Yıldız Holding Toplantı Notları

Ziraat Yatırım Araştırma ARASTIRMA@ziraatyatirim.com.tr

Yıldız Holding ve Grup şirketleri dün bir Analist ve Yatırımcı toplantısı gerçekleştirdi.

"Grup şirketlerinin açıklamalarında, zayıf talep ve sıkı para politikası ortamında karlılık, nakit yaratımı ve bilanço sağlığının öncelik kazandığı görüldü. Gıda üretiminde kakao maliyetleri ve enflasyon muhasebesinin karlılık üzerindeki etkileri öne çıkarken, perakendede müşteri trafiğindeki zayıflığa rağmen marj iyileşmesi sağlandı. 2027 yılına ilişkin genel beklentiler paylaşılmakla birlikte net sayısal finansal hedef verilmedi."

Şirket Bazında Gelişmeler

Şok Marketler (SOKM): Şirket, 2Ç26'da büyümeyi karlılıkla dengeleyen yeni bir yaklaşıma geçti. Amaç brüt marjı yükseltmek, gideri ve finansman maliyetini azaltmak. Bunun sonucu 3Ç26'da 989mn TL net kar açıklandı. 9A net zararı ise 437mn TL'ye (önceki yıl 665mn TL) indi. 3Ç'de brüt marj %22,2'ye (önceki yıl %21,3), FAVÖK marjı %5,2'ye (%4,4) çıktı. Marj artışı fiyat artışından değil, stok yönetimi, tedarikçi pazarlıkları ve kategori aksiyonlarından geldi. Büyüme tarafında ise yavaşlama var. Reel büyüme 9A'da %4,9, 3Ç'de %1,2 oldu. 3Ç'de aynı mağaza günlük müşteri sayısı %5,0 azalırken sepet reel %4,8 arttı. Reel büyüme ilk altı ayda daha güçlüyken son çeyrekte yavaşladı ve trafikteki düşüş bunun nedenlerinden biri olarak gösterildi. 9A'da net 125 mağaza eklenerek sayı 11.199'a, depo sayısı 52'ye çıktı. Şok 2.0 formatındaki mağaza sayısı 900'ü aştı. Nakit 19.128mn TL (9A serbest nakit akışı 18.207mn TL) ve yıl sonunda 20.000mn TL'nin aşılması bekleniyor. Yıl geneli için FAVÖK marjının %3 (±0,5) bandının orta kısmında kapanması, enflasyon muhasebesi sonrasında da net kara geçilmesi bekleniyor. Reel büyüme hedefi %5 (±1).

Ülker (ULKER): TMS 29 dahil 9A26 gelirleri reel %8,8 azalarak 95.748mn TL'ye indi (TMS 29 hariç +%19,4). FAVÖK 11.147mn TL ile marj %11,6'ya geriledi (TMS 29 hariç %14,5). Net kar 2.709mn TL (TMS 29 hariç 3.990mn TL). 3Ç tek başına zayıftı. FAVÖK marjı %8,3 (TMS 29 hariç %11,4), net zarar 546mn TL. Şirket, bu zayıf tabloyla birlikte 2026 beklentilerini aşağı yönlü güncelledi. FAVÖK marjı hedefi %13,5 (±1,5) seviyesinden %9-11 bandına indirildi. Net satış beklentisi de düşük tek haneli daralmadan tek haneli daralmaya çekildi. Baskının kaynakları arasında kakao fiyatlarındaki sert oynaklık ve tüketicinin promosyon arayışı öne çıkıyor. Kakaoda bu kadar yüksek oynaklık beklenmiyor; ancak oynaklık sürüyor. TMS 29'un FAVÖK marjına etkisi 9A'da 2,9 puan olarak gerçekleşti. Satış hacmi yatay (+%0,6) seyrederken yeni ürünler cironun %9'unu oluşturdu. Net borç/FAVÖK 0,97x'ten 1,45x'e yükseldi. Finansal yükümlülüklerin %71'i uzun vadeli, açık pozisyonun %69'u hedge edilmiş durumda.

Besler (BESLR): 9A26'da hasılat %6,9 artışla 31.073mn TL, FAVÖK %10 artışla 3.671mn TL (marj %11,8), ana ortaklık net dönem karı 816mn TL oldu. 3Ç'de FAVÖK marjı %14,6'ya (önceki yıl %9,8) çıktı. Dondurulmuş gıdada ciro payı %32 olarak korunuyor. 9A yatırım harcaması 550mn TL oldu. İlk kez verilen 2026 hedefleri (hasılat büyümesi %3 ±1, FAVÖK marjı %13,5 ±1) korundu.

Bizim Toptan (BIZIM): 9A26 satışları reel %16,5 gerileyerek 31.149mn TL'ye indi (3Ç'de 10.191mn TL, %16,3). Brüt marj 9A'da %16,7, 3Ç'de %17,9 seviyesinde. Genel yönetim giderleri 9A'da %16 azalarak 976mn TL'ye indi. Düzeltilmiş FAVÖK marjı 3Ç'de %6,2 (önceki yıl %6,1), 9A'da %4,0 oldu. Net zarar 9A'da 1.114mn TL'den 694mn TL'ye daralmasına rağmen 3Ç'de 65mn TL'den 166mn TL'ye çıktı. Şirket bunu enflasyon muhasebesinin iyileşmeyi gölgelemesine bağladı. Özkaynak

-436mn TL (2025 sonu +360mn TL). Banka kredisi yok. Kira yükümlülükleri dahil net borç 1.571mn TL. SEÇ iş ortağı sayısı net 45 azalarak 2.199'a indi. Buna karşın bayi başına ana kategori satışları yıllık %34 arttı. Dört mağaza Bizim Gross formatına dönüştürüldü. Düşük karlı iş ve ürünlerden çıkılıp karlı alanlara odaklanılıyor, henüz satışlara yansıma görülmüyor ve öncelik net zararı azaltmakta.

Penta Teknoloji (PENTA): 3Ç26 satışları yaklaşık 228mn USD (+%12,4), 9A satışları 617mn USD (+%6,7) oldu. Brüt marj %7,0'dan %7,4'e, FAVÖK 20,7mn USD'den 23,2mn USD'ye (marj %3,8), net kar 3,4mn USD oldu. Büyüme finansman ihtiyacını artırdı ve net borç/özkaynak %8,7'den %29,7'ye çıktı.

Gözde Girişim (GOZDE) ve portföy: Gözde'de 30 Eylül itibarıyla aktif toplamı yaklaşık 30.500mn TL, özkaynak (net aktif değer) yaklaşık 28.900mn TL ve finansal borç yaklaşık 1.600mn TL seviyesinde. 9A zararı yaklaşık 2.700mn TL olup bunun yaklaşık 2.560mn TL'si halka açık iştiraklerin hisse fiyatlarındaki düşüşten geldi. Genel yönetim giderleri %30 arttı. Polinas'ta kapasite 115 bin tondan 140 bin tona çıkarıldı. Satışlar %46 arttı. Türkiye Finans'ın 9A kar artışı %125 (6.300mn TL). Yıl sonu karının 8.000-9.000mn TL civarında olması bekleniyor. FLO için Ekim'de SPK'ya halka arz başvurusu yapıldı. Yaklaşık 100mn USD'lik büyüklük hedefleniyor. Makine Takım'da metal ve beyaz eşya sektöründeki daralma nedeniyle 9A hasılat %21 azalarak 749mn TL'ye, FAVÖK 283mn TL'den 112mn TL'ye, net kar 166mn TL'den 29mn TL'ye geriledi. Savunma-havacılığın satışlardaki payı yaklaşık %24.

Soru – Cevap Bölümünden Öne Çıkan Notlar

Soru-cevap bölümünde grubun borçluluğu ve hisse geri alımı, Şok'un nakit kullanımı ve marj sürdürülebilirliği, indirim marketlerinde trafik ve sepet dinamiği, BİM ile marj farkı, Ülker'de kakao maliyeti ve enflasyon muhasebesi, 2027 bütçesinde asgari ücret varsayımı, Gözde'nin portföy çıkışları ile Besler'in ilişkili taraf alacakları ve Bizim Toptan'ın negatif özkaynağı gibi konular öne çıktı.

Holding düzeyinde sendikasyon borcuna bu yıl ayrı bir slayt ayrılmaması, konunun artık ön planda olmamasıyla açıklandı. Odak dışı varlık satışlarıyla bakiye başlangıç noktasının yaklaşık %89 altına inmiş durumda. Hisse geri alımı için mevcut koşulların - piyasadaki düşük hacimler, MSCI ve S&P kaynaklı riskler, yüksek faiz ortamı - geri alım için uygun olmadığı belirtildi. Geri alım açıklayan bazı büyük grupların hisse performansının beklentiyi karşılamadığına ve hammadde oynaklığı nedeniyle nakdin operasyonlarda tutulmasının tercih edildiğine değinildi. Emsallerine göre %60-90 negatif ayrışmaya ve geri alım yapan şirketlerin endeksinin daha iyi performansına dikkat çeken yatırımcılara karşı, zayıf fiyat performansı piyasa yapısı ve yabancı çıkışıyla açıklandı. Şok'ta yabancı payının %50'nin üzerinde olduğu, yabancı oranı yüksek şirketlerde negatif ayrışmanın daha belirgin yaşandığı vurgulandı. Son toplantıdan bu yana grup şirketlerinde pay satışı yapılmaması uzun vadeli güvenin göstergesi olarak sunuldu. Temettü başlığında Ülker'in düzenli ödeme geçmişi hatırlatıldı.

Şok'ta nakdin 19 milyar TL seviyesinden 4Ç'de 20 milyar TL'nin üzerine çıkması bekleniyor. Şok fiyat endeksinin TÜFE ve gıda enflasyonuyla paralel seyretmesi bekleniyor. Enflasyon muhasebesi öncesi 3Ç brüt marjı yaklaşık %24,9'a (önceki yıl %23,1) ulaştı. 4Ç'de mevsimsellik nedeniyle 3Ç'nin biraz altında kalınması, yıl FAVÖK marjının %2,5-3,5 aralığının orta kısmına yakın kapanması ve enflasyon muhasebesi sonrasında da net kara geçilmesi öngörülüyor. Net finansman kaleminin pozitife dönmesiyle FAVÖK altında bozucu unsur kalmadığına dikkat çekildi. Nakdin kullanımında öncelik 2027'de Şok 2.0 mağaza ve depo yatırımlarında, mevduat getirilerinin gerilemesi de bu tercihi destekliyor. Şu an açıklanmış bir geri alım planı bulunmuyor. Konu 2027 bütçe çalışmalarında Holding ile birlikte yeniden değerlendirilebilir. Geçmişte Şok'un kendi paylarının (yaklaşık %3) geri alınıp iptal edildiği ancak hisse performansına katkı sağlamadığı, halka arzda yaklaşık %85 olan yabancı payının %50'nin altına kadar indiği hatırlatıldı. Holding'in Şok'taki payını artırması seçeneğinde ise öncelik

Şok'un sağlıklı biçimde net kara geçip düzenli temettü ödemesi, eldeki nakdin de temettü olarak kullanılması yönünde.

Şok'ta 2027 bütçesine ilişkin çalışmalar sürerken, reel büyümenin sürmesi bekleniyor. Asgari ücret artışının gıda harcamasını destekleyebileceği; ancak geçmişte bu etkinin geçici kaldığı hatırlatıldı. Personel giderinin yüksek payı nedeniyle önce maliyet baskısı oluşabilir, ardından fiyatlara yansıyarak dengelenebilir. Kira artışları ikinci önemli baskı kalemi olarak öne çıkıyor. 2Ç'de alınan aksiyonların bu yıl yarım yıl olan etkisi 2027'de tam yıla yayılacak ve reel büyümeyle bu yılki marjların korunması hedefleniyor.

Ülker'in sunumunda mağaza ziyaretlerinin 2022'ye göre yaklaşık %40 artması ile Şok trafiğinin yaklaşık %10 düşük kalması arasındaki farkın nedeni tartışıldı. Ülker tarafında tüketicinin promosyon ve uygun fiyat arayışıyla daha fazla mağaza gezdiği ve bunun indirim kanalına kaymayı artırdığı belirtildi. Şok tarafında ise 5-6 yıldır süren fiyat hassasiyetinin indirim marketlerinin payını artırdığı, süpermarketlerin de promosyonla yarıştığı ve sadakat programının bu ortamda işe yaradığı vurgulandı. Holding perspektifinden sıkı para politikası ve dezenflasyon sürecinde tüketicinin markete daha seyrek gidip daha dikkatli harcadığı, üç büyük zincirde de reel büyümenin sürdüğü ancak ilk altı ayda daha güçlü olan büyümenin son çeyrekte yavaşladığı ifade edildi. Ülker'in atıştırmalık, Şok'un ise temel gıda ağırlıklı olması nedeniyle eğilimlerin farklılaşabileceğine de değinildi. BİM'e kıyasla Şok'un FAVÖK marjı geride kalıyor. Nedenler olarak BİM'in mağaza başına daha yüksek satışı, daha iyi lokasyonları ve ilk giren olmanın avantajı sayıldı. Şok'ta her yıl 0,5-1 puanlık marj iyileşmesi hedefleniyor. Son 7-8 çeyrekte hızlı büyümenin net kara yansımaması nedeniyle öncelik brüt marj ve finansman gelirine kaydırıldı. İleride kazanımlar yeniden mağaza yatırımına çevrilebilir.

Ülker'de kakao alımlarının oranına ve 2027 maliyet bazına ilişkin rakam paylaşılmadı. Rakiplere göre dezavantajlı olunmadığı, kakaoda bu düzeyde bir oynaklık beklenmediği; ancak oynaklığın sürdüğü ve 2027 yılı için olumlu bir maliyet görünümü bulunduğu belirtildi. Fiyatlamanın maliyet yapısına göre yapıldığı ifade edildi. Pladis'in 2030'a kadar hacmini ikiye katlama hedefinde Ülker'in önemli pay alacağı belirtilirken, Pladis halka açık olmadığı için rakam verilmedi. TMS 29 etkisi her çeyrekte cari ve önceki yıl rakamlarının yeniden hesaplanıp çeyrek toplamlarının çıkarılmasıyla bulunuyor. Yurt dışı faaliyetlere uygulanmadığı için hesap basit değil, vergi tarafındaki düzeltme ise ertelenmiş vergi üzerinden 2026'ya yansıtıldı. İşletme sermayesi için hedef bulunmuyor. Kakao normalleşmesiyle 2027'de daha optimize bir yapı bekleniyor; ancak rakam verilmesi riskli görülüyor. Pazar payının küçüldüğü ve Avrupalı rakiplerin hammadde maliyet avantajı bulunduğu yönündeki soruya karşılık Türkiye'de liderliğin ve hacim büyümesinin sürdüğü, penetrasyonun %100 olduğu, 83-84 yıllık dağıtım ağının uluslararası oyuncular için giriş engeli oluşturduğu vurgulandı. Şeker ve sağlıklı yaşam katkı fonu gibi olası düzenlemeler için ilgili kurumlarla görüşüldüğü, netleşen bir gelişme ve mevcut bir etki bulunmadığı belirtildi.

Gözde'de portföy şirketlerinden çıkış için 3-4 şirkette çalışma yürütülüyor; henüz somut gelişme yok ve bir yıl içinde 1-2 çıkış hedefleniyor. Çıkış gelirinin temettü olarak dağıtılması yönündeki yatırımcı beklentisine karşılık, temettü kararı yönetim kurulu ve genel kurula ait. Yüksek iskontoyla işlem gören Gözde'nin kendi payını neden almadığı ve 5 yıl önce verilen satış yetkisine ilişkin soruya somut plan paylaşılmadı. Besler'in ilişkili taraflardan ticari olmayan alacakları, günlük operasyonlardan sağlanan fazla nakdin transfer fiyatlandırmasına uygun biçimde Holding çatısı altında değerlendirilmesi olarak açıklandı. İhtiyaç halinde ödemelerin hızla tahsil edilebildiği, yapının kısa vadeli görüldüğü ve uygun zamanda yeniden ele alınacağı belirtildi. Bizim Toptan'da zarar ve negatif özkaynağa karşılık faaliyet marjını iyileştirmeye yönelik maliyet çalışmaları, düşük karlı iş ve ürün miksinden çıkış ve ilerleyen dönemde daha olumlu bir tablo beklentisi öne çıktı. Özkaynağın pozitife dönüşü için takvim verilmedi.

Uyarı Notu: 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 tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük

Finanskent Mah. Finans Cad. B Blok No: 44b İç Kapı No: 15 Ümraniye / İSTANBUL
+90 216 590 1700 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri