

Armada Gıda <ARMGD>

29 Mayıs 2025
(09:00)

Kapsam Dışı Şirket İnceleme

Temelleri 1993 yılına dayanan Armada Gıda, 3 yerleşke, 11 üretim tesisinde toplam 725 bin ton üretim kapasitesi bulunmaktadır. 2024 yılında %64 ihracat oranına sahip Şirket hububat, bakliyat ve yağlı tohumların işleme, paketlenme ve depolamasını yapmasıyla tarım değer zincirinde önemli bir konumdadır. Hammaddeyi 29 ülkeden temin eden Şirket'in 94 ülkede küresel ayak izi bulunmaktadır. Şirket'in satışları yurt içinde Armada Foods, Doyum, Anadolu ve Polipop markalarıyla yapılırken yurt dışında satışlarda ise Mediterranean Village markası bulunmaktadır. Ek olarak, Şirket zincir marketlere (BİM, Migros, A101, gibi) özel markalı ürünler ile de çözümler sunmaktadır.

Armada-3 yatırımları yatay ve dikey entegrasyon imkanı sunuyor

Armada-3 tesisinde Super Cereal, Ekstrüzyon ve Protein Ayırıştırma Tesisi devreye alınırken, yerleşkede Mercimek Kırma, İri Taneli Ürünler Ayırıştırma ve İşleme Tesisi, Perakende Paketleme Tesislerinin kademeli olarak (2026 yıl sonunda büyük kısmı tamamlanarak) 2028 yılına kadar devreye alınması bekleniyor. Buna göre gerçekleşen yatırımlar 26mn USD iken planlanan yatırım büyüklüğü 54mn USD seviyesindedir. Tamamlanan Super Cereal yatırımı sayesinde Şirket BM'nin ilk 10 tedarikçisinden birisi olacaktır.

2028 yılına kadar satış tonajında 2 katlık büyüme hedefi Şirket'in 50mn USD üzerindeki tesis yatırımları sayesinde satış hacminin 2028'e kadar 2 katına çıkması ve orta vadede sürdürülebilir karlılığın (FVAÖK marjı) %15 seviyesinde olması hedeflenmektedir (2024: %13). İlgili yatırımlar sonucunda mercimek satış tonajının %60, nohut, fasulye ve pirinç satış tonajının ise %30'a yakın büyümesi planlanmaktadır.

Değerleme Görüşümüz: Armada Gıda'nın USD bazlı 2025 beklentileri, %45 ciro büyümesi ile cironun 298,4mn USD'ye ulaşmasını, FAVÖK'ün 49,2mn USD olmasını Net Kar'ın %40 artışla 32,7mn USD seviyesinde gerçekleşmesini içermektedir. Şirket'in hisse senetleri 2025 yılı USD bazlı beklentilerine göre 6.9x F/K ve 6.0x FD/FAVÖK çarpanlarında işlem görmektedir. Son 12 aylık finansallara göre ise çarpanlar 9.0x F/K ve 8.8x FD/FAVÖK seviyesinde olup, FD/FAVÖK çarpanı yurt içi benzer şirketlere göre 30% iskontoya işaret etmektedir. Şirket'in yukarıda belirttiğimiz yatırımlarının 2028 yılına kadar tamamlanması öngörülmüyor. Fiyat Tespit Raporu'ndaki varsayımlara göre 2028 yıl sonunda 507,5mn USD hasılat, 86,2mn USD FAVÖK'e ulaşılması (17% FAVÖK marjıyla) beklenmektedir.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL33,46	m.d	m.d
Piyasa Değeri	Firma Değeri	
TL8.833mn	USD227mn	TL11.588mn

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters:	ARMGD.TI / ARMGD.IS		
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	7%	9%	m.d.
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	29,96 / 40,02		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	85,7		
YBB TL Getiri:	-16%		
Beta (günlük)	0,52		
BİST-100'deki ağırlığı	0,11%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	264		

Kısaca Şirket

1993 yılında kurulan Şirket'in faaliyetleri; hububat, bakliyat ve yağlı tohumların alımı ve satımı, pazarlanması, üretilmesi, transit alış veya satışının yapılması, devredilmesi veya devir alınması, ithalat ve ihracatının yapılması şeklinde düzenlenmiştir. Şirket; bakliyat, hububat ve yağlı tohum ürünlerini ithal etmekte, ihraç etmekte, işlemekte ve paketlemektedir. Şirket'in personel sayısı 2025/03 dönem itibarıyla 343 kişidir.

Ortaklık Yapısı

Sadettin Saygın Sönmez	33,4%
Fethi Kalıpçı Sönmez	32,6%
Mehmet Hayri Sönmez	8,7%
Armada Anadolu Gıda	8,3%
Ticaret Sanayi A.Ş.	
Halka Açık Kısım	16,9%

Özet Finansallar	2023	2024	Değişim
Net Satışlar (TLmn)	8.733	7.637	-13%
FVAÖK (TLmn)	650	771	19%
Net Kar (TLmn)	281	809	188%
FVAÖK marjı	7,4%	10,1%	2,7 pp
Net Kar marjı	3,2%	10,6%	7,4 pp
F/K (x)	31,5	10,9	
FD/FVAÖK (x)	17,8	15,0	
FD/Net Satışlar (x)	1,3	1,5	
Hisse Başına Kar(TL)	1,06	3,06	

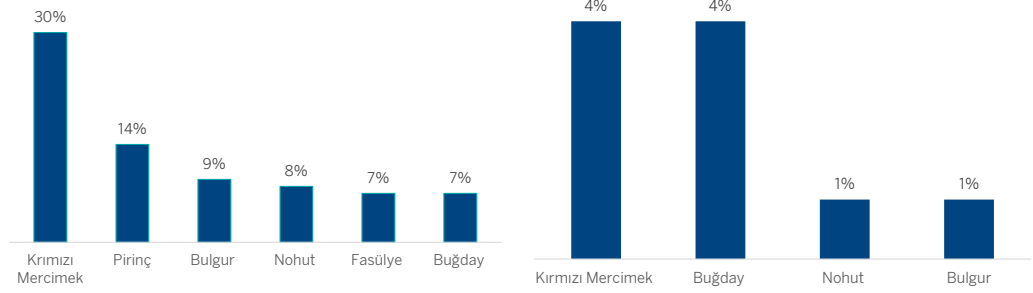
Analist: Kasım Emre Duman

+90 (212) 384 12 70

KasimDu@garantibbva.com.tr

Armada Gıda Ürün Bazında Gelir Dağılımı

Konvansiyonel Ürünler (Gelirdeki pay %) Organik Ürünler (Gelirdeki pay %)



Kaynak: Şirket

Konvansiyonel Ürünler: Bu segment kapsamında Kırmızı Mercimek, Pirinç, Bulgur, Nohut, Fasulye ve Buğday satışları yer almaktadır. Toplam satış tonajı içerisinde konvansiyonel ürünlerin payı 2024 yılında 88% (1Ç25: 81%) seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket konvansiyonel ürünlerde güçlü üretim kapasitesi sayesinde hem Türkiye’de hem de bölgesindeki diğer oyunculara karşı ayrılmaktadır. Konvansiyonel ürünlerin üretimi 38 bin metrekare kapalı alanda yer alan Armada—1 tesisinde yapılmaktadır. Armada—3 yatırımı ile birlikte konvansiyonel ürünlerin üretim kapasitesinde de artışlar planlanmaktadır.

Organik Ürünler: Organik ürünler segmentinde Kırmızı Mercimek, Buğday, Nohut, Bulgur satışları yer almaktadır. Toplam satış tonajında organik ürünlerin payı 2024 yılında 12% (1Ç25: 19%) seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket organik ürünlerin üretimini 2022 yılında devreye aldığı 10 bin metrekare kurulu alana sahip Armada—2 tesisinde gerçekleştirmektedir. Organik ürünlerde Şirket gıda perakendecilerin bakliyat ürün grubu ve katma değerli gıda ürünlerinde tedarikçi konumundadır. Doyum organik markası ile yapılan satışlara ek olarak şirket Türkiye’de zincir marketlere (Migros, A101, Metro vb.) ve Eti, Züher gibi markalara özel markalı ürünler üretmektedir.

Super Cereal: Armada Gıda Super Cereal yatırımı tamamlandıkça, yatırım aynı zamanda Armada—3 fabrikasının ilk tesisi konumundadır. Bu yatırımla birlikte Şirket stratejik hedef olarak yatay entegrasyon ile ürün portföyünü organik veya inorganik yollarla geliştirmeyi hedeflemektedir. Bu tesisinin 2028 yılı itibarıyla yıllık yaklaşık 28 bin ton satışla Şirket finansallarına katkı sunması beklenmektedir.

Şirket'in 2025 yılı beklentileri (enflasyon muhasebesi hariç)

2025 Yılı Beklentiler (USDmn)	2024	2025	Değişim(%)
Ciro	205,7	298,4	45%
FVAÖK	38,6	49,2	28%
FVAÖK Marjı (%)	18,8%	16%	
Net Kar	23,4	32,7	40%
Net Borç	114,6	86,8	-24%
Net Borç / FVAÖK	3,0	1,8	
Yatırım Harcamaları	12,9	49,5	283%
Armada 3 + Armada 1 Bulgur	10,3	32,5	216%
GES	1,8	14,5	705%
Diğer	0,8	2,5	195%

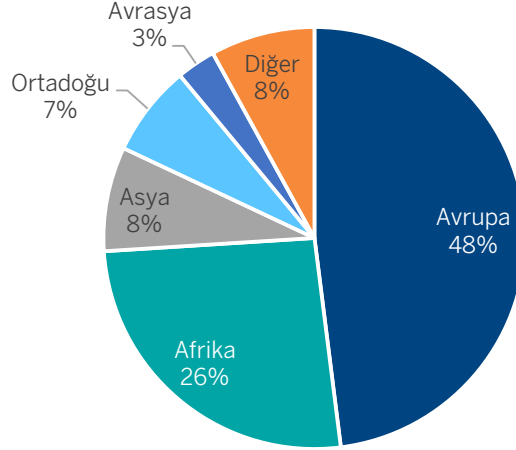
Kaynak: Şirket

Enflasyon muhasebesi hariç olarak paylaşılan 2025 beklentilerine göre Şirket'in cirosunun yıllık %45 artışla 298,4mn USD'ye çıkması, FVAÖK'ün %28 artış ile 49,2mn USD seviyesinde olması, Net Kar'ın 32,7mn USD seviyesinde oluşması beklenmektedir. Net Borcun ise 2024 yılındaki 114,5mn USD seviyesinden 2025 yılında 86,8mn USD'ye gerilemesi hedeflenmektedir. Buna göre Net Borç/FVAÖK seviyesinin ise geçen yıl ki 2,97x seviyesinden 1,76x'e gerilemesi öngörülmektedir. Şirket'in 2025 yılı beklentilerine göre toplamda 49,5mn USD (2024: 10,2mn USD) yatırım harcaması yapması planlanmaktadır. İlgili yatırım tutarlarının 32,5mn USD kısmı Armada 3 + Armada 1 Bulgur yatırımına 14,5mn USD'lik kısmının GES yatırımlarına 2,5mn USD tutarındaki kısmının ise diğer yatırımlara harcanması beklenmektedir.

Şirket'in 25-26-27 Aralık 2024 tarihlerinde gerçekleşen halka arzının 2,2 mlr TL toplam halka arz büyüklüğünde gerçekleştiğini not ediyoruz. Buna göre Şirket halka arz sonucunda 1,7 mlr TL nakit girişi elde etmiştir.

Armada Gıda Sektöründe Öncü Bir İhracatçı Konumunda

Armada Gıda 1Ç25 İhracat Gelir Dağılımı (%)



Kaynak: Şirket Sunumu

Armada Gıda 1Ç25 itibarıyla 51 ülkeye ihracat yapmaktadır. 1Ç24 ve 1Ç25 tarihlerinde sona eren finansal dönemler itibarıyla Şirket'in gelirlerinin sırasıyla %59 ve %62'si ihracat geliri kaynaklıdır. Şirket'in Tonaj olarak 1Ç24 ve 1Ç25 dönemde ihracat tonaj satışları 34,1 bin ton ve 45,7 bin ton seviyesindedir. Bu ise toplam satışlar içerisinde 1Ç24'te %49 ve 1Ç25'te %57'ye karşılık gelmektedir.

Şirket'in ihracat faaliyetleri kapsamında Almanya, Rusya, İtalya, Cezayir, Ukrayna ve Mısır ana ihracat ülkelerindendir. İhracat bölgesel dağılımına bakıldığında 1Ç25 itibarıyla Avrupa toplam ihracat geliri içerisinde %48 paya sahipken Afrika %26, Asya %8, Ortadoğu %7, Avrasya %3, diğer bölgeler ise %8 paya sahiptir. 1Ç25 toplam satış gelirleri içerisinde Avrupa'nın payı geçen yılın aynı dönemine göre %19'dan %29 yükselmiştir. Şirket artan ihracat performansına benzer şekilde TIM1000 listesindeki sıralaması 2020'deki 655'ten 2023'te 279'e yükselmiştir.

Yatırımlar 2028'e Kadar Kademeli Olarak Devreye Alınacak

Şirket'in 2028 orta vadeli stratejileri kapsamında Armada—3 & GES yatırımları tamamlanması sonrasında toplam satış tonajının iki katına çıkarılması ve ciro büyümesinin sağlanması, %15 FVAÖK marjı ile sürdürülebilir karlı büyümenin sağlanması, 50mn USD üzerinde yatırım ile büyümenin desteklenmesi ana stratejiler konumundadır.

Armada—3 yatırımları 2028 yılına kadar 54mn USD'lik bir yatırım planını içerirken GES yatırımları da 34mn USD'lik yatırım planından oluşmaktadır. Stratejik hedefler doğrultusunda Şirket Harran GES (9,3 MW) ve Super Cereal tesisi yatırımlarını tamamlamıştır. Harran GES yatırımı sayesinde 2025 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla elektrik giderlerinde %90'ın üzerinde tasarruf planlanmaktadır. Diğer GES Yatırımı olan Viranşehir GES (12MW) 3Ç25'te tamamlanması öngörülmektedir.

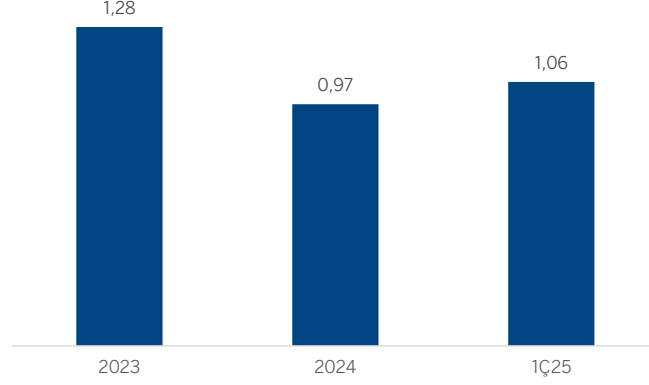
Depolama alanı yatırımları kapsamında Armada-3 Yatırımları kapsamında tamamlanmıştır. Öte yandan Gümrüklü depo yatırımı ve lisanslı depo işletmesi yatırımı devam etmekte olup 3Ç25 başında tamamlanması beklenmektedir. Bu yatırım sayesinde Şirket faaliyet giderlerinde önemli bir kalem olan depolama giderlerinde %80'in üzerinde tasarruf planlanmaktadır.

Şirket Armada—3 yatırımları kapsamında 2028 itibarıyla Mercimek satış tonajının %60 büyümesini hesaplamaktadır. Yatırım süreci devam etmekte olup Şirket makinelerle ilişkin sözleşme imzalamıştır.

Şirket yine Armada—3 yatırımları kapsamında 2028 yılı itibarıyla nohut, fasulye ve pirinç satış tonajının %30 büyümesini planlamaktadır. Yatırım süreci devam etmekte olup makinelerle ilişkin sözleşme imzalamıştır.

Stokların yapısı aşağı yönlü riskleri sınırlıyor

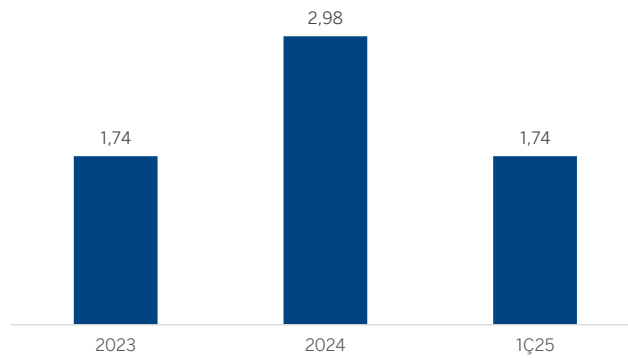
Stoklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler



Kaynak: Şirket Sunumu

Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerinin büyük bölümü, faaliyetlerde kullanılan stok finansmanı kaynaklıdır. 2025 ilk çeyrek itibarıyla stokların borçların %106'sını karşılayacak düzeydedir. Şirket'in stoklarının uzun ömürlü olması nedeniyle istenilen zamanlarda stoklar nakde çevrilebilecektir. Şirket'in 1Ç25 itibarıyla stoklarının değerinin 98,6mn USD seviyesinde olduğunu not ediyoruz. Ek olarak gelecek dönemde de Şirket'in faaliyetlerinin bulunduğu tarım sektörü önemini koruması beklendiğinden uzun vadede cazip kredi finansman imkanlarının devam edebileceği düşünülmektedir.

Net Borç / FVAÖK



Kaynak: Şirket Sunumu

31 Mart 2025 itibarıyla bakıldığında ise Şirket'in toplam finansal borçları 4,6mlr TL seviyesindedir. TL cinsinden borçlar toplam içerisinde 4%'lük bir paya sahipken yabancı para biriminden borçlar 96% seviyesindedir. Şirket'in uzun vadeli borçlarında 107,7mn USD seviyesinde ABD Doları Kredi bulunurken ağırlıklı ortalama faizi %9,2'dir.

EK-1: ARMGD 1Ç25 Finansal Sonuçlar

Armada Gıda Özet Finansal Sonuçlar			Değişim		
(mn TL)	1Ç24	4Ç24	1Ç25	1Ç25/1Ç24	1Ç25/4Ç24
Net Satışlar	2.380	1.883	2.143	-10%	14%
Brüt Kar	192	418	469	143%	12%
Faaliyet Karı	8	212	259	3142%	22%
FVAÖK	30	227	288	858%	27%
Net Diğer Gelir/Gider	85	66	30	-65%	-55%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	1	0	a.d.	a.d.
Finansal Gelirler (net)	126	113	68	-46%	-40%
Vergi	-122	-22	-166	a.d.	a.d.
Net Kar	97	369	189	96%	-49%
Net Nakit		-4.448	-2.755		
Çalışma Sermayesi		-4.013	-4.744		
Özsermaye	0	4.627	4.706		
Rasyolar					
Brüt Kar Marjı	8,1%	22,2%	21,9%	13,8 puan	-0,3 puan
Faaliyet Kar Marjı	0,3%	11,3%	12,1%	11,8 puan	0,8 puan
FVAÖK Marjı	1,3%	12,0%	13,4%	12,2 puan	1,4 puan
Net Kar Marjı	4,1%	19,6%	8,8%	4,8 puan	-10,8 puan

Kaynak: Rasyonet

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.