Analist Toplantı Notu

Yıldız Holding

Holding

Yıldız Holding, 2025/09 dönemi sonuçları ve geleceğe dönük değerlendirmeler kapsamında 26 Kasım tarihinde Analist Toplantısı gerçekleştirdi. Holding, Türkiye ve Dünya'daki koşul zorlukları kapsamında 2026 yılını 'Kusursuz Fırtına' olarak nitelendirdi.
Bu nitelendirmenin nedenleri ise;

Hammadde tedariki: Kakao ve palm yağı başta olmak üzere temel hammaddelerin tedarikinde yaşanan zorluklar, üretim sürekliliği ve maliyet yönetimi üzerinde baskı oluşturması.
Finansmana erişim: Sıkı finansal koşullar ve yüksek finansman maliyetleri nedeniyle şirketlerin finansmana erişiminde güçlükler yaşanması.
Piyasa vadelerinin uzaması: Piyasa genelinde tahsilat vadelerinin uzaması, işletme sermayesi ihtiyacını artırması.
Tedarik zinciri ve lojistik: Jeopolitik gerginliklerin deniz taşımacılığı, enerji arzı ve uluslararası ticarette yaşanan kesintiler, operasyonel süreçlerde aksamalara ve tedarik sürelerinde belirsizliğe yol açması.
Maliyet baskıları: Hammadde, enerji, lojistik ve finansman maliyetlerindeki artış, şirketlerin karlılık marjları üzerinde baskı yaratması.

Yıldız Holding, mevcut piyasa koşullarında kısa vadeli gelişmelerden ziyade uzun vadeli ve sürdürülebilir büyümeye odaklandığını vurguladı. Piyasa koşullarında olası bir iyileşme senaryosuna karşı hazırlıklı olunduğu ve konjonktürdeki toparlanmanın operasyonel süreçlere hızlı şekilde entegre edilebileceği ifade edildi.

Yıldız Holding'in finansalları 9A26'da 9A25'e göre borçlulukta düşüşe işaret ederken, ciro %31 artışla 611,6 milyar TL oldu. Cironun %5'ini ihracat oluşturdu. İhracat bu dönemde %25 artışla 27 milyar TL'ye yükseldi. 2018'de kullanılan 5,3 milyar dolarlık sendikasyon kredisinin 588 milyon dolara indiği aktarıldı. Şirket, Göcek Marina ve Adapazarı Şeker satışlarını, ana faaliyet alanlarına odaklanma stratejisi kapsamında, temel iş kollarıyla doğrudan ilişkili olmayan varlıkların portföyden çıkarılması yaklaşımıyla ilişkilendirdi.

	15 Eylül 2026 Kapanış	25 Kasım 2026 Kapanış	Değişim
BESLR	12,53	8,87	**-29%**
BIZIM	24,26	13,19	**-46%**
GOZDE	22,24	14,25	**-36%**
MAKTK	9,07	5,03	**-45%**
PENTA	12,75	9,24	**-28%**
SOKM	58,30	40,12	**-31%**
ULKER	89,15	61,95	**-31%**

Holding şirketlerindeki getiriler kapsamında pay geri alım programına ilişkin soruya istinaden Holding, mevcut piyasa koşullarının sağlıklı olmadığını ve bu ortamda gerçekleştirilecek pay geri alımlarının hisse performansı üzerinde anlamlı bir etki yaratmasını beklemediklerini ifade etti. Piyasa koşullarının normalleşmesiyle birlikte şirketlerin piyasa değerlerinin temel değerlerine yaklaşabileceği değerlendirildi.

Şok Marketler <SOKM>
SOKM, 2026 yılının üçüncü çeyreğinde beklentilere paralel 93,0 milyar TL ciro, beklentilerin hafif üstünde 4,8 milyar TL FAVÖK ve beklentilerin hafif üstünde 989 milyon TL net kar açıkladı. Açıklanan net kar geçen yılın aynı çeyreğine göre ciroda %1, FAVÖK'te %20, net karda %188 artışa işaret etti. 9A26'da 9A25'e göre ciro %5, FAVÖK %26 artarken, 9A26'da net zarar %34 azalışla 437 milyon TL'ye geriledi.
Şirket, mevcut dönemde ciro büyümesinden ziyade brüt kar marjı ve operasyonel verimliliğe odaklandı. Maliyet kontrolüne yönelik alınan aksiyonlar sonucunda 3Ç'de karlılığa geçiş sağlanırken, bu strateji belirli ölçüde ciro büyümesinden feragat edilmesine neden oluyor. Fon krizinin yarattığı ilave durgunluk nedeniyle 4Ç'de reel büyümenin sınırlı kalması beklenirken, şirket, son çeyrekte de net kar elde ederek yılı pozitif net karla tamamlamayı hedefliyor. Öte yandan, stok seviyelerindeki iyileşmenin nakit akışına olumlu yansıdığı ve serbest nakit akışının pozitife döndüğü açıklandı. Strateji değişikliği kapsamında hayata geçirilen ticari aksiyonların brüt kar performansını desteklediği ifade edilirken, şirketin sektördeki düşük maliyetli oyunculardan biri olmasına rağmen lojistik giderlerindeki artış ve kira zamlarının operasyonel kaldıraç üzerinde baskı oluşturduğu vurgulandı.
Üçüncü çeyrek sonunda Şok 2.0 mağaza sayısı 900 'ü aşarken bunların yaklaşık %40 'ı mevcut mağazaların dönüşümünden oluştu. Eski ya da gelir üretmeyen mağazalar kapanırken, yeni format standart mağazalara kıyasla yaklaşık %40 daha geniş satış alanı, %10–20 daha fazla ürün çeşidi ve güçlendirilmiş taze ürün kategorileri sunuyor. Bu durumun LFL'yi desteklemesi bekleniyor. Formatın mağaza başına ciro ve sepet büyüklüğüne katkısı önümüzdeki dönemlerde operasyonel performans açısından yakından takip edilecek.

2026 yılında TMS 29 dahil reel ciro büyümesinin %5 ±1 puan, FAVÖK marjının %3,0 ±0 ,5 puan, yatırım harcamalarının ise satışların yaklaşık %2'si seviyesinde gerçekleşmesi hedefleniyor . Dokuz aylık reel ciro büyümesi %4,9 ile hedefin merkezine yakın bulunurken %2,3 seviyesindeki FAVÖK marjının yıl sonu hedef bandının alt sınırına ulaşabilmesi için son çeyrekte marj performansının korunması gerekiyor .

SOKM 2026 Hedefler	
Ciro Büyümesi	%5 (+/-1)
FAVÖK Marjı	%3 (+/-0,5)
Yatırım Harcamaları / Satışlar	~2%

Analist Toplantı Notu

Yıldız Holding

Holding

Ülker Bisküvi <ULKER>

ULKER, TMS 29 dahil finansallarda 2026 yılının üçüncü çeyreğinde beklentilerin hafif üstünde 28,9 milyar TL ciro, beklentilerin hafif üstünde 2,4 milyar TL FAVÖK, 125 milyon TL kar olan beklentilerin altında 546 milyon TL zarar açıkladı. Açıklanan finansallar geçen yılın aynı dönemi ile karşılaştırıldığında ciro %12, FAVÖK %59 geriledi. 3Ç25'te net kar 1,4 milyar TL açıklanmıştı. Dokuz aylık dönemler karşılaştırıldığında 9A26'da 9A25'e göre ciro %9, FAVÖK %40, net kar %55 geriledi. TMS 29 hariç finansallarda ise üçüncü çeyrekte ciro 29,1 milyar TL, FAVÖK 3,3 milyar TL net kar 584 milyon TL; 9A26'da ciro 89,4 milyar TL, FAVÖK 13,0 milyar TL net kar 4,0 milyar TL açıklandı.

Operasyonel sonuçlarda satış hacminin korunmasına rağmen fiyatlama ve marj tarafındaki baskı belirginleşti. Konsolide satış hacmi üçüncü çeyrekte yıllık %0,3 artışla 174,1 bin tona yükseldi. 2025'in ikinci yarısından itibaren kakao fiyatlarında yaşanan döngüsel hareketler ve yıl sonu enflasyon beklentilerindeki yukarı yönlü revizyonlar, şirketin FAVÖK marjı üzerinde baskı yarattı. Enflasyon muhasebesi etkisinin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi, kakao stoklarının tüketim zamanlaması ve 2026'ya taşınan maliyet bazının yanı sıra Türkiye ve uluslararası pazarlarda artan rekabet, yoğun promosyon faaliyetleri ve fiyat hassasiyeti operasyonel karlılığı olumsuz etkiledi. Gerileyen kakao fiyatlarına rağmen sınırlı fiyatlama esnekliği, maliyet baskılarının fiyat artışlarıyla telafi edilmesini zorlaştırdı. 2026 yılında TMS 29 kaynaklı FAVÖK etkisinin ilk çeyrekte 4,0 puan, ikinci çeyrekte 1,9 puan ve üçüncü çeyrekte 3,2 puan olması bekleniyordu. Düzeltme öncesi %14,5 olan FAVÖK marjı düzeltme sonrası %11,6'ya geriledi. 9A26'da Orta Asya'da ciro büyümesi %2, FAVÖK büyümesi ise %117 geriledi. Promosyon satış payı tuzlu bisküvide 7,4 puan artışla %28,4'e, tatlı bisküvide 7,8 puan artışla %38'e, keklerde 7,6 puan artışla %32,6'ya, çikolata kaplı ürünlerde 4,5 puan artışla %39,6'ya, tablet çikolatada 3,4 puan artışla %46,9'a, barlarda %33,6'dan %38,0'e yükseldi. **Şirketin Türkiye'deki rekabetçi konumu güçlü kalmaya devam etti.** Dokuz aylık dönemde Ülker'in Türkiye atıştırmalık pazarındaki hacim payı %34 seviyesinde bulunurken şirket pazar payını artırdı. Yeni ürün lansmanlarının atıştırmalık cirosuna katkısı Türkiye'de %10, uluslararası operasyonlarda %6 ve konsolide bazda %9 seviyesine ulaştı.

3Ç26'da atıştırmalık satış hacmi, ihracat, uluslararası operasyonlar ve yeni ürün lansmanlarının desteğiyle yıllık bazda %1,2 arttı ve 155.000 tona yükseldi. Bunun %59'unu bisküvi, %31'ini çikolata, %10'unu kek oluşturdu. Atıştırmalık cirosu ise Türkiye'de zayıflayan talep, yüksek baz etkisi, MENA bölgesinde devam eden savaş koşulları ve uluslararası operasyonlarda kur değişimi ile enflasyon arasındaki zayıf ilişki nedeniyle %10,6 azalarak 28,0 milyar TL'ye geriledi. 9A26'da toplam cironun %30'u uluslararası operasyonlardan geldi. Uluslararası operasyonlardaki ciro 9A25'e göre %6 geriledi.

Şirket, sonuçlarla birlikte 2026 yılı beklentilerini aşağı yönlü revize etti. Daha önce düşük tek haneli reel daralma öngörülen net satışlarda, beklenti tek haneli daralmaya çekilirken, %13,5 ±1,5 puan olan FAVÖK marjı hedefi %9–11 aralığına indirildi. Revizyonda yüksek enflasyon beklentisi, Türkiye ve uluslararası pazarlardaki artan rekabet ve promosyonlar, kakao fiyatlarındaki düşüş nedeniyle fiyatlama esnekliğinin azalması, kakao stoklarının TMS 29 etkisi, MENA bölgesindeki jeopolitik koşullar ve Orta Asya'daki kur oynaklığı belirleyici oldu. Yapılan revizyon, operasyonel performans üzerinde baskı oluşturan koşulların önceki öngörülere kıyasla daha belirgin hale geldiğini gösteriyor.

	ULKER 2026 Beklentiler	
	Önceki Beklenti	**Revize Beklenti**
Ciro Değişimi	Düşük tek haneli daralma	Tek haneli daralma
FAVÖK Marjı	%13,5 (+ / - 1,5 puan)	%9 - 11

BIZIM Toptan <BIZIM>

BIZIM, 2026 yılının üçüncü çeyreğinde beklentilere paralel 10,2 milyar TL ciro, beklentilerin üstünde 433 milyon TL FAVÖK, 164 milyon TL net zarar açıkladı. Açıklanan finansallar geçen yılın aynı dönemi ile karşılaştırıldığında ciroda %17, FAVÖK'te %15 düşüşe işaret etti. 3Ç25'te net zarar 57 milyon TL'ydi. Dokuz aylık finansallar karşılaştırıldığında 9A26'da 9A25'e göre ciro %16, FAVÖK %20 azalırken, net zarar %37 azalışla 679 milyon TL'ye geriledi.

Zorlu makroekonomik konjonktürün tüketim talebi üzerindeki baskısı ve sektörde yoğunlaşan rekabet, şirketin ciro performansını olumsuz etkiledi. Şirketin maliyet kontrolü ve faaliyet giderlerini azaltmaya yönelik çabaları operasyonel performansı desteklese de, enflasyon muhasebesi kaynaklı parasal kayıplar dönem karlılığı üzerinde belirleyici bir baskı unsuru oldu.

Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı <GOZDE>

GOZDE, 2026 yılının üçüncü çeyreğinde 156 milyon TL net zarar açıkladı. Geçen yılın aynı döneminde 341 milyon TL kar açıklanmıştı. Dokuz aylık finansallara bakıldığında 9A26'da 9A25'e göre net zarar %8 azalarak 2,7 milyar TL oldu. Zararın büyük kısmı, halka açık şirketlerin değer azalışından kaynaklandı.

Halka kapalı şirketler arasında Polinas'ın FAVÖK marjının %10'lardan %20'lere yaklaştığı, Derby'nin satışlarının %30 arttığı, Flo'da halka arz başvurusu yapıldığı aktarıldı.

Penta Teknoloji <PENTA>

PENTA, 2026 yılının üçüncü çeyreğinde 10,8 milyar TL ciro, 440 milyon TL FAVÖK ve 110 milyon TL net kar açıkladı. Açıklanan finansallar geçen yılın aynı dönemi ile karşılaştırıldığında ciro %31, FAVÖK %46, net kar %323 arttı. Dokuz aylık finansallar karşılaştırıldığında 9A26'da 9A25'e göre ciro %26, FAVÖK %32, net kar %78 arttı. Şirketin, kanallar ve ürün kategorileri arasında dengeli bir satış karması oluşturmayı ve sektör ortalamasının üzerinde kar marjı elde etmeyi hedeflediği aktarıldı. Artan kurumsal altyapı ve dijital dönüşüm yatırımları, Sunucu, Veri Depolama ve Ağ ürünleri kategorilerindeki büyümeyi desteklediği söylendi. 4. çeyrekte hem okulların açılması hem de Kasım fırsatlarının finansal performansı olumlu etkileyebileceği belirtildi.

Analist Toplantı Notu

Yıldız Holding

Holding

Makina Takım <MAKTK>
MAKTK, 2026 yılının üçüncü çeyreğinde 262 milyon TL ciro, 49 milyon TL FAÖVK ve 6 milyon TL net zarar açıkladı. Açıklanan finansallar geçen yılın aynı dönemine göre ciroda %10, FAVÖK'te %20 düşüşe işaret ederken, 3Ç25'te net kar 12 milyon TL'ydi. Dokuz aylık finansallar karşılaştırıldığında 9A26'ya göre ciro %21, FAVÖK %61, net kar %83 azaldı. Otomotiv ve beyaz eşya tarafındaki kapasite düşüşleri ve inşaat faaliyetlerinde daralma şirket finansallarını baskıladı.

Besler Gıda <BESLR>
BESLR, 2026 yılının üçüncü çeyreğinde 10,4 milyar TL ciro, 1,5 milyar TL FAVÖK ve 211 milyon TL net kar açıkladı. Açıklanan finansallar geçen yılın aynı dönemine göre ciroda %5, FAVÖK'te %57, net karda %9 artışa işaret etti. Dokuz aylık finansallar karşılaştırıldığında 9A26'da 9A25'e göre ciro %7, FAVÖK %10 artarken 9A26'da net kar 816 milyon TL oldu. 9A25'te net zarar 7 milyon TL'ydi.
16 farklı kategoride 1.250 ürün ve 55 marka ile faaliyetlerini sürdüren şirket, iki iş birimi olarak çalışıyor; i)Yağ ve Mutfak İş Birimi, ii)Dondurulmuş Gıda İş Birimi.
Dondurulmuş Gıda İş Birimi. Dondurulmuş gıda sektöründe perakende pazar tonajı son üç senede 77.000 ton artış gösterirken, son 12 ayda %15 artış kaydetti. Perakende Pazar cirosu ise son 3 yılda üç kat artarak 57,6 milyar TL'ye yükseldi. Şirketin, dondurulmuş gıda pazarı beklentisi tonaj bazında 2026'da 325.000, 2027 yılında ise 365.000 olması yönünde.
BESLR, dondurulmuş gıda kategorisinde Superfresh markası ile ön planda. Markalı ürünler pazarında Superfresh, %32 Pazar payı ile lider. IPSOS HTP & BHT Dondurulmuş Gıda , Eylül 2026, verilerine göre en çok haneye giren marka da Superfresh. Superfresh'in Pazar payının %30,7'ini pizza, %25,6'sını meyve, %25,4'ini patates, %25,4'ünü sebze oluşturuyor.
Dondurulmuş gıda segmentinde rekabet oldukça yüksek. Pazara giriş kriterlerinin kısıtlı olması, bir çok markayı sektöre sokabiliyor. Şirketin bu konuda en büyük rakipleri private label ürünler ve indirim marketlerinin ürünleri olsa da Ar—Ge çalışmaları neticesinde şirketin yeni ürünleri de raflarda yerini alıyor. Perakende kanal cirosundaki büyümenin %17'sinin yeni ürünlerden gelirken, bu oran geçen sene %10'lu seviyelerdeydi. Şirket, yeni ürünlerin ciroya katkısını çift hanelerde tutmaya çalışmakta. DFU satın alımıyla portföyünü genişleten şirket, donuk fırıncılık ürünlerinin pazarının artacağını düşünüyor. Özellikle artan kafe zincirleri bu duruma potansiyel olabilir.
Yağ ve Murfak İş Birimi. Margarin pazarı 16,5 milyar TL'ye ulaşırken, geçen yıla göre %39 ciro büyümesi gösterdi. BESLR'in margarin pazarındaki Pazar payı %70 olup, pazarın en büyük oyuncusu konumunda. Yağ segmentinde en büyük hammadde palm yağı. Palm yağının en büyük pazarı da Endonezya ve Malezya. Şirket, yıllık 200.000 ton ham yağ ithal ederken, hammadde fiyatında politikalar, hava, petrol fiyatları ve ikame yağlar belirleyici konumda.

Soru cevap kısmında gelen soru üzerine Yıldız Holidng grubu şirketlerinden olan ilişkili taraf alacağının likidite yönetiminde kullanıldığı ve doğru zamanda değerlendirileceği açıklandı.

BESLR 2026 Hedefler	
Ciro Büyümesi	%3,5 (+/-1)
FAVÖK Marjı	%13,5 (+/-1)

Çekince Metni

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah., Ihlamur Blv., N3, Ağaoğlu My Newwork, Ataşehir/İstanbul
Mersis No:0478003678700011, Tel: 444 46 36, Web:
www.infoyatirim.com
arastirma@infoyatirim.com.tr

Çekince: Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.