YILDIZ HOLDING

Yıldız Holding Analist Toplantısı Öne Çıkanlar **26 Kasım 2026**

Yıldız Holding, bu yıl sekizincisini gerçekleştirdiği Analist ve Yatırımcı Toplantısı'nda Holding ve halka açık şirketlerinin finansal performansını, büyüme stratejilerini, sürdürülebilirlik çalışmalarını ve gelecek dönem önceliklerini yatırımcı ve analistlerle paylaştı. Öne çıkan mesajlar aşağıdadır:

Yıldız Holding (Grup Geneli)

- **Makro bakış ve öncelikler:** Yönetim mevcut ortamı küresel ve yerel risklerin üst üste bindiği bir zaman olarak tanımladı; üç buçuk yılı aşan sıkı para politikası, finansmana erişimdeki zorluk ve kakao, palm gibi emtialardaki sert dalgalanmalar öne çıkan başlıklar oldu. Altın fiyatlarındaki geri çekilme ve fon piyasasındaki krizin piyasadan likidite çekerek dezenflasyonu desteklediği belirtildi. Grubun önceliği ana işlere odaklanma, uzun vadeli yatırım, net borçta düşüş ve sağlıklı bilanço yönetimi.
- **Finansal performans:** Grup 9A26'da %31 artışla 611,6 milyar TL ciro, %25 artışla 27,4 milyar TL ihracat ve %14 artışla 7,2 milyar TL yatırım gerçekleştirdi (2025 cirosu 658 milyar TL). Segment büyümeleri perakendede %33,6, Pladis'te %28,1 (sterlin bazında yaklaşık %6), gıda ve diğerde %31, Gözde şirketlerinde %22,7 oldu. Ciro dağılımında perakende %44,4, Pladis %38,3, gıda ve diğer %10,7, Gözde %6,6 pay aldı.
- **Portföy ve borçluluk:** Odak dışı varlık satışları sürüyor; Göcek Marina yaklaşık 178 milyon dolara Koç Holding iştirakine, Adapazarı Şeker ise Bor Şeker'e yaklaşık 50 milyon dolara satıldı. 2018'de kullanılan 5,3 milyar dolarlık sendikasyon kredisinin bakiyesi geçen yılki 810 milyon dolardan 588 milyon dolara indi (%89 geri ödendi). Grup genelinde kaldıraç yaklaşık 2x seviyesinde (2,5x altında).
- **Hisse geri alımı ve sermaye piyasası (S&C):** Yönetim, yüksek reel faiz, yabancı çıkışı ile MSCI ve S&P kaynaklı riskler nedeniyle geri alımın etkili olmayacağını ve nakdin operasyonlarda tutulmasının tercih edildiğini belirtti. Holding'in halka açık şirketlerde pay satışı olmadığı vurgulandı.
- **Strateji ve sürdürülebilirlik:** Pladis'in sağlıklı atıştırmalık (better-for-you) satış hacmini 2030'a kadar ikiye katlama hedefi paylaşıldı. Yıldız Holding CEO'su Mehmet Tütüncü COP31'de gıda güvenliği ve tarım çalışma grubu eşbaşkanlığını üstlendi; Polinas Türkiye'de Yeşil Dönüşüm Merkezi belgesi alan ilk kurum oldu.

Şok Marketler (SOKM)

- **Strateji değişikliği:** 2Ç26'da pazar payı odaklı büyümeden sürdürülebilir kârlı büyümeye geçildi; brüt marj, gider kontrolü, yatırım verimliliği ve finansman giderlerinin azaltılması öne çıkarıldı. Şirket 3Ç26'da net kâra geçti; yönetim bu süreçte ciro ve pazar payından bir miktar feragat edilebileceğini belirtti.
- **Büyüme ve talep:** Reel satış büyümesi 1Y26'da yaklaşık %7, 3Ç26'da %1,2, 9A26'da %4,9 oldu (nominal yaklaşık %30); 9A cirosu 270 milyar TL (TMS 29). Win sadakat programı sepeti büyütürken trafiği bir miktar azalttı. Fon krizi kaynaklı tüketici temkinliliği 4Ç'de de sürüyor ve 4Ç reel büyümenin sınırlı kalması bekleniyor.
- **Kârlılık:** 3Ç26 brüt marjı %22,2 (3Ç25: %21,3; TMS 29 hariç yaklaşık %25). Kira ve mazot kaynaklı lojistik giderleri operasyonel kaldıracı sınırladı. 3Ç FAVÖK marjı %5,2 ile yıllık 80 baz puan, 9A marjı %2,3 ile 40 baz puan arttı (TMS 29 hariç sırasıyla %7,9 ve %5,8). 3Ç'de yaklaşık 1 milyar TL net kâr elde edildi (net marj %1,1; TMS 29 hariç %2,2). 9A'da 437 milyon TL olan net zararın 4Ç ile pozitife dönmesi bekleniyor (TMS 29 hariç 9A net kâr 2,2 milyar TL).
- **Nakit ve işletme sermayesi:** Stok günleri 52'den 45'e iyileşti, nakit döngüsü eksi 20 günden eksi 24 güne geriledi. 9A serbest nakit akışı yaklaşık 18 milyar TL (satışların ~%7'si); TFRS 16 hariç net nakit 19,1 milyar TL (geçen yıl 15,0 milyar TL). Yıl sonunda 19 milyar TL'nin üzerinde, muhtemelen 20 milyar TL'yi aşan net nakit ve pozitife dönen net finansman geliri öngörülüyor (S&C).
- **Mağaza ağı ve kanallar:** 9A yatırım harcaması 5,3 milyar TL (ciro %1,9). Net 125 mağaza eklenerek mağaza sayısı 11.199'a ulaştı (3Ç'de net 24); brüt 200'ün üzerindeki açılışın çoğu Şok 2.0 formatında, zarar eden mağazalar hızla kapatılıyor. 900'ü aşan Şok 2.0 mağazası standart mağazalara göre ~%40 daha büyük alana ve %10-20 daha geniş ürün çeşidine sahip; sepet ve müşteri tarafında daha yüksek performans gösteriyor. Cepte Şok'un kârlılık seviyesine ulaştığı, İstegelsin'de drop-shipment modelinin geliştirildiği belirtildi.
- **2026 beklentileri:** Reel ciro büyümesinin %5 (±1) rehberliğinin alt ucunda, FAVÖK marjının %3,0 (±0,5) rehberliğine yakın gerçekleşmesi (4Ç marjı 3Ç'ün bir miktar altında), yatırım/ciro oranının ~%2 olması bekleniyor.
- **Soru-cevap öne çıkanlar:** 2027'de reel büyüme ile birlikte brüt marj ve finansman aksiyonlarının tam yıl etkisiyle mevcut marjların korunması hedefleniyor; %25-30 asgari ücret artışı makul varsayım olarak görülüyor, personel ve kira maliyetleri izlenecek başlıca risk. Promosyonların büyük bölümü tedarikçi destekli, Win kaynaklı kısım şirketçe finanse ediliyor. Brüt marj artışının fiyat ya da stok kazancından değil iç aksiyonlardan geldiği vurgulandı. Hisse geri alımı gündemde değil; hisse üzerindeki baskı yabancı paydaki düşüşe bağlandı. Rakiplerle ile marj farkının mağaza başına verimlilik artışıyla kapatılması hedefleniyor.

Dr. Övünç Gürsoy
Araştırma Direktörü
arastirma@gedik.com
+90 216 453 00 00

Bizim Toptan (BIZIM)

- **Mağaza ağı:** 3Ç26'da dört mağaza Bizim Gross formatına dönüştürüldü ve Gross sayısı 13'e çıktı; şirket 73 ilde 166 mağaza ve 13 depo ile faaliyet gösteriyor. Seç Market iş ortağı sayısı net 45 azalışla 2.199'a geriledi, ancak mevcut iş ortaklarına satışlar yaklaşık %34 arttı.
- **Finansal sonuçlar:** Satışlar hem 3Ç'de hem 9A'da reel olarak yaklaşık %16 geriledi (3Ç: 10,2 milyar TL; 9A: 31,1 milyar TL). Makro koşullar, yoğun rekabet ve ürün enflasyonunun TÜFE'nin altında kalması baskı yarattı; Seç'in satış payı %22,6'dan %23,1'e yükseldi. Brüt marj 3Ç'de 70, 9A'da 10 baz puan iyileşti. Faaliyet giderleri 3Ç'de %8,9 azalışla 1,7 milyar TL'ye, 9A'da %11,8 azalışla 5,4 milyar TL'ye indi. FAVÖK 3Ç'de %15 düşüşle 633 milyon TL, 9A'da %20 düşüşle 1,26 milyar TL oldu; FAVÖK marjı 3Ç'de %6,1'den %6,2'ye yükseldi, 9A'da %4,2'den %4,0'e geriledi. Brüt marj 3Ç'de %17,9, 9A'da %16,7.
- **Net sonuç ve bilanço:** 3Ç'de kıdem tazminatı yükümlülüğü ve parasal kayıp etkisiyle net zarar 65 milyon TL'den 166 milyon TL'ye yükseldi; 9A zararı 1,1 milyar TL'den 694 milyon TL'ye geriledi. Yatırım/ciro oranı %0,51'den %0,37'ye, stok günü 43'ten 37'ye indi. Banka borcu bulunmuyor; finansal borç yalnızca TFRS 16 kira yükümlülüklerinden oluşuyor (2,1 milyar TL) ve bunlar dahil net borç 1,57 milyar TL. Yönetim önceliğin net zararı azaltmak olduğunu; brüt marj, gider disiplini, ürün karması ve verimsiz iş kollarından çıkışla daha olumlu bir döneme girilmesini beklediğini belirtti.

Gözde Girişim (GOZDE)

- **Genel görünüm:** Haziran'da göreve başlayan CEO Murat Özgen, 30 Eylül itibarıyla aktif toplamının 30,5 milyar TL, özkaynağın (net aktif değer) 28,9 milyar TL olduğunu belirtti. Ağırlıklı olarak dolar cinsi 1,6 milyar TL finansal borca karşın özkaynak/aktif oranı ~%94,6. 2010'dan bu yana yapılan 12 özel sermaye yatırımının dördünden stratejik satışla tam, ikisinden halka arzla kısmi çıkış sağlandı; hedef çıkış süresi 3-7 yıl.
- **9A sonuçları:** Net zarar %8 azalışla 2,69 milyar TL oldu; zararın büyük kısmı (~2,56 milyar TL) halka açık iştiraklerdeki hisse fiyatı düşüşünden kaynaklanan değer kaybından geldi. Genel yönetim giderleri %30 artışla 135 mn TL, finansman gideri 282 mn TL.
- **Polinas:** Esnek ambalajda ~%20 pazar payına sahip şirkette ~50 milyon euroluk BOPP yatırımıyla kapasite 115 bin tondan 140 bin tona çıktı. Satışlar %46 arttı, ihracat payı ~%32; brüt marj %16'dan %20'ye, FAVÖK marjı %10,9'dan %18,1'e yükseldi (FAVÖK ~2,5 kat). Borç hızla azaltıldı; 16 Ekim'de İmaj Ambalaj'ın %67'si 4,0 milyon euroya satın alındı.
- **Azmüsebat (Derby):** Pazarın ikinci oyuncusu (%26 pay). Sektör adet bazında %1 büyürken şirket %9 büyüdü; 9A satışları %32 artışla ~1,7 milyar TL, brüt marj %34'ten %39'a çıktı, FAVÖK 246 milyon TL. Kapasite 373 milyon adet, kullanım oranı ~%65.
- **Flo ve Türkiye Finans:** Flo (%11,5) 2025'teki yeniden yapılanmanın ardından 2026'da toparlanıyor; marj ve işletme sermayesi iyileşti, nakit akışı pozitife döndü. 19 Ekim'de SPK'ya yalnızca sermaye artırımı yoluyla (510 milyon TL nominal, ~100 milyon dolar) halka arz başvurusu yapıldı. Türkiye Finans'ta (%10,5) 9A kârı %125 artışla 6,3 milyar TL'ye, özkaynak kârlılığı %17,5'ten ~%25'e yükseldi; yıl sonu kârının 8-9 milyar TL olması bekleniyor.
- **Girişim sermayesi ve çıkışlar (S&C):** Kolay İK yatırımı (22 milyon TL) gerçeğe uygun değerde ~3 kata ulaştı; 2024'ten bu yana yatırım yapılan sekiz VC fonunun çarpanı 1,40x. Yönetim önceliğin portföy çıkışları olduğunu, 3-4 şirket için yerli ve yabancı yatırımcılarla görüşüldüğünü ve yılda 1-2 çıkış hedeflendiğini belirtti; Polinas satış sürecinde yeni gelişme bulunmuyor.

Makina Takım (MAKTK)

- **Pazar konumu:** Yaklaşık 260 milyon dolarlık Türkiye kesici takım pazarının ~57,5 milyon dolarlık HSS (hava çeliği) segmentinde %38 payla lider; Türkiye'de yalnızca iki yerli HSS üreticisi bulunuyor. Yönetim, HSS ve karbürü tek çatı altında üreten tek yerli üretici olduklarını belirtti. 63 HSS ve 5 KSM bayisi ile 15 binden fazla alt bayiye ulaşan şirketin satışlarının %72'si bayi, %27'si sanayici kanalından geliyor; 30 bin SKU'luk üretim kabiliyetine sahip.
- **Yatırım ve müşteri yapısı:** Gözde'nin 2012'deki satın alımından bu yana öz kaynakla ~14,5 milyon euroluk makine parkı yatırımı yapıldı; yeni kaplama tesisi yaklaşık bir ay içinde devreye alınacak ve hammadde, işleme, ısıl işlem ile kaplama tek çatı altında toplanacak. Sanayici satışlarında savunma ve havacılığın payı %24'e ulaştı; otomotiv %18, makine %17 pay aldı.
- **Finansallar:** Otomotivde ~%30'a varan kapasite düşüşü ile beyaz eşya ve inşaattaki daralma nedeniyle 9A26 hasılatı %21 düşüşle 749 milyon TL'ye geriledi. Brüt kâr %48 azaldı (marj %39'dan %26'ya), FAVÖK %61 düşüşle 112 milyon TL'ye (marj %30'dan %15'e), net kâr %83 düşüşle 29 milyon TL'ye indi. Yatırımlar öz kaynakla finanse edildi ve banka borcu bulunmuyor; net finansal alacak yıl sonundaki 557 milyon TL'den 158 milyon TL'ye geriledi.

Penta Teknoloji (PENTA)

- **İş modeli ve karma:** Şirket kendini katma değerli dağıtım platformu olarak konumluyor; Autodesk ve Adobe'nin Türkiye'deki tek, Microsoft'un dağıtıcılarından biri. 3Ç satışlarında PC %41, çevre birimleri %19, PC bileşenleri %18, sunucu/depolama %11, yazılım %8 pay aldı; kanal bazında perakende %42, katma değerli satıcılar %22, pazar yerleri %17. Kurumsal ve kamu yatırımları katma değerli satıcı kanalını destekledi.
- **Finansal sonuçlar:** 3Ç26 satışları %12,4 artışla 228 milyon dolar, 9A satışları %6,7 artışla 617 milyon dolar oldu; Eylül özellikle güçlü geçti ve 4Ç mevsimsel olarak en güçlü çeyrek. 9A brüt kâr %12,4 artışla 45,6 milyon dolara, brüt marj %7,0'den %7,4'e yükseldi. FAVÖK %11,8 artışla 23,2 milyon dolara (marj %3,8) ulaştı; artan finansman giderlerine rağmen vergi öncesi kâr %49, net kâr %50 artışla 3,4 milyon dolar oldu (net marj %0,55). Faaliyet giderleri %8,2 arttı (personel %53, lojistik %12); TL bazlı ücret enflasyonu dolar bazında maliyet baskısı yaratıyor.
- **İşletme sermayesi ve borç:** Net işletme sermayesi 106 milyon dolardan 120 milyon dolara yükseldi; alacak günü 71'den 85'e, stok günü 43'ten 46'ya, borç günü 60'tan 86'ya çıktı ve nakit döngüsü 47'den 45 güne indi. Finansal borç yıl sonundaki 9 milyon dolardan ~30 milyon dolara, net borç/özkaynak %9'dan %30'a yükseldi; kaldıraç ~1x seviyesinde. Nakit yaratımı önceliğini koruyor.

Ülker Bisküvi (ULKER)

- **Finansal sonuçlar:** 9A26 cirosu yıllık %8,8 düşüşle 95,7 milyar TL (TMS 29 hariç +%19,4), FAVÖK 11,1 milyar TL (%11,6; TMS 29 hariç %14,5) ve net kâr 2,7 milyar TL (TMS 29 hariç 4,0 milyar TL) oldu. Konsolide hacim %0,6, atıştırmalık hacmi %0,9 arttı. 3Ç'de ciro %12,2 düşüşle 28,9 milyar TL, brüt marj %21,3, FAVÖK 2,4 milyar TL (%8,3; TMS 29 hariç %11,4) ve 546 milyon TL net zarar açıklandı. Sözleşme bazlı net borç/FAVÖK 0,97x'ten 1,45x'e yükseldi.
- **Marj baskısı:** Geçen yıl sonundaki beklenmedik kakao fiyat düşüşü yüksek maliyetli stoklar nedeniyle hemen yansıtılamadı; enflasyonun altında kalan fiyat artışları, yoğun promosyon ve rekabet marjları baskıladı. TMS 29'un 9A FAVÖK marjı üzerindeki etkisi 2025'teki 2,0 puandan 2026'da 2,9 puana çıktı ve 4Ç'de daha yüksek olması bekleniyor. Orta Doğu ve Kuzey Afrika'daki çatışma ile Orta Asya'daki kur oynaklığı da baskı yarattı. Promosyonlu satış payı ve tüketicinin mağaza ziyaret sayısı belirgin arttı.
- **İnovasyon ve bilanço:** Yeni ürünlerin ciro payı %9 (Türkiye %10, yurt dışı %6); Türkiye'de %34 hacim payıyla liderlik korunuyor; Go Ahead ile yüksek proteinli ürünlere odaklanılıyor. Geçen yıl yapılan beş yıl vadeli refinansmanla finansal yükümlülüklerin %71'i uzun vadeli; açık döviz pozisyonunun %69'u türev araçlarla korunuyor.
- **Beklentiler:** 2026 rehberliği güncellendi: net satışlarda düşük tek haneli daralma beklentisi tek haneli daralmaya, FAVÖK marjı beklentisi %13,5 (±1,5) yerine %9-11 aralığına indirildi (TMS 29 dahil). Gerekçeler: yükselen yıl sonu enflasyon beklentisi, yoğun rekabet ve promosyon, kakao fiyat düşüşü nedeniyle enflasyon altında kalan fiyatlama, kakao stoklarının enflasyon düzeltmesi zamanlaması.
- **Soru-cevap öne çıkanlar:** Kakao alımlarına ilişkin detay paylaşılmadı; yönetim 2027 maliyet bazında rakiplere göre dezavantajlı olmadığını belirterek 2027'ye iyimser baktı. İşletme sermayesinde sabit hedef bulunmuyor, kakaonun normalleşmesiyle 2027'de daha optimize bir yapı bekleniyor. Güçlü dağıtım ağı nedeniyle yabancı markaların payının sınırlı kaldığı vurgulandı. Şeker/sağlıklı yaşam etiketi düzenlemesi için ilgili kurumlarla görüşülüyor; henüz netlik ve etki yok.

Besler Gıda (BESLR)

- **Finansal sonuçlar:** 9A26 cirosu, her iki iş biriminde hacim artışıyla %6,9 artarak 31,1 milyar TL'ye ulaştı (yağ iş biriminde toplam tonaj +%13). Brüt kâr %9 artışla 7,4 milyar TL (marj %23,8, +0,5 puan), FAVÖK %10 artışla 3,7 milyar TL (marj %11,8, +0,3 puan), net kâr 613 milyon TL oldu ve her çeyrek kâr açıklandı. 9A yatırım harcaması 550 milyon TL. Eylül sonunda 754 milyon TL net finansal alacak pozisyonu var; hasat kaynaklı mevsimsel işletme sermayesi artışının önümüzdeki çeyreklerde gerilemesi bekleniyor.
- **Dondurulmuş gıda:** Pazar 9A26'da ciroda %54, tonajda %14 büyüdü (2017'de 1 milyar TL, 2026'da ~64 milyar TL); hane penetrasyonu ~%93'e, hane başı tüketim 8,8 kg'a çıktı. 2027'de pazarın hacimde %12,4 artışla 365 bin tona, değerde %38,6 artışla ~99 milyar TL'ye ulaşması bekleniyor. SuperFresh %33 ciro payıyla (indirim marketler hariç) lider; 9A'da 22 yeni ürün lansmanı yapıldı ve perakende büyümenin %23'ü yeni ürünlerden geldi. Mayıs'ta lanse edilen FruLove, yönetime göre tatlı kategorisinde kısa sürede ~%12-13 paya ulaştı. Yeni oyuncu girişlerine karşın pazar payı korunuyor.
- **Yağ ve ihracat:** Yağ pazarı ciroda %39 büyüdü; Besler margarinde %68,1 ciro payıyla lider, SürMix çeşnili sürme peynirde %26 tonaj payına ulaştı. Bağlı ortaklık Marsa, faaliyet gösterdiği kategorilerde Türkiye ihracatının ~%45'ini tek başına gerçekleştiriyor; Türkiye'nin Irak'a ihracatı %37 daralırken şirket bu pazarda %23,5 büyüdü. Yönetim komşu ülkelere bağımlılığın azaltıldığını belirtti.
- **Beklentiler ve S&C:** İlk kez verilen 2026 rehberliği (ciro artışı %3±1, FAVÖK marjı %13,5±1) korunuyor; yatırımlar dondurulmuş gıda hatlarına yoğunlaşacak. Haziran'da EBRD ile kapasite ve verimlilik yatırımları için 7 yıl vadeli (2 yıl ödemesiz) 25 milyon euroluk kredi imzalandı, 15 milyon eurosu kullanıldı. Yıldız grubu şirketlerinden olan ilişkili taraf alacağının emsal faizle günlük likidite yönetiminde kullanıldığı ve doğru zamanda değerlendirileceği belirtildi.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. 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. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.