Deloitte analizi

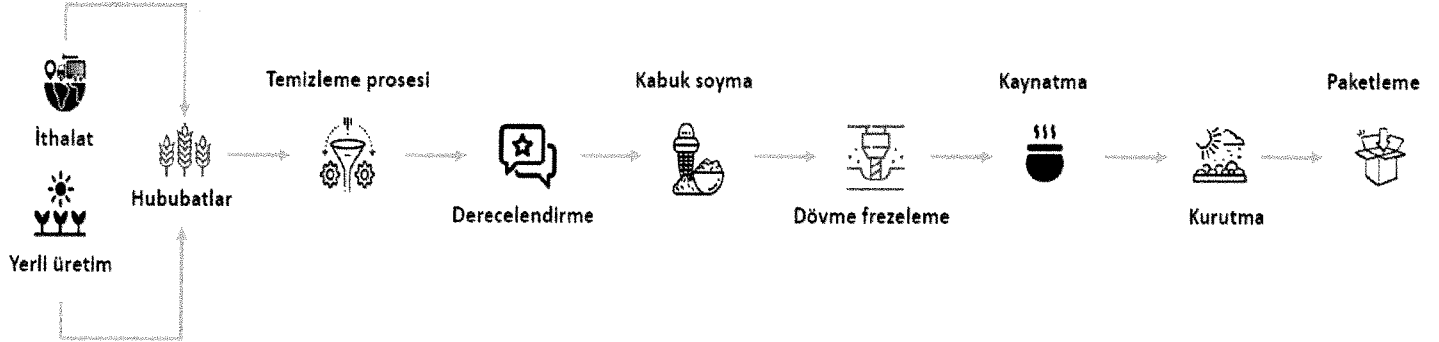
YBBO: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

pp: Yüzde puan değişimi

Handwritten signature and stamp

Türkiye ve Hububat İşleme Süreci

Üst seviye hububat işleme süreci



Deloitte Raporu uyarınca üst seviye hububat işleme sürecine ilişkin şema, aşağıda yer almaktadır:

Deloitte Raporu uyarınca Türkiye'nin, hububat işleme konusunda önemli ülkeler arasında yer aldığı belirtilmiş olup 2023 yılında bakliyat işleme ile beraber yaklaşık 12 milyar ABD Doları değerinde hububat ihraç ettiği değerlendirilmiştir.

Yukarıda yer alan şemadan da takip edilebileceği üzere Türkiye'de hububat işlemenin başlıca temizleme, öğütme ve paketleme olmak üzere 3 (üç) procesten oluştuğu ifade edilebilmektedir.

Dünyada ve Türkiye'de Buğday Üretim ve Ticaretine Genel Bakış

Deloitte Raporu'na göre dünyada buğday üretim ve ticaretine ilişkin genel bilgiler, aşağıda sıralanmaktadır:

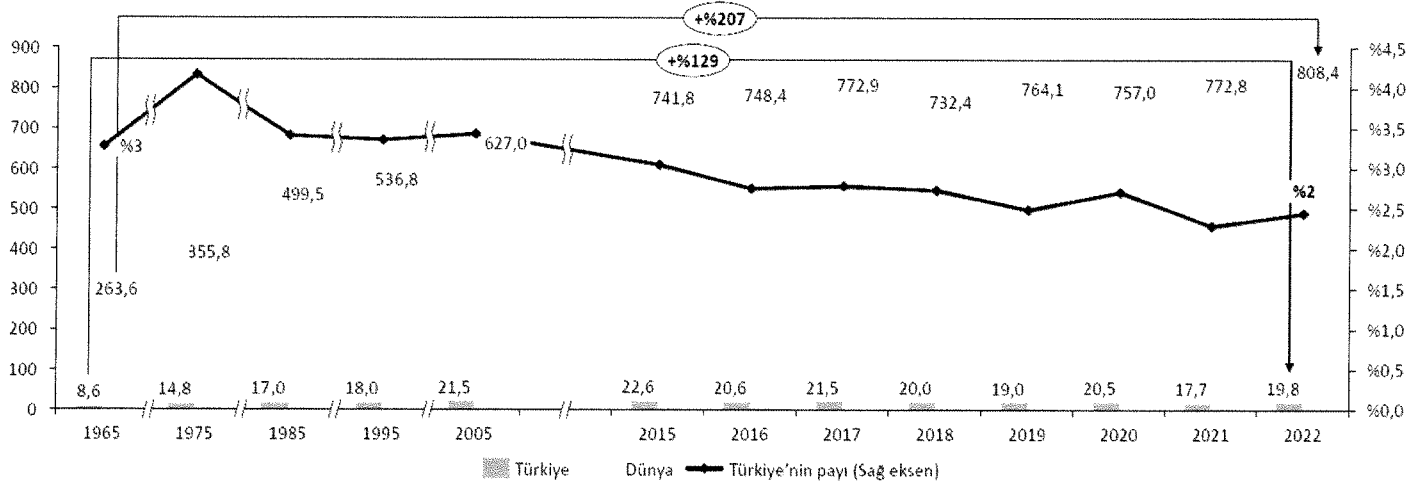
- 2019/20 itibariyle toplam buğday arzının %37'sini ithalat oluşturmaktadır.
- 2019 sonlarında başlayan Covid 19 salgını sebebiyle buğday ürünlerine olan talebin çok fazla artması fiyatların %26 artarak 331 \$/ton seviyelerine yükselmesine neden olmuştur.
- Dünya buğday üretiminin 65'ini Çin, AB, Hindistan, Rusya ve ABD oluşturmaktadır.
- Dünya buğday ihracatında sırasıyla Rusya, AB, ABD, Kanada, Avusturalya ve Ukrayna ilk sıralarda yer almaktadır.

Deloitte Raporu'na göre Türkiye'de buğday üretim ve ticaretine ilişkin genel bilgiler ise aşağıda sıralanmaktadır:

- Türkiye buğday kullanımının %80'ini gıda, %11'i yem, %6'sını tohumluk buğday oluşturmaktadır.
- 2020/21 üretim sezonunda Türkiye buğday ihracatının %58,6'sını buğday unu, %34,3'ünü makarna, %6'sını bisküvi, %0,3'ünü bulgur irmik oluşturmaktadır.
- 2019/20'de buğday üretiminde olumsuz hava koşullarına bağlı verim kayıpları yaşanmıştır.
- 2019/20'de buğday üretiminde olumsuz hava koşullarına bağlı verim kayıpları yaşanmıştır.

Deloitte Raporu'na göre küresel buğday üretimi 800 milyon ton seviyesini aşarken Türkiye'nin aldığı pay %2 – 3 arasındadır. Aşağıda yer alan tabloda 1965 – 2022 yılları arasında küresel buğday üretim miktarı yer almaktadır:

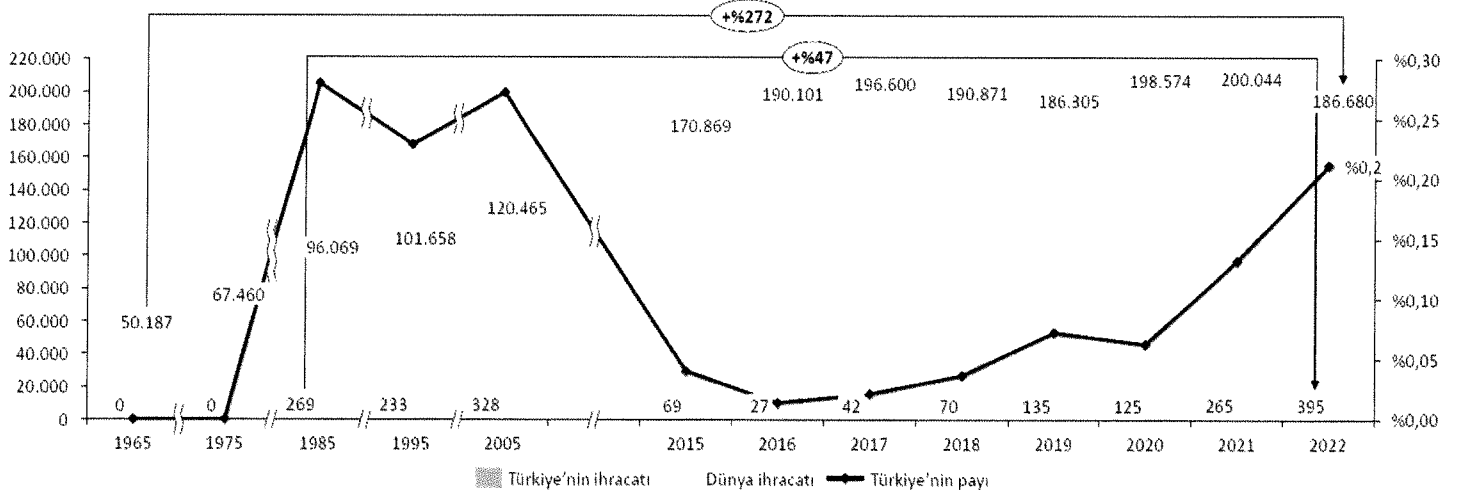
Küresel buğday üretim miktarı, milyon ton, %, 1965-2022



Kaynak: FAO, Deloitte analizi

Deloitte Raporu'na göre buğday ihracatı, 1965 – 2022 yılları arasında büyürken, Türkiye'nin ihracatı, dünyada ihracatı gerçekleştirilen buğday içinde oldukça küçük bir paya sahiptir. Aşağıdaki tabloda 1965 – 2022 yılları arasında küresel buğday ihracat değeri ve Türkiye'nin ihracat oranı gösterilmektedir:

Küresel buğday ihracat değeri ve Türkiye'nin ihracat oranı, bin ton, %, 1965-2022

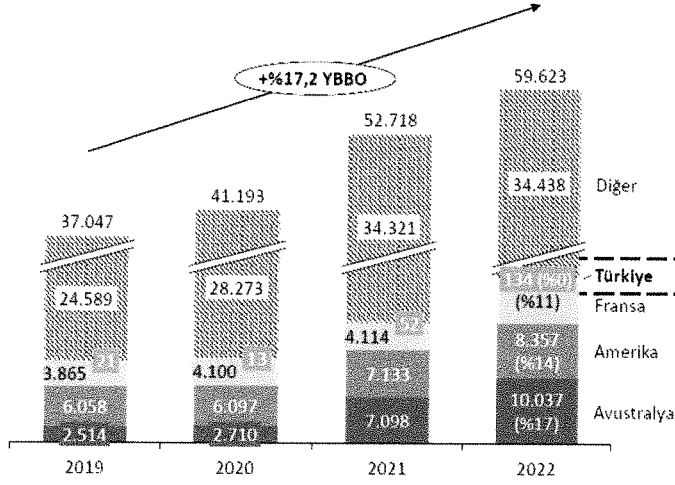


Kaynak: FAO, Deloitte analizi

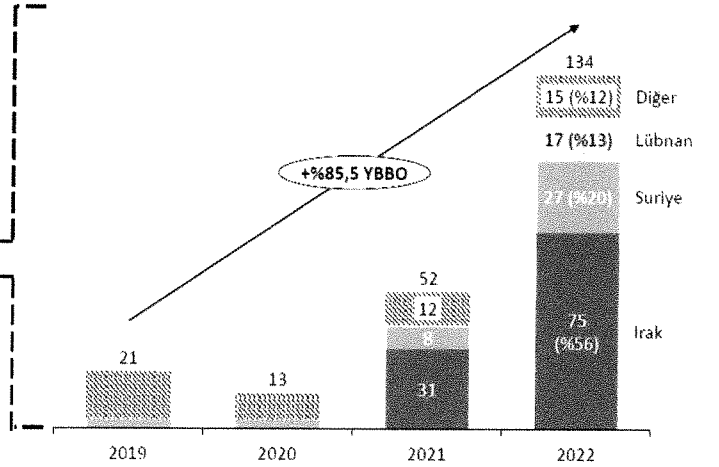
Deloitte Raporu uyarınca Türkiye'nin buğday ihracatı tutar açısından da küresel ihracat içerisinde düşük seviyelerdedir. Buna karşın Türkiye'nin buğday ihracat değeri, son yıllarda özellikle Irak ve Suriye'ye yapılan buğday ihracatındaki artış ile önemli bir hız kazanmıştır. 2019 – 2022 yılları arasında dünya ve Türkiye bazında buğday ihracat değerini gösteren tablolara aşağıda yer verilmektedir:

[Handwritten signature]

Dünya buğday ihracatı değeri, milyon \$, 2019-2022



Türkiye buğday ihracatı değeri, milyon \$, 2019-2022



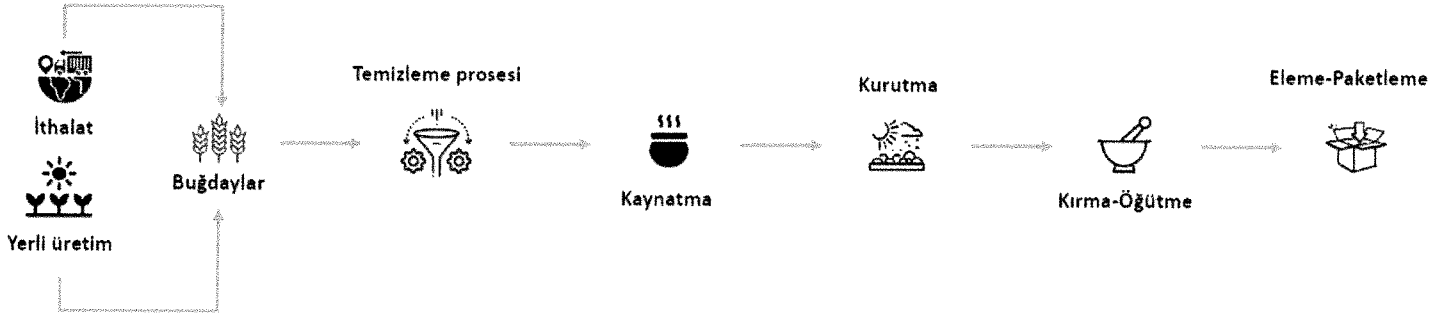
Kaynak: TradeMap, Deloitte analizi

YBBO: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Türkiye ve Bulgur İşleme Süreci

Deloitte Raporu uyarınca üst seviye bulgur işleme sürecine ilişkin şema, aşağıda yer almaktadır:

Üst seviye bulgur işleme süreci

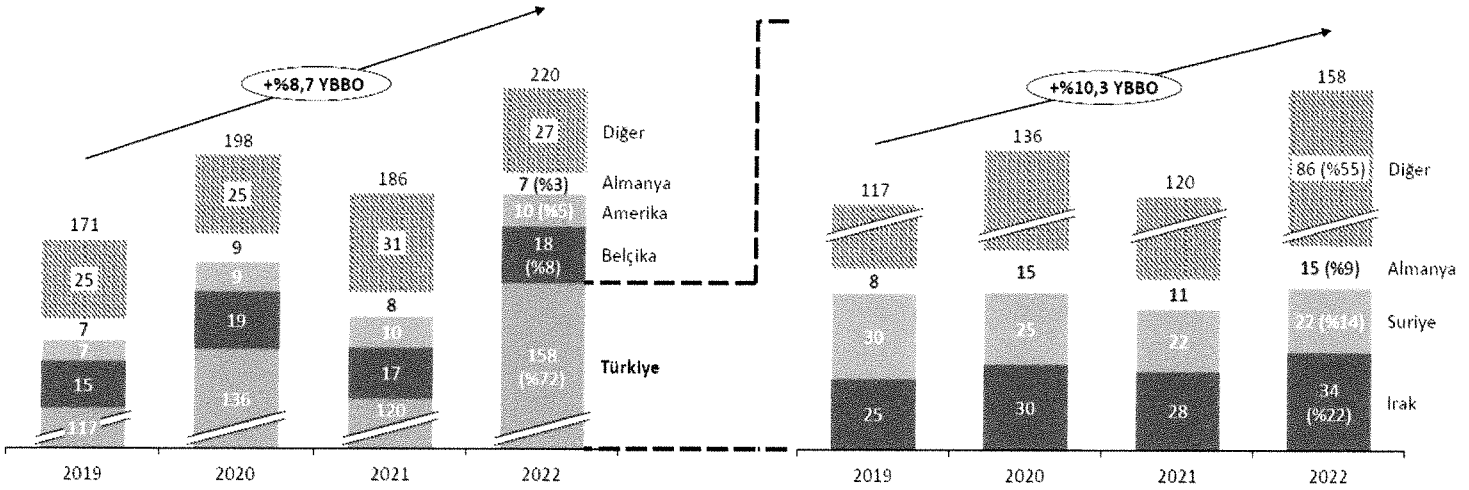


Bulgur, buğdaydan elde edilen, yarı hazır bir gıda maddesidir. Bulgur, buğdayın kabuğu ve kepeği ayrıldıktan sonra, haşlanarak kurutulması ve ardından kırılması ve öğütülmesi ile elde edilir. Buğday temizlenip değirmenlerde ihtiyaca göre farklı boyutlarda öğütülür. Deloitte Raporu uyarınca Bulgur, Orta Doğu ve Akdeniz mutfağında yaygın olarak tüketilir ve Türkiye, dünyanın en büyük bulgur üreticisi ve ihracatçısıdır.

Deloitte Raporu uyarınca Türkiye, 2022 yılında dünyanın en büyük bulgur ihracatçısıdır. Türkiye'nin en çok ihracat yaptığı pazarlar ise Irak, Suriye ve Almanya'dır. Aşağıdaki tabloda, 2019 – 2022 yılları arasında dünyada ve Türkiye'de bulgur ihracat değerleri gösterilmektedir:

Dünya bulgur ihracatı değeri, milyon \$, 2019-2022

Türkiye bulgur ihracatı değeri, milyon \$, 2019-2022



Kaynak: TradeMap, Deloitte analizi

YBBO: Yıllık Bilişik Büyüme Oranı

Dünyada ve Türkiye’de Pirinç Üretim ve Ticaretine Genel Bakış

Deloitte Raporu uyarınca dünyada pirinç üretim ve ticaretine ilişkin genel bilgiler, aşağıda sıralanmaktadır:

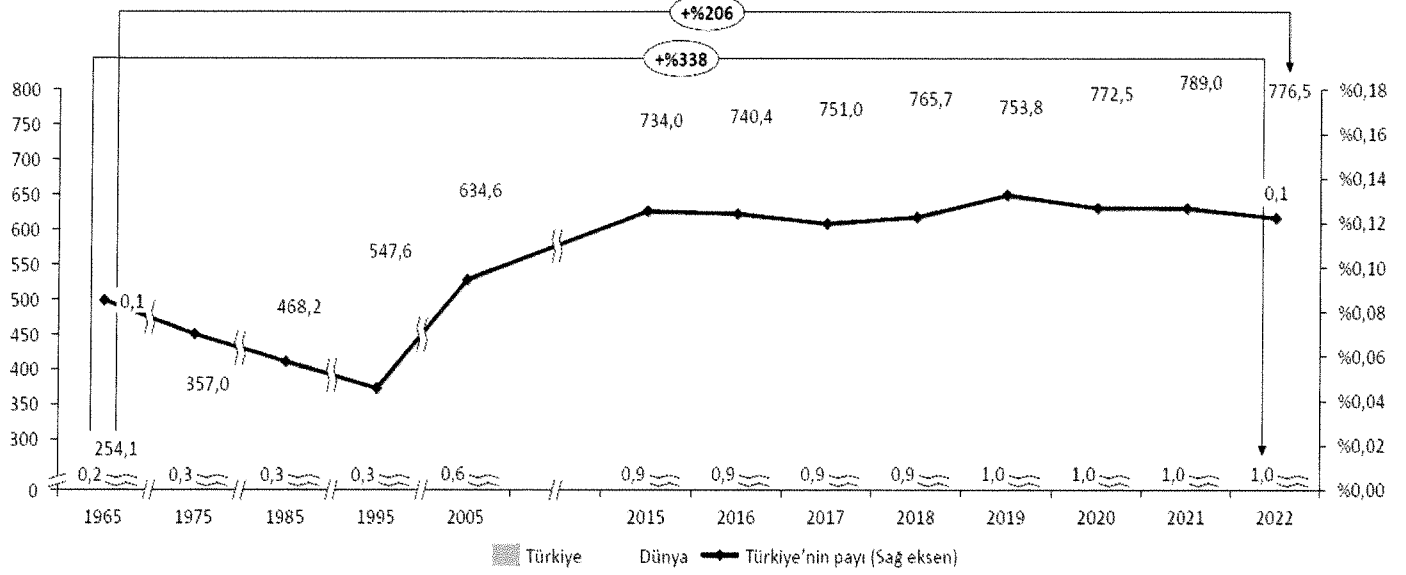
- Asya ülkeleri, pirinç tüketiminde öncü ülkeler konumundadır.
- En çok pirinç ithal eden ülke Çin’dir.
- 2021/2022’de küresel pirinç arzı artarak 700 milyon ton seviyesini aşmıştır.

Deloitte Raporu uyarınca Türkiye’de pirinç üretim ve ticaretine ilişkin genel bilgiler ise, aşağıda sıralanmaktadır:

- 2021 çeltik ekim dönemi Türkiye’de sorunsuz geçmiştir ve TMO alım fiyatlarını hasat başlangıcında açıklamıştır.
- 2021’de önceki yıla göre üretici fiyatı %11, tüketici fiyatı %21,5 artış göstermiştir.
- 2020/21’de 98.716 ton çeltik, 227.690 ton yarı /tam değirmenden geçirilmiş pirinç ve 8.000 ton kahverengi pirinç ithalatı; 14.158 ton yarı /tam değirmenden geçirilmiş pirinç ihracatı yapılmıştır.

Deloitte Raporu’na göre küresel pirinç üretimi, 775 milyon ton seviyesini aşmıştır. Türkiye’nin toplam küresel üretim içindeki payı göreceli olarak düşük seviyelerdedir. Buna karşın Türkiye’nin geçmiş dönemde üretim miktarı artış hızı daha fazladır. Aşağıdaki tabloda, 1965 – 2022 yılları arasında küresel pirinç üretim miktarı gösterilmektedir:

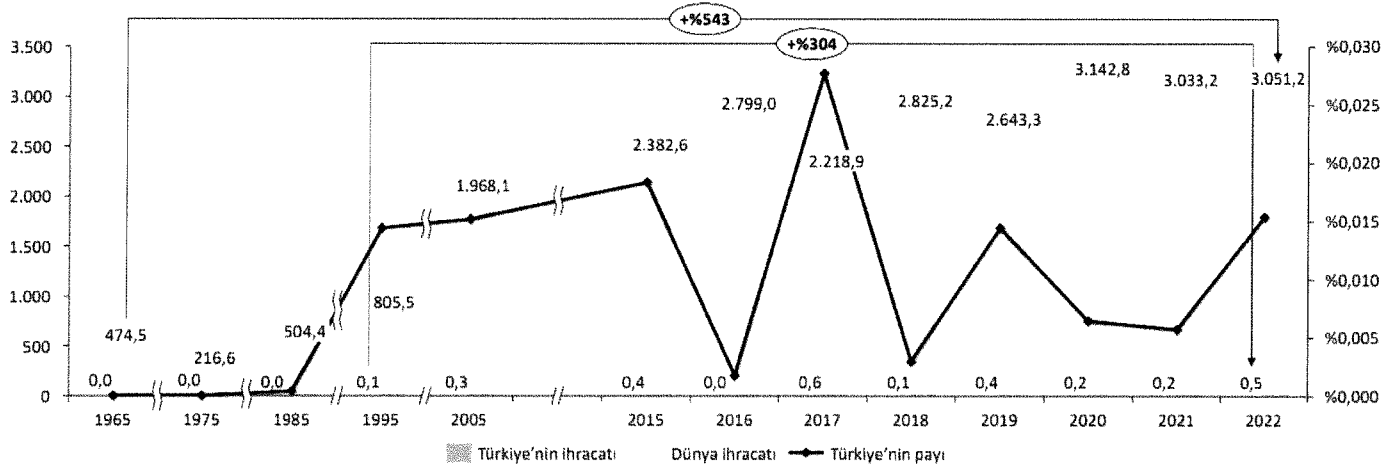
Küresel pirinç üretim miktarı, milyon ton, %, 1965-2022



Kaynak: FAO, Deloitte analizi

Deloitte Raporu'na göre pirinç ihracatı, 1965 – 2022 yılları arasında büyürken, Türkiye'nin toplam ihracattaki payı düşük seviyelerde dalgalanmalar göstermiştir. Aşağıda yer alan tabloda 1965 – 2022 yılları arasında küresel pirinç ihracat değeri ve Türkiye'nin ihracat oranı gösterilmektedir:

Küresel pirinç ihracat değeri ve Türkiye'nin ihracat oranı, bin ton, %, 1965-2022

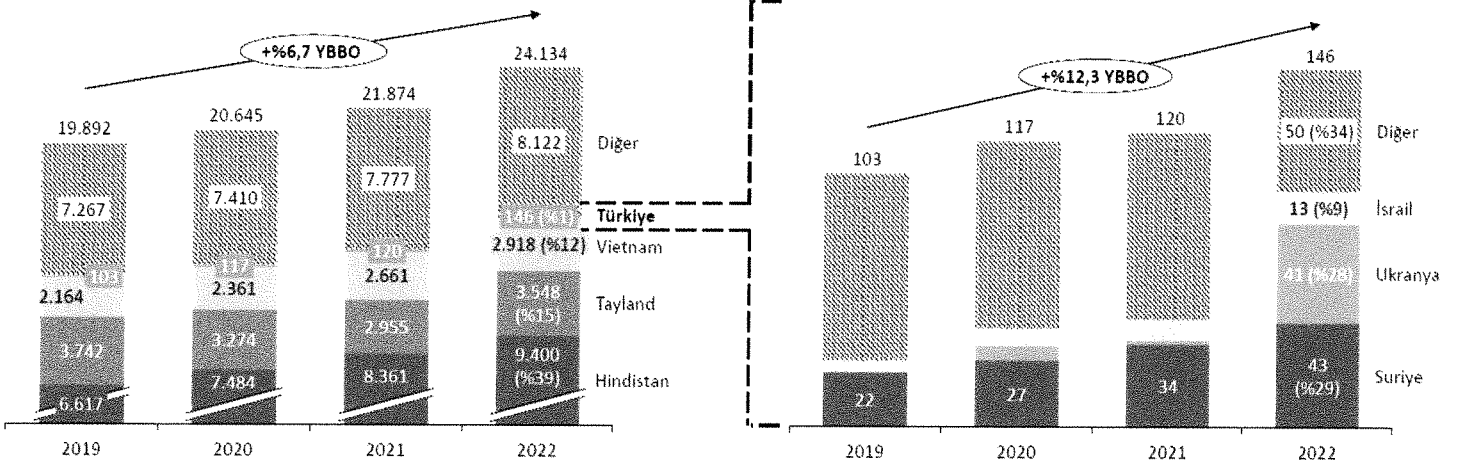


Kaynak: FAO, Deloitte analizi

Deloitte Raporu uyarınca Türkiye, Türkiye 2022 yılında Dünya'nın en büyük on sekizinci pirinç ihracatçısıdır. Aşağıdaki tablolarda 2019 – 2022 yılları arasında dünya ve Türkiye'de pirinç ihracat değerine ilişkin veriler takip edilebilmektedir:

Dünya pirinç ihracatı değeri, milyon \$, 2019-2022

Türkiye pirinç ihracatı değeri, milyon \$, 2019-2022



Kaynak: TradeMap, Deloitte analizi

YBBO: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Dünya'da ve Türkiye'de Mısır Üretim ve Ticaretine Genel Bakış

Deloitte Raporu uyarınca dünyada mısır üretim ve ticaretine ilişkin genel bilgiler, aşağıda sıralanmaktadır:

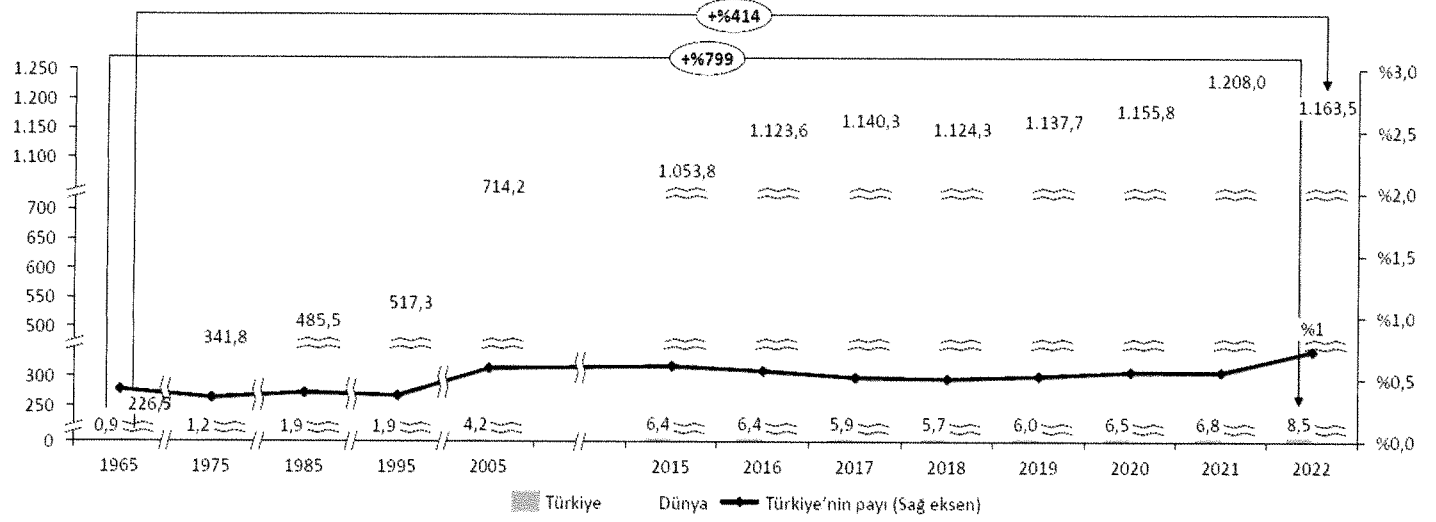
- ABD mısır kategorisinde en büyük ihracatçı konumunda yer alırken, Çin en büyük ithalatçı konumundadır.
- Hem Türkiye'de hem de dünyada mısır fiyatlarında hızlı artış devam etmektedir.
- Küresel mısır üretimi 2021/22'de 1,2 milyar ton seviyelerinde gerçekleşmiştir.
- Mısır üretiminin ve tüketiminin artarak devam etmesi beklenmektedir.

Deloitte Raporu uyarınca Türkiye'de mısır üretim ve ticaretine ilişkin genel bilgiler ise aşağıda sıralanmaktadır:

- Üretimde Konya, Şanlıurfa, Adana ilk sıralarda yer almaktadır.
- Türkiye'nin, kendine yeterlilik seviyesi olarak 2020/21 döneminde %85'e yükselmiştir.
- Türkiye'de yem sanayi mısırın %81'ini kullanmaktadır.
- 2021'de 71 TL/da tarımsal destek verilmiştir.

Deloitte Raporu'na göre küresel mısır üretimi, 1,2 milyon ton seviyelerinde yükselirken Türkiye'nin aldığı pay %1 seviyelerindedir. Aşağıdaki tabloda 1965 – 2022 yılları arasında küresel mısır üretim miktarı gösterilmektedir:

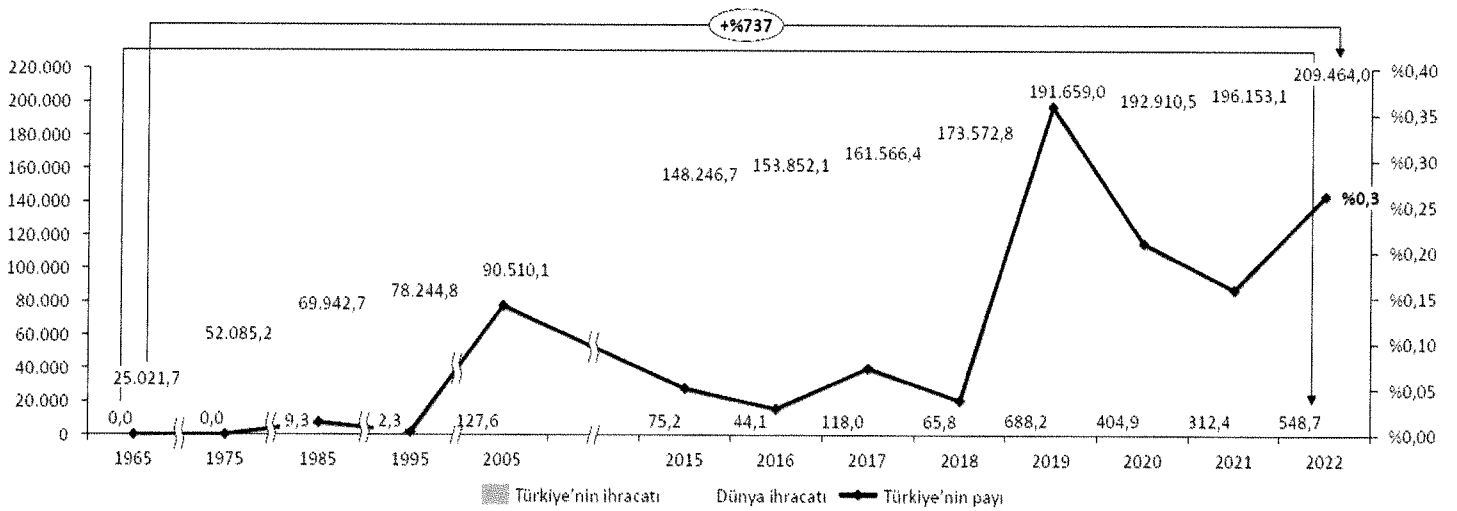
Küresel mısır üretim miktarı, milyon ton, %, 1965-2022



Kaynak: FAO, Deloitte analizi

Deloitte Raporu'na göre mısır ihracatı, 1965 – 2022 yılları arasında büyürken, Türkiye'nin toplam ihracattaki payı dalgalanmalar içermektedir. Aşağıdaki tabloda ise 1965 – 2022 yılları arasında küresel mısır ihracat değeri ve Türkiye'nin ihracat oranına ilişkin grafik yer almaktadır:

Küresel mısır ihracat değeri ve Türkiye'nin ihracat oranı, bin ton, %, 1965-2022



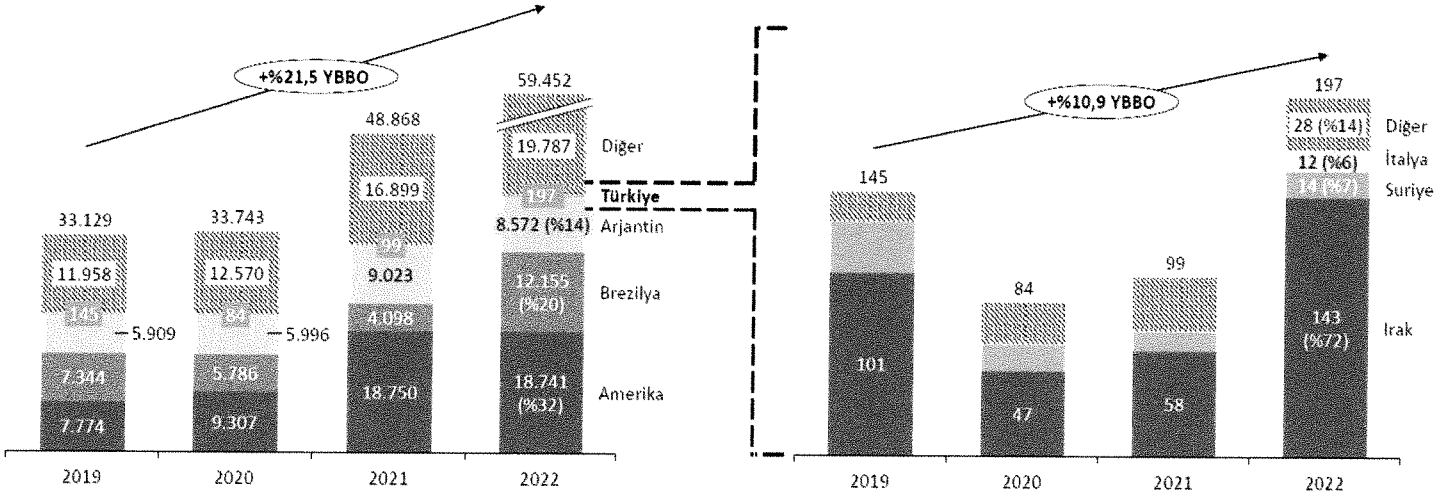
Kaynak: FAO, Deloitte analizi

Deloitte Raporu'na göre Türkiye, 2022 yılında dünyanın en büyük 21. Mısır ihracatçısıdır. Türkiye'nin en çok mısır ihracatı yaptığı pazarlar ise Irak, Suriye ve İtalya olarak sıralanmıştır.

Handwritten signature and stamp of Deloitte Türkiye.

Dünya mısır ihracatı değeri, milyon \$, 2019-2022

Türkiye mısır ihracatı değeri, milyon \$, 2019-2022



Kaynak: TradeMap, Deloitte analizi

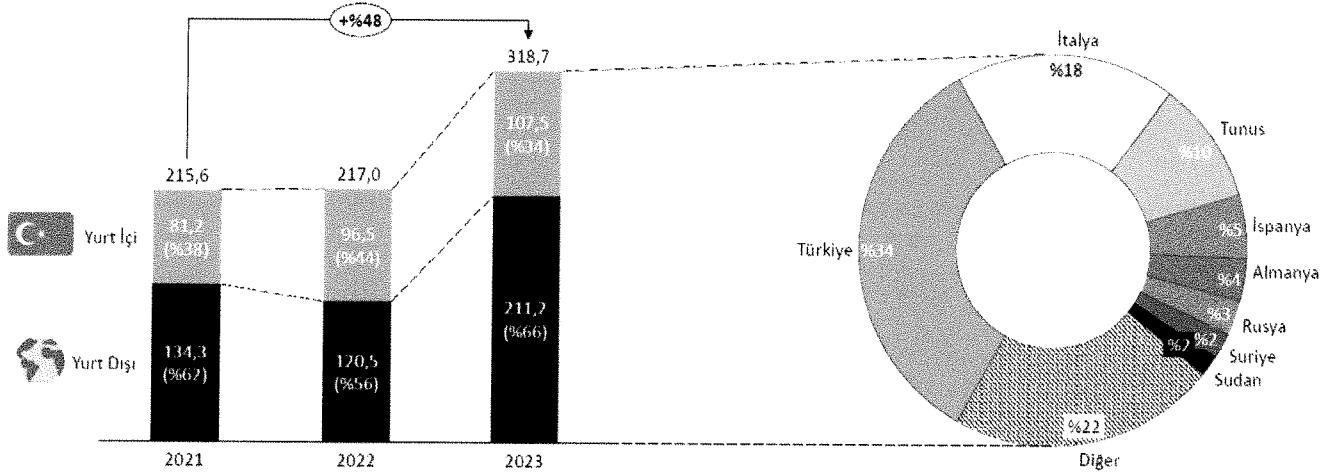
YBBO: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Şirket'in Sektördeki Konumu

Şirket'in 2021 – 2023 yılları arası net satışları ton bazında yaklaşık 1,5 katına çıkmıştır ve 2023 yılında 319 bin ton seviyesine ulaşmıştır. Aşağıdaki grafiklerde Şirket'in, 2021 – 2023 yılları arasında yurt içi ve yurt dışı net satışları ve satışların ülkeler bazında dağılımı gösterilmektedir:

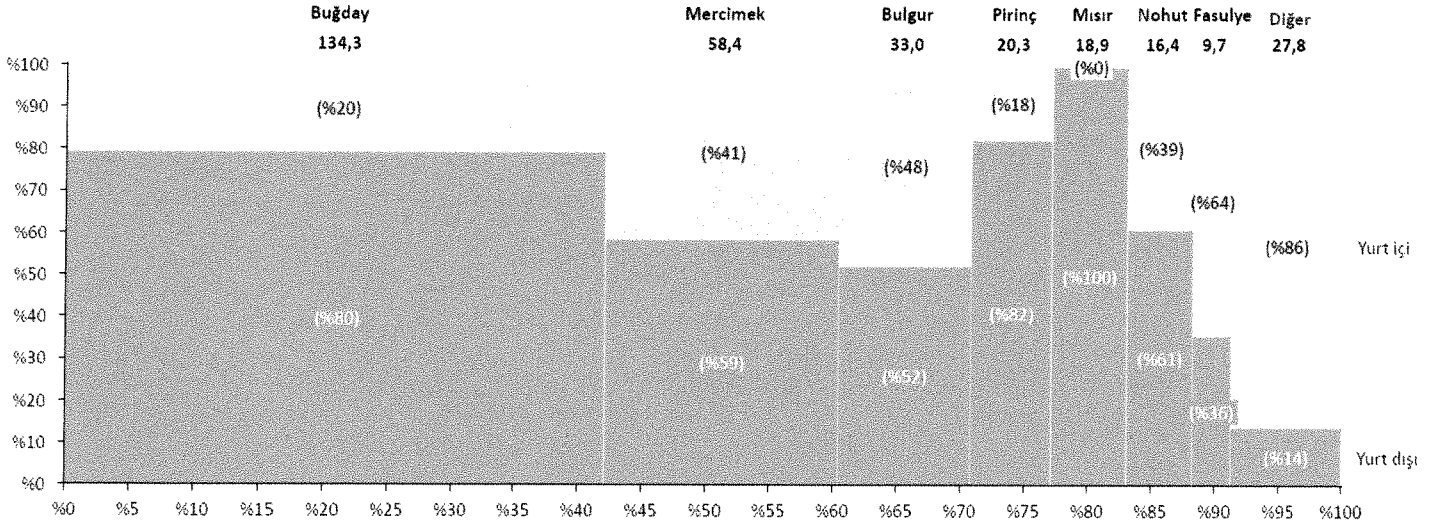
Net satışlar, bin ton, 2021-2023

Satışların ülke dağılımı, %, 2023



Şirket'in satışlarının %75'inden fazlası buğday, mercimek ve bulgur ürünlerinden oluşmakta olup 2023 yılı itibarıyla kategori bazlı net satış miktar oranları, aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

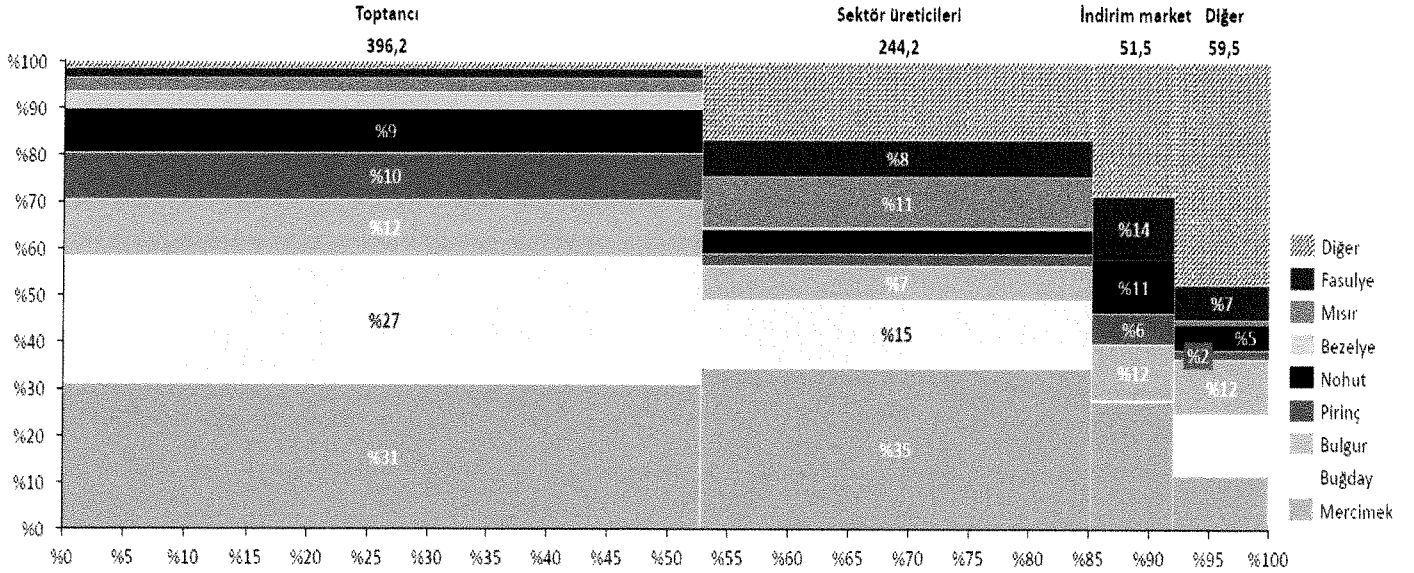
Kategori bazlı net satış miktar oranı, bin ton, %, 2023



Kaynak: Armada Foods satış verisi, Deloitte analizi

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 yıllarındaki toplam satışları değerlendirildiğinde en önemli satış kanalının toptancı ve sektör üreticileri olduğu görülmektedir. B2C alanında ise indirim marketler öne çıkmaktadır. Aşağıdaki tabloda 2021 – 2023 yılları için, Şirket'in satış kanalları uyarınca ürün kategorilerinin net satış miktarlarına yer verilmiştir:

Satış kanalına göre ürün kategorilerinin net satış miktarları, bin ton, %, 2021-2023 toplam

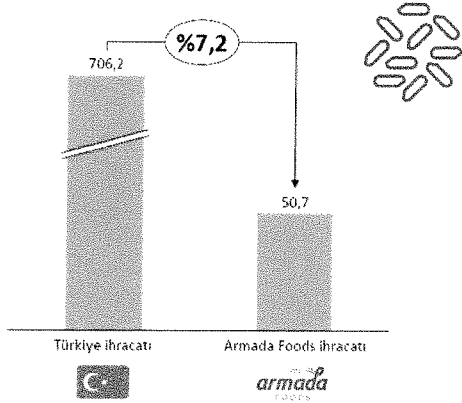


Kaynak: Armada Foods satış verisi, Deloitte analizi

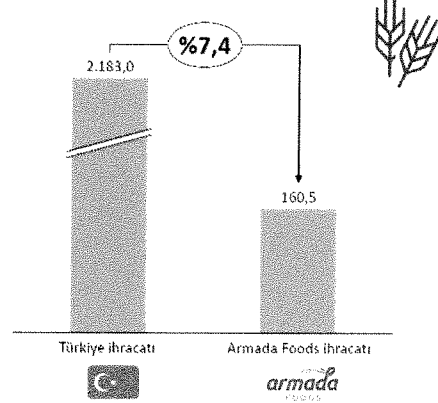
Şirket'in 31.12.2023 tarihinde sona eren finansal dönem itibarıyla seçili bakliyat ürünlerinde Türkiye'nin toplam ihracatının %7,2'sini, hububat ürünlerinde ise toplam ihracatın %7,4'ünü gerçekleştirmiştir. Aşağıdaki tablolarda Türkiye ve Şirket'in bakliyat ve hububat ihracatı tutarları ayrı ayrı gösterilmektedir:

[Handwritten signature]

Türkiye ve Armada Foods bakliyat* ihracatı, bin ton, 2023



Türkiye ve Armada Foods hububat* ihracatı, bin ton, 2023



* Bakliyat kategorisi; mercimek, nohut, fasulye ve bezelye ürünlerini içermekte olup hububat kategorisi ise buğday, bulgur, pirinç ve mısır ürünlerini içermektedir.

Bakliyat ve Hububat Sektörü Oyuncularına Genel Bakış

Şirket'in mevcut çalışan sayısı, ihracat noktası, üretim kapasitesi ve depolama alanı bakımından sektördeki ilk 5 rakibine ilişkin veriler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

	Çalışan Sayısı	İhracat Ülke Noktası	Üretim Kapasitesi* (Ton, yıllık)	Üretim Tesisi Sayısı	Kapalı Alan (m ²)	Ürünler
Rakip 1	590	100	1,00 milyon	2	85.465	Bakliyat, hububat, tahıl, kinoa, süper gıdalar, kurutulmuş gıda ve organik gıda
Rakip 2	1.000	85	1,15 milyon	4	50.000	Bulgur, mercimek, pirinç, fasulye, nohut, bakla, barbunya, bezelye, börülce, buğday, mısır
Rakip 3	600	100	1,45 milyon	-	175.000	Pirinç, bakliyat, bulgur, organik gıda, süper gıdalar
Rakip 4	900	85	1,50 milyon	-	-	Fasulye, barbunya, bulgur, nohut, mercimek
Şirket	422	90	1,01 milyon**	3	59.911**	Mercimek, nohut, barbunya, börülce, popcorn, fasulye, bezelye, buğday, kinoa, karabuğday, çiya, bulgur, pirinç, mısır, organik gıda, bakliyat unu, süper gıdalar, fonksiyonel unlar

* Üretim kapasiteleri gösterilirken şirket internet sitelerinde paylaşılan bilgiler aynı bazın korunması adına yillığa çekilmiştir. Paylaşılan veriler içerisinde ürün işleme kapasitesi de bulunmaktadır

**Şirket'in Deloitte Sektör Raporu tarihi itibarıyla mevcut olan 2 üretim ve depolama tesisine ek olarak yatırım sürecinde olan 3. üretim ve depolama tesis kapasiteleri eklenince toplam üretim kapasitesi 2,77 milyon ton/ yıl, kapalı alanı ise 108.091 metre kare olacaktır.

4. Değerleme

4.1. Değerleme Yöntemleri

Uluslararası Değerleme Standartları'nda (UDS) kullanılan 3 ana değerlendirme yaklaşımı bulunmaktadır.

Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı yöntemi; gösterge nitelikteki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlamaktadır. Gelir yaklaşımı yönteminde; varlığın değeri varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir (UDS 40.1). Bu kapsamda kullanılan çoğu yöntem, tahmini nakit akışlarını değerlemenin yapıldığı tarihe indirgeyerek varlığın bugünkü değerini hesaplayan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine dayanmaktadır (UDS 50.1). Şirket'in gelecek dönem projeksiyonları, Şirket'in yatırım planları dahilinde 2024/09 - 2031 yıllarını içerecek şekilde hazırlanmış olup, söz konusu finansal tahminler analiz edilerek İNA çalışması gerçekleştirilmiştir.

Pazar Yaklaşımı

UDS 20.1'de belirtildiği üzere, pazar yaklaşımı yöntemi; varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. Bu yaklaşımda değerlendirme çalışması yürütülen varlığın veya önemli derece benzerlik gösteren diğer varlıkların aktif bir şekilde işlem görmesi gerekmektedir. Piyasada en fazla kullanılan değerlendirme yaklaşımı olarak bilinmektedir.

Armada Gıda'nın karşılaştırılabileceği benzer şirketlerin bulunması, gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından çok sık kullanılması ve Şirket paylarının halka arzından sonra teşkilatlanmış bir piyasa olan Borsa İstanbul'da işlem göreceği olması sebebiyle pazar yaklaşımı yöntemi düşünülmüş ve değerlendirme kapsamında kullanılmıştır. Pazar yaklaşımı çalışması kapsamında güvenilir bilgi içerdiği ve Şirket'in karşılaştırmalarının yapılabileceği düşünüldükçe yerli ve yabancı borsalarda işlem gören nitelikteki emsallerinin bilgilerinden yararlanılmıştır. Bu sebeple piyasa çarpanları analizi (borsadaki kılavuz emsaller yöntemi) kullanılmıştır.

Maliyet Yaklaşımı

UDS 60.1'de belirtildiği üzere, maliyet yaklaşımı yöntemi; bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

İkame maliyeti, yeniden üretim maliyeti ve toplanma yöntemi esaslarına dayanarak yürütülen bu yaklaşım nadiren kullanılmaktadır. Şirket'in maliyet yaklaşımının uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması, eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerin sürekli olduğu düşünüldüğü için bu değerlendirme çalışmasında kullanılması uygun bulunmamıştır.

Sonuç olarak, Şirket'in pay başına beher değerinin belirlenebilmesi amacıyla "Pazar Yaklaşımı" kapsamında piyasa çarpanları analizi ve "Gelir Yaklaşımı" kapsamında indirgenmiş nakit akımları 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

4.2. Değerlemeye Esas Alınacak Finansal Veriler

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.

4.3. Şirket'in USD Cinsinden Mali Tabloları

Şirket değerleme raporunda finansal durum tablosunda yer alan hesaplar, TCMB-EVDS veri tabanında yer alan ilgili dönemlerin dönem sonu USD-Döviz Alış kurlarına göre çevrilmiştir. Gelir tablosu hesapları, yine TCMB-EVDS veri tabanından alınan ilgili yılın ortalama kurları ile çevrilmiştir.

Şirket'in "TMS 21 Kur Değişiminin Etkileri" standardı uyarınca, USD'ye çevrilmiş gelir tablosu ve bilançosu aşağıda yer almaktadır.

(Tutarlar ABD Doları ("USD") ifade edilmiştir.	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	66.143.091	81.096.061	92.797.613	133.215.166
Nakit ve nakit benzerleri	4.371.083	15.837.600	14.140.556	20.411.640
Finansal yatırımlar	-	-	-	-
Ticari alacaklar	19.900.168	24.578.885	18.835.967	43.143.790
<i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>17.598.493</i>	<i>23.301.850</i>	<i>18.835.967</i>	<i>33.826.766</i>
<i>İlişkili taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>2.301.675</i>	<i>1.277.035</i>	-	<i>9.317.024</i>
Diğer alacaklar	619.255	1.626.469	1.337.300	345.987
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>619.255</i>	<i>1.626.469</i>	<i>1.337.300</i>	<i>345.987</i>
<i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>	-	-	-	-
Stoklar	38.214.093	36.263.971	52.674.946	60.794.885
Peşin ödenmiş giderler	2.049.831	2.778.185	5.682.733	5.917.496
<i>İlişkili olmayan taraflara peşin ödenmiş giderler</i>	<i>2.049.831</i>	<i>2.778.185</i>	<i>5.682.733</i>	<i>3.556.523</i>
<i>İlişkili taraflara peşin ödenmiş giderler</i>	-	-	-	<i>2.360.973</i>
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar	-	-	-	-
Diğer dönen varlıklar	988.661	10.951	126.111	2.601.368
Ara toplam	66.143.091	81.096.061	92.797.613	133.215.166
Satış amacıyla elde tutulan duran varlıklar	-	-	-	-

Duran Varlıklar	22.718.048	40.379.021	46.823.852	52.743.396
Finansal yatırımlar	-	-	-	-
Ticari alacaklar	-	-	-	-
<i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>	-	-	-	-
<i>İlişkili taraflardan ticari alacaklar</i>	-	-	-	-
Diğer alacaklar	186	98	5.656	5.800
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	186	98	5.656	5.800
<i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>	-	-	-	-
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	-	-	-	-
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	-	-	-	-
Kullanım hakkı varlıkları	-	92.406	192.578	141.229
Maddi duran varlıklar	21.429.490	36.541.763	42.946.382	52.432.266
Maddi olmayan duran varlıklar	10.154	6.813	3.282.806	163.029
Peşin ödenmiş giderler	84.316	38.939	-	1.072
<i>İlişkili olmayan taraflara peşin ödenmiş giderler</i>	84.316	38.939	-	1.072
<i>İlişkili taraflara peşin ödenmiş giderler</i>	-	-	-	-
Diğer duran varlıklar	-	-	-	-
Ertelenmiş vergi varlığı	1.193.902	3.699.002	396.430	-
Toplam Varlıklar	88.861.139	121.475.082	139.621.465	185.958.562

Bilanço - Varlıklar: Bağımsız Denetim Şirketi

(Tutarlar ABD Doları ("USD") ifade edilmiştir.)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	65.415.009	79.946.837	81.801.791	113.548.973
Kısa vadeli borçlanmalar	43.481.375	57.696.224	41.124.420	78.753.259
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	2.815.898	4.042.150	6.384.530	9.711.969
Diğer finansal yükümlülükler	-	-	-	-
Ticari borçlar	16.142.674	14.008.051	9.493.197	8.121.290
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	16.142.674	10.332.813	9.480.913	8.121.290
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	-	3.675.238	12.284	-
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	53.809	93.861	221.650	630.975
Diğer borçlar	339.428	8.955	8.891.393	1.644.736
<i>İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar</i>	339.428	8.955	99.346	297.138
<i>İlişkili taraflara diğer borçlar</i>	-	-	8.792.047	1.347.598
Ertelenmiş gelirler	2.318.396	3.649.437	14.973.312	13.843.312
<i>İlişkili olmayan taraflardan ertelenmiş gelirler</i>	2.318.396	3.649.437	11.005.109	13.843.312
<i>İlişkili taraflardan ertelenmiş gelirler</i>	-	-	3.968.203	-
Dönem karı vergi yükümlülüğü	-	160.654	350.872	375.970
Kısa vadeli karşılıklar	263.429	287.505	362.417	467.462
<i>Diğer kısa vadeli karşılıklar</i>	227.811	218.577	248.902	285.573
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar</i>	35.618	68.928	113.515	181.889
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	-	-	-	-
Ara toplam	65.415.009	79.946.837	81.801.791	113.548.973

Satış amacıyla elde tutulan duran varlıklara ilişkin yükümlülükler	-	-	-	-
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.627.261	16.536.748	23.238.171	34.572.748
Uzun vadeli borçlanmalar	3.578.844	16.446.848	23.147.136	32.245.272
Ertelenmiş gelirler	-	47.181	11.302	145.534
Uzun vadeli karşılıklar	48.417	42.719	79.733	78.287
<i>Diğer uzun vadeli karşılıklar</i>	-	-	-	-
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar</i>	<i>48.417</i>	<i>42.719</i>	<i>79.733</i>	<i>78.287</i>
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	-	-	-	-
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	-	-	-	2.103.655
Özkaynaklar	19.818.869	24.991.497	34.581.503	37.836.841
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	19.818.869	24.991.497	34.581.503	37.848.725
Ödenmiş sermaye	23.364.883	23.364.883	27.931.232	27.931.232
Sermaye düzeltmesi farkları	-	-	-	-
Kar veya zararda yeniden sınıflanmayacak diğer kapsamlı gelir/(giderler)	9.196.932	19.238.650	19.690.055	15.709.704
Kar veya zararda yeniden sınıflanacak diğer kapsamlı gelir/(giderler)	-29.924.374	-42.137.287	-50.807.092	-58.526.741
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	651	651	1.836	1.836
Geçmiş yıllar kar veya (zararları)	-2.564.587	17.180.777	19.958.251	38.100.976
Net dönem kar veya (zararı)	19.745.364	7.343.823	17.754.583	14.631.718
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	52.638	-11.884
Toplam Kaynaklar	88.861.139	121.475.082	139.621.465	185.958.562

Bilanço - Kaynaklar : Bağımsız Denetim Şirketi

USD	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Hasılat	160.100.725	177.728.337	211.064.680	151.094.475	51.579.994
Satışların maliyeti (-)	-133.341.942	-157.643.220	-166.429.357	-113.016.502	-112.558.192
Brüt kar / (zarar)	26.758.783	20.085.117	44.635.323	38.077.973	39.021.802
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	-4.630.073	-6.706.115	-10.671.235	-8.026.131	-9.200.412
Genel yönetim giderleri (-)	-1.356.491	-2.045.933	-3.546.960	-3.026.068	-3.977.622
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	-	-	-	-	-
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	583.039	667.344	2.319.938	1.331.004	2.235.711
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	-985.827	-678.331	-1.227.657	-1.263.089	-1.404.662
Esas faaliyet kar/(zararı)	20.369.431	11.322.082	31.509.409	27.093.689	26.674.817
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	57.806	155.981	187.966	207.464	-
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	-	-	-	-	-2.756
Finansman gelir gideri öncesi faaliyet kar/(zararı)	20.427.237	11.478.063	31.697.375	27.301.153	26.672.061
Finansman geliri	87.670	834.070	2.655.408	1.840.743	1.559.920
Finansman gideri (-)	-4.314.447	-10.229.294	-12.911.853	-8.890.072	-9.551.515
Parasal kazanç / (kayıp), net	-	-	-	-	-
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi kar/(zararı)	16.200.460	2.082.839	21.440.930	20.251.824	18.680.466
Sürdürülen faaliyetler vergi gelir / (gideri)	3.544.904	5.260.984	- 3.674.497	-2.485.704	-4.118.642
- Dönem vergi gelir / (gideri)	-472.757	-529.455	-805.886	-397.270	-732.528
- Ertelenmiş vergi gelir / (gideri)	4.017.661	5.790.439	-2.868.611	-2.088.434	-3.386.114
Sürdürülen faaliyetler dönem kar/(zararı)	19.745.364	7.343.823	17.766.433	17.766.120	14.561.824

Durdurulan Faaliyetler					
Durdurulan faaliyetler vergi sonrası dönem karı / (zararı)	-	-	-	-	-
Dönem karı/(zararı)	19.745.364	7.343.823	17.766.433	17.766.120	14.561.824

Gelir Tablosu - Kaynak: Bağımsız Denetim Şirketi

4.4. Değerleme Çalışmasına İlişkin Temel Varsayımlar

Değerlemeye İlişkin Diğer Önemli Hususlar

Değerleme çalışmasında Şirket tarafından sağlanan 2021, 2022 ve 2023 mali yıllarının ve 2024 yılı ilk dokuz ayının bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tabloları kullanılmıştır. FAVÖK tutarı hesaplanırken, Şirket'in yurt dışında USD sözleşmeler üzerinden çalışması, Şirket operasyonlarında gelirlerinin önemli kısmının USD cinsinden olması, TL gelirlerinin de büyük oranda dövizle bağlı tarımsal emtialardan oluşması nedenleriyle, FAVÖK = Esas Faaliyet Kârı + Amortisman gelirleri olacak şekilde hesaplanmıştır. Şirket'in 30.09.2024 tarihli finansal tablolarına göre son 12 aylık FAVÖK tutarı **31.870.508 USD** olarak hesaplanmıştır.

FAVÖK hesaplamasına ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.

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 / (zarar)	26.758.783	20.085.117	44.635.323	38.077.973	39.021.802	45.579.152
Pazarlama, satış ve dağıtım gid. (-)	-4.630.073	-6.706.115	-10.671.235	-8.026.131	-9.200.412	-11.845.516
Genel yönetim giderleri (-)	-1.356.491	-2.045.933	-3.546.960	-3.026.068	-3.977.622	-4.498.514
Araştırma ve geliştirme gid. (-)	-	-	-	-	-	-
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	583.039	667.344	2.319.938	1.331.004	2.235.711	3.224.645
Esas faaliyetlerden diğer gid. (-)	-985.827	-678.331	-1.227.657	-1.263.089	-1.404.662	-1.369.230
Esas faaliyet kar/(zararı)	20.369.431	11.322.082	31.509.409	27.093.689	26.674.817	31.090.537
Amortisman	585.916	839.842	908.382	569.043	440.632	779.971
FAVÖK	20.955.347	12.161.924	32.417.791	27.662.732	27.115.449	31.870.508

FAVÖK Hesaplaması - Hesaplama : Global Menkul

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

Yabancı para bir işlemde parasal kalemler oluştuğunda ve işlem 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 faaliyetlerden diğer gelir/gider kalemlerinde muhasebeleşmektedir.

Değerlemeye konu finansal tablolar, TL finansalların USD'ye çevrilmesiyle oluştuğu için yabancı para işlemlerden oluşan kur farkları Şirket FAVÖK tutarına eklenmiştir. Halka arz fiyatının belirlenmesinde ulaşılan sonuç değere halka arz iskontosu uygulanmış ve TCMB Döviz Satış Kuru üzerinden Şirket değeri TL'ye çevrilmiştir.

Şirket'in 30.09.2024 tarihli net borç pozisyonunu gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Net Borç (USD)	2021	2022	2023	2024/09
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.371.083	15.837.600	14.140.556	20.411.640
Finansal Yatırımlar	-	-	-	-
Kısa Vadeli Finansal 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
Net Borç	-45.505.034	-62.347.622	-56.515.530	-100.298.860
Net Borç/FAVÖK	2,17x	5,13x	1,74x	3,15x

Net Borç - Kaynak : Şirket

Şirket'in net borçluluk tablosundan görüldüğü üzere, yıllara sari olarak artan yatırımlarından kaynaklı olarak, özellikle uzun vadeli FMO (Hollanda Kalkınma Bankası) kredileri ile net borç tutarı artış göstermiştir. 2021 - 2024/09 döneminde ortalama net borç/FAVÖK oranı 3,05x olarak gerçekleşmiştir. Nakit akışına göre yapılan hesaplamalara göre 2024 yıl sonu net borç/FAVÖK oranı 2,5x-2,8x düzeyinde olacağı öngörülmektedir.

Şirket'in USD cinsinden hazırlanmış mali tablolarına göre karlılık rasyolarını ve net borç/FAVÖK oranını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Gelir Tablosu Rasyoları	2021	2022	2023	2024/09-2023/09
Brüt Kar Marjı	16,71%	11,30%	21,15%	21,55%
Esas Faaliyet Kar Marjı	12,72%	6,37%	14,93%	14,70%
FAVÖK Marjı	13,09%	6,84%	15,36%	15,07%
Net Kar Marjı	12,33%	4,13%	8,42%	6,88%

Net Borç - Kaynak : Şirket

4.5. Piyasa Çarpanları Analizi

Bu yöntemde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin değerlendirme çarpanları karşılaştırılarak şirket değeri belirlenmektedir. Benzer şirket seçimi hususunda ağırlıklı olarak aynı sektörde faaliyet gösteren yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler tespit edilmeye özen gösterilmiş olup yurt içi ve yurt dışı çarpanlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

Şirket'in operasyonlarını ve finansal yapısını göz önünde bulundurarak, Çarpan Analizi kapsamında "FD/Satışlar" (Firma Değeri/Satışlar), "FD/FAVÖK" (Firma Değeri/Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi 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 farklılıklarını ortadan kaldırması, şirketin kâr yaratma kapasitesini göstermesi, geçici ve istisnai kâr artışlarını değil şirketin faaliyetlerden sağladığı kârları dikkate alarak faaliyet kârı üzerinden analize imkân tanınması göz önüne alındığında FD/FAVÖK çarpanı değerlendirilmiştir.

Genel uygulama alanı itibarıyla finans sektöründe, holdinglerde ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarında (GYO) sıkça kullanılan PD/DD çarpanı; operasyonel kârı 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.

İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değerinin aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net kârına bölünmesi suretiyle hesaplanan Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı, şirketlerin nakit yaratma kapasitesini baz alması, geniş bir alanda kullanılması ve şirket payları arasında karşılaştırma yapmaya uygun olması açısından sıkça kullanılan bir çarpan olup, değerlemede kullanılmıştır.

Çarpan analizinde uç değerler elimine edildikten sonra medyan değerler kullanılmıştır.

4.5.1. Yurt İçi Çarpan Analizi

Yurt içi çarpan analizinde, BIST Gıda ve İçecek (XGIDA) endeksinde yer alan şirketler dikkate alınmıştır. XGIDA endeksi içerisinde 43 şirket yer almakta olup, söz konusu endekste şeker üreticileri, içecek üreticileri, dondurulmuş gıda sektöründe faaliyet gösteren şirketler, salça üreticileri, kurutulmuş meyve ve gıda faaliyeti yürüten şirketler, et ve süt ürünleri alanında faaliyet gösteren şirketler ile ağırlıklı olarak buğday, un, hububat ve bakliyattan mamul üretimi yapan şirketler bulunmaktadır.

Değerleme çalışmasında ağırlıklı olarak üretim faaliyeti bulunan, buğday, un, şeker, makarna hububat ve bakliyattan mamul üretimi yapan benzer şirketler ile paketli gıda üreticileri dikkate alınmıştır.

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

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 şirketleri gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Kod	Unvanı	Açıklamalar
EKSUN	Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi gıda ürünleri üretmektedir. Şirket; buğday, bisküvi ve kek unu ürünlerini işlemek, depolamak ve perakende satışını gerçekleştirmektedir. Eksun Gıda dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
KRVGD	Kervan Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Şirket; gıda, içecek ve tütün sektöründe yumuşak şeker (Jelly, Licorice ve Marshmallow), sakız, sert şeker, draje çikolata, sürpriz yumurta ve oyuncaklı ürün kategorilerini içeren şekerleme üretimi ve satışı faaliyeti göstermektedir. Üretim kapasitesinin büyük bir bölümünü yumuşak şeker ürünleri oluşturmaktadır. Sakız kategorisinde şekerli, şekersiz, yuvarlak ve draje sakız üretimi ve satışı yapılmaktadır. Sert şeker kategorisinde lolipop, bonbon şeker ve yassı şeker üretimi ve satışı yapılmaktadır. Draje çikolata kategorisi çikolata kaplamalı ürünlerden oluşmaktadır.
OBAMS	Oba Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.	OBA Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş. gıda imalat şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket; müşterilerine makarna, peynir, erişte, un, irmik ve diğer paketlenmiş gıda ürünlerini

		sunmaktadır. OBA Makarnacılık Sanayi ve Ticaret Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.
OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	Şirketin faaliyet konusu; her nevi un ve undan mamul edilen ürünlerin ve yan ürünlerinin imali, alımı, satımı, ithalatı, ihracatını yapmak, Bilumum gıda maddeleri imalatı ve bilhassa; bisküvi, çikolata, gofret, çikolata kaplamalı bisküvi ve gofret, kek, kraker, ciklet, şekerleme, lokum, helva, reçel v.b. her türlü unlu ve şekerli, kakaolu, fındıklı mamul ve yarı mamullerin ve bu mamul ve yarı mamullerle ilgili bilumum ham ve yardımcı maddelerin imali, alımı, satımı, ithalatı ve ihracatını yapmaktır, Meyve sebze, hububat, bakliyat, et, balık, süt ve şarküteri malları ile her türlü kimyevi maddelerin ilaç, tarımsal amaçlı ilaçların ve hayvansal amaçlı ilaç ve kimyevi maddelerin ve bu evsaf ürünlerin korunmasını, muhafazasını ve depolanmasını yapmaktır.
SELVA	Selva Gıda Sanayi A.Ş.	Selva Gıda Sanayi Anonim Şirketi, un ve irmik üretimi ve ihracatı alanında faaliyet göstermektedir.
SOKE	Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ana faaliyetleri tüketicilere yönelik (B2C) paketli un, tahıl unu, glütensiz un, ekmek unu karışımları, ev dışı tüketim noktaları için profesyonel ürünler (B2B), perakende şirketleri ve endüstriyel müşteriler için özel markalı un ve puding üretimi ve satışından oluşmaktadır.
ULUUN	Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Ulusoy Un; hububat ve bakliyattan mamul un, irmik, makarna ve bisküvi gibi her türlü gıda maddesinin imalatını, ticaretini, ithalat ve ihracatını yapmaktadır.
YYLGD	Yayla Agro Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirketin faaliyet konusu, pek çok türde tahıl ve bakliyat ile hazır gıda ürünleri üretimi gerçekleştirmek.
ULKER	Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	Gıda Üretimi (Bisküvi, çikolata, çikolata kaplamalı bisküvi, gofret, kraker ve kek)
BORSK	Bor Şeker A.Ş.	Şirket'in ana faaliyeti; şeker pancarından kristal toz şeker üretimi, ham şekerden rafine kristal toz şeker ve fosfatlı veya potasyumlu gübreler, iki (azot ve fosfor veya fosfat ve potasyum) veya üç besin maddesi (azot, fosfor ve potasyum) içeren gübreler, sodyum nitrat ile diğer kimyasallar ve mineral gübrelerin imalatıdır.
KAYSE	Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.	Her nevi şeker fabrikası tesis ve işletmesi, kristal, toz, ve küp şeker imalatı şeker sanayinin yan ürünü olan yaş ve kuru küspe, melas ve melaslı kuru küspe, maya, alkol, ispiroto, organik asitler, yem, gübre, ve şekerli maddeler ile ilgili diğer gıda maddeleri imalat sanayi.
KTSKR	Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.	Her nevi şeker üretmek, gereken bölgelerde şeker pancarı ile şeker üretebilecek diğer bitkileri ve tohumları ve bu ürünlerin münavebesinin gerektirdiği diğer ürünleri yapılacak sözleşmeler dahilinde üretmek ve gerektiğinde üretmek, işletmelerin her safhasında hasıl olacak yan ürünlerin ve artıkların kıymetlendirilmesi için gerekli faaliyetlerde bulunmak.

Yurt İçi Benzer Şirketler - Kaynak : Finnet

25.11.2024 tarihli yurt içi benzer şirketlerin değerlendirme çarpanlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Kod	Şirket	Piyasa Değeri (Mn TL)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
YYLGD	Yayla Gıda	10.805	50,52	1,32	10,19	1,35
SOKE	Söke Değirmencilik	5.368	-	1,78	11,70	0,92
OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar	694	7,74	1,00	7,02	1,31
ULKER	Ülker Bisküvi	40.731	6,78	1,51	4,55	0,84

KRVGD	Kervan Gıda	4.817	18,73	0,96	9,20	0,79
EKSUN	Eksun Gıda	3.372	-	1,63	-	0,69
ULUUN	Ulusoy Un Sanayi	4.800	396,67	0,54	2,71	0,08
OBAMS	Oba Makarnacılık	20.145	10,02	2,25	25,69	0,89
SELVA	Selva Gıda	816	1,87	0,51	-	0,91
BORSK	Bor Şeker	5.520	7,85	1,17	5,57	1,49
KAYSE	Kayseri Şeker Fabrikası	13.739	12,14	0,49	23,89	1,18
KTSKR	Kütahya Şeker Fabrikası	2.969	8,50	0,74	8,17	1,17
ORTALAMA		9.481	10,25	1,61	10,82	1,30
MEDYAN		5.093	8,50	1,32	9,20	1,31

Yurt İçi Benzer Şirketler - Kaynak : Finnet

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

USD	Değerleme Özeti
2023/09-2024/09 Dönemi FAVÖK	31.870.508
Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı (x)	9,20
Firma Değeri	293.191.581
Net Borç Pozisyonu	-100.298.860
Özsermaye Değeri	192.892.721

Yurt İçi Benzer Şirketler Değerleme Sonuç Tablosu - Hesaplama: Global Menkul

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

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

Söz konusu “gelecekte vergiye tabi kar elde etmek suretiyle bu farklardan yararlanmanın kuvvetle muhtemel olması” hususu uluslararası finansal raporlama standartlarının teorik bir uygulaması gereği olduğu göz önüne alındığında, ayrıca Şirket'in gerçekleşen vergi oranlarının son 5 yıl için ortalama %9 olduğu dikkate alındığında Şirket'in pratikte 4.166.291 USD vergi gideri oluşmayacağı düşünülmektedir. Bu nedenle F/K analizinde net dönem karı hesaplamasında ertelenmiş vergi gideri net dönem karına eklenmiştir. Bu minvalde Şirket'in son 12 aylık düzeltilmiş net dönem karı 18.728.428 USD olarak hesaplanmıştır.

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

USD	Değerleme Özeti
2023/09-2024/09 Dönemi Net Dönem Karı (Ertelenmiş Vergi Hariç)	18.728.428
Yurt İçi Benzer Şirketler F/K Çarpanı (x)	8,50
Özsermaye Değeri	159.191.638

Yurt İçi Benzer Şirketler Değerleme Sonuç Tablosu - Hesaplama: Global Menkul

4.5.2. Yurt Dışı Çarpan Analizi

Pirinç, bakliyat, hububat, soya ve katma değeri yüksek işlenmiş gıda sektöründe faaliyet gösteren halka açık yabancı şirketlerin yurt dışı çarpan analizinde, yurt içi benzer şirketlerde olduğu gibi uç değerlerin eliminasyonunda F/K çarpanları için x30 üstü değerler ve x5 altı değerler ile FD/FAVÖK çarpanları için x25 ve üstü değerler ve x5 altı değerler uç değer olarak kabul edilmiştir. Değerleme çalışmasında uç değerler elimine edildikten sonra medyan değerler kullanılmıştır.

Yurt dışı benzer şirketleri gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Unvan	Ülke	Açıklama
B&G Foods Inc	ABD	B&G Foods Inc., Kuzey Amerika'da uzun ömürlü gıdalar üretmekte ve satmaktadır. Şirket, ürünlerini süpermarket depoları, distribütörler, toplu satıcılar, kataloglar ve diğer satış kanalları aracılığıyla satmakta ve dağıtmaktadır. B&G, salça, akçaağaç şurubu, turşu, kuru fasulye, et ve sirke gibi yiyecekleri kendi markaları altında satmaktadır.
Ebro Foods Sa	İspanya	Ebro Foods SA, pirinç, makarna ve sos sektörlerinde faaliyet gösteren çok uluslu bir gıda şirkettir.
Gujarat Ambuja Exports Ltd	Hindistan	Gujarat Ambuja Exports Limited, tarımsal işlenmiş ürünler ve pamuk ipliği üretmektedir. Şirket, yağlı tohumlar, mısır ve buğdayın işlenmesi de dahil olmak üzere tarımsal işleme faaliyetlerine odaklanmaktadır. Gujarat Ambuja Exports ayrıca ring iplik ve açık uçlu iplik de üretmektedir. Gujarat Ambuja Exports Hindistan'daki müşterilere hizmet vermektedir.
Heilongjiang Agriculture-A	Çin	Heilongjiang Tarım Co. Ltd. pirinç, soya fasulyesi, buğday, mısır ve diğer tahıl ürünlerini üretmekte, işlemekte ve satmaktadır. Şirket ayrıca gübre üretimi ve kağıt ürünleri satışı da yapmaktadır.
Lt Foods Ltd	Hindistan	LT Foods Limited, özel bir gıda şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket kahverengi, beyaz, buharda pişirilmiş, yarı haşlanmış, organik, çabuk pişirilen ve aromalı pirinç ve pirinç ürünleri üretmekte ve dağıtmaktadır. LT Foods dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
M Dias Branco Sa	Brezilya	M Dias Branco SA, buğdaydan elde edilen gıda ürünlerini üretmekte, pazarlamakta ve satmaktadır. Şirketin ürünleri arasında bisküvi ve makarna, un ve buğday kepeğinin yanı sıra margarin ve bitkisel yağlar da bulunmaktadır.
Nissin Foods Holdings Co Ltd	Japonya	Nissin Foods Holdings Co. Ltd. hazır erişte ve işlenmiş gıda ürünleri üretmektedir. Nissin Foods; Hong Kong, Hindistan, ABD, Singapur ve diğer ülkeler de dahil olmak üzere denizaşırı ülkelerde üretim tesisleri işletmektedir.
Simply Good Foods Co/The	ABD	Simply Good Foods Company bir yatırım şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, atıştırılabilir ve gıda ürünleri faaliyetlerine yatırım yapmaktadır. Şirket, ABD'de Colorado ve Connecticut eyaletlerindeki müşterilere hizmet vermektedir.

SunOpta Inc	ABD	SunOpta Inc., doğal ve organik gıda pazarlarında faaliyet gösteren işletmelerin sahibi ve işletmecisidir. Şirket, doğal ve organik gıda ürünlerini tedarik etmekte, işlemekte ve dağıtmaktadır. SunOpta ayrıca çevre dostu endüstriyel malzemeler üretmekte ve geri dönüştürmektedir.
Tiger Brands Ltd	Güney Afrika	Tiger Brands Limited, şekerlemeler, genel gıdalar, yenilebilir yağlar ve türevleri üretimi alanında faaliyet göstermektedir.
Yamami Co	Japonya	Yamami Co., soya peyniri, tofu, diğer hazır gıdalar ve çeşitli gıda spesiyaliteleri üretim alanında faaliyet göstermektedir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler - Kaynak : Bloomberg

25.11.2024 tarihli Yurt dışı benzer şirketlerin değerlendirme çarpanlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Unvan	Piyasa Değeri (Mn USD)	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	PD/DD	FAVÖK Marjı*	Brüt Kar Marjı*
B&G Foods Inc	531,19	25,06	12,42	1,33	0,70	15,61	20,76
Ebro Foods Sa	2.576,05	12,11	6,95	0,89	1,10	11,75	N.A.
Gujarat Ambuja Exports Ltd	667,59	16,10	11,45	1,03	2,01	11,22	N.A.
Heilongjiang Agriculture-A	3.532,28	22,90	N.A.	3,70	3,17	29,08	39,27
Lt Foods Ltd	1.476,92	20,75	13,89	1,68	3,65	11,19	N.A.
M Dias Branco Sa	1.333,14	9,54	6,50	0,85	0,97	10,78	29,95
Nissin Foods Holdings Co Ltd	7.814,24	23,11	13,65	1,62	2,41	12,28	34,15
Simply Good Foods Co/The	3.992,83	25,65	17,82	3,17	2,31	19,46	37,68
Sunopta Inc	894,95	120,64	22,83	1,89	5,59	10,80	14,32
Tiger Brands Ltd	2.446,62	13,58	11,72	1,28	2,44	10,92	28,81
Yamami Co	187,21	21,00	8,73	1,54	2,95	17,62	21,37
ORTALAMA	2.314	18,98	12,60	1,92	2,85	14,61	28,29
MEDYAN	1.477	20,88	12,07	1,62	2,44	11,75	29,38

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları - Kaynak: Bloomberg

*3 Yıllık Ortalamalar dikkate alınmıştır.

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

USD	Değerleme Özeti
2023/09-2024/09 Dönemi FAVÖK	31.870.508
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı (x)	12,07
Firma Değeri	384.677.032
Net Borç Pozisyonu	-100.298.860
Özsermaye Değeri	284.378.172

Yurt Dışı Benzer Şirketler Değerleme Sonuç Tablosu - Hesaplama : Global Menkul

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

USD	Değerleme Özeti
2023/09-2024/09 Dönemi Net Dönem Karı (Ertelenmiş Vergi Hariç)	18.728.428
Yurt Dışı Benzer Şirketler F/K Çarpanı (x)	20,88
Özsermaye Değeri	390.955.935

Yurt Dışı Benzer Şirketler Değerleme Sonuç Tablosu - Hesaplama : Global Menkul

4.5.3. 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.

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

Çarpan Analizi Sonuç Tablosu - Hesaplama : Global Menkul

4.6. 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.

İzahnamenin 6.2.2 bölümünde yapılmakta olan yatırımlar ve toplam öngörülen yatırımlar bölümünde açıkladığı üzere üçüncü fabrika alanında yaklaşık 53,7 milyon USD yatırım yapılmasını öngörmektedir. Söz konusu yatırımların işbu rapor tarihi itibarıyla yaklaşık 19,7 milyon USD'lik kısmı tamamlanmıştır. Ayrıca Şirket planlamış olduğu Şanlıurfa GES projesi ile yaklaşık 17,2 milyon USD yatırım planlamaktadır. Planlanan GES yatırımlarının 2,7 milyon USD'lik kısmı tamamlanmıştır.

Şirket'in 19.681 kWp güneş paneli toplam kurulu gücüne sahip GES yatırımı ile yıllık 40.346.050 kWh elektrik üretilmesi planlanmaktadır. Öz tüketim modeli ile Şirket gelecek dönemde elektrik maliyetlerini sıfırlayacaktır. Şirket tahminlerine göre 2024-2025-2026 yıllarında sırasıyla yaklaşık 25,7 milyon kWh, 35 milyon kWh ve 40,5 milyon kWh elektrik tüketimi planlanmaktadır.

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.

Şirket'in devam eden ve planlanan yatırımlarının finansmanı hususunda mevcutta yaklaşık 40 milyon USD proje finansmanı kredisi kullanılmıştır. Şirket'in mevcut proje finansmanı kredilerinin yaklaşık 15 milyon USD'lik kısmı işletme sermayesi olarak kullanılmıştır. 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 alınmıştır. Söz konusu finansman süreçlerinde özkaynak borç oranı ortalama olarak %20 özkaynak, %80 borç düzeyindedir.

4.6.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

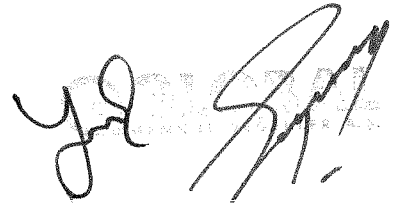
UDS 150 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri - Madde 40.1: Bu yöntem, gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

İNA yöntemi Şirket'in öngörülleri, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle beraber İNA yönteminde değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler önemli değişiklikler gösterebilmektedir.

Tahmini nakit akışlarını bugünkü değere indirmek için kullanılan oranın hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmaları 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 kompozisyonunun 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.

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%

AOSM - Hesaplama : Global Menkul

4.6.2. Hasılat Projeksiyonları

Şirket, hâlihazırda 37.323 m² kapalı alana sahip Merkez Fabrikası'nda ve 8.862 m² kapalı alana sahip Organik Üretim Fabrikası'nda üretimlerini gerçekleştirmektedir.

Merkez Fabrikası'nda;

- (i) 1.020 ton/gün ürün işleme kapasiteli 2 (iki) adet mercimek işleme hattı,
- (ii) 483 ton/gün ürün işleme kapasiteli 2 (iki) adet bulgur işleme hattı (yapılması planlanan yaklaşık 7.000.000 ABD Doları yatırımla 966 ton/gün'e artırılması hedeflenmektedir. Bu yatırımın 2025 ve 2026 yıllarında tamamlanması planlanmaktadır),
- (iii) 480 ton/gün ürün işleme kapasiteli 2 (iki) adet bakliyat eleme hattı
- (iv) 432 ton/gün kapasiteli 1 (bir) adet raf boyutlu paketleme tesisi mevcuttur.
- (v) Ek olarak Şirket'in Merkez Fabrikası bünyesinde 79.500 MT depolama kapasitesi bulunmaktadır. 38.995 m³ hacimli, 5 (beş) adet dikey silodan ve 5.084 m² yatay depodan oluşan 1 (bir) adet A tipi gümrüklü antrepo alanı bulunmaktadır.

Organik Üretim Fabrikası'nda;

- (i) 204 ton/gün ürün işleme kapasiteli 1 (bir) adet organik mercimek işleme ve un hattı,
- (ii) 216 ton/gün ürün işleme kapasiteli 1 (bir) adet bakliyat eleme hattı,
- (iii) 144 ton/gün kapasiteli 2 (iki) adet muhtelif bakliyat ve hububat unu fabrikası,
- (iv) 15 ton/gün kapasiteli 1 (bir) adet muhtelif bakliyat ve hububat prejelatinize un üretim hattı
- (v) Ek olarak Organik Üretim Fabrikası bünyesinde 8.805 MT depolama kapasitesi bulunmaktadır.

Şirket'in yatırımı devam eden üçüncü fabrika tesisi bulunmaktadır. Bu tesis kapsamında;

- (i) 30.000 MT (11.046 m²) depolama kapasitesi 2023 yılı içerisinde devreye alınmıştır.
- (ii) 2.000 m²'lik fabrika alanında 40 ton/saat üretim kapasiteli Super Cereal (Fonksiyonel Gıda) tesisi 2024 yılında kademeli olarak devreye alınacaktır.
- (iii) Yatırım kapsamında toplamda 680 m² olan enerji yönetim binası, sosyal tesis ve merkezi alt yapı inşaatları tamamlanmıştır.
- (iv) Yapımına başlanan 8.200 m² Lidaş depoları ve 180 m² ofis binası ile 8.800 m² ikinci etap depoların inşaatı devam etmektedir. 2025 yılı Ocak ayında teslimlerinin tamamlanacağı öngörülmektedir. 2025 yılı Ocak ayında tamamlanacak yatırımlar ile toplam 31.336 m² kapalı alana ulaşılması planlanmaktadır.

- (v) Tüm yatırımın ulaşacağı kapalı alanın ise yaklaşık 61.906 m² olması planlanmaktadır.
- (vi) Yatırım kapsamında 4.800 ton/gün ürün işleme kapasiteli ve 181.500 MT depolama alanlı bir bakliyat fabrikası kurulması planlanmaktadır.

Bahsi geçen ürün işleme kapasitesinin 600 ton/gün'lük kısmı 2024 yılı Kasım ayı içinde faaliyete alınmıştır. 2.018 ton/gün'lük kısmının 2025 yılında kalan 2.665 ton/gün'lük kısmının 2026 yılı içerisinde devreye alınması planlanmaktadır. Şirket'in mevcut ve yapılmakta olan yatırımlar kapsamında üretim hatları, depolama alanları ve kapasitesinin detaylarını gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Merkez Fabrika	
1020 ton/gün	2 adet mercimek işleme hattı
483 ton/gün	2 adet bulgur işleme hattı
480 ton/gün	2 adet bakliyat eleme hattı
432 ton/gün	1 adet raf boyutlu paketleme tesisi
78.500 MT	Depolama kapasitesi
38.995 m ³ hacimli	5 adet dikey silo ve 5.084 m ² yatay depodan oluşan antrepo
Organik Üretim Fabrikası	
204 ton/gün	1 adet organik mercimek işleme ve un hattı
216 ton/gün	1 adet bakliyat eleme hattı
144 ton/gün	2 adet muhtelif bakliyat ve hububat unu fabrikası
15 ton/gün	1 adet muhtelif bakliyat ve hububat prejelatinize un üretim hattı
8.805 MT	Depolama kapasitesi
Yatırımı Devam Eden 3.Fabrika	
30.000 MT (11.046 m ²) depolama kapasitesi (2023 yılında devreye alınmıştır)	
2.000 m ² fabrika alanı - 40 ton/saat üretim kapasiteli Super Cereal Tesisi (2024 yılında kademeli olarak devreye alınacaktır.)	
Yatırım kapsamında toplamda 680 m ² olan enerji yönetim binası, sosyal tesis ve merkez alt yapı inşaatları tamamlanmıştır.	
8.200 m ² Lidaş depolama inşaatı devam etmektedir.	
180 m ² ofis binası inşaatı devam etmektedir.	
8.800 m ² ikinci etap depoların inşaatı devam etmektedir.	
2025 yılı Ocak ayında tamamlanacak yatırımlar ile toplam 31.336 m ² kapalı alana ulaşılması planlanmaktadır.	
Tüm yatırımın ulaşacağı kapalı alanın ise yaklaşık 61.906 m ² olması planlanmaktadır.	
Yatırım kapsamında 4.800 ton/gün ürün işleme kapasiteli ve 181.500 MT depolama alanlı bir bakliyat fabrikası kurulması planlanmaktadır.	
Bahsi geçen ürün işleme kapasitesinin 600 ton/gün'lük kısmı 2024 yılı Kasım ayı içinde faaliyete alınmıştır. 2.018 ton/gün'lük kısmının 2025 yılında kalan 2.665 ton/gün'lük kısmının 2026 yılı içerisinde devreye alınması planlanmaktadır.	
Hâlihazırda 2.778 ton/gün ürün işleme kapasitesine sahip Şirket, yatırımların ardından 8.061 ton/gün ürün işleme kapasitesine sahip olacaktır.	

Şirket Yatırımlar Detay Tablosu - Kaynak: Şirket

Şirket'in mevcut kapasitesi ve yapılması planlanan yatırımlar ile ulaşması beklenen kapasiteni gösterir özet tablo aşağıdaki gibidir.

Kapasite (ton/gün)	Mevcut Durum	2024 Yılı Sonu	2025	2026
Merkez Fabrika	2.199	2.199	2.441	2.682
Organik Üretim Fabrikası	579	579	579	579
Yatırımı Devam Eden 3. Fabrika Alanı	-	600	2.376	4.800
Toplam	2.778	3.378	5.396	8.061

Şirket Kapasite Hesaplaması - Kaynak: Şirket

Hâlihazırda 2.778 ton/gün ürün işleme kapasitesine sahip Şirket, yatırımların ardından 8.061 ton/gün ürün işleme kapasitesine sahip olacaktır. Şirket'in hasılat projeksiyonu Şirket'in satışını gerçekleştirdiği ana ürün grupları üzerinden projekte edilmiştir. 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.

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 içi 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: Şirket

Yıl

Hasılat projeksiyonları TÜİK verileri ve Deloitte raporundan faydalanarak projeksiyonların tutarlılığı kontrol edilmiştir. Ana ürün gamı bazında genel olarak pazar paylarına ilişkin genel durum aşağıdaki gibidir.

- Deloitte Raporu'na göre artması beklenen devlet teşvikleri, bakliyatların vegan protein kaynağı olması, tüketicilerin bakliyat ürünlerine eğilimi, atıştırmalık yiyecek pazarındaki olumlu gelişmeler ile küresel bakliyat üretiminin artması beklenmektedir.
- Türkiye'nin bakliyat üretimi ve ihracatı incelendiğinde, Deloitte Raporu'na göre, 1965 yılından günümüze Türkiye'de yıllık ortalama 1,3 milyon ton seviyesinde bakliyat üretilirken ihracatı yapılan bakliyat oranı %8,7 seviyelerinden %93 seviyesine yükselmiştir. İhracatın artışının temel sebebi, bakliyat ürünlerinin Türkiye'de işlenmek suretiyle (dâhilde işleme ve ithalat) ihraç edilmesi olarak belirtilmiştir. Türkiye bakliyat üretimi sırasıyla, 2021 ve 2022 yıllarında 1 milyon ve 1,3 milyon olarak gerçekleşmiştir. Şirket yurt içi satışlarının Türkiye bakliyat üretimine oranı, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla %8 ve %7 oranındadır.
- Deloitte Raporu'na göre bakliyat üretiminde yıllık bileşik büyüme oranının %2,4 oranında olması beklenmektedir.
- Şirket'in ana ürün grupları bazında hazırlanan projeksiyonlar dikkate alındığında, Şirket 2021-2023 yıllarında miktar bazında %24 oranında satışlarını artırmıştır. Şirket'in gelecek dönemde, 2024 - 2028 yıllarında miktarsal olarak %12 yıllık ortalama büyümesi öngörülmüştür.

2028 dönemi sonrası, 2029-2031 yılları arasında yıllık ortalama %10 büyüme öngörülmüştür.

IMF'nin hazırlamış olduğu Dünya Ekonomik Görünüm 2024 Nisan ayı raporuna göre küresel manşet enflasyonun 2026 yılı sonuna kadar %4'ün altına inmesi beklenmemektedir. Bu minvalde yıllık ürün fiyatlarının artışı yıllık ortalama %3 olarak dikkate alınmıştır.

4.6.3. Net İşletme Sermayesi Projeksiyonları

Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacı üretim ve satışların artışına paralel olarak artış göstermektedir.

Şirket'in 2021 yılı açılış bilançosu dikkate alınarak 2022, 2023 ve 2024 yıllarının ortalama ticari alacak, stok ve ticari borç bakiyelerine göre hesaplanan alacak devir süresi ortalama 42 gün, stok tutma süresi 90 gün ve borç ödeme süresi 33 gün olarak gerçekleşmiştir.

Büyüyen operasyonlar dikkate alınarak, geçmiş dönemlere oranla daha makul tahminleme yapılmış, alacak tahsil süresi 50 gün, stok tutma süresi 110 gün ve borç ödeme süresi 30 gün olarak dikkate alınmıştır.

Yıllık işletme sermayesi ihtiyacının hasılatı oranı 2021-2023 yıllarında %24,36 olarak gerçekleşmiş olup, söz konusu oran projeksiyon döneminde %30,96 düzeyindedir.

İşletme sermayesi projeksiyonunu gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.



Mn USD	2021	2022	2023	2023/09 2024/09	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Hasılat	160,10	177,73	211,06	211,55	237,10	298,41	366,64	436,36	507,52	559,11	615,71	677,34
Satışların maliyeti (-)	133,34	157,64	166,43	165,97	188,63	235,93	288,81	343,18	398,67	438,89	483,03	531,09
Ticari alacaklar	18,49	22,24	21,71	30,99	32,48	40,88	50,22	59,78	69,52	76,59	84,34	92,79
Stoklar	31,11	37,24	44,47	56,73	56,85	71,10	87,04	103,42	120,15	132,27	145,57	160,06
Ticari borçlar	13,89	15,08	11,75	8,81	15,50	19,39	23,74	28,21	32,77	36,07	39,70	43,65
Net İşletme Sermayesi	35,71	44,40	54,43	78,92	73,82	92,59	113,52	134,99	156,90	172,79	190,21	209,19
Yıllık İşletme Sermayesi	-	8,69	10,02	24,49	19,40	18,77	20,93	21,47	21,91	15,88	17,43	18,98
Nis/Ciro	22,31%	24,98%	25,79%	37,30%	31,14%	31,03%	30,96%	30,94%	30,92%	30,90%	30,89%	30,88%
Alacak Tahsil Süresi	42	46	38	53	50	50	50	50	50	50	50	50
Stok Tutma Süresi	85	86	98	125	110	110	110	110	110	110	110	110
Borç Ödeme Süresi	38	35	26	19	30	30	30	30	30	30	30	30

İşletme Sermayesi Projeksiyonu - Hesaplama: Global Menkul

4.6.4. Planlanan Yatırım Harcamaları

Şirket'in planlanan yatırım harcamalarının detayı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

USD	2024	2025	2026	AÇIKLAMA
Yatay Depolama Alanı	5.700.000	-	-	8.200 m ² kapalı alana sahip 8 holden oluşan toplam 30.000 MT ürün depolama kapasiteli Lidaş yatay depoları ile 8.800 m ² kapalı alana sahip 8 holden oluşan standart yatay depolar.
Lidaş (Ekipman & Muhtelif Giderler)	560.000	-	-	8.200 m ² kapalı alana sahip 8 hol den oluşan toplam 30.000 MT ürün depolama kapasiteli Lidaş yatay depolarının Lidaş yönetmeliği gereği zorunlu olan; laboratuvar malzemeleri, tahıl taşıma ve aktarma istemleri, toz toplama sistemleri, otomasyon, kamyon lifti, sıcaklık ölçüm sistemleri, havalandırma sistemi ve muhtelif giderler.
Lidaş İdari Bina	120.000	-	-	Lidaş yönetmeliğine uygun Lidaş yönetim idari binası
Super Cereal Hattı	2.000.000	-	-	Besleme siloları, ön eleme, borulamalar, taşıyıcılar (elevatör, pünomatik vb.), kurutucular, öğütücüler, kalite ekipmanları, paketleme, 8 adet extruder gibi toplamda 40 ton/saat üretim kapasiteli komple üretim hattı.
Bakliyat Eleme Tesisi	-	3.500.000	-	10 ton/saat kapasiteli 3 adet (toplam 30 ton/saat) bakliyat eleme tesisi üretim hattı; besleme siloları, ön temizleme üniteleri, renk ayırıcılar, kalite ekipmanları ve taşıyıcı ekipmanlarıyla birlikte kurulumuna dair muhtelif giderler.
Armada - 1 Bulgur Hattı	200.000	3.300.000	3.500.000	483 ton/gün üretim kapasiteli bulgur tesisi ve ekipmanları. Besleme siloları, taşıyıcılar, buhar hatları, otomasyon, pişirme üniteleri, kurutma ve kırma üniteleri, sınıflama ve paketleme ünitelerinin tümünü içermektedir. Planlanan Bulgur Hattı yatırımının 200.000 USD'lik kısmı tamamlanmıştır.
Kırmızı Mercimek Hattı	-	4.000.000	-	10 ton/saat kapasiteli 3 adet (toplam 30 ton/saat) mercimek eleme ve kırma üretim hattı; ürün besleme siloları, tavlama bunkerleri, renk ayırma sistemleri, kalite ekipmanları, metal detektör, kabuk soyma üniteleri, eleme üniteleri, kırma üniteleri, sınıflama üniteleri ve paketleme ünitelerinin tümüne içermektedir.
TOPLAM	8.580.000	10.800.000	3.500.000	

Yatırım Harcamaları -Kaynak: Şirket

4.6.5. Finansman Projeksiyonu

Raporun 4.4 "Değerlemeye İlişkin Diğer Önemli Hususlar" bölümünde yer verildiği üzere Şirket'in 2024/3Ç itibarıyla 100.298.860 USD finansal borcu bulunmaktadır. Şirket devam eden yatırımları ve planlanan yatırımları kapsamında proje finansmanı ve leasing kredileri kullanmaktadır. Şirket'in işbu rapor tarihi itibarıyla yaklaşık 40 milyon USD proje finansmanı

kredisi bulunmaktadır. Şirket projeksiyon döneminde yaklaşık 13,7 milyon USD leasing kredisi kullanmayı planlamaktadır.

Mevcut ve kullanılması planlanan proje finansmanı kredilerinin ve finansal kiralama işlemlerinin geri ödemelerine ilişkin özet tablo aşağıda yer almaktadır.

USD	Kredi Tutarı	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Tranş-1	10.000.000	909.091	1.818.182	1.818.182	1.818.182	1.818.182	1.818.182	-	-	-
Tranş-2	5.000.000	-	-	833.333	833.333	833.333	833.333	833.333	833.333	-
Tranş-3	10.000.000	-	-	1.818.182	1.818.182	1.818.182	1.818.182	1.818.182	909.091	-
Tranş-4	15.000.000	-	-	-	1.363.636	2.727.273	2.727.273	2.727.273	2.727.273	2.727.273
GES	13.742.400	-	-	-	2.748.480	2.748.480	2.748.480	2.748.480	2.748.480	-
TOPLAM		909.091	1.818.182	4.469.697	8.581.813	9.945.450	9.945.450	8.127.268	7.218.177	2.727.273

Uzun Dönemli Krediler Tablosu - Kaynak: Şirket

Şirketin 31.12.2023 tarihli bilançosunda yer alan ve mevcut operasyonlarında ağırlıklı olarak işletme sermayesi olarak kullandığı yaklaşık 41,1 milyon USD kısa vadeli kredisi bulunmaktadır. Söz konusu kredilerin projeksiyon döneminde 40 milyon USD olarak devam ettirildiği (credit roll) varsayılmıştır.

Söz konusu kısa vadeli kredilerin her yıl çevrildiği varsayımıyla, proje finansmanı ve leasing kredilerin dahil olduğu faiz ödemelerine ilişkin tablo aşağıdaki gibidir. Faiz hesaplamalarında USD faizin %10 ve 2024 yılı sonrası 7 yıllık dönemin TL faizi %25 olarak dikkate alınmıştır. 2024 yılı nakit akışı dikkate alınarak 2024 yılı TL faiz ortalaması %50 olarak dikkate alınmıştır.

Faiz Ödemeleri USD)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Proje Finansmanı	2.293.104	5.324.459	4.723.773	3.730.911	2.676.624	1.655.799	786.652	204.459
Kısa Vadeli Kredileri	8.800.000	5.800.000	5.800.000	5.800.000	5.800.000	5.800.000	5.800.000	5.800.000
Leasing Kredileri	206.167	78.516	16.190	-	-	-	-	-
Genel Toplam	11.299.271	11.202.976	10.539.963	9.530.911	8.476.624	7.455.799	6.586.652	6.004.459

Faiz Giderleri Tablosu - Kaynak: Şirket

4.6.6. Vergi Oranı

Şirket izahnamesinin 6.2.4. bölümünde yer alan “İhraççıyla İlgili Teşvik ve Sübvansiyonlar vb. ile Bunların Koşulları Hakkında Bilgi” bölümünde yer aldığı üzere, Şirket aşağıdaki vergi destek ve teşviklerinden faydalanmaktadır.

- SGK Teşvikleri
- Yatırım Teşvik Belgeleri
- T.C. Ticaret Bakanlığı Teşvikleri
- T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı Teşvikleri

Şirket söz konusu teşvik ve destekler kapsamında, Şirket'in geçmiş dönemlerinde gerçekleşen vergi oranı %9 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in devam eden yatırım teşvik belgeleri bulunmakla birlikte indirimli kurumlar vergisi oranlarının %7,5 ile %10 arasında olacağı öngörülmektedir. Projeksiyon döneminde yatırım teşvik belgelerinin bitmesine müteakip, imalatçı ihracatçı Şirketlere uygulanan %1'er puanlık vergi indirimi ve halka arz vergi teşvikleri dikkate alınarak 2027-2030 döneminde %21 olarak dikkate alınmıştır. 2031 sonrası mevcut mevzuat dahilinde kurumlar vergisi %25 olarak dikkate alınmıştır. Şirket gelecek dönem vergi hesaplamalarında, Şirket'in yukarıda bahsedilen gelecek dönem faiz giderleri tahminlenmiş ve vergi öncesi kar üzerinden projeksiyon döneminde vergi giderleri hesaplanmıştır.

4.6.7. İndirgenmiş Nakit Akımları

İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli'nin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay başı değere ulaşılabilir.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde 2024 yılı ilk dokuz aylık gerçekleştirmeleri 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.

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

İNA Tablosu - Hesaplama: Global Menkul

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 ulaşmıştır.

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

4.7. Sonuç

Şirket'in değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli ve Çarpan Analizi Yöntemi eşit ağırlıklandırılmış olup, **333.768.641 USD** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

06.12.2024 tarihli TCMB-USD/TL döviz satış kuruna göre (34,7633 USD/TL) Şirket özsermaye değeri **11.602.899.399 TL** olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in sermayesi 219.984.000 TL olup, Şirket'in halka arz pay başına pay değeri **52,74 TL** olarak hesaplanmıştır. **%24,17** oranında uygulanan halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri **8.798.478.614 TL** olup, pay başına değer ise **40,00 TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme özeti gösterir özet tablo aşağıdaki gibidir.

Değerleme Sonucu	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Yurt İçi Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri	176.042.179	25%	44.010.545
Yurt Dışı Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri	337.667.053	25%	84.416.763
İNA Modeline Göre Özsermaye Değeri	410.682.666	50%	205.341.333
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (USD)		100%	333.768.641
İskontolu Özsermaye Değeri (USD)			253.096.760
Şirket Özsermaye Değeri (TL)	11.602.899.399		
Pay Değeri	52,74		
<i>Halka Arz İskontosu</i>	<i>24,17%</i>		
İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	8.798.478.614		
İskontolu Pay Değeri	40,00		

Değerleme Sonuç Tablosu - Hesaplama: Global Menkul

EK - 1: Değerleme Raporu Sorumluluk Beyanı

FİYAT TESPİT RAPORU SORUMLULUK BEYANI

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Armada Gıda Ticaret ve Sanayi A.Ş. fiyat tespit raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu ve değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDS") kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle, ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

SORUMLU DEĞERLEME UZMANI

SORUMLU DEPARTMAN YÖNETİCİSİ



KURUMSAL FİNANSMAN DİREKTÖRÜ

KURUMSAL FİNANSMAN DİREKTÖRÜ

YİĞİT ENGİZ

YİĞİT ENGİZ

GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.



KURUMSAL FİNANSMAN DİREKTÖRÜ

YÖNETİM KURULU ÜYESİ ve GENEL MÜDÜR

YİĞİT ENGİZ

GÜLŞEYMA DOĞANÇAY

EK - 2: Yetkinlik Beyanı

FİYAT TESPİT RAPORU YETKİNLİK BEYANI

Armada Gıda Ticaret ve Sanayi A.Ş.'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 9 Aralık 2024 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurulca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kurum olarak değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışana,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri dokümanlara,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına, sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun Sermaye Piyasası Kurulu'nun yayımlamış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.

KURUMSAL FİNANSMAN DİREKTÖRÜ

YÖNETİM KURULU ÜYESİ ve GENEL MÜDÜR

YİĞİT ENGİZ

GÜLŞEYMA DOĞANÇAY