

## IMOLA ACQUISITION CORPORATION

Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. Özet Değerleme Raporu

Financial Advisory



Gizli ve Özeldir



# İçerik

Yönetici Özeti

4

---

## Gökhan Altun

Ortak

Ofis tel: +90 (212) 366 60 27

Mobil tel: +90 (533) 597 23 17

E-posta: [galtun@deloitte.com](mailto:galtun@deloitte.com)

---

## Alper Alkan

Direktör

Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı  
(204677)

Ofis tel: +90 (212) 366 65 42

Cep tel: +90 (533) 272 90 49

E-posta: [aalkan@deloitte.com](mailto:aalkan@deloitte.com)

---

## Önemli Uyarı

Bu özet rapor 21 Mayıs 2021 tarihli sözleşmede ("Sözleşme") tanımlandığı şekilde Alıcı Taraflar için kesinlikle özel ve gizlidir. Sözleşmede açıkça belirtildiği üzere rapor herhangi bir belgede alıntılanmamalı veya atıfta bulunulmamalı, kopyalanmamalı ve kısmen veya tamamen başka herhangi bir tarafa sunulmamalıdır.

Bu özet raporun içeriği ya da bu rapora dayalı olarak yapılabilecek herhangi bir işlem hakkında DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. sorumluluk taşımamaktadır.

Bu özet rapor elektronik ve basılı kopya formatında sunulmuş olabilir. Bu nedenle, bu raporun birden çok kopyası ve versiyonu farklı ortamlarda bulunabilir. Sadece nihai imzalı bir kopya kesin olarak görülmelidir.

Imola Acquisition Corporation  
1209 Orange Street, Wilmington,  
County of New Castle, Delaware, 19801  
United States of America

**DRT Kurumsal Finans  
Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.**

Deloitte Values House  
Maslak No1  
34398 İstanbul  
Tel: +90 (212) 366 60 00  
[www.deloitte.com.tr](http://www.deloitte.com.tr)

8 Temmuz 2021

Imola Acquisition Corporation (“Imola”) Yönetim Kurulu’na,

Bu özet rapor, DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. (“Deloitte”) tarafından Imola Acquisition Corporation'ın (“Imola”) Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ‘nin (“Armada Bilgisayar” veya “Şirket”) Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”) Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1) uyarınca zorunlu pay alım teklifi fiyatının tespit edilmesi kapsamında Armada Bilgisayar paylarının 2 Temmuz 2021 tarihi itibarıyla pazar değerinin tahmin edilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor, 21 Mayıs 2021 tarihinde Imola ve Deloitte arasında imzalanan değerlendirme hizmet sunumu sözleşmesinde yer alan maddelere uygun olarak hazırlanmıştır.

Bu rapor Tebliğ kapsamında hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından raporun tamamının incelenmesi önerilmektedir. Bu rapor Tebliğ’in 10’ucu maddesi kapsamında kamuya açıklanacaktır. Bu raporun muhatabı Imola olarak kalacaktır.

Saygılarımızla,

Gökhan Altun

Ortak

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU LIMITED Üye Şirketi



# Yönetici Özeti

Yönetici Özeti

4



# Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

## Raporun Amacı ve Kapsamı

- 31.03.2021 tarihli özel durum açıklamasıyla, Imola'nın Armada Bilgisayar'ın dolaylı kontrolüne ve Armada Bilgisayar sermayesinin/oy haklarının %90.03'ünü temsil eden dolaylı payların sahibi olmasını doğuracak bir sözleşme ve birleşme işlemi ("İşlem") akdedildiği bilgisi kamuya duyurulmuştur. Bu işlem neticesinde Imola SPK'nın II-26.1 Sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği ("Tebliğ") uyarınca zorunlu pay alım teklifinde bulunacaktır.
- İşbu Rapor, Tebliğ'in 15'inci maddesi uyarınca zorunlu pay alım teklifi fiyatının tespit edilmesi kapsamında, Uluslararası Değerleme Standartları'na ("UDS") uygun olarak uluslararası kabul görmüş değerlendirme yaklaşımlarından Şirket için uygun olan bir veya birkaç yöntem kullanılarak Armada Bilgisayar paylarının 2 Temmuz 2021 tarihi itibarıyla pazar değerinin tahmin edilmesi amacıyla 8 Temmuz 2021 tarihinde hazırlanmıştır.

## Raporun Kullanımı

- Bu Rapor, Imola ile Deloitte arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 21 Mayıs 2021 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup Deloitte'un değerlendirme çalışmasıyla ilgili bulgularını içermektedir.
- Bu Rapor, Tebliğ'in 15'inci maddesi uyarınca zorunlu pay alım teklifi fiyatının tespit edilmesi doğrultusunda kullanılmalı ve bunun dışında herhangi bir amaç için içinden alıntılar yapılmamalı veya kullanılmamalıdır.
- Bu rapor Tebliğ'in 10'ncü maddesi kapsamında kamuya açıklanacaktır. Bu raporun muhatabı Imola olarak kalacaktır.

## Kısıtlayıcı Koşullar ve Belirleyici Unsurlar

- Bu raporda yer verilen, ileriye dönük finansal bilgiler dahil olmak üzere, tüm finansal ve operasyonel veriler Armada Bilgisayar Yönetimi ("Şirket Yönetimi") tarafından sunulmuştur. İlgili tüm analizler, verilerin doğru olduğu varsayılarak yapılmıştır. Paylaşılan verilerin eksik ve/veya yanlış olması ve bu raporda yer alan değerlendirme sonuçlarını önemli ölçüde etkilemesi durumunda Deloitte sorumlu olmayacaktır.
- İleriye dönük finansal bilgilerde kullanılan öngörüler ve varsayımlar Şirket Yönetimi

## Kısıtlayıcı Koşullar ve Belirleyici Unsurlar (devam)

sorumluluğunda olup, varsayımlar üzerinde gerekli gördüğümüz durumlarda değişiklik yapmakla beraber, varsayımların gerçekleştirilebilirliği ve doğruluğu konusunda herhangi bir sorumluluk kabul etmemekteyiz.

- Bu raporda sunulan finansal projeksiyonlar Şirket Yönetimi'nden alınmıştır ve Deloitte sağlanan verilerin doğruluğunu denetlememiştir. Tüm analizler, (i) sağlanan verilerin doğru ve eksiksiz olduğu, (ii) Şirket Yönetimi'nin iş planını tüm yasal ve diğer kısıtlamalar hakkında tam bilgi sahibi olarak hazırladığı, (iii) Şirket Yönetimi ve ortaklarının dürüst ve profesyonel ilkeler çerçevesinde hareket ettiği temeliyle gerçekleştirilmiştir.
- Şirket'in faaliyetleri için gerekli tüm lisansların, kullanım haklarının, onay mektubunun veya diğer yasal veya idari izinlerin mevcut olduğu veya kolayca alınabileceği veya yenilenebilir olduğu varsayılmaktadır.
- Şartlar ve olayların tahmin edildiği şekilde gerçekleşmemesinden dolayı öngörülen ve gerçekleşen sonuçlar arasında önemli farklılıklar oluşabileceğini hatırlatmak isteriz.
- Çalışmamız genel kabul görmüş denetim standartlarına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Çalışmada, tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş ve kamuya açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir mali inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. Dolayısıyla rapor kapsamında kullanılan finansal bilgilerin doğruluğuna ilişkin bir denetim görüşü sunulmamaktadır.
- Armada Bilgisayar'ın alacakları karşılığında elde ettiği satış amaçlı duran varlıkları bulunmaktadır. Bu gayrimenkuller, işbu değerlendirme çalışmasında operasyonel olmayan varlıklar olarak kabul edilmiş ve şirket değerine eklenmiştir. Çoğunluğu son 5 yılda iktisap edilen bu varlıklar, iktisap tarihi itibarıyla ABD\$ tutarlarıyla aktifleştirilmiştir. Ancak, bu gayrimenkullere ilişkin SPK lisanslı bir firma tarafından hazırlanan ekspertiz raporları tarafımıza sunulamamıştır. Bu nedenle, gayrimenkullerin TFRS'ye uygun olarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda yer alan defter değerleri dikkate alınmıştır.



# Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

## Değerlemeye Konu Varlık

- Değerlemeye konu varlık Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin sermayesini temsil eden 24,000,000 TL nominal değerdeki paylardır.
- Armada Bilgisayar 1993 yılında kurulmuş olup bilişim teknolojileri servisleri ve cihazları sektöründe distribütör olarak hizmet vermektedir. Şirket'in payları Haziran 2006'da halka arz edilmiş olup Borsa İstanbul'da "ARMDA" koduyla işlem görmektedir. 2014 yılında hisselerin çoğunluğu Ingram Micro'nun bağlı ortaklığı Aptec Holdings Limited tarafından satın alınmış olup mevcut ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

### Armada Bilgisayar Ortaklık Yapısı

Ortak	Nominal Değeri (TL)	Pay oranı	Oy Hakkı Oranı	Pay Grubu
APTEC Holdings Limited	21,606,594.52	90.03%	90.03%	A ve B grubu
Diğer (halka açık)	2,393,405.48	9.97%	9.97%	B grubu
<b>Toplam</b>	<b>24,000,000.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	

Kaynak: KAP

- Şirket'in payları A ve B olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Şirket esas sözleşmesine göre yönetim kurulunun 5 veya 6 üyeden oluşması durumunda 4 üye, 7 üyeden oluşması durumunda 5 üye A grubu hisse sahiplerinin göstereceği adaylar arasından seçilmektedir.

### Armada Bilgisayar Sermaye Yapısı

Pay Grubu	Nominal Değeri (TL)	Pay oranı	İmtiyaz Türü
A	1,268,261.76	5.28%	Yönetim kurulu üye seçiminde imtiyaz
B	22,731,738.24	94.72%	Hiçbir imtiyazı yoktur
<b>Toplam</b>	<b>24,000,000.00</b>	<b>100.00%</b>	

Kaynak: KAP

- Hedef Şirket'in kayıtlı adresi, Orta Mah. Topkapı Maltepe Cad. No:10/B, 34030, Bayrampaşa / İstanbul'dur.
- Şirket yönetiminden alınan bilgiye göre, Şirket'in hisseleri veya varlıkları üzerinde herhangi sınırlama/takyidat mevcut değildir.
- Armada Bilgisayar'ın denizaşırı alımlarıyla ilgili satın alma faaliyetlerini gerçekleştirmek üzere kurulan ve konsolidasyon kapsamında olan bağlı ortaklık ve yapılandırılmış işletme aşağıda sunulduğu gibidir:

### Konsolidasyon kapsamındaki bağlı ortaklık ve yapılandırılmış işletme

Şirket	Türü	Kurulduğu Ülke	Pay oranı	Başlıca faaliyetler
Supernet Systems Limited (Supernet)	Bağlı ortaklık	İngiltere	100%	Yurt dışından ürün tedariki
Supernet Distribution DMCC (Supernet Dubai)	Yapılandırılmış işletme	Birleşik Arap Emirlikleri	-	Yurt dışından ürün tedariki

Kaynak: Denetim raporları

### Şirket ile İlişki

- DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. tarafından Armada Bilgisayar'a son 3 yıl içerisinde finansal danışmanlık kapsamında herhangi bir hizmet verilmediğini beyan ederiz.

### Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Beyanımız

- DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.'nin, Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen değerlendirme hizmetiyle ilgili hususlara uygunluğunu beyan ederiz. Beyanımız Ek-5'te yer almaktadır.



# Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

## Uluslararası Değerleme Standartları'na Uyum Beyanımız

- Değerleme çalışmasını SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Tebliği uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında gerçekleştirdiğimizi beyan ederiz.

## Değer Esası

- Değerleme çalışması kapsamında değer esası 'pazar değeri' olarak belirlenmiştir. Pazar değeri UDS 104/30.1'de aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:

*"Pazar değeri, bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır."*

## Değerleme Tarihi

- Çalışmanın amacı kapsamında değerlendirme tarihi 2 Temmuz 2021 ("Değerleme Tarihi") olarak kabul edilmiştir.

## Değerleme Para Birimi

- Değerleme çalışması Armada Bilgisayar'ın fonksiyonel para birimi olan ABD\$ ("ABD\$") üzerinden yapılmış olup, değerlendirme sonucu Değerleme Tarihi itibarıyla geçerli olan TCMB döviz kurundan (8.6768 ABD\$/TL) TL'ye çevrilmiştir.

## Rapor Tarihi

- İşbu rapor 8 Temmuz 2021 tarihinde ("Rapor Tarihi") hazırlanmıştır.

## Finansal Tablolar

- Değerleme çalışmasında 2018, 2019, 2020 yıl sonu ve 31 Mayıs 2021 ara dönemine ilişkin Şirket Yönetimi tarafından hazırlanmış ABD\$ cinsinden konsolide mali tablolar ("Yönetim Raporları") kullanılmıştır.
- Bunun yanında Vergi Usul Kanunu ("VUK") uyarınca hazırlanmış 2018, 2019, 2020 yıl sonu ve Mayıs 2021 ara dönem TL yasal mali tablolar ile TRFS uyarınca hazırlanmış 2018, 2019, 2020 yıl sonu bağımsız denetimden geçmiş ve 31 Mart 2021 tarihli bağımsız denetimden geçmemiş TL mali tablolar analiz edilmiştir.
- Finansal raporlar Şirket'in internet sitesinde yer almaktadır. (<https://www.armada.com.tr/raporlar.aspx?m=3>)
- Yönetim Raporları ile yasal ve TFRS finansalları arasındaki geçişleri gösteren mutabakat çalışması Şirket Yönetimi tarafından sağlanamamıştır. Yönetim Raporlarının ve TFRS finansallarının bir özeti Ek-E6'da yer almaktadır.

## Bilgi Kaynakları

- Değerleme çalışmasında kullanılan veriler Yönetim, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ("KAP") yayınlanan halka açık veriler, Mergermarket veri tabanı, S&P Capital IQ, The Economist Intelligence Unit ("EIU"), kamu kurumları, medya kuruluşları, uluslararası finans kuruluşları ve değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen diğer kaynaklardan sağlanmıştır.

## İleriye Dönük Finansal Bilgiler

- Değerleme çalışmasına baz olan nakit akım projeksiyonları Şirket Yönetimi tarafından sağlanmıştır. 1 Haziran 2021 - 31 Aralık 2026 dönemini kapsayan iş planında kullanılan varsayımlara ilişkin detaylı açıklamalar sayfa 23-24'te sunulmuştur.



# Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

## Kullanılan Değerleme Yaklaşımları

- Çalışmamızda gelir ve piyasa yaklaşımları kullanılmıştır.
- Gelecekte beklenen nakit akımlarını dikkate almadığından ve dolayısıyla işletmenin gelecekteki potansiyelini yansıtmadığından çalışmamızda maliyet yaklaşımı uygulanmamıştır.

### 1- Gelir yaklaşımı

- Gelir yaklaşımında bir şirketin değeri, o şirket için gelecekteki nakit akımlarının öngörülmesiyle hesaplanmaktadır.

### İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Yöntemi

- İNA yöntemi, bir şirketin gelecek için öngörülen net nakit akımlarının, uygun bir iskonto oranıyla değerlendirilmesine dayanan yöntemdir.
- İNA yöntemi, şirkete özel büyüme ve nakit akım tahminlerine dayalı bir yöntem olması sebebiyle yatırımcılar tarafından en sık tercih edilen yöntemdir. Ancak, aynı zamanda gelecekle ilgili subjektif değerlendirmeler içermektedir.
- Bu yöntem bir şirketin gelecekteki satış gelirleri, satışların maliyeti, faaliyet giderleri, işletme sermayesi gereksinimi ve yatırım harcamalarının bir projeksiyon dönemi süresince öngörülmesini gerektirmektedir. İlgili iskonto oranı paranın zaman değerini, enflasyonu ve değerlendirilen varlığa veya işletmeye sahip olmanın doğasında bulunan riski dikkate almalıdır.
- İNA çalışmasında 1 Haziran 2021 – 31.12.2026 dönemini kapsayan Firmaya Ait Serbest Nakit Akışları (free cash flows to firm) dikkate alınmıştır.

## 2- Piyasa yaklaşımı

- Piyasa yaklaşımında bir şirketin değeri benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketlerin çarpanları, benzer şirketlerin satın alma işlemlerinde ortaya çıkan değerlendirme çarpanları kullanılarak tahmin edilmektedir.

### Benzer Şirketler (Borsadaki Kılavuz Emsaller) Yöntemi

- Benzer şirketler yönteminde piyasa çarpanları aynı veya benzer iş kollarında faaliyet gösteren ve serbest ve açık bir piyasada aktif olarak işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatlarından elde edilir.
- S&P Capital IQ veri tabanından “teknoloji donanım & yazılımları distribütörlüğü” sektörlerinde faaliyet gösteren halka açık şirketler, iş tanımı ve verilerin ulaşılabilirliğine göre incelenmiştir.
- Medyan ŞD/SOA FAVÖK ve ŞD/2021 FAVÖK çarpanları Armada Bilgisayar’ın gerçekleşen SOA ve 2021 yılsonu tahmini FAVÖK değerlerine uygulanmıştır. SOA ve 2021 FAVÖK sonuçlarına eşit ağırlık verilmiştir.

### Benzer/Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi

- Benzer işlemler yönteminde piyasa çarpanları aynı veya benzer iş kollarında faaliyet gösteren şirketlerin satın alma işlemlerinden hesaplanan kazanç çarpanlarından elde edilir.
- S&P Capital IQ veri tabanında “teknoloji donanım & yazılımları distribütörlüğü” sektörlerinde faaliyet gösteren, geçmiş 5 yılda gerçekleşmiş işlemler, hedef şirketlerin iş tanımı ve verilerin ulaşılabilirliğine göre incelenmiştir.
- Çalışmamızda, benzer sektörlerdeki 13 farklı işlemde elde edilen ortalama ve medyan ŞD/SOA FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Ortalama ve medyan ŞD/SOA FAVÖK çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir.

### Piyasa (Borsa) Değeri

- Tebliğ'e göre payların geçmiş borsa fiyatları pay alım teklifi fiyatının hesaplanmasında ayrı bir kriter olarak dikkate alınmaktadır. Değerleme sonuçlarının payların borsa değerinden bağımsız ikinci bir kriter ortaya koyabilmesi adına, Armada Bilgisayar halka açık bir şirket olmasına rağmen, payların borsa değeri işbu değerlendirme çalışmasında dikkate alınmamıştır.





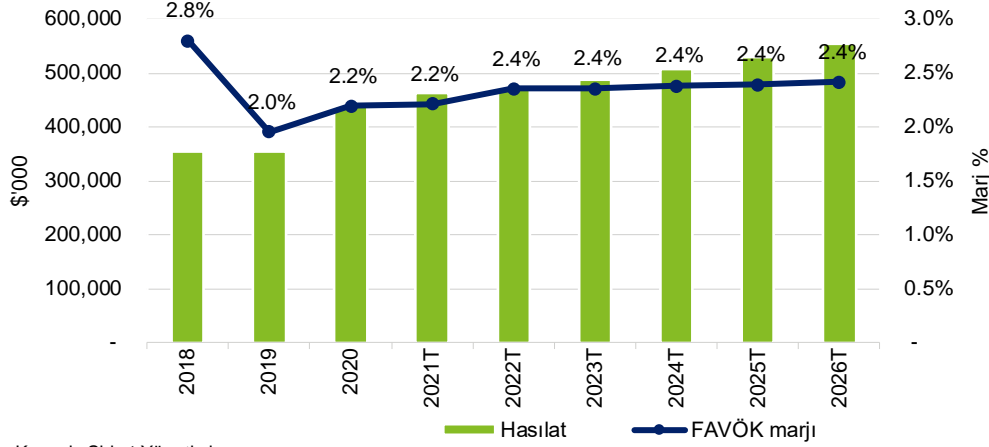
## Yönetici Özeti | Varsayımlar

#	Varsayımlar	Açıklama
1	Projeksiyonlar	<ul style="list-style-type: none"><li>Projeksiyon dönemi 1 Haziran 2021 ile 31 Aralık 2026 arasındaki tahmin dönemini kapsamaktadır. Şirketin fonksiyonel para birimi ABD\$'dır.</li></ul>
2	Satış gelirleri	<ul style="list-style-type: none"><li>Armada Bilgisayar bilişim sektöründe distribütör olarak hizmet vermektedir. Satışlar, Aruba, Axis, Cisco, Commscope, Dell Technologies, Fortinet, HPE, Honeywell, Lenovo, McAfee, Microsoft, Milestone, Nvidia, Polycom, Vmware ann gibi (ancak bunlarla sınırlı olmamak üzere) çeşitli satıcılardan sağlanan donanım ve yazılım BT ürünlerinden oluşmaktadır. Şirket, ürünlerini bayi (reseller network) kanalıyla satmaktadır.</li><li>2018'den 2019'a %0.3 gerileyen satış gelirleri, 2019'daki 354.4 milyon ABD\$ seviyesinden %24.1 artışla 2020'de 439.7 milyon ABD\$ seviyesine yükselmiştir. Ayrıca, 2021'in ilk beş ayında gelirler, bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yıllık bazda %42.4'lük bir büyümeyle 215.4 milyon ABD\$ seviyesine ulaşmıştır. Bilgisayar, yazılım, bulut hizmetleri, depolama ve siber güvenlik konularında temelde Covid-19'un BT sektöründeki etkisine bağlı olarak artan talep ile birlikte satışlarda hızlı bir büyüme yaşandığı gözlemlenmektedir.</li><li>Pandemi etkisinin 2022'den sonra normalleşmesi beklenmekle beraber satış gelirlerinin 2021-2026 döneminde %3.7'lik BYBO ile 2021'de 463.1 milyon ABD\$ seviyesinden 2026'da 555.9 milyon ABD\$ seviyesine çıkması beklenmektedir. Bu artışın temel sebebi, ürün portföyüne yeni marka ve ürünlerin kademeli olarak eklenmesidir.</li></ul>
3	Satışların maliyeti ve brüt kar	<ul style="list-style-type: none"><li>Brüt kar marjı 2018'de %5.3 seviyesinden kademeli şekilde azalarak 2021'in ilk 5 ayında %4.0 seviyesinde gerçekleşmiştir. Brüt kar marjının projeksiyon dönemi boyunca %4.7 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmaktadır.</li><li>Buna göre satışların maliyetinin 2021-2026 döneminde BYBO %3.6 ile büyüyerek 2021'de 421.1 ABD\$ seviyesinden 2026'da 529.5 milyon ABD\$ seviyesine ulaşması beklenmektedir.</li></ul>
4	Operasyonel giderler & FAVÖK marjı	<ul style="list-style-type: none"><li>2018-2020 yılları arasında toplam faaliyet giderleri %0.2 BYBO'luk artış göstermiştir ve ortalama FAVÖK marjı %2.3 seviyesinde gerçekleşmiştir.</li><li>Toplam (nakit bazlı) faaliyet giderlerinin 2021'deki 10.1 milyon ABD\$ seviyesinden %5.2 BYBO ile artarak 2026'da 13.4 milyon ABD\$ seviyesine yükselmesi beklenmektedir. FAVÖK marjının 2021 - 2026 yılları arasında %2.4 seviyesinde sabit kalacağı tahmin edilmektedir.</li></ul>
5	Net işletme sermayesi	<ul style="list-style-type: none"><li>Geçmiş 3 yıla ilişkin ortalama alacak tahsil, stok ve borç ödeme süreleri sırasıyla 115, 24, 85 gün olarak hesaplanmış olup nakit çevirim süresi 53 gündür. Söz konusu devir hızlarının projeksiyon döneminde sabit kalacağı varsayılmıştır.</li></ul>



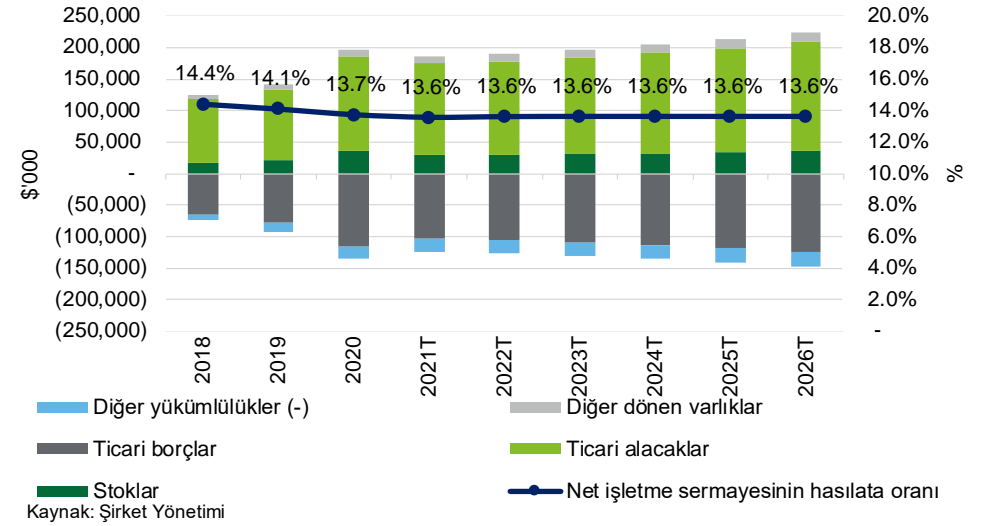
## Yönetici Özeti | Varsayımlar

### Hasılat ve FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket Yönetimi

### Net İşletme Sermayesi



Kaynak: Şirket Yönetimi

#	Varsayımlar	Açıklama
6	Yatırımlar	<ul style="list-style-type: none"> <li>2021-2026 dönemini kapsayan iş planına göre 2023'teki SAP yatırımını da içeren toplam yatırım harcamaları 4.8 milyon ABD\$ olarak öngörülmektedir.</li> <li>2019-2020 döneminde sırasıyla %0.18 ve %0.09 olan yatırımların hasılatı oranının, tahmin döneminde %0.06 - %0.11 arasında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.</li> </ul>



## Yönetici Özeti | Varsayımlar

#	Varsayımlar	Açıklama
7	Vergi oranı	<ul style="list-style-type: none"><li>Şirket'in fonksiyonel para birimi ABD\$ olmakla birlikte raporlama ve vergi para birimi TL'dir. TL'nin ABD\$ karşısında değer kaybetmesi/(değer kazanması) durumunda döviz kazancı/(zararı) oluşturmaktadır. Son yıllarda TL'nin ABD\$ karşısında önemli ölçüde değer kaybetmesi sonucu oluşan vergilendirilebilir kur farkı gelirleri nedeniyle Şirket'in efektif vergi oranı yürürlükteki kurumlar vergisi oranından daha yüksek seviyede gerçekleşmiştir.</li><li>Ancak, TL'nin ABD\$ karşısında projeksiyon döneminde beklenen değer kaybının (EIU tahminleri için sayfa 14'e bakınız) 2016-2020 dönemine kıyasla önemli ölçüde daha düşük olması nedeniyle, değerlendirme analizinde geçerli kurumlar vergisi oranı (%2021'de %25, 2022'de %23 ve 2023 ve sonrasında %20) uygulanmıştır.</li></ul>
8	AOSM	<ul style="list-style-type: none"><li>Öngörülen serbest nakit akımları, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") kullanılarak iskonto edilmiştir. Değerleme çalışmasında, ABD\$ cinsinden %10.5'lik AOSM uygulanmıştır. AOSM'ye ilişkin hesaplamaların detayları 28. sayfada sunulmuştur.</li></ul>
9	Makroekonomik göstergeler	<ul style="list-style-type: none"><li>Değerleme çalışmasında kullanılan makroekonomik tahminler The Economist Intelligence Unit ("EIU") veri tabanından temin edilmiştir.</li></ul>
10	Benzer Şirketler Analizi	<ul style="list-style-type: none"><li>S&amp;P Capital IQ veri tabanından, "teknoloji donanım &amp; yazılımları distribütörlüğü" sektörleri altında sınıflandırılan şirketler, iş tanımlarına ve veri ulaşılabilirliklerine göre incelenmiştir.</li><li>Armada Bilgisayar'ın Mayıs 2021 itibarıyla gerçekleşen son 12 ay ve 2021 yılsonu tahmini FAVÖK değerine, ŞD/SOA FAVÖK ve ŞD/2021 FAVÖK çarpanlarının medyan değerleri (sırasıyla 10.2x ve 11.4x) uygulanmıştır.</li></ul>
11	Benzer İşlemler Analizi	<ul style="list-style-type: none"><li>S&amp;P Capital IQ veri tabanında "teknoloji donanım &amp; yazılımları distribütörlüğü" sektörlerinde faaliyet gösteren, geçmiş 5 yılda gerçekleşmiş satın alma ve birleşme işlemleri, hedef şirketlerin iş tanımı ve verilerin ulaşılabilirliğine göre incelenmiştir.</li><li>Çalışmamızda, benzer sektörlerdeki 13 farklı işlemde elde edilen ortalama ve medyan ŞD/SOA FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Ortalama ve medyan ŞD/SOA FAVÖK çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir.</li></ul>



# Yönetici Özeti | Değerleme Sonucu

## Değerleme Sonuçları - ABD\$'000

\$ 000	Ağırlık	Sonuç	Düşük	Yüksek
<b>Gelir Yaklaşımı</b>	<b>75%</b>	<b>76,353</b>	<b>72,854</b>	<b>80,289</b>
İndirgenmiş Nakit Akımı	100%	76,353	72,854	80,289
<b>Piyasa Yaklaşımı</b>	<b>25%</b>	<b>77,547</b>	<b>71,468</b>	<b>83,625</b>
Benzer Şirket	75%	87,953	86,803	89,103
Benzer İşlem	25%	46,327	25,462	67,191
<b>Değerleme Sonucu</b>		<b>76,651</b>	<b>72,507</b>	<b>81,123</b>

US\$:TL 02.07.2021 8.6768

## Değerleme Sonuçları - ₺'000

₺'000	Ağırlık	Sonuç	Düşük	Yüksek
<b>Gelir Yaklaşımı</b>	<b>75%</b>	<b>662,496</b>	<b>632,136</b>	<b>696,652</b>
İndirgenmiş Nakit Akımı	100%	662,496	632,136	696,652
<b>Piyasa Yaklaşımı</b>	<b>25%</b>	<b>672,856</b>	<b>620,114</b>	<b>725,597</b>
Benzer Şirket	75%	763,151	753,175	773,127
Benzer İşlem	25%	401,969	220,932	583,006
<b>Değerleme Sonucu</b>		<b>665,086</b>	<b>629,131</b>	<b>703,888</b>

## Pay başına değer - Kontrol gücü içeren A grubu paylar (TL - sonuç)

Pay adedi (nominal bin TL)	# bin	24,000	24,000	24,000
Pay başına değer (Gelir yaklaşımı)	TL	27.60	26.34	29.03
Pay başına değer (Piyasa yaklaşımı)	TL	28.04	25.84	30.23
<b>Pay başına değer (Sonuç)</b>	<b>TL</b>	<b>27.71</b>	<b>26.21</b>	<b>29.33</b>

## Pay başına değer - Kontrol gücü içermeyen B grubu paylar (TL - sonuç)

Pay adedi (nominal bin TL)	# bin	24,000	24,000	24,000
Pay başına değer (Gelir yaklaşımı)	TL	23.00	21.95	24.19
Pay başına değer (Piyasa yaklaşımı)	TL	23.36	21.53	25.19
<b>Pay başına değer (Sonuç)</b>	<b>TL</b>	<b>23.09</b>	<b>21.84</b>	<b>24.44</b>

Kontrol gücü içeren pay başına değerden kontrol primini arındırmak için %16.67 (%20/%120) oranında iskonto uygulanmıştır.

Armada Bilgisayar Değerleme Raporu – 8 Temmuz 2021

## Değerleme Sonuçları

- Armada Bilgisayar'ın, 2 Temmuz 2021 tarihi itibarıyla gelir ve piyasa yaklaşımları kullanılarak ulaşılan değerlendirme sonuçları soldaki tabloda gösterilmiştir.
- İNA yöntemi Şirket'in gelecekteki nakit akımlarına dayalı detaylı bir analize dayanmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve devam eden büyüme oranı duyarlılığı analizine dayalı sonuçlar yandaki tabloda sunulmuştur. İNA yönteminin geleceğe yönelik subjektif varsayımlar içermesi nedeniyle beklentilerden sapmaların İNA analizi sonuçlarını değiştirebileceğini belirtmek isteriz.
- Piyasa yaklaşımında bir şirketin değeri ,benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketlerin çarpanları ile benzer şirketlerin satın alma işlemlerinde ortaya çıkan değerlendirme çarpanları kullanılarak tahmin edilmektedir. Bu yöntem kullanılırken, aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin performansının aynı pazar koşulları ve beklentilerine bağlı olması ve büyüme ve risk gibi kilit değer unsurlarının benzer olması esas alınmaktadır.
- Piyasa bazlı yöntemler objektif piyasa verilerine dayanmaktadır ancak bu yöntemlerde Şirket'in gelecekte beklenen nakit akımlarına tümüyle yer verilmemektedir. Piyasa bazlı yöntemler kapsamında benzer şirketler ve benzer işlemler yöntemi kullanılmıştır. Mevcut piyasa dinamiklerini daha fazla yansıttığı için benzer şirketler yöntemine (%75), benzer işlemler yöntemine (%25) göre daha yüksek bir ağırlık verilmiştir.
- Gelir yaklaşımı birincil, piyasa yaklaşımı ise tamamlayıcı yaklaşımı olarak seçilmiş olup bu yaklaşımlara sırasıyla %75 ve %25 ağırlık atanmıştır. Gelir yaklaşımının, Şirket'in gelecekteki nakit akım beklentilerini piyasa yaklaşımına göre daha iyi temsil ettiği düşünülmektedir. Piyasa yaklaşımının, aynı sektördeki benzer şirketlerle yapılan karşılaştırmalara dayalı olarak potansiyel yatırımcıların beklentilerini yansıttığı kabul edilmektedir. Öte yandan, işletmenin gelecekteki potansiyelini tam olarak hesaba katmamaktadır.
- Sonuç olarak Armada Bilgisayar'ın kontrol gücü içeren A grubu payların pazar değerinin pay başına **26.21 – 29.33 TL** aralığında; kontrol gücü içermeyen B grubu payların pazar değerinin ise pay başına **21.84 – 24.44 TL** aralığında olduğu tahmin edilmektedir.

Deloitte; İngiltere mevzuatına göre kurulmuş olan Deloitte Touche Tohmatsu Limited (“DTTL”) şirketini, üye firma ağındaki şirketlerden ve ilişkili tüzel kişiliklerden bir veya birden fazlasını ifade etmektedir. DTTL ve üye firmalarının her biri ayrı ve bağımsız birer tüzel kişiliktir. DTTL (“Deloitte Global” olarak da anılmaktadır) müşterilere hizmet sunmamaktadır. Global üye firma ağımla ilgili daha fazla bilgi almak için [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) adresini ziyaret ediniz.

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş., DTTL üye şirketidir.

Deloitte, denetim, danışmanlık, finansal danışmanlık, risk yönetimi, vergi ve ilgili alanlarda, birçok farklı endüstride faaliyet gösteren özel ve kamu sektörü müşterilerine hizmet sunmaktadır. Deloitte her beş Fortune Global 500® şirketinden dördüne hizmet verirken, dünya çapında farklı bölgelerde 150’den fazla ülkede yer alan global üye firma ağı ile, müşterilerinin iş dünyasında karşılaştıkları zorlukları aşmalarına destek olmak ve başarılarına katkıda bulunmak amacıyla dünya standartlarında yüksek kalitede hizmetler sunmaktadır. Deloitte’un 225.000’i aşan uzman kadrosunun iz bırakan bir etkiyi nasıl yarattığı konusunda daha fazla bilgi almak için Facebook, LinkedIn ya da Twitter sayfalarımızı takip ediniz.

Bu belgede yer alan bilgiler sadece genel bilgilendirme amaçlıdır ve Deloitte Touche Tohmatsu Limited, onun üye firmaları veya ilişkili kuruluşları (birlikte, “Deloitte Network” olarak anılacaktır) tarafından profesyonel bağlamda herhangi bir tavsiye veya hizmet sunmayı amaçlamamaktadır. Şirketinizi, işinizi, finansmanınızı ya da mali durumunuzu etkileyecek herhangi bir karar ya da aksiyon almadan, yetkin bir profesyonel uzmana danışın. Deloitte Network bünyesinde bulunan hiçbir kuruluş, bu belgede yer alan bilgilerin üçüncü kişiler tarafından kullanılması sonucunda ortaya çıkabilecek zarar veya ziyandan sorumlu değildir.