PhillipCapital
Your Partner In Finance

PHILLIPCAPITAL ARAŞTIRMA
TÜRKİYE | ŞİRKET RAPORU
27.11.2026

YILDIZ HOLDİNG GRUP ŞİRKETLERİ

Analist ve Yatırımcı Toplantısı Notu

Yıldız Holding'in 26 Kasım 2026'da grup şirketleriyle birlikte düzenlediği analist ve yatırımcı toplantısına katıldık. Toplantıda ŞOK Marketler, Ülker, Besler, Penta, Makina Takım, Bizim Toptan ve Gözde Girişim yönetimleri 2026'nın ilk dokuz ayına ilişkin sonuçlarını ve beklentilerini paylaştı. Öne çıkan başlıkları aşağıda özetliyoruz; şirket bazlı değerlendirmelerimiz sonraki sayfalarda yer almaktadır.

Yıldız Holding Genel Görünüm

Yönetim, toplantının açılışında mevcut ekonomik ortamı "**kusursuz fırtına**" olarak nitelendirdi. Altın fiyatlarındaki yükselişin hanehalkı alım gücünü destekleyerek sıkı para politikasının etkisini uzun süre sınırladığını, altın fiyatlarındaki geri çekilmeyle birlikte ise **dezenflasyon sürecinin belirginleştiğini** ifade etti. Bu ortamda Holding, ana iş kollarında büyüme ve yatırımları sürdürürken net borçluluğu azaltmaya ve bilançosunu güçlendirerek önümüzdeki döneme hazırlanmaya odaklanıyor.

Yıldız Holding'in konsolide cirosu 2026'nın ilk dokuz ayında yıllık %31 artışla 611,6 milyar TL'ye ulaştı (9A25: 468,7 milyar TL). Aynı dönemde yatırımlar %14 artışla 7,2 milyar TL olarak gerçekleşti. 2025 yılının tamamında ise ciro %34 artışla 657,8 milyar TL'ye, ihracat %35 artışla 30,6 milyar TL'ye ulaşırken yatırımlar %12 artışla 12,8 milyar TL oldu. Grup, 1944 yılında kurulmuş olup 80 bini aşkın çalışanı, 300'ün üzerinde markası, Türkiye'de 24 ve yurt dışında 20 fabrikasıyla 5 kıtada faaliyet gösteriyor.

Yıldız Holding Ciro Dağılımı ve Büyüme (9A26)

	Perakende	pladis	Gıda ve Diğer	Gözde Şirketleri	Konsolide
9A26 Ciro Payı	%44,4	%38,3	%10,7	%6,6	%100,0
Yıllık Büyüme (TL)	%33,6	%28,1	%31,0	%22,7	%31,0

Not: Kombine ciro içindeki paylar. 9A26 konsolide ciro: 611,6 milyar TL. Kaynak: Şirket sunumu, PhillipCapital Araştırma

Ana iş kollarına odaklanma stratejisi doğrultusunda, son toplantıdan bu yana iki önemli varlık satışı gerçekleştirildi. **Göcek'teki Village Port ve Exclusive Port marinaları Koç Holding bünyesindeki Setur Marinaları'na devredilirken (KAP'a göre toplam işlem bedeli 157,7 milyon dolar)**, stratejik faaliyet alanları arasında yer almayan şeker sektöründen çıkış kapsamında **Adapazarı Şeker Fabrikası'ndaki %99,6'lık pay 50 milyon dolar bedelle Bor Şeker'e devredildi**. Holding portföyünde Pendik'teki Marintürk marinası bulunmaya devam ediyor.

Borçluluğun azaltılması stratejisi kapsamında, 2018 yılında imzalanan 5,3 milyar dolarlık sendikasyon kredisinin bakiyesi yaklaşık 600 milyon dolara geriledi. **Yönetim, mevcut piyasa koşullarında pay geri alımlarının etkili olmayacağını düşündüğünü**, **nakdin öncelikli olarak grup şirketlerinin operasyonlarında kullanılmasını tercih ettiğini belirtti.**

Grubun stratejisi üç ana iş koluna dayanıyor: pladis ile **atıştırmalıkta global oyuncu olmak**, perakendede Türkiye'de büyümek ve gıdada (özellikle SuperFresh) mevcut kategorilerde bölgesel liderlik. Ana iş kollarında organik ve inorganik büyüme hedeflenirken Gözde Girişim ve GözdeTech aracılığıyla özel sermaye ve teknoloji yatırımları sürdürülüyor. Sürdürülebilirlik, yapay zekâ ve dijitalleşme yatırımların ana odağında yer alıyor.

Oğuzhan Yılmaz
oguzhan.yilmaz@phillipcapital.com.tr
Ülfet Kadooğlu
ulfet.kadooglu@phillipcapital.com.tr

Tamamı Yıldız Holding'e ait olan pladis, merkezi Londra'da bulunan ve yurt dışında kurulu en büyük Türk şirketi konumunda. Dünya genelinde bisküvide 4., çikolatada ise 7. büyük üretici olan şirket, 16 bin çalışanıyla Türkiye, İngiltere, Orta Doğu ve Kuzey Afrika'yı ana pazarları olarak öne çıkarıyor. pladis, Türkiye'de çikolata; Türkiye, İngiltere, Suudi Arabistan ve Mısır'da ise bisküvi kategorilerinde lider konumda bulunuyor.

Satışlar sterlin bazında %6, TL bazında %28,1 büyürken, yönetim yurt dışı gelirlerin TL bazındaki zayıf performansını kurdaki reel değerlenmeyle ilişkilendirdi. Doğu Avrupa ile Güney ve Güneydoğu Asya, büyüme hedeflerinin öne çıktığı bölgeler arasında yer alıyor. Ayrıca, pladis'in global beslenme modeli kapsamındaki ürünlerinin satış hacminin 2030 yılına kadar iki katına çıkarılması hedefleniyor.

Grup şirketlerinin sunumlarında ortak olarak öne çıkan başlıklardan biri ise tüketicilerin promosyon ve indirim kanallarına yönelmesi, fiyat hassasiyetinin yüksek seyretmesi oldu.

ŞOK Marketler (SOKM): 2Ç26'da büyüme yerine kârlılığa ve nakit yaratımına öncelik veren strateji değişikliğinin sonuçları 3Ç26'da görüldü. Şirket 93,0 milyar TL ciro (yıllık reel %1,2 artış), %5,2 FAVÖK marjı ve **989 milyon TL net kâr** açıkladı. Trafik gerilerken Win sadakat programının desteğiyle sepet büyüyor; stok gününde 7 günlük iyileşmeyle nakit pozisyonu yaklaşık 19 milyar TL'ye ulaştı. **Yönetim, yılı net kârla ve 20 milyar TL nakitle kapatmayı hedefliyor**; öncelik sürdürülebilir net kâr ve temettü olacak.

Ülker (ULKER): Ülker'de 3Ç26 finansal sonuçları operasyonel açıdan zayıf bir görünüm ortaya koydu. Hasılat yıllık %12,2 gerileyerek 28,9 milyar TL'ye inerken FAVÖK marjı %17,7'den %8,3'e daraldı ve şirket 546 milyon TL net zarar kaydetti. **Marj baskısında kakao fiyatlarındaki düşüşün stok ve sabit fiyatlı alımlar nedeniyle maliyetlere gecikmeli yansıması, artan promosyon yoğunluğu ve enflasyon muhasebesi etkili oldu**. **2026 beklentileri tek haneli reel satış daralması** ve %9–11 FAVÖK marjı olarak güncellenirken yönetim 2027'ye olumlu bakıyor.

Besler (BESLR): Besler, 9A26'da hasılatını %6,9 artışla 31,1 milyar TL'ye, FAVÖK'ünü %10 artışla 3,7 milyar TL'ye taşıdı (FAVÖK marjı %11,8). Büyüme, dondurulmuş gıdada hacim artışıyla desteklendi. Şirket, kişi başı tüketimi 2,9 kg'dan 8,8 kg'a çıkan dondurulmuş gıda pazarında %32 payla lider; margarinde ise %69,5 payla pazar lideri. Yönetim 2026 için %3 (±1) hasılat büyümesi ve %13,5 (±1) FAVÖK marjı beklentisini korudu.

Penta (PENTA): Kurumsal ve kamu talebi ile yapay zekâ yatırımları, kurumsal ürün ve katma değerli satışları destekledi. 3Ç26 satışları yıllık %12 artışla 228 milyon dolara, 9A26 satışları ise %6,7 artışla 617 milyon dolara ulaştı. FAVÖK marjı %3,6'dan %3,8'e yükseldi. Ancak büyümeye bağlı artan finansman ihtiyacı **net borcun 2025 sonundaki 8,6 milyon dolardan 30,4 milyon dolara yükselmesine** neden oldu. Geleneksel olarak en güçlü çeyrek olan 4Ç26 performansı takip edilmeli.

Makina Takım (MAKTK): Yaklaşık 260 milyon dolarlık Türkiye kesici takım pazarında HSS ürünlerde %38 payla lider olan şirket, beyaz eşya, otomotiv ve inşaat başta olmak üzere metal sektöründeki daralmadan olumsuz etkilendi. 9A26'da hasılat %21 gerilerken FAVÖK marjı %30'dan %15'e düştü. Yatırımlarını özkaynaklarıyla finanse eden şirketin banka borcu bulunmuyor. Ayrıca şirketin ürünleri savunma sanayii ve yerli havacılık platformlarında kullanılmaya başladı.

Bizim Toptan (BIZIM): Maliyet odaklı kârlılık stratejisi devam ediyor. 3Ç26'da satışlar %16,3 gerilerken faaliyet giderlerindeki %8,9'luk düşüş ve brüt marjdaki 70 baz puanlık iyileşme sayesinde FAVÖK marjı %6,2'ye yükseldi. Ertelenmiş vergi ve net parasal kayıp dönem sonucunun zararla açıklanmasına neden oldu. Şirket, yeni mağaza açılışları yerine mevcut mağazalarını "Bizim Gross" formatına dönüştürüyor.

Gözde Girişim (GOZDE): Şirketin net aktif değeri 30 Eylül 2026 itibarıyla 28,9 milyar TL oldu. Özel sermaye yatırımlarında sektör lideri veya ilk üç oyuncu arasında yer alan şirketlere odaklanılıyor. 9A26'da net zarar 2,9 milyar TL'den 2,7 milyar TL'ye gerilerken zararın ana kaynağı halka açık iştiraklerin piyasa değerlerindeki düşüş oldu. FLO için SPK'ya halka arz başvurusu yapıldı.

ŞOK MARKETLER TİCARET (SOKM)
Toplantı Notu

Şok Marketler Ticaret

Hisse Detayları	
Bloomberg Kodu	**SOKM TI**
Hisse Fiyatı, TL	38,92
Fiili Dolaşım Oranı	51,00%
Piyasa Değeri, milyon TL	23.091
Piyasa Değeri, milyon ABD doları	457
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,36%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,29%
Yabancı Yatırımcı Oranı	30,86%
Emeklilik Fonları Oranı	1,63%
Yatırım Fonları Oranı	10,50%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 26/11/2026 itibarıyla

Finansallar, mn TL, TMS 29 Uygulanmış	3Ç25	3Ç26	9A25	9A26
Gelirler	91.945	93.007	257.426	270.130
Brüt Kâr	19.584	20.661	51.609	54.939
Brüt Kâr Marjı	21,3%	22,2%	20,0%	20,3%
FAVÖK	4.016	4.827	4.989	6.312
FAVÖK Marjı	4,4%	5,2%	1,9%	2,3%
Net Kâr	343	989	-665	-437
Net Kâr Marjı	0,4%	1,1%	-0,3%	-0,2%
Net Borç	1.239	-126	1.239	-126

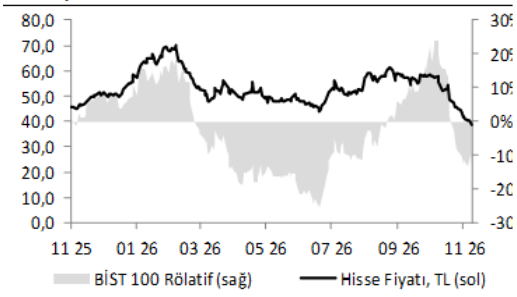
Piyasa Çarpanları	2024	2025	Son
F/K	330,5	a.d.	a.d.
PD/DD	0,7	0,5	0,5
FD/FAVÖK	5.917,7	3,1	2,1

Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Diğer	252	42,5%
Diğer	252	42,5%
Toplam	**593**	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-32,4%	-31,9%	-18,6%	-16,3%
Rölatif	-29,9%	-7,4%	3,5%	-15,0%
Ort.İşlem Hacmi milyon $	7,3	5,3	5,9	7,3

Kaynak: BİST, Finnet

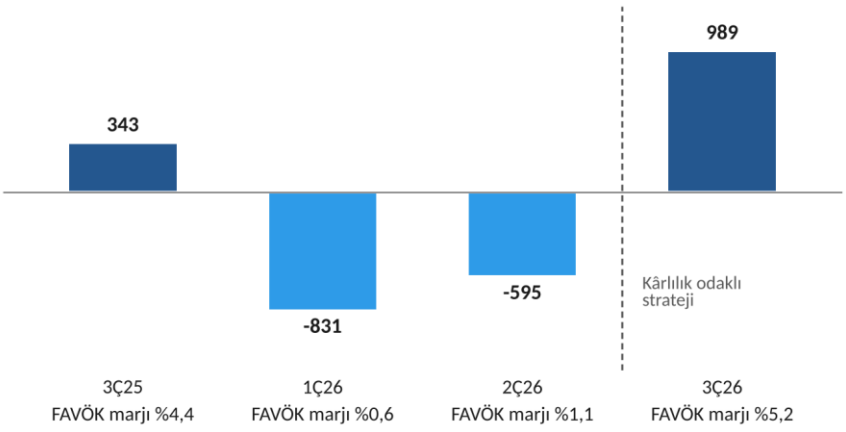
Satış Kanalları ve Odakta Win Ekosistemi

11.000'i aşkın mağazada geçerli olan Win sadakat programının üyeleri, üye olmayanlara göre iki kattan büyük sepet yapmaktadır. Yönetim de cironun önemli bir kısmının Win üzerinden gerçekleştiğini ve bunun şirketi sektörden ayrıştırdığını vurgulamaktadır. Cepte Şok, market ürünlerini mağazalardan 60 dakikanın altında eve teslim etmektedir. İste Gelsin ise gıda dışı ürünleri ağırlıklı olarak stok tutmadan, doğrudan tedarikçiden göndermektedir.

Strateji Değişikliği: Ciro Yerine Sürdürülebilir Kârlılık

- Şirket, 2Ç26'da gerçekleştirdiği strateji değişikliğiyle **brüt kâr marjını, maliyet disiplinini ve net kâra geçişi öncelikli hedefler** olarak belirledi. Bu hedef 3Ç26'da **989 milyon TL net kârla** karşılandı (3Ç25: 343 milyon TL).
- Yönetim, sonraki çeyreklerde de **gerekirse cirodan feragat ederek sürdürülebilir kârlılığı** hedeflediklerini vurguladı. 9A26'da 437 milyon TL olan net zararın, 4Ç26'nın katkısıyla kapatılarak **yılın net kârla tamamlanması** hedefleniyor.
- Stratejinin temelinde net kâr ve **temettü** yer alıyor. Şirketin geri alım planı bulunmuyor.

ŞOK Çeyreklik Net Kâr (milyon TL, TMS 29 dahil)



Kaynak: Şirket sunumu, PhillipCapital Araştırma

3Ç26 Sonuçları

- 3Ç26'da net satışlar yıllık reel %1,2 artışla 93,0 milyar TL'ye, FAVÖK %20,2 artışla 4,8 milyar TL'ye ulaştı. **FAVÖK marjı %4,4'ten %5,2'ye** yükseldi; TMS 29 etkisi hariç marj ise **%6,1'den %7,9'a** çıktı.
- Brüt kâr marjı %21,3'ten %22,2'ye yükseldi (TMS 29 hariç: %23,1'den %24,9'a). Gider tarafında kira ve mağaza giderlerindeki artış maliyetleri yukarı taşıdı.
- 9A26'da ciro reel %4,9 artışla 270,1 milyar TL'ye, FAVÖK 6,3 milyar TL'ye (%2,3 marj; 9A25: %1,9) ulaşırken net zarar 665 milyon TL'den 437 milyon TL'ye geriledi.

Trafik, Sepet ve Rekabet Ortamı

- Yönetim, ŞOK'un **benzer mağaza (LFL) büyümesinde 8 çeyrektir sektörde ilk sırada** yer aldığını belirtti. 3Ç26'da mağaza başına günlük müşteri sayısı reel bazda %5,0 gerilerken sepet tutarı %5,7 büyüdü.
- Yönetim, **Trafiğin düşmesine karşın sepetin büyüdüğünü**, Win uygulaması sayesinde daha az sayıda fakat daha büyük alışverişler yapıldığını belirtti. **Cironun önemli bir kısmı Win üzerinden gerçekleşmesi de** şirketi sektörden ayrıştırmaktadır.
- Tüketici alışkanlıkları promosyon ve indirim marketlerine yöneliyor; zaman zaman süpermarketler de bu yarışa katılarak pazar payını artırıyor. Yönetim, **müşteri sadakatinin zayıf, fiyat hassasiyetinin yüksek** olduğu bu ortamda sadakat programının işe yaradığını belirtti.
- Promosyon yoğunluğunun yüksek, piyasada durgunluğun hâkim olduğu bir dönemden geçiliyor. **Promosyonların büyük kısmı tedarikçiler tarafından**, bir kısmı ise şirket tarafından finanse ediliyor. Şirketin fiyat endeksi, geçmişte gıda enflasyonunun bir miktar altında seyrederken bugün gıda enflasyonuna paralel ilerliyor.

Mağaza Ağı ve Yatırımlar

- 9A26'da 125 net yeni mağaza açıldı ve mağaza sayısı 11.199'a ulaştı. Şirket **zarar eden mağazaları hızla kapatıyor**; bu nedenle net açılış sınırlı kalırken metrekare başı benzer mağaza büyümesi destekleniyor.
- 9A26'da yatırım harcamaları 5,3 milyar TL ile satışların %1,9'u oldu; yıllık hedef satışların yaklaşık %2'si. Daha geniş ürün yelpazesi ve taze ürün sunumu içeren Şok 2.0 mağazalarının sayısı 900'ü aştı.

İşletme Sermayesi ve Nakit Yaratımı

- Stok devir süresi 52 günden 45 güne kısaldı (**7 günlük iyileşme**); alacak tahsil süresi 1 gün, borç ödeme süresi 71 gün. Net nakit döngüsü eksi 20 günden eksi 24 güne indi.
- 9A26'da 18,2 milyar TL serbest nakit akışı yaratıldı (SNA/satış: %6,7). Finansal borcu bulunmayan şirketin **nakit pozisyonu Eylül sonu itibarıyla 19,1 milyar TL**.
- Yönetim, net işletme sermayesinde mevcut seviyelerden ilave bir iyileşme beklemiyor; **yıl sonunda 20 milyar TL nakit** hedefleniyor.

Hisse Performansı ve Beklentiler

- Yönetim, sonuçlara rağmen zayıf seyreden hisse performansını yabancı çıkışına bağlıyor. **Yabancı oranı yüksek** ancak genele yayılmış bir yabancı yatırımcı çıkışı görünüyor.
- 2026 için %5,0 (±1,0) reel ciro büyümesi, %3,0 (±0,5) FAVÖK marjı ve satışların yaklaşık %2'si kadar yatırım harcaması hedefleri korundu.
- 4Ç26 cirosunun 3Ç26 seviyesine yakın gerçekleşmesi varsayımıyla, hedef bandın alt ucu (%2,5) için 4Ç26'da yaklaşık %3, orta noktası (%3,0) için ise yaklaşık %5 FAVÖK marjı gerektiğini hesaplıyoruz. **3Ç26'daki %5,2'lik marj, bandın orta kısmının ulaşılabilir olduğuna işaret ediyor.**

ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ (ULKER)

Toplantı Notu

Ülker Bisküvi

Hisse Detayları

Bloomberg Kodu	ULKER TI
Hisse Fiyatı, TL	62,95
Fiili Dolaşım Oranı	44,02%
Piyasa Değeri, milyon TL	23.246
Piyasa Değeri, milyon ABD doları	460
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,32%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,25%
Yabancı Yatırımcı Oranı	13,48%
Emeklilik Fonları Oranı	0,23%
Yatırım Fonları Oranı	0,74%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 26/11/2026 itibarıyla

Finansallar, mn TL, TMS 29 Uygulanmış	3Ç25	3Ç26	9A25	9A26
Gelirler	32.966	28.947	104.987	95.748
Brüt Kâr	9.639	6.167	31.728	23.842
Brüt Kâr Marjı	29,2%	21,3%	30,2%	24,9%
FAVÖK	5.848	2.395	18.659	11.147
FAVÖK Marjı	17,7%	8,3%	17,8%	11,6%
Net Kâr	1.385	-546	5.959	2.709
Net Kâr Marjı	4,2%	-1,9%	5,7%	2,8%
Net Borç	50.461	44.570	50.461	44.570

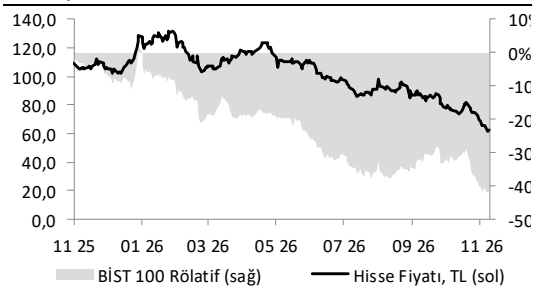
Piyasa Çarpanları	2024	2025	Son
F/K	3,9	6,9	8,3
PD/DD	0,9	0,8	0,4
FD/FAVÖK	3,2	3,7	4,4

Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Pladis Foods Limited	174	47,2%
Diğer	195	52,8%
Toplam	**369**	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-17,1%	-31,7%	-42,8%	-40,6%
Rölatif	-13,9%	-7,1%	-27,3%	-39,7%
Ort.İşlem Hacmi milyon $	5,2	7,2	10,3	14,0

Kaynak: BİST, Finnet

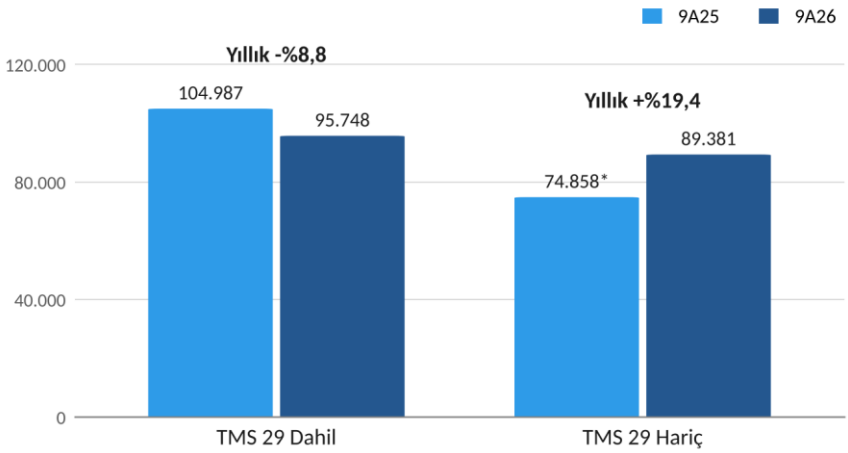
Şirket Profili

Ülker Bisküvi; bisküvi, çikolata, kek ve atıştırmalık kategorilerinde Türkiye'nin lider üreticisidir. Türkiye'de hacim bazında %34 pazar payına sahip olan şirket Ortadoğu, Kuzey Afrika ve Orta Asya'da da faaliyet göstermektedir. 9A26 gelirlerinin %70'i Türkiye'den, %30'u uluslararası operasyonlardan gelmektedir.

3Ç26 ve 9A26 Sonuçları

- 3Ç26'da hasılat yıllık %12,2 gerileyerek 28,9 milyar TL'ye indi; **FAVÖK marjı %17,7'den %8,3'e daralırken** şirket 546 milyon TL net zarar kaydetti. Satış hacmi ise yıllık %0,3 artışla 174,1 bin ton ile korundu.
- 9A26'da **enflasyon muhasebesi etkisiyle hasılat %8,8 düşüş gösterdi; TMS 29 etkisi hariç hasılat ise %19,4 arttı.** FAVÖK marjı %11,6, net kâr 2,7 milyar TL olarak gerçekleşti.

Ülker Konsolide Hasılat: TMS 29 Dahil ve Hariç (mn TL)



**9A25 TMS 29 hariç hasılat, şirketin açıkladığı %19,4'lük büyüme oranından hesaplanmıştır.*
Kaynak: Şirket sunumu, PhillipCapital Araştırma

Marj Baskısının Nedenleri

- **Kakao fiyatları:** Geçen yıl sonundaki beklenmedik kakao fiyatı düşüşü, stok ve sabit fiyatlı alım politikası nedeniyle maliyetlere gecikmeli yansıdı ve enflasyon oranında fiyat artışı yapılmasını engelledi.
- **Enflasyon muhasebesi:** TMS 29'un FAVÖK marjına olumsuz etkisi 2025'teki 2,0 puandan 2026'da 2,9 puana yükseldi. Yıl sonu enflasyon beklentisindeki yukarı yönlü revizyon (%26'dan %30'a) bu etkiyi artırdı. Yurt içinde enflasyon muhasebesi uygulanırken yurt dışı operasyonlarda uygulanmıyor.
- **Promosyon ve rekabet:** Promosyonlu satışların payı önceki yıla göre belirgin arttı. Tüketicinin daha fazla mağaza ziyaret etmesi, promosyon arayışının yoğunlaştığına işaret ediyor.
- MENA bölgesindeki savaş koşulları ile Orta Asya'daki ruble, tenge ve dolar paritesindeki oynaklık da kârlılık üzerinde ek baskı yarattı.

Pazar Konumu ve Yeni Ürünler

- Şirket Türkiye'de **hacim bazında pazar liderliğini koruyor**; ton bazında hacim korunurken atıştırmalık satış hacmi 3Ç26'da %1,2 arttı.
- Son iki yılda çıkarılan **yeni ürünlerin 9A26 atıştırmalık cirosuna katkısı** Türkiye'de %10, uluslararası operasyonlarda %6, toplamda %9 oldu.
- Yönetim, **%70 Türkiye – %30 uluslararası şeklindeki coğrafi dağılımı korumayı** hedeflediklerini belirtti. Coğrafi çeşitlilik doğal bir koruma sağlıyor.

Bilanço ve Finansman

- Kovenanta baz net borç/FAVÖK oranı Aralık 2025'teki 0,97x seviyesinden Eylül 2026'da 1,45x'e yükseldi. Artış, son 12 aylık FAVÖK'teki düşüş ile temettü ve Eurobond ödemelerine bağlı nakit azalışından kaynaklandı.
- Finansal yükümlülüklerin %71'i uzun vadeli. **Yönetim, 2030–2031'e kadar refinansman ihtiyacı görmüyor.** Açık döviz pozisyonunun %69'u türev araçlarla korunuyor.
- Net işletme sermayesi için belirlenmiş bir hedef bulunmuyor; yönetim, seviyenin koşullara ve stok tedarik zamanlamasına bağlı mevsimsellik gösterebileceğini belirtti.

Yönetim Beklentileri

- 2026 beklentisi, önceki düşük tek haneli daralma ve %13,5 (±1,5) FAVÖK marjı beklentisinden **tek haneli reel satış daralması ve %9–11 FAVÖK marjına** revize edildi.
- **Yönetim fiyatlamanın maliyetlere göre şekillendiğini**, kakao fiyatlarındaki oynaklığın sürdüğünü ve belirsizliğin yüksek olduğunu belirtti. Vergi tarafında %22,5 oranından ve 2026'da ertelenmiş vergiden etkilendiklerini ifade eden yönetim, **2027'ye iyimser bakıyor.**
- 4Ç26 cirosunun 3Ç26 seviyesinde gerçekleşmesi varsayımıyla, hedef bandın orta noktası (%10) 4Ç26'da yaklaşık %5 FAVÖK marjına işaret ediyor. **Bu, 3Ç26'daki %8,3'lük marjın da altında bir son çeyrek ima ediyor.** Kakao maliyetlerindeki düşüşün fiyatlamaya ve marjlara ne zaman yansıyacağı 2027 için ana katalizör olarak takip edilmeli.

BESLER GIDA VE KİMYA (BESLR)

Besler Gıda Toplantı Notu

Hisse Detayları

Bloomberg Kodu	BESLR TI
Hisse Fiyatı, TL	8,94
Fiili Dolaşım Oranı	23,61%
Piyasa Değeri, milyon TL	5.918
Piyasa Değeri, milyon ABD doları	117
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,00%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,03%
Yabancı Yatırımcı Oranı	1,96%
Emeklilik Fonları Oranı	0,13%
Yatırım Fonları Oranı	4,25%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 26/11/2026 itibarıyla

Finansallar, mn TL, TMS 29 Uygulanmış	3Ç25	3Ç26	9A25	9A26
Gelirler	9.824	10.382	29.058	31.073
Brüt Kâr	2.083	2.630	6.774	7.393
Brüt Kâr Marjı	21,2%	25,3%	23,3%	23,8%
FAVÖK	958	1.514	3.339	3.671
FAVÖK Marjı	9,8%	14,6%	11,5%	11,8%
Net Kâr	188	195	-78	613
Net Kâr Marjı	1,9%	1,9%	-0,3%	2,0%
Net Borç	7.339	6.741	7.339	6.741

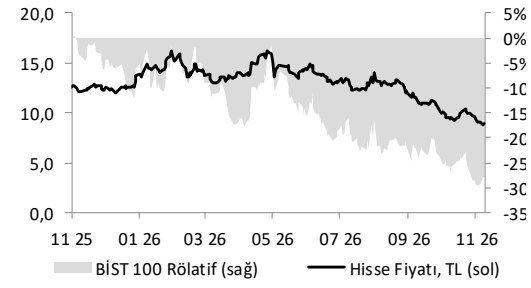
Piyasa Çarpanları	2024	2025	Son
F/K	3,7	14,4	4,0
PD/DD	0,5	0,5	0,3
FD/FAVÖK	2,7	3,4	2,2

Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Yıldız Holding Anonim Şirketi	401	60,5%
Diğer	261	39,5%
Toplam	**662**	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-6,3%	-30,8%	-39,3%	-26,5%
Rölatif	-2,7%	-5,9%	-22,8%	-25,4%
Ort.İşlem Hacmi milyon $	0,3	0,4	0,7	1,0

Kaynak: BİST, Finnet

İş Birimleri: Yağ ve Dondurulmuş Gıda

Besler'de 9A26 hasılatın %63'ü **Bizim Yağ, Terem ve Ülker Sürmix** markalarının yer aldığı yağ ve mutfak biriminden (%7,4 artışla 19,5 milyar TL), %37'si **SuperFresh** markasının yer aldığı dondurulmuş ve konserve biriminden (%6,2 artışla 11,5 milyar TL) geldi. Satış hacmi dondurulmuş gıdada %7,2, yağ ve mutfakta %3 büyüdü.

9A26 Sonuçları

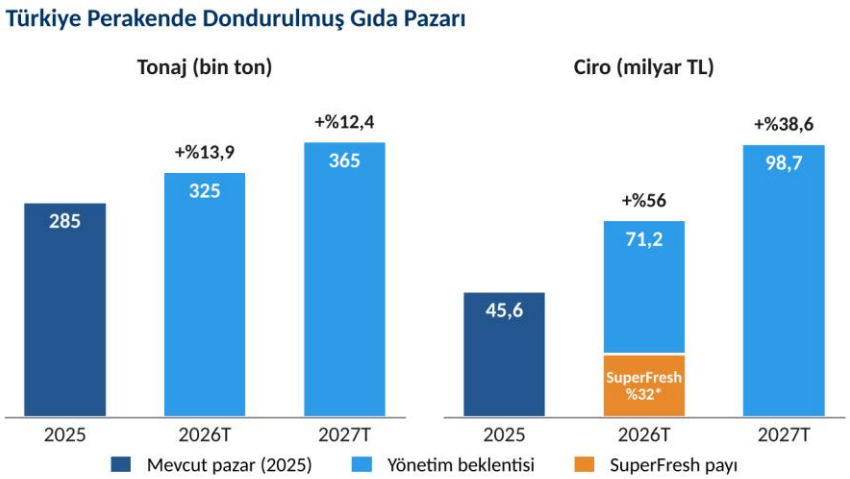
- 9A26'da konsolide hasılat %6,9 artışla 31,1 milyar TL'ye, brüt kâr %9,1 artışla 7,4 milyar TL'ye, **FAVÖK %10 artışla 3,7 milyar TL'ye** ulaştı. FAVÖK marjı 0,3 puan artışla %11,8 oldu. Net kâr 613 milyon TL olarak gerçekleşti (9A25: 78 milyon TL net zarar).
- 3Ç26'da FAVÖK yıllık %58 artışla 1,5 milyar TL'ye yükselirken **FAVÖK marjı %9,8'den %14,6'ya** çıktı. 9A26'da 550 milyon TL konsolide yatırım yapıldı; ihracat geliri 2,3 milyar TL ile hasılatın %7,3'ünü oluşturdu.
- **Dondurulmuş gıdadaki hacim artışı hasılatı destekledi**; dondurulmuş ve konserve iş biriminde satış hacmi 9A26'da %7,2 arttı.

İş Modeli ve Operasyonel Esneklik

- Yönetim, çok kategorili gıda uzmanlığı sayesinde **bir kanalda ya da kategoride yaşanan zayıflığın diğerleriyle telafi edilebildiğini** ve bunun şirkete operasyonel esneklik sağladığını vurguladı.
- Şirket, **yüksek işletme sermayesiyle çalışan bir iş modelinde her çeyrek kâr elde etmeyi** hedefliyor. Yönetim, net işletme sermayesinin hasılata oranının %15 seviyesinde olmasını iş modeli açısından doğal karşılıyor (Eylül 2026: %15,0; Aralık 2025: %11,4). Şirket net finansal alacaklı pozisyonunu koruyor.
- Kapasite artışı için pizza ve milföy hattı yatırımlarının süreçleri başlatıldı.

Dondurulmuş Gıda: "Geleceğin Kategorisi"

- **Taze dondurulmuş gıda pazarı hızla büyüyor.** Son 12 aylık pazar cirosu 63,5 milyar TL'ye ulaşırken penetrasyon belirgin arttı ve **kişi başı tüketim 2,9 kg'dan 8,8 kg'a** yükseldi. Bu seviye ABD'deki 50 kg ve Avrupa'daki 30 kg ile kıyaslandığında büyüme potansiyeline işaret ediyor.
- Yönetim, perakende pazar tonajının 2026'da 325 bin ton, 2027'de %12,4 artışla 365 bin ton; **pazar cirosunun ise 2026'da 71,2 milyar TL, 2027'de %38,6 artışla 98,7 milyar TL** olmasını bekliyor.



*2026T ve 2027T yönetim beklentisidir. *Markalı ürünler pazarında ciro bazında pay, Ocak–Eylül 2026 (NielsenIQ). Kaynak: Şirket sunumu, PhillipCapital Araştırma*

- **SuperFresh %32 pazar payıyla lider** konumda ve tüm odak kategorilerde markalı lider. Pazar lideri olarak yeni kategoriler oluşturarak pazarın büyümesine katkı sağlıyor.
- Yeni ürünlerden hedeflenen ciro payı en az %10 iken son yılda bu oran **%18** oldu. Yeni tatlı ürünü **Frulove %12,3 pazar payıyla** en çok satan 10 ürün arasına girdi ve hızlı büyüdü.

Yağ ve Mutfak İş Birimi

- Margarin pazarı 2026'da %39 büyüyerek 16,5 milyar TL'ye ulaştı. Besler **%69,5 payla margarinde pazar lideri**; pazar ciro bazında büyürken tonaj ise daha yatay seyrediyor.
- **Sürmix, pazar liderlerinden pay alarak** sürülebilir peynir kategorisinde büyüdü.
- Türkiye'nin margarin ihracatı sabit seyrederken Besler'in ihracattaki payı büyüdü: faaliyet gösterilen kategorilerde şirketin Türkiye ihracatındaki payı **%34'ten %45'e** yükseldi (TÜİK, ilk 8 ay).

Yönetim Beklentileri

- Şirket 2026 için **%3 (±1) hasılat büyümesi ve %13,5 (±1) FAVÖK marjı** beklentisini korudu; yıl sonu enflasyon varsayımı %30.
- 4Ç26 cirosunun önceki çeyreklerin ortalamasına yakın gerçekleşmesi varsayımıyla, bandın alt ucuna (%12,5) ulaşmak için 4Ç26'da yaklaşık **%14,6 FAVÖK marjı** gerektiğini hesaplıyoruz. Bu, 3Ç26'da yakalanan %14,6'lık marjın korunması anlamına geliyor; 4Ç26 marj performansı yakından izlenmeli.

PENTA TEKNOLOJİ (PENTA)

Toplantı Notu

Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım

Hisse Detayları	
Bloomberg Kodu	**PENTA TI**
Hisse Fiyatı, TL	8,88
Fiili Dolaşım Oranı	39,35%
Piyasa Değeri, milyon TL	3.494
Piyasa Değeri, milyon ABD doları	69
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,00%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,03%
Yabancı Yatırımcı Oranı	6,58%
Emeklilik Fonları Oranı	4,82%
Yatırım Fonları Oranı	4,33%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 26/11/2026 itibarıyla

Finansallar, mn TL, TMS 29 Uygulanmış	3Ç25	3Ç26	9A25	9A26
Gelirler	8.244	10.837	22.279	28.142
Brüt Kâr	569	786	1.563	2.081
Brüt Kâr Marjı	6,9%	7,3%	7,0%	7,4%
FAVÖK	300	440	799	1.056
FAVÖK Marjı	3,6%	4,1%	3,6%	3,8%
Net Kâr	26	110	86	154
Net Kâr Marjı	0,3%	1,0%	0,4%	0,5%
Net Borç	267	1.394	267	1.394

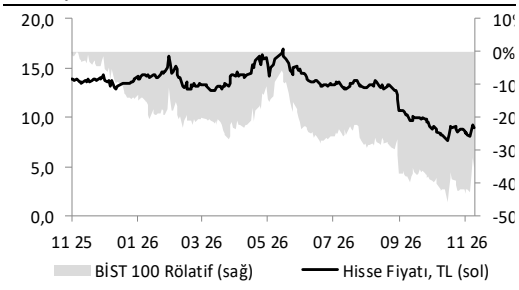
Piyasa Çarpanları	2024	2025	Son
F/K	19,4	51,4	19,5
PD/DD	1,9	1,4	0,7
FD/FAVÖK	6,0	4,8	3,4

Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Diğer	155	39,4%
Gözde Girişim	127	32,2%
Toplam	**394**	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	7,0%	-33,2%	-44,0%	-35,0%
Rölatif	11,1%	-9,1%	-28,8%	-34,0%
Ort.İşlem Hacmi milyon $	0,4	0,4	0,5	0,8

Kaynak: BİST, Finnet

Katma Değerli Dağıtım Modeli

Penta yalnızca ürün dağıtmıyor. Marka ilişkileri, kanal erişimi, teknik destek ve lojistiği tek platformda birleştiriyor. 40'ı aşkın global tedarikçi, 13 münhasır distribütörlük ve 4.000'in üzerinde iş ortağıyla çalışan şirket, kanallar ve kategoriler arasında dengeli bir satış karmasıyla sektör ortalamasının üzerinde kâr marjı hedefliyor.

İş Kolları

- **Broadline:** PC, PC bileşenleri ve çevre birimlerinden oluşuyor; ağırlıklı olarak perakende kanalına hitap ediyor. 3Ç26'da PC'nin satışlar içindeki payı %41,1 oldu.
- **Enterprise:** Sunucu, veri depolama ve ağ ekipmanlarından oluşuyor; 3Ç26 satışlarındaki payı %11,1.
- **Yazılım:** Şirket, **Autodesk ve Adobe'nin Türkiye'deki tek distribütörü**; yazılımın satışlar içindeki payı %8,4.
- Kurumsal ve kamu talebi ile **yapay zekâ kaynaklı altyapı yatırımları**, enterprise ürünlerin ve katma değerli satıcı kanalının satışlarını artırdı. Bireysel tüketici segmentinde talep önceki dönemlerle uyumlu seyretti.

Finansal Sonuçlar

- 3Ç26 satışları yıllık %12,3 artışla 228 milyon dolar, 9A26 satışları %6,7 artışla 617 milyon dolar oldu. 9A26'da brüt kâr %12,3 artışla 45,6 milyon dolara yükselirken **brüt kâr marjı %7,0'dan %7,4'e** çıktı.
- FAVÖK %12,1 artışla 23,2 milyon dolara (marj: %3,8), net kâr 2,2 milyon dolardan 3,4 milyon dolara yükseldi. Yönetim, **dağıtım işinde net kârlılığın yapısal olarak sınırlı** olduğunu hatırlattı.
- Faaliyet giderleri dolar bazında %8 artışla 24,4 milyon dolara yükseldi. Artış büyük ölçüde TL'deki enflasyonun kur artışını aşmasından kaynaklandı; yönetim, **TL'nin reel değerlenmesinin kârlılığa zarar verdiğini** belirtti. Personel giderlerinin satışlara oranı %1,9'dan %2,1'e çıktı.

İşletme Sermayesi ve Borçluluk

- 9A26'da tahsilat süresi 71 günden 85 güne, stok süresi 43 günden 46 güne uzarken tedarikçi ödeme süresi 67 günden 86 güne çıktı. Böylece **nakit çevrim süresi 47 günden 45 güne** kısaldı.
- Nakit çevrim süresi kısalsa da büyümeyle birlikte **net işletme sermayesi 2025 sonundaki 102 milyon dolardan 120 milyon dolara yükseldi**; bu da şirketin mutlak finansman ihtiyacını artırdı. Net işletme sermayesinin satışlara oranı ise %12,5'ten %14,0'a çıktı.
- **Net finansal borç 2025 sonundaki 8,6 milyon dolardan Eylül 2026'da 30,4 milyon dolara**, net borç/özkaynak oranı %8,7'den %29,7'ye yükseldi. Borç yapısında Yıldız Holding'e olan borçların yerini banka kredileri aldı. Net borcun yıllıklandırılmış FAVÖK'e oranı yaklaşık 1x seviyesinde.

Mevsimsellik ve Beklentiler

- Satışlar belirgin mevsimsellik gösteriyor. Okula dönüş, Kasım indirimleri ve yıl sonu talebiyle **4Ç geleneksel olarak en güçlü çeyrek**; 3Ç26'daki hızlanmanın sürmesi halinde 4Ç26'da güçlü sonuçlar görülebilir.

Penta Çeyreklik Net Satışlar (milyon dolar)

	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Net Satış	179	**209**	192	184	203	**241**	200	189	228
Yıllık Değişim	—	—	—	—	%13,4	%15,3	%4,2	%2,7	%12,3

4Ç rakamları kalın gösterilmiştir. Yıllık değişim, sunumdaki yuvarlanmış tutarlardan hesaplanmıştır. Kaynak: Şirket sunumu, PhillipCapital Araştırma

- Düşük net marjla çalışan bu iş modelinde finansman giderleri (9A26: 15,2 milyon dolar; 9A25: 11,8 milyon dolar) ve işletme sermayesi yönetimi yakından takip edilmeli.

MAKİNA TAKIM ENDÜSTRİSİ (MAKTK)

Toplantı Notu

Makina Takım

Hisse Detayları	
Bloomberg Kodu	**MAKTK TI**
Hisse Fiyatı, TL	5,43
Fiili Dolaşım Oranı	52,26%
Piyasa Değeri, milyon TL	1.086
Piyasa Değeri, milyon ABD doları	21
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,00%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,01%
Yabancı Yatırımcı Oranı	0,06%
Emeklilik Fonları Oranı	0,00%
Yatırım Fonları Oranı	36,20%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 26/11/2026 itibarıyla

Finansallar, mn TL, TMS 29 Uygulanmış	3Ç25	3Ç26	9A25	9A26
Gelirler	294	262	955	749
Brüt Kâr	81	66	375	195
Brüt Kâr Marjı	27,6%	25,1%	39,3%	26,0%
FAVÖK	61	48	283	112
FAVÖK Marjı	20,7%	18,5%	29,7%	14,9%
Net Kâr	12	-7	166	29
Net Kâr Marjı	4,0%	-2,7%	17,4%	3,8%
Net Borç	112	184	112	184

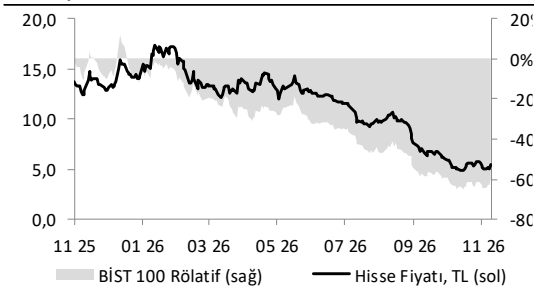
Piyasa Çarpanları	2024	2025	Son
F/K	4,0	a.d.	a.d.
PD/DD	0,7	1,2	0,5
FD/FAVÖK	2,9	8,1	7,1

Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Diğer	105	52,3%
Yıldız Serbest Özel Fon	66	33,1%
Toplam	**200**	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	6,5%	-46,6%	-58,4%	-56,4%
Rölatif	10,5%	-27,4%	-47,1%	-55,7%
Ort.İşlem Hacmi milyon $	0,2	0,4	0,7	1,5

Kaynak: BİST, Finnet

Dağıtım Ağı ve Satış Kanalları

Şirket 63 HSS ve 5 komple sert metal (KSM) bayisi üzerinden 15.000'in üzerinde alt bayiye ulaşıyor; Türkiye'deki hırdavatçıların yaklaşık %90'ı bu ağın kapsamında. Satışların %72'si bayi, %27'si sanayici kanalından geliyor, ihracatın payı ise %1 ile sınırlı.

Pazar Görünümü

- Türkiye kesici takım pazarının büyüklüğü **yaklaşık 260 milyon dolar** olarak tahmin ediliyor; yurt içi talebin yalnızca %29'u yerli üretimle karşılanıyor. İthalat ağırlıklı olarak Almanya, Çin, Japonya, Tayvan ve Güney Kore'den yapılıyor.
- Yaklaşık 57,5 milyon dolarlık HSS kesici takım pazarında Türkiye'de yalnızca iki yerli üretici bulunuyor. Pazarın %51'ini oluşturan insert alt pazarında aktif yerli üretici bulunmuyor ve bu alan tamamen ithalata bağımlı.

Finansal Sonuçlar ve Talep Ortamı

- Şirket, **metal sektöründeki daralmadan olumsuz etkilendi**; beyaz eşya, otomotiv ve inşaat başta olmak üzere ana müşteri sektörlerindeki **zayıf talep satışlara yansıdı.**
- 9A26'da TMS 29 dahil hasılat %21 gerileyerek 749 milyon TL'ye indi. **Brüt kâr marjı %39'dan %26'ya, FAVÖK marjı %30'dan %15'e** daraldı; FAVÖK %61 düşüşle 112 milyon TL, net kâr %83 düşüşle 29 milyon TL oldu.
- Yönetim, şirketin ürünlerinin **savunma sanayii ve yerli havacılıkta, milli platformlarda kullanılmaya başladığını** belirtti. Bu alan, zayıf seyreden metal sektörü talebine karşı yeni bir büyüme kanalı olarak öne çıkıyor.

Bilanço ve Yatırımlar

- Şirket **tüm yatırımlarını kendi özkaynaklarıyla** finanse ediyor; Gözde Girişim'in satın almasının ardından 2012–2026 döneminde üretime yaklaşık 14,5 milyon Euro yatırım yapıldı.
- Şirketin **banka borcu bulunmuyor**; yükümlülükler ağırlıklı olarak ticari borçlardan oluşuyor. Eylül 2026 itibarıyla net finansal alacak 158 milyon TL (Aralık 2025: 557 milyon TL).

BİZİM TOPTAN (BIZIM)

Bizim Toptan

Toplantı Notu

Hisse Detayları

Bloomberg Kodu	BIZIM TI
Hisse Fiyatı, TL	13,21
Fiili Dolaşım Oranı	30,84%
Piyasa Değeri, milyon TL	1.063
Piyasa Değeri, milyon ABD doları	21
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,00%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,01%
Yabancı Yatırımcı Oranı	0,01%
Emeklilik Fonları Oranı	0,00%
Yatırım Fonları Oranı	0,12%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 26/11/2026 itibarıyla

Finansallar, mn TL, TMS 29 Uygulanmış	3Ç25	3Ç26	9A25	9A26
Gelirler	12.175	10.191	37.311	31.149
Brüt Kâr	2.088	1.823	6.202	5.216
Brüt Kâr Marjı	17,2%	17,9%	16,6%	16,7%
FAVÖK	747	633	1.580	1.259
FAVÖK Marjı	6,1%	6,2%	4,2%	4,0%
Net Kâr	-65	-166	-1.114	-694
Net Kâr Marjı	-0,5%	-1,6%	-3,0%	-2,2%
Net Borç	1.713	1.571	1.713	1.571

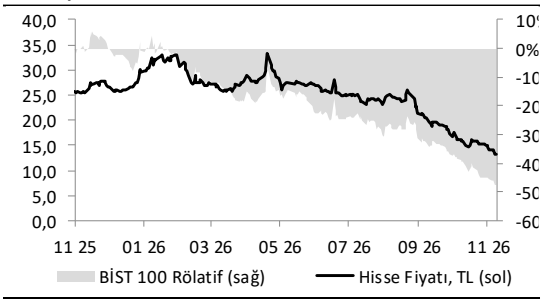
Piyasa Çarpanları	2024	2025	Son
F/K	a.d.	a.d.	a.d.
PD/DD	1,8	5,2	-2,9
FD/FAVÖK	6,0	1,9	1,4

Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Yıldız Holding Anonim Şirketi	54	66,6%
Diğer	27	33,4%
Toplam	**80**	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-17,5%	-46,9%	-52,1%	-48,9%
Rölatif	-14,3%	-27,8%	-39,0%	-48,1%
Ort.İşlem Hacmi milyon $	0,1	0,1	0,1	0,2

Kaynak: BİST, Finnet

Satış Kanalları: Mağaza, SEÇ ve G2M

Bizim Toptan; 73 şehirdeki 166 mağazası, 2.199 marketin bağlı olduğu SEÇ Market iş ortaklığı modeli ve ev dışı tüketim pazarına (otel, restoran, kafe) dağıtım yapan G2M ile çok kanallı bir yapıda çalışıyor. G2M, 19.000'i aşkın aktif müşterisiyle yaklaşık 10 milyar Euro büyüklüğündeki dağınık bir pazarda konumlanıyor. Grubun öz markalı ürünleri 3,3 milyondan fazla müşteriye ulaşıyor

3Ç26 Sonuçları

- Makroekonomik koşullar ve yüksek rekabet ortamında 3Ç26 satışları yıllık %16,3 gerileyerek 10,2 milyar TL'ye indi. Yönetim, düşen iç enflasyonun TMS 29 rakamlarında performansı gölgelediğini belirtti.
- Brüt kâr marjı **70 baz puan artışla %17,9'a** yükseldi; toplam faaliyet giderleri %8,9 azaldı. Böylece **FAVÖK marjı %6,1'den %6,2'ye** çıktı.
- 3Ç26 net zararı 166 milyon TL (3Ç25: 65 milyon TL) olurken 9A26 net zararı 1,1 milyar TL'den 694 milyon TL'ye geriledi.

Maliyet Odaklı Kârlılık

- Şirket, **maliyet odaklı kârlılık** stratejisini sürdürüyor. 2024'ün ikinci yarısında başlayan gider azaltıcı önlemlerle 9A26'da faaliyet giderleri %11,8 azaldı.
- Yönetim, **ertelenmiş vergi ve net parasal kaybın** dönem sonucunun zarara dönmesinde belirleyici olduğunu belirtti.
- **Yeni mağaza açmak yerine mevcut mağazalar "Bizim Gross" formatına dönüştürülüyor.** 3Ç26'da Yüreğir, Fatsa, Zeytinburnu ve Sefaköy mağazalarının dönüşümüyle Gross mağaza sayısı 13'e ulaştı. 9A26'da yatırım harcamaları %40 azalışla 114 milyon TL oldu.
- SEÇ Market tarafında zorlu pazar koşulları nedeniyle iş ortağı sayısı çeyreklik bazda net 45 azaldı; buna karşın bayi başına ana kategori satışları (TMS 29 hariç) yıllık %34 arttı.

İşletme Sermayesi ve Nakit Pozisyonu

- Negatif işletme sermayesiyle çalışan şirketin **nakit döngüsü eksi 27,9 günden eksi 34,3 güne** iyileşti; stok süresi 43 günden 37 güne kısaldı.
- Kredi kartı alacaklarının iskonto ettirilerek değerlendirildiği ve bu uygulamanın sürdürüleceği belirtildi.
- Kira yükümlülükleri dışında finansal borcu bulunmayan şirketin Eylül sonu nakit varlığı 543,8 milyon TL; TFRS 16 kira yükümlülükleri dahil net borç ise 1,57 milyar TL (Aralık 2025: 2,14 milyar TL).

GÖZDE GİRİŞİM SERMAYESİ (GOZDE)

Toplantı Notu

Gözde Girişim

Hisse Detayları	
Bloomberg Kodu	**GOZDE TI**
Hisse Fiyatı, TL	14,25
Fiili Dolaşım Oranı	23,01%
Piyasa Değeri, milyon TL	5.486
Piyasa Değeri, milyon ABD doları	109
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,00%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,03%
Yabancı Yatırımcı Oranı	0,23%
Emeklilik Fonları Oranı	0,00%
Yatırım Fonları Oranı	1,29%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 26/11/2026 itibarıyla

Finansallar, mn TL, TMS 29 Uygulanmış	3Ç25	3Ç26	9A25	9A26
Gelirler	0	0	1	1
Brüt Kâr	0	0	1	1
Brüt Kâr Marjı	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
FAVÖK	-28	-42	-103	-135
FAVÖK Marjı	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kâr	341	-156	-2.919	-2.692
Net Kâr Marjı	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç	1.198	1.612	1.198	1.612

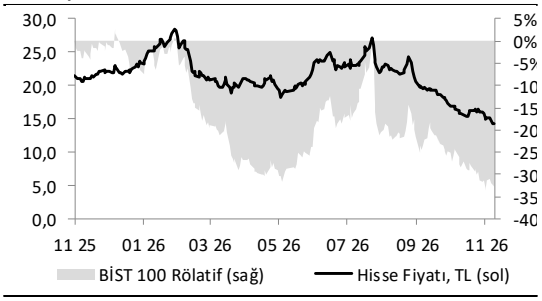
Piyasa Çarpanları	2024	2025	Son
F/K	a.d.	a.d.	a.d.
PD/DD	0,3	0,3	0,2
FD/FAVÖK	9,5	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Diğer	174	45,1%
Yıldız Holding	88	22,8%
Toplam	**385**	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-12,3%	-36,9%	-25,7%	-31,1%
Rölatif	-8,9%	-14,2%	-5,5%	-30,0%
Ort.İşlem Hacmi milyon $	0,3	0,4	0,8	1,0

Kaynak: BİST, Finnet

Portföy Yapısı: Halka Açık ve Kapalı Yatırımlar

Portföy değerinin yaklaşık %30'u halka açık şirketlerden (ŞOK, Penta, Makina Takım), %70'i ise Polinas, FLO, Azmüsebat ve Türkiye Finans gibi halka kapalı yatırımlardan oluşuyor. Halka açık iştirakler piyasa fiyatıyla değerlendiği için borsadaki dalgalanmalar net aktif değere doğrudan yansıyor; 9A26'daki zararın ana kaynağı da bu oldu. FLO'nun planlanan halka arzı gerçekleşirse halka açık payı artacak.

Yatırım Yaklaşımı

- Şirket, özel sermaye yatırımlarında **sektör lideri veya ilk üç oyuncu arasındaki şirketlere** yatırım yapıyor. Odak alanlar perakende, ambalaj, hızlı tüketim ve teknoloji.
- Yönetim, **Penta ve ŞOK'un halka arzlarını birer kısmi yatırım çıkışı** olarak değerlendiriyor. Çıkış yöntemleri arasında stratejik satış, finansal ortağa satış, halka arz ve kurucu ortağa geri satış bulunuyor.

Net Aktif Değer ve 9A26 Sonuçları

- 30 Eylül 2026 itibarıyla finansal yatırımların gerçeğe uygun değeri 30,5 milyar TL, net finansal borç 1,6 milyar TL ve **net aktif değer 28,9 milyar TL**. İlk beş yatırım portföyün %94,4'ünü oluşturuyor.

Gözde Girişim Portföyü (30.09.2026)

Şirket / Yatırım	Gözde Payı	Değer (mn TL)	Portföy Payı
Polinas	%99,00	8.001,1	%26,2
ŞOK Marketler	%23,66	7.595,7	%24,9
FLO	%11,50	5.538,8	%18,2
Azmüsebat	%97,61	3.886,9	%12,7
Türkiye Finans	%10,57	3.773,6	%12,4
Penta Teknoloji	%32,21	1.220,6	%4,0
Yurt Dışı Girişim Sermayesi Fonları	—	211,9	%0,7
Makina Takım	%14,60	183,1	%0,6
Gözde Tech Ventures	%100,00	66,1	%0,2
Kuveyt Türk	<%1	18,9	%0,1
Toplam Finansal Yatırımlar		**30.496,7**	**%100,0**
Net Finansal Borç		(1.611,9)	
Net Aktif Değer		**28.884,8**	

Kaynak: Şirket sunumu, PhillipCapital Araştırma

- 9A26'da net zarar **2,9 milyar TL'den 2,7 milyar TL'ye** geriledi. Zararın ana nedeni, **halka açık iştiraklerin piyasa değerlerindeki düşüşe bağlı** yaklaşık 2,6 milyar TL'lik portföy değer kaybı.

Portföy Şirketleri

- **Polinas (%99):** 9A26'da satışlar %46,4, ihracat %60,1, **FAVÖK %143,8 arttı**; FAVÖK marjı %10,9'dan %18,1'e yükseldi. Yeni BOPP tesisinin devreye alınmasıyla kapasite 115 bin tondan 140 bin tona çıktı; İmaj Ambalaj'ın %67'si yaklaşık 4 milyon Euro'ya devralındı.

- **Azmüsebat (%97,6):** Derby markasıyla tıraş ürünleri üreticisi. 9A26'da satışlar %32,6, FAVÖK %73,2 arttı; FAVÖK marjı %15,2'den %19,9'a yükseldi. Kullan-at pazarı adet bazında %1 büyürken şirket %9 büyüdü.
- **FLO (%11,5):** 6A26'da net satışlar %27,2 gerilerken FAVÖK marjı %9,3'ten %10,8'e yükseldi. **Sermaye artırımı yoluyla halka arz için 19 Ekim 2026'da SPK'ya başvuruldu; halka arzın 2027'de gerçekleştirilmesi hedefleniyor.**
- **Türkiye Finans (%10,6):** Aktif büyüklük %17 artışla 456,9 milyar TL'ye ulaştı; 9A26 net kârı %123,8 artışla 6,3 milyar TL, ROE %24,8.
- **Girişim yatırımları:** Gözde Tech Ventures'ta 22,0 milyon TL'lik yatırımın gerçeğe uygun değeri 66,1 milyon TL (3,0x). Sekiz yurt dışı fona yapılan 150,9 milyon TL net ödemenin gerçeğe uygun değeri 211,9 milyon TL (1,4x). **G Squared fonu üzerinden Anthropic'e yatırım** bulunuyor.

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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 analizler genel niteliktedir.

Bu 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. Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.