

## Şirket/Fiyat Bilgileri ve Tavsiye

Hisse Kodu	:	BESLR
Sektör	:	Gıda, İçecek
Halka Açıklık Oranı	:	24.00
Piyasa Değeri(Bin TL)	:	₺9,466,600.00
Halka Açık Piyasa Değeri(Bin TL)	:	₺2,271,984.00
Firma Değeri(Bin TL)	:	₺14,678,444.02
Son Kapanış Fiyatı(TL)	:	14.30
Hedef Fiyat(TL)	:	<b>22.54</b>
Tavsiye	:	<b>AL</b>
Potansiyel Getiri(%)	:	57.62

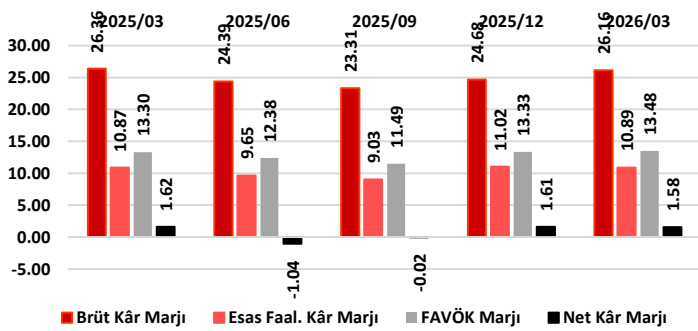
## Özet Finansal Bilgiler(Bin TL)

Dönen Varlıklar	:	₺25,999,342.34
Duran Varlıklar	:	₺16,743,916.01
Kısa Vadeli Yükümlülükler	:	₺18,821,459.90
Uzun Vadeli Yükümlülükler	:	₺4,633,880.73
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	:	₺18,538,498.60
Hasılat	:	₺9,394,106.61
Satışların Maliyeti	:	₺6,936,914.82
Brüt Kar (Zarar)	:	₺2,457,191.79
FAVÖK	:	₺1,266,539.71
Dönem Net Kârı(Ana Ortaklık Payları)	:	₺148,152.17

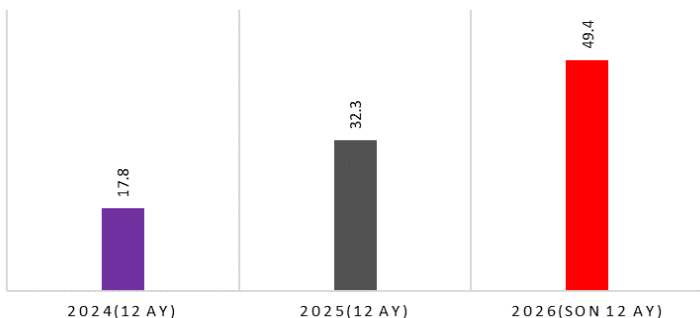
## Çarpanlar

FD/FAVÖK	:	3.34
F/K	:	18.00
PD/DD	:	0.51
Öz Sermaye Kârlılığı	:	3.32

## Kâr Marjları



## TÜRKİYE DONDURULMUŞ GIDA PERAKENDE TOPLAM CİRO



## Besler Gıda Toplantı Notları ve Şirket Raporu

➤ Besler Gıda, katı margarin pazarında açık ara liderliğini sürdürmekte ve Hızlı Tüketim Malları (FMCG) pazarında en fazla hacimsel büyüme yakalayan şirket olup; dondurulmuş gıda tarafında da pazar liderliğini korumaktadır.

▪ Şirket, pandemi sonrası margarin tarafındaki büyümesini devam ettirirken, taze dondurulmuş gıda pazarında da ürün repertuarını genişleterek grup şirketleriyle sinerji spektrumunu kullanmış ve güçlü bir penetrasyon yakalamıştır. Son 5 senede her sene faaliyet kârını düzenli büyütme başarıları şirketin, bileşik yıllık büyüme oranı(CAGR) reel olarak yüzde 15 düzeyindedir. Taze dondurulmuş toplam Türkiye gıda pazarı son 4 senede yüzde 784 büyüme sağlayarak MAT (Son 12 ay) 2026'da 6,3 milyar TL'den 49,4 milyar TL'ye ulaşmıştır.

▪ Şirketin ana büyüme stratejisi; dondurulmuş gıda pazarındaki ürün repertuarını başta tatlı ürünleri, pastane ürünleri ve kırmızı-beyaz et tarafında artırarak hacimsel büyümeyi sürdürülebilir kılmak yönünde ilerlemektedir. Taze dondurulmuş gıda pazarının, AB'ye kıyasla hâlâ çok güçlü potansiyeller barındırması (AB kişi başı toplam tüketim: 30 kg – Türkiye: 8,2 kg) ve margarin tarafında özellikle endüstriyel kullanımdaki artış ve yeni açılan kafe-restoran sayılarında hizmet sektörünün güçlü kalması ana katalizör konumdadır.

▪ Şirketin toplam satışları içerisinde taze dondurulmuş gıdalar ve konserve segmenti yüzde 34,7 düzeyinde iken, margarin segmenti ise yüzde 65,2 düzeyindedir. Margarin segmentindeki pazar payı yüzde 68,6 olan şirketin, dondurulmuş gıda ve konserve tarafındaki pazar payı ise yüzde 34,1'dür. Şirketin, yurt içinde 5 ve Brunei'de 1 tane olmak üzere toplam 6 adet fabrikasıyla yıllık 600 milyon ton civarında üretim kapasitesi mevcuttur. Kapasite Kullanım Oranı(KKO) iş birimleri bazlı ortalama yüzde 65 düzeyinde bulunmaktadır. Bu ölçek tarafta önemli bir güç kazandırırken, ayrıca yeni ürün gamını genişletebilmesi noktasında alan açabilmektedir.

## Katalizörler

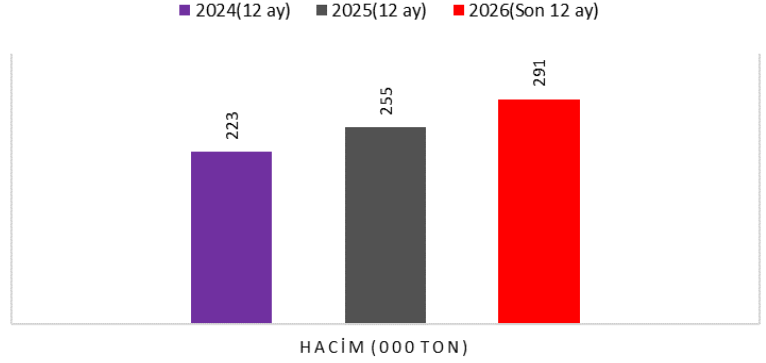
➤ Toplam Dondurulmuş Gıda Perakende Pazarı, hacimsel bazda güçlü büyümesini sürdürmektedir. 2024 yılında yıllık 223 milyon ton satış hacmi, 2025 yılında 291 milyon tona ulaşmıştır. Avrupa'da kişi başı tüketim 30 kg, ABD'de ise 50 kg'dır. Kültürel yapı olarak kişi başına tüketimde Avrupa bölgesine yakınsamamızı daha olası buluyoruz. 2025 yılındaki büyümenin ana kaynağının önemli bölümünü 'dondurulmuş beyaz et pazarı' oluşturması ve şirketin bu alanda yer almamasından kaynaklı olarak, şirket hacimsel bazda hafif gerileme göstermiştir. Pazarda açık ara lider olan grubun, yeni ürün gamının genişletilmesiyle pazardaki büyümeye benzer büyümeye devam edebileceğini düşünüyoruz.

➤ Dondurulmuş Gıda ve Konserve tarafında ürün kırılımının önemli bölümünü yoğunlukla kırmızı et olmak üzere et segmenti devamında ise Pizza-Sebze Meyve, Patates ve Börek segmentleri oluşturmaktadır. Alt segmentlerin toplam bölüm cirosu içerisinde birbirine yakınsamasını pazardaki genel büyümeye korele ilerleyebilmesi açısından önemli buluyoruz. Ayrıca tatlı ve pastane ürünleri tarafında yeni ürün repertuarıyla bu alanlardaki payların yükselmesini bekliyoruz.

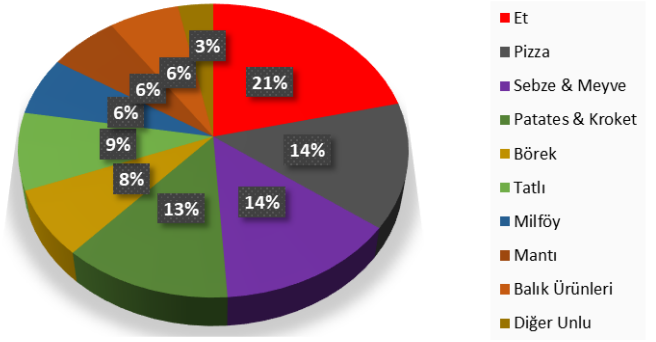
➤ Margarin tarafında büyümeyi 2 başlık altında değerlendirmekteyiz. İhracat tarafında önemli büyüme beklentimiz ve hammadde fiyatlarındaki gelişmeler öne çıkarken, yurt içi tarafta ise tereyağ-zeytinyağı kullanımının artmasıyla bireysel tüketicilerdeki azalış beklentisine karşın endüstriyel ve kafe-pastacılık tarafında hacimsel büyümelerin sağlanabileceğini düşünüyoruz.

➤ 2026/1Ç'de baktığımızda da, yüksek reel faizler ve kur baskısına karşın dayanıklılık, margarin segmentindeki reel büyümeden karşılanmıştır. Şirket, pazardaki liderliği ve geniş ürün gamı sayesinde düzenli operasyonel kâr gelişimi korumuştur.

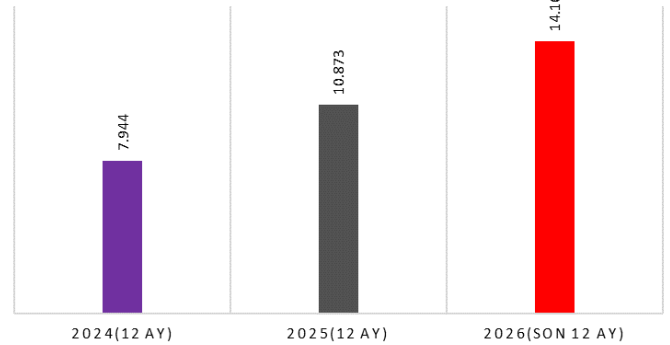
## TÜRKİYE DONDURULMUŞ GIDA PERAKENDE PAZAR TONAJ HACMİ



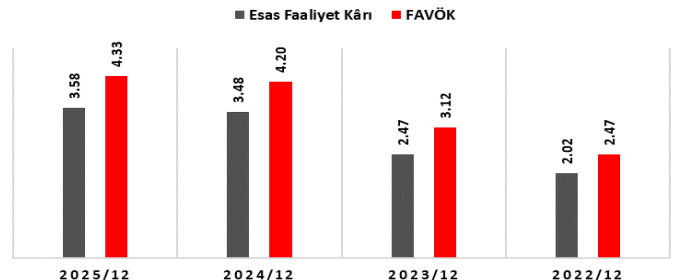
## Dondurulmuş Ürünler Ciro Payı



## TÜRKİYE TOPLAM MARGARIN PAZARI CİROSU

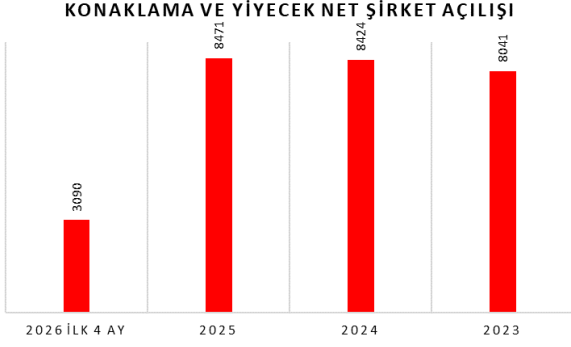


## OPERASYONEL KÂR GELİŞİMİ (MR TL)

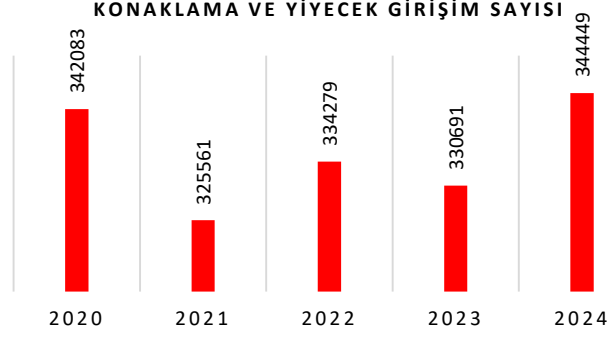


## Makro Katalizörler

- Yurt içinde konaklama ve yiyecek tarafında hizmet sektörünün canlı kalması margarin kullanımını yukarı yönlü etkilemektedir. Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği(TOBB) ve TÜİK verilerine göre konaklama ve yiyecek tarafındaki net şirket açılışları ve girişim sayıları 2024 sonrası ivme kazanmış ve perakende satış hacmindeki yıllık artışlarda (2026/4: yüzde 11,4, 2025/12: yüzde 16.3) bireysel tüketici dışı taraftaki büyümeyi tetiklemiştir.



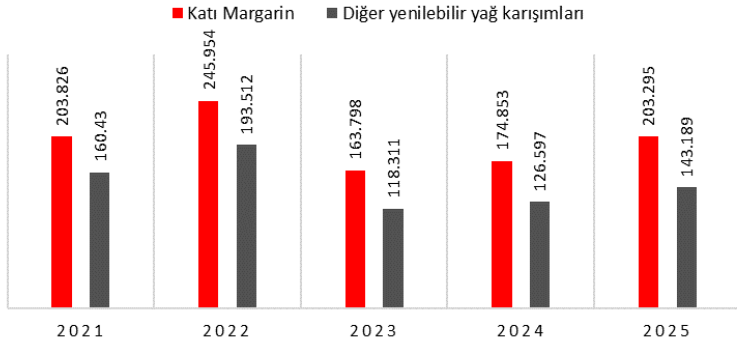
Kaynak: TOBB



Kaynak: TÜİK - MDS

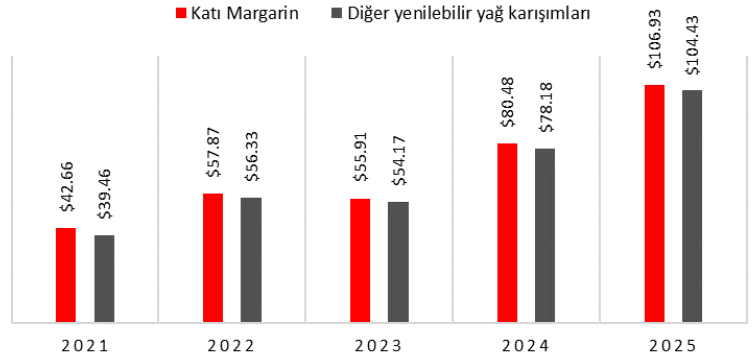
- Margarin kullanımının önemli ölçüsünün ithalat-ihracat tarafındaki rakamların oluşturduğunu düşünüyoruz. Besler Gıda, Türkiye'nin toplam margarin ihracatının yaklaşık yüzde 50'sini tek başına gerçekleştirmektedir. Bu sebeple başta margarin kullanılan sektörlerdeki büyümeyi ölçmek amacıyla alt kırılım ihracat tutarlarının takip edilmesi gerektiği kanaatindeyiz.

## MARGARİN VE TÜREV İHRACATI (MİLYON DOLAR)



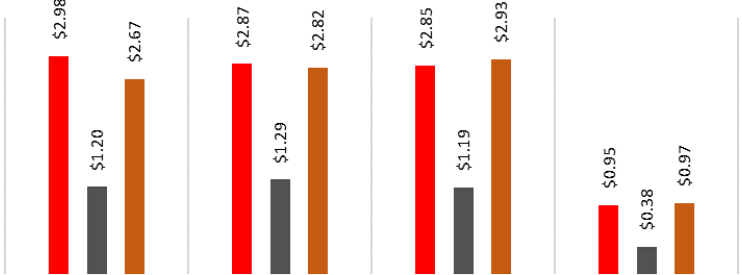
Kaynak: Trade Map

## MARGARİN VE TÜREV İTHALATI (MİLYON DOLAR)



## Şekil 1. Genel Ana Kullanım İhracat Yapısı

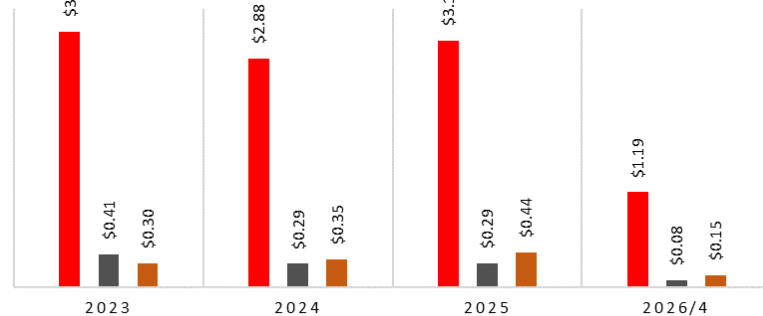
- Hayvansal, bitkisel veya mikrobiyal katı ve sıvı yağlar ve bunların parçalanma ürünleri; hazır yemeklik katı yağlar; hayvansal ve bitkisel mumlar (Mr \$)
- Şeker ve şeker mamulleri (Mr \$)
- Hububat, un, nişasta veya süt müstahzarları, pastacılık ürünleri (Mr \$)



Kaynak: TİM

## Şekil 2. Genel Ana Kullanım İthalat Yapısı

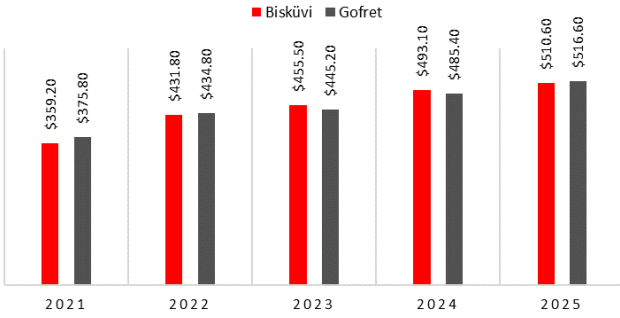
- Hayvansal, bitkisel veya mikrobiyal katı ve sıvı yağlar ve bunların parçalanma ürünleri; hazır yemeklik katı yağlar; hayvansal ve bitkisel mumlar (Mr \$)
- Şeker ve şeker mamulleri (Mr \$)
- Hububat, un, nişasta veya süt müstahzarları, pastacılık ürünleri (Mr \$)



## Makro Katalizörler

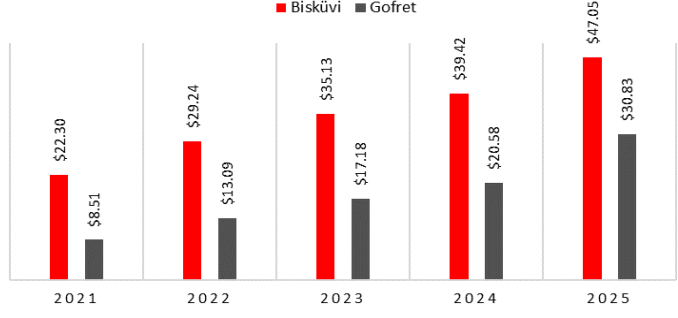
- Şirketin toplam konsolide satışları içerisinde grup içi satışlarının yüzde 10'lu seviyelerde olduğunu düşünüyoruz. Türkiye'de açık ara pazar lideri olmasından kaynaklı olarak çikolata, bisküvi ve gofret ile kek, pasta ve fırıncılık ürünlerindeki büyüme, endüstriyel satışlarda önemli katalizör görevi görmektedir. Firmaların kapasite artışları ve ihracat artışları, margarin satışlarını önemli ölçüde yukarı yönlü pozitif risklere maruz bırakmaktadır. Pandemi sonrası bu segmentlerdeki aralıksız Pazar (ihracat-ithalat) büyümelerinin, endüstriyel tarafta margarin satışlarının hız kazanmaya devam ettireceğini modelimize dahil etmekteyiz.

### BİSKÜVİ VE GOFRET İHRACATI (MİLYON \$)



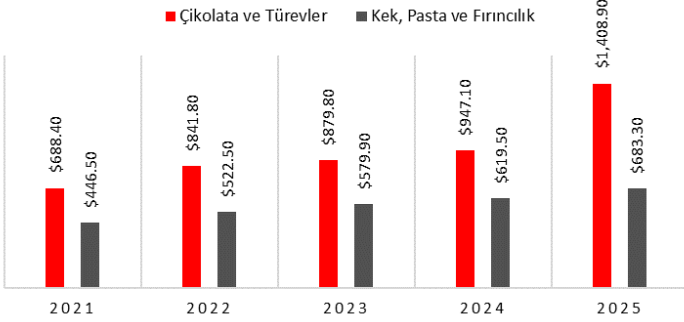
Kaynak: TradeMap ITC

### BİSKÜVİ VE GOFRET İTHALATI (MİLYON \$)



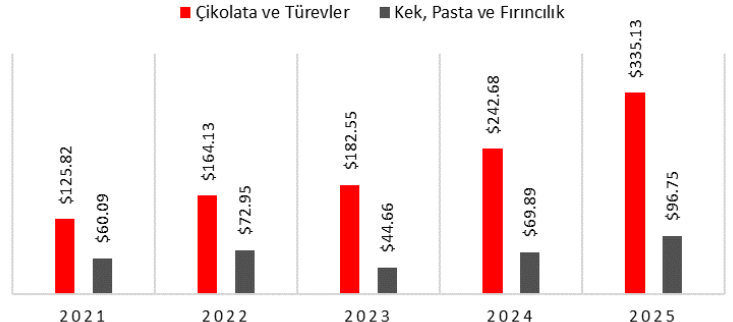
Kaynak: TradeMap ITC

### ÇİKOLATA, KEK, PASTA VE FIRINCILIK ÜRÜNLERİ İHRACATI (MİLYON \$)



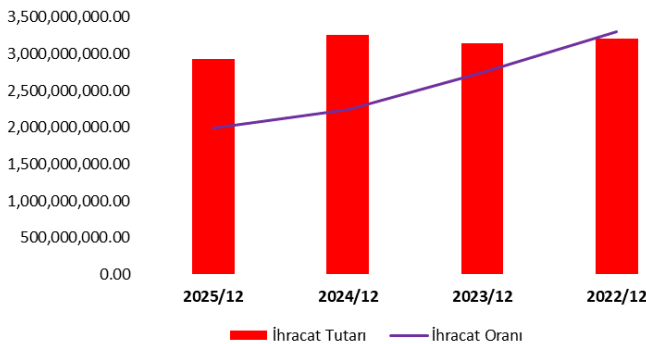
Kaynak: TradeMap ITC

### ÇİKOLATA, KEK, PASTA VE FIRINCILIK ÜRÜNLERİ İTHALATI (MİLYON \$)



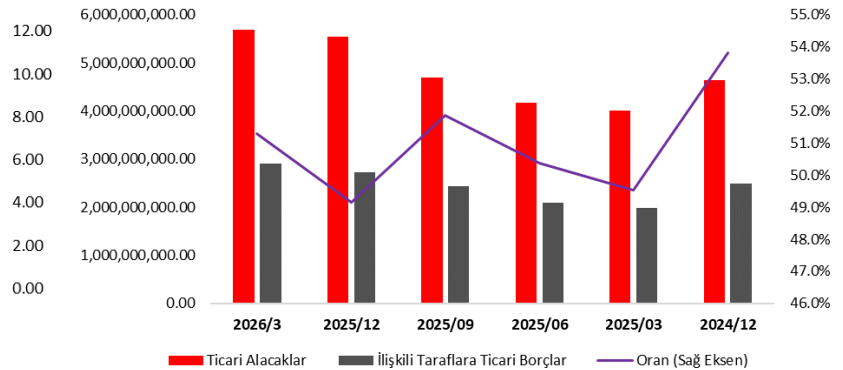
Kaynak: TradeMap ITC

### Besler Gıda İhracat Gelişimi



Kaynak: Finnet, KAP

### Ticari Alacaklar Kırılımı (Mr TL)



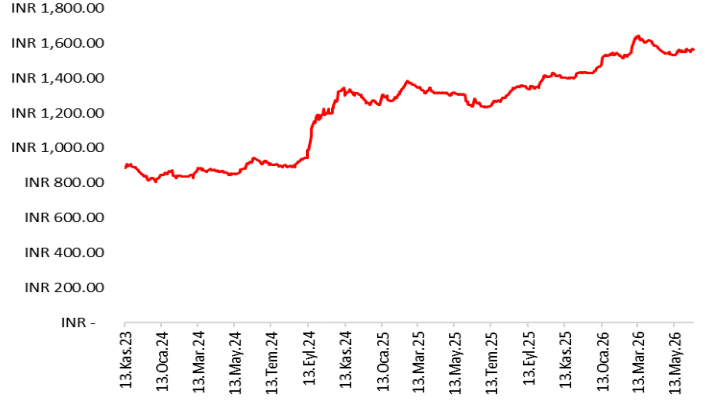
## Makro Katalizörler

- Ana hammadde maliyetleri ve margarin fiyatlama tarafında ise şirket, Brunei'deki fabrikasıyla palm yağına hızlı ulaşım sağlayabilmekte ve tedarikini dolar bazlı sözleşmelerle sağlamaktadır. (Malezya Ringit'i son 1 senede dolara karşı yüzde 4'e yakın değer kazanmıştır.) Başta palm yağı olmak üzere çeşitli bitkisel yağlar, margarinin hammaddesi konumundadır. Bu sebeple maliyet kırılımını inceleyebilmek açısından fiyat gelişimlerini takip ettiğimizde, palm yağı fiyatlarında önemli bir değişim olmamakla beraber, Ayçiçek yağında yukarı yönlü hareketler gözlemlenmektedir. Şirket, sıvıyağ tarafında da Ayçiçek yağı satışlarına başlamış ve buradaki maliyet artışına karşın kendini hedge pozisyona alma şansına sahip olmuştur. Güncel olarak Ayçiçek yağı satışları, toplam satışların yüzde 0,1'ini karşılamaktadır. Fakat, Ayçiçek ve bitkisel yağ fiyatlarındaki küresel artış sebebiyle burada da hacimsel büyüme yakalanabileceğini düşünüyoruz.

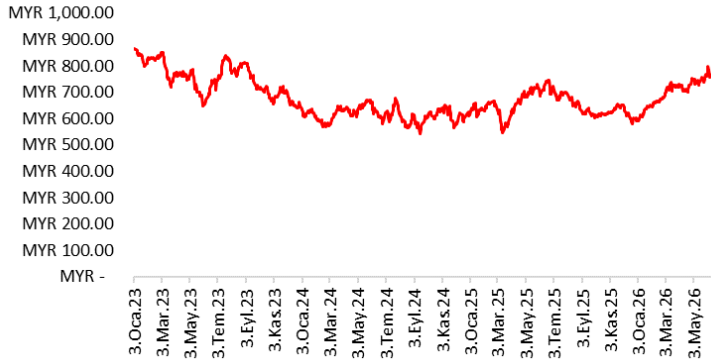
Palm Yağı Vadeli (Ringit-25 Ton)



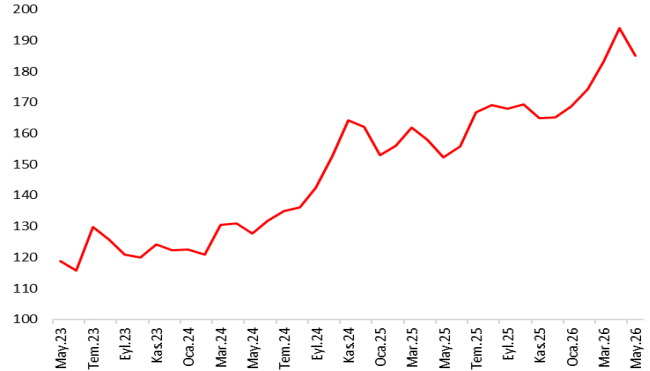
Crude Sunflower Oil Fiyat Endeksi (Rupi- 1 Ton)



Kanola Vadeli İşlem (Ringit-20 Ton)



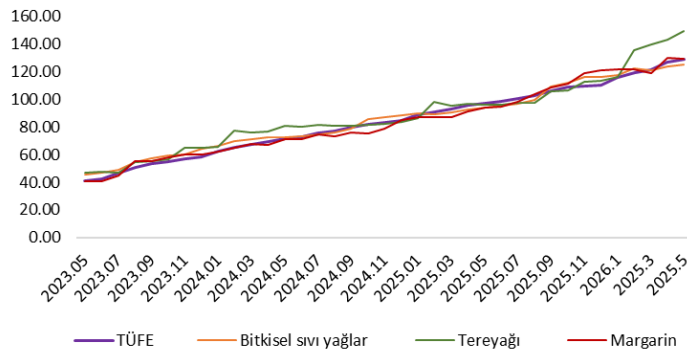
FAO Bitkisel Yağ Fiyat Endeksi



Kaynak: "Food and Agriculture Organization"

- Yurt içinde baktığımızda ise yağ fiyatlarının açıklanan TÜİK-TÜFE verilerine göre manşet enflasyonun hafif ilerisinde kaldığını gözlemliyoruz. Hayvansal yağlar ve zeytinyağı tarafında daha belirgin bir artış gözlemlense de margarin tarafında da enflasyon üzeri hafif artışlar gözlemlenmektedir. Fakat yurt içinde artan yağ talebiyle beraber özellikle son dönemde tereyağı tarafındaki artışların da etkisiyle, margarin fiyatlarının manşet TÜFE'ye relatif yukarıda görünüm sağlamasını beklemekteyiz.

Manşet TÜFE-Yağ Fiyatları Endeks



Kaynak: TÜİK

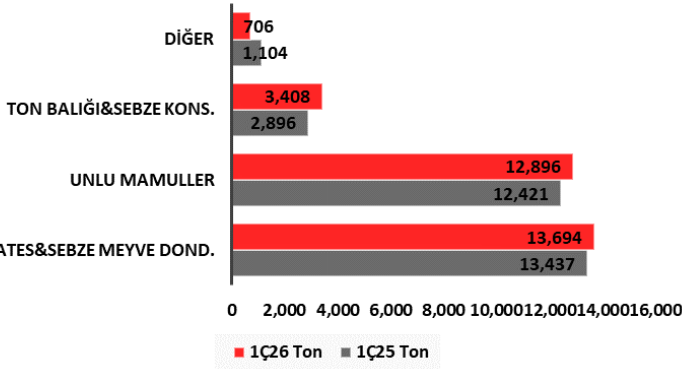
## Finansal Görünüm ve Seçili Tablolar

DONDURULMUŞ & KONSERVE	1Ç25 (mn TL)	1Ç26 (mn TL)	y-y Değ.
Hasılat	3356	3262	-2,8%
Brüt Kar	1020	972	-4,6%
BK Marjı	30,4%	29,8%	-0,6 pp
FAVÖK	416	312	-25,0%
FAVÖK Mrj	12,4%	9,6%	-2,8 pp

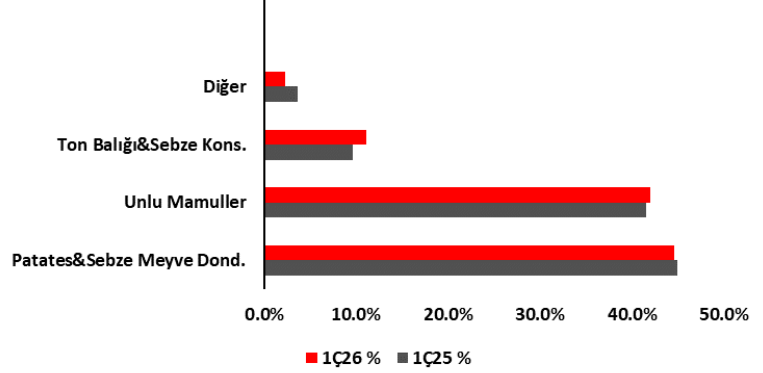
YAĞ VE MUTFAK	1Ç25 (mn TL)	1Ç26 (mn TL)	y-y Değ.
Hasılat	5706	6132	+7,5%
Brüt Kar	1369	1485	+8,4%
BK Marjı	24,0%	24,2%	+0,2 pp
FAVÖK	788	954	+21,0%
FAVÖK Mrj	13,8%	15,6%	+1,8 pp

- Şirket, dondurulmuş gıda ve konserve tarafında pazardaki büyümeye karşın, büyümenin ana lokomotifi daha çok beyaz et tarafından gelmesinden kaynaklı olarak, ürün repertuarında beyaz etin düşük oranda kalması ve reel yüksek faiz ortamı nedeniyle bir miktar gerileme yaşamıştır. Konsolide büyümelerin önemli kısmı yağ tarafındaki büyümelerden sağlanmıştır.

Dondurulmuş Ürünler Satış Hacmi

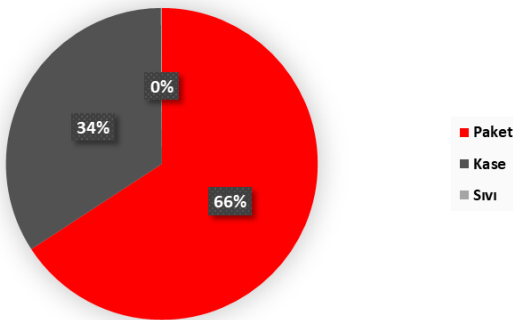


Dondurulmuş Ürünler Satış Hacmi Pay

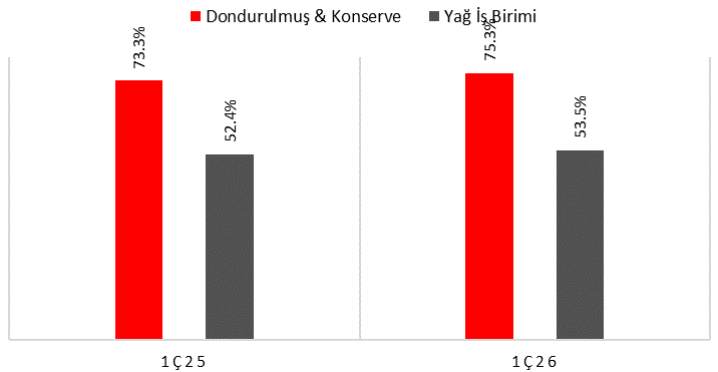


- Dondurulmuş ürün ve konserve tarafında hacimsel düşüş ise yaşanmamıştır. Enflasyon muhasebesi uygulanmış sonuçlar gereği kur baskısı sebebiyle fiyatlandırma davranışları ve sözleşmeli tarımdan yapılan fiyat güncellemeleri, ciro dağılımında etkili olmuştur. Şirketin satış hacmi, neredeyse tüm alt segmentlerde artış göstermiştir. Yağ tarafına döndüğümüzde büyüme noktasında sıvı yağların yeni faaliyete geçmesiyle beraber, boş kalan kapasitelerin pazarın talebine göre bu noktaya evriltilebileceğini düşünüyoruz. Şirket, margarin haricinde, krema ve diğer yemek ürünlerinde de inovatif çalışmalar sürdürmektedir.

Yağ Satışlarından Pay Kırılımı



KAPASİTE KULLANIM ORANI



## Finansa Tahminler ve Değerleme

## Finansal Tahminler

Tahminlerimizi muhafazakar bir yapıda yapmış bulunuyoruz. Sene içerisindeki gelişmelere göre tahminlerimiz güncellenebilir. Tahminlerimizin detayına aşağıdaki tablodan ulaşabilirsiniz.

Özet Finansallar	FİNANSAL TAHMİNLER(1000 TL)					
	2025/12	2026/12T	2027/12T	2028/12T	2029/12T	2030/12T
<b>Hasılat</b>	<b>32,493,956</b>	<b>33,143,835</b>	<b>35,795,342</b>	<b>38,301,016</b>	<b>40,599,077</b>	<b>42,629,030</b>
Satılan Malın/Hizmetin Maliyeti	24,474,611	24,725,301	27,025,483	29,108,772	30,652,303	31,971,773
SM(H)M Oranı	75.32%	74.60%	75.50%	76.00%	75.50%	75.00%
<b>Brüt Kar</b>	<b>8,019,345</b>	<b>8,418,534</b>	<b>8,769,859</b>	<b>9,192,244</b>	<b>9,946,774</b>	<b>10,657,258</b>
Brüt Kâr Marjı	24.68%	25.40%	24.50%	24.00%	24.50%	25.00%
Faaliyet Giderleri	6,119,538	4,640,137	5,369,301	6,128,163	6,089,861	5,968,064
Faaliyet Giderleri Oranı	18.83%	14.00%	15.00%	16.00%	15.00%	14.00%
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>1,899,807</b>	<b>3,778,397</b>	<b>3,400,557</b>	<b>3,064,081</b>	<b>3,856,912</b>	<b>4,689,193</b>
Esas Faaliyet Kârı Marjı	5.85%	11.40%	9.50%	8.00%	9.50%	11.00%
Amortisman Giderleri	750,133	795,452	894,884	995,826	1,096,175	1,193,613
Net Vergi Giderleri(Gelirleri)	-301,766	-1,372,155	-805,395	-631,967	-791,682	-1,172,298
<b>Net Kâr(Ana ortaklığa ait)</b>	<b>524,448</b>	<b>914,770</b>	<b>805,395</b>	<b>631,967</b>	<b>791,682</b>	<b>1,172,298</b>
Net Kâr Marjı	1.61%	2.76%	2.25%	1.65%	1.95%	2.75%
Sermaye Harcamaları	1,737,059	1,657,192	2,863,627	3,064,081	2,841,935	2,984,032
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0	0
Net İşletme Sermayesi	7,091,265	10,952,607	15,544,931	19,726,060	23,519,858	27,093,075
Firmaya Serbest Nakit Akımları	-1,603,815	1,869,131	1,582,595	2,131,478	2,382,832	1,834,508
<b>İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları</b>		<b>1,526,889</b>	<b>1,056,101</b>	<b>1,161,942</b>	<b>1,061,121</b>	<b>667,358</b>

## Değerleme

Şirket değerlemesi için İndirgenmiş Nakit Akımları(İNA) modelimizi yüzde 100 ağırlık ile kullandık. Projeksiyonlarımız kapsamında modelimizde ortaya çıkan değerlendirme sonucunda; 14,92 Milyar TL civarında hedef piyasa değerine ulaşmış bulunuyoruz. Bu bağlamda, şirket hisselerine **22,54 TL** hedef fiyat belirliyor ve "AL" tavsiyesi ile de araştırma kapsamına dahil ediyoruz.

Değerleme Bileşenleri(1000 TL)			
	Yöntem	Ağırlık	Değerleme Sonucu
	İndirgenmiş Nakit Akımları	100.0%	
<b>Serbest Nakit Akımları Toplamı</b>			<b>₺5,473,410.58</b>
Terminal Büyüme Oranı		3.00%	
<b>Terminal SNA Değeri</b>			<b>₺9,449,260.76</b>
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>			<b>₺14,922,671.34</b>
Ödenmiş Sermaye			₺662,000.00
<b>Hisse Başı Hedef Fiyat</b>			<b>₺22.54</b>
Son Fiyat			₺14.30
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>			<b>57.63%</b>

## KAYNAK

- ✓ Şirketin Yatırımcı Sunumu

## YASAL UYARI

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir.

Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

**Alnus Yatırım Araştırma Ekibi**

Ömürcan Arık  
**Araştırma Uzmanı**