



# Ülker Bisküvi (ULKER TI)

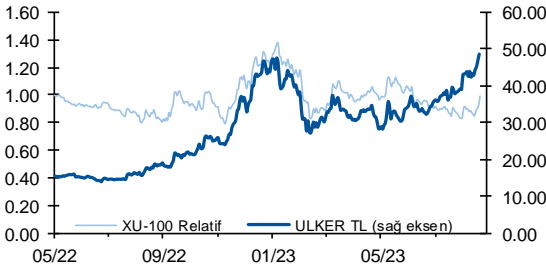
## 2Ç23 Telekonferans notları

Ülker Bisküvi'nin gerçekleştirdiği 2Ç23 sonuçlarına ilişkin telekonferanstan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

**Genel değerlendirme:** Ülker Bisküvi, yılın ikinci çeyreğinde 1.692 milyon TL seviyesinde net kar açıkladı. Söz konusu dönemde satış gelirleri yıllık bazda %59 artarak 9.512 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK ise yıllık %69 artışla 1.915 milyon TL oldu. 2Ç23'te FAVÖK marjı yıllık bazda 1,2 puan artarak %20,1 seviyesine ulaştı.

- **Ülker Bisküvi, atıştırmalık pazarında %35 pazar payı ile lider konumdadır.**
- Toplam atıştırmalık hacmi; yüksek baz etkisi, miktar geçişleri ve kategori etkisi ile 2Ç23'te %2,6 düşüş göstermiştir. Yılın ilk yarısında hacimsel daralmada deprem, Ramazan Bayramı'nda talebin düşük olması, makroekonomik koşullar ve seçim etkili olmuştur. Haziran ve Temmuz satış hacimleri ve okula dönüş sürecine girilmesiyle yılın geri kalanında hacimsel büyüme beklenmektedir.
- Toplam atıştırmalık cirosu; fiyat geçişleri, yeni lansmanlar ve marka yatırımlarının etkisi ile 2Ç23'te %59 artış göstermiştir.
- Şirket, maliyet kontrolüne odaklanma stratejisinin etkileriyle brüt kar ve FAVÖK marjını iyileştirmeye devam etmiştir. 2Ç23'te brüt karını yıllık bazda %77 artış ile 2.997 milyon TL yükseltmiştir. Brüt kar marjı çeyrek bazda 3,2 puan artış göstermiştir. FAVÖK yıllık bazda %69 oranında artış ile 1.915 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. FAVÖK marjı çeyrek bazda 1,2 puan artmıştır.
- Şirket'in net borç pozisyonu 2Ç23 sonu itibarıyla 19.844 milyon TL'ye yükselmiştir. Kovernant baz net borç/FAVÖK rasyosu 2,4x olarak gerçekleşmiştir (2022: 2,3x).
- Şirket, Haziran 2023 itibarıyla 290 milyon USD açık pozisyonunu hedge etmiştir. Açık pozisyonunun %52'sini kapatmıştır. Şirket uygun pozisyon buldukça açık pozisyonunu kapatmaktadır. 11 Temmuz 2023 tarihinde tedavüldeki 650 milyon USD nominal değerli 2025 yılı vadeli borçlanma araçlarından 50 milyon USD kadar olan kısmı için vadesinden önce olmak kaydıyla geri alım teklifi yapmış, 19 Temmuz 2023 tarihinde 50.069.000 USD olarak geri alım işlemini tamamlamıştır.
- Şirket net işletme sermayesi gün sayısını 5 gün iyileştirmiştir.
- **Şirket, 2023 yıl sonuna ait beklentilerini yukarı yönlü revize etti.** Konsolide ciro beklentisini 40 milyon TL'den 40,75 milyon TL'ye, FAVÖK marjı beklentisini ise %19'dan %19,2 seviyesine yükseltmiştir.
- **Genel değerlendirme:** İkinci çeyrek finansallarının ardından **Ülker için 12-aylık hedef fiyatımızı 54,40 TL'den 68,60 TL'ye yükseltmiş, önerimizi AL olarak sürdürmüştük.** ULKER'i 13 Aralık 2022 tarihinden bu yana Döngüsel Portföyümüzde taşıdığımızı hatırlatmak isteriz. Hisse, yıl başından itibaren BIST 100 Endeksi'ne göre %19 geride performans göstermiştir. Geriye dönük verilere göre hisse 5,0x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	ULKER			
Mevcut Fiyat (TL)	48.50			
Hedef Fiyat (TL)	68.60			
Getiri Potansiyeli (%)	41%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	15.72 50.35			
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	359			
Sermaye (mln TL)	342			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	16,587			
Hedeflenen Piyasa Değeri	23,461			
Net Borç	19,844			
Firma Değeri	36,431			
Hisse Performansı				
	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	34%	47%	205%	11%
BIST100 Rölatif Getiri	14%	-12%	23%	-19%
Hisse Performansı				

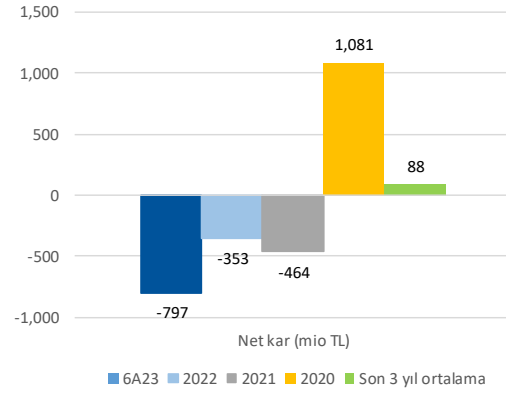
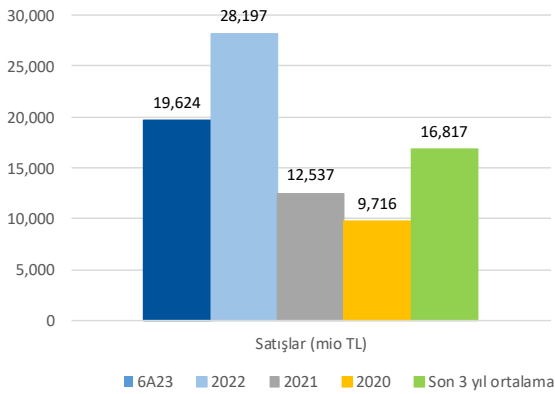
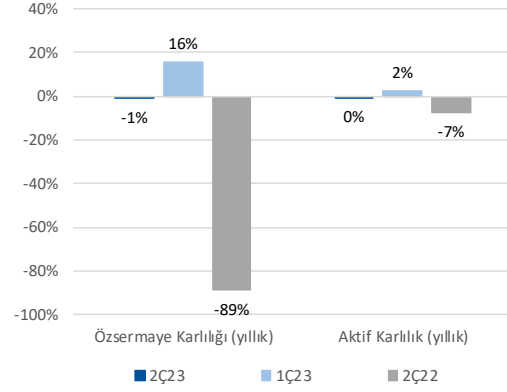
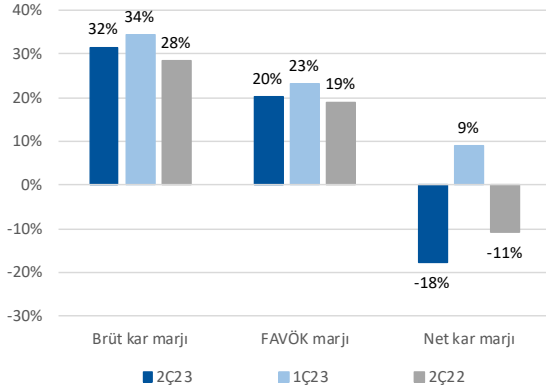


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma Strateji ve Araştırma, Rasyonel Fiyatlar 18 Ağustos 2023 tarihi itibarıyla.

## Seçilmiş şirket finansalları

Seçilmiş Kalemler	2Ç23	1Ç23	2Ç22	Çeyrek Değişim	Yıllık Değişim	2022	2021	2020	Son 3 yıl ortalaması
Satışlar (mio TL)	9,512	10,112	5,991	-6%	59%	28,197	12,537	9,716	16,817
Brüt kar (mio TL)	2,997	3,471	1,698	-14%	77%	8,409	3,612	2,937	4,986
<b>Brüt kar marjı</b>	<b>31.5%</b>	<b>34.3%</b>	<b>28.3%</b>	-2.8 puan	3.2 puan	<b>29.8%</b>	<b>28.8%</b>	<b>30.2%</b>	<b>29.6%</b>
Faaliyet giderleri	1,194	1,243	647	-4%	85%	3,290	1,514	1,214	2,006
<b>Faaliyet giderleri/satışlar</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.3%</b>	<b>10.8%</b>	0.3 puan	1.8 puan	<b>11.7%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.1%</b>
Esas faaliyet karı	1,803	2,228	1,051	-19%	72%	5,118	2,098	1,723	2,980
<b>Esas faaliyet kar marjı</b>	<b>19.0%</b>	<b>22.0%</b>	<b>17.5%</b>	-3.1 puan	1.4 puan	<b>18.2%</b>	<b>16.7%</b>	<b>17.7%</b>	<b>17.5%</b>
FAVÖK (mio TL)	1,915	2,343	1,134	-18%	69%	5,467	2,328	1,922	3,239
<b>FAVÖK marjı</b>	<b>20.1%</b>	<b>23.2%</b>	<b>18.9%</b>	-3 puan	1.2 puan	<b>19.4%</b>	<b>18.6%</b>	<b>19.8%</b>	<b>19.2%</b>
Net diğer gelir/gider	4,049	509	780	696%	419%	3,014	6,297	1,911	3,741
Net finansman gelir/gideri	-7,662	-1,336	-2,435	473%	215%	-8,051	-8,466	-2,058	-6,192
Vergi öncesi kar	-1,810	1,401	-604	a.d.	200%	82	-71	1,576	529
Vergi gideri/geliri	419	-248	49	a.d.	750%	118	-92	-308	-94
Net kar (mio TL)	-1,692	896	-649	a.d.	161%	-353	-464	1,081	88
<b>Net kar marjı</b>	<b>-17.8%</b>	<b>8.9%</b>	<b>-10.8%</b>	-26.6 puan	-7 puan	<b>-1.3%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>11.1%</b>	<b>2.1%</b>
Net Borç* (mio TL)	19,844	15,339	12,400	29%	60%	14,285	8,757	1,924	8,322
Net Borç/FAVÖK	2.7	2.3	3.3	0.4	-0.6	2.6	3.8	1.0	2.5
Net Borç/Özsermaye	2.3	1.8	2.9	0.5	-0.6	1.9	2.0	0.3	1.4
Özsermaye Karlılığı (yıllık)	-0.5%	15.6%	-88.8%	-16.1 puan	88.3 puan	-6.2%	-15.5%	19.0%	-0.9%
Aktif Karlılık (yıllık)	-0.1%	2.5%	-7.1%	-2.5 puan	7.1 puan	-0.9%	-1.8%	6.0%	1.1%

\* Rakamın pozitif olması Şirket'in net borç pozisyonunda olduğunu ifade etmektedir.



## Bilanço

Şirket		ÜLKER			
Periyot Sonu	30.06.2023	31.03.2023	31.12.2022	30.09.2022	
Açıklanma Tarihi	17.08.2023	09.05.2023	10.03.2023	08.11.2022	
BİLANÇO (milyon TL)	2Ç23	1Ç23	4Ç22	3Ç22	
<b>Dönen Varlıklar</b>	29,099	28,508	25,174	25,074	
<b>Nakit ve Nakit Benzerleri</b>	8,758	9,861	9,255	3,765	
Finansal Yatırımlar	4	3	210	5,721	
Ticari Alacaklar	9,893	9,525	7,388	7,043	
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Diğer Alacaklar	2,127	1,755	1,558	1,399	
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Stoklar	6,555	5,521	4,996	5,402	
Canlı Varlıklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Diğer Dönen Varlıklar	1,762	1,842	1,767	1,743	
(Ara Toplam)	29,099	28,508	25,174	25,074	
Ortaklara Dağıtılmak Üzere ve Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>15,827</b>	<b>12,815</b>	<b>12,685</b>	<b>9,534</b>	
<b>Ticari Alacaklar</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Diğer Alacaklar	0	0	0	0	
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Finansal Yatırımlar	3,701	2,742	2,687	2,610	
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	
Canlı Varlıklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0.00	0.00	0.00	0.00	
Stoklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	0	0	0	
Maddi Duran Varlıklar	7,447	6,824	6,817	4,085	
Şerefiye	1,637	1,181	1,122	1,027	
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,243	920	895	872	
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1,678	1,114	1,034	830	
Diğer Duran Varlıklar	121	34	129	111	
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>44,926</b>	<b>41,323</b>	<b>37,859</b>	<b>34,608</b>	
<b>KAYNAKLAR</b>					
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>11,933</b>	<b>18,784</b>	<b>16,887</b>	<b>16,539</b>	
<b>Finansal Borçlar</b>	<b>5,289</b>	<b>12,373</b>	<b>11,401</b>	<b>11,433</b>	
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	
Ticari Borçlar	4,428	3,871	4,161	3,798	
Diğer Borçlar	5	4	3	2	
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00	0.00	
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Devlet Teşvik ve Yardımları	0.00	0.00	0.00	0.00	
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	68	65	82	14	
Dönem Kar Vergi Yükümlülüğü	505	542	262	285	
Borç Karşılıkları	1,158	1,325	610	718	
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	480	605	367	288	
(Ara Toplam)	11,933	18,784	16,887	16,539	
Ortaklara Dağıtılmak Üzere ve Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklara İlişkin Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>24,354</b>	<b>13,816</b>	<b>13,289</b>	<b>13,518</b>	
<b>Finansal Borçlar</b>	<b>23,317</b>	<b>12,830</b>	<b>12,349</b>	<b>12,797</b>	
Diğer Finansal Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00	0.00	
Ticari Borçlar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Diğer Borçlar	0	0	0	0	
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00	0.00	
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Devlet Teşvik ve Yardımları	0.00	0.00	0.00	0.00	
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	0	0	0	0	
Uzun vadeli karşılıkları	956	831	764	579	
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıkları (veya Kıdem Tazminatı Karşılığı)	0.00	0.00	0.00	0.00	
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	80	154	176	143	
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>Özkaynaklar</b>	<b>8,639</b>	<b>8,722</b>	<b>7,682</b>	<b>4,551</b>	
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>5,908</b>	<b>6,512</b>	<b>5,686</b>	<b>2,734</b>	
<b>Ödenmiş Sermaye</b>	<b>342</b>	<b>342</b>	<b>342</b>	<b>342</b>	
Karşılıklı İştirak Sermayesi Düzeltmesi (-)	0.00	0.00	0.00	0.00	
Hisse Senedi İhraç Primleri	0.00	0.00	0.00	0.00	
Değer Artış Fonları	0.00	0.00	0.00	0.00	
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	158	158	158	158	
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	3,567	3,567	3,920	3,920	
Dönem Net Kar/Zararı	-797	896	-353	-1,336	
Yabancı Para Çevrim Farkları	1,549	843	832	819	
Diğer Özsermaye Kalemleri	1,089	707	787	-1,168	
<b>Azınlık Payları</b>	<b>2,731</b>	<b>2,211</b>	<b>1,997</b>	<b>1,817</b>	
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>44,926</b>	<b>41,323</b>	<b>37,859</b>	<b>34,608</b>	

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

## Gelir tablosu

Şirket	ÜLKER			
Periyot Sonu	30.06.2023	31.03.2023	31.12.2022	30.09.2022
Açıklanma Tarihi	17.08.2023	09.05.2023	10.03.2023	08.11.2022
GELİR TABLOSU (milyon TL)	2Ç23	1Ç23	4Ç22	3Ç22
<b>Sürdürülen Faaliyetler</b>				
Satış Gelirleri	9,512	10,112	9,018	7,302
Satışların Maliyeti (-)	-6,515	-6,641	-6,177	-5,281
Ticari Faaliyetlerden Diğer Kar (Zarar)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>2,997</b>	<b>3,471</b>	<b>2,841</b>	<b>2,021</b>
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler	0.00	0.00	0.00	0.00
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Giderler (-)	0.00	0.00	0.00	0.00
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Diğer Kar (Zarar)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Finans Sektörü Faaliyetlerinden Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
Diğer Gelir ve Giderler	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>BRÜT KAR (ZARAR)</b>	<b>2,997</b>	<b>3,471</b>	<b>2,841</b>	<b>2,021</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-906	-992	-825	-640
Genel Yönetim Giderleri (-)	-248	-211	-242	-195
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-39	-40	-38	-21
Diğer Faaliyet Gelirleri	1,095	228	74	365
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-71	-208	-116	16
Faaliyet Karı Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>2,827</b>	<b>2,249</b>	<b>1,693</b>	<b>1,546</b>
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	3,026	488	483	902
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3,166	524	186	1,307
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-140	-36	296	-405
Diğer Gelir ve Giderler	0.00	0.00	0.00	0.00
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	0	0	0	0
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>5,853</b>	<b>2,737</b>	<b>2,176</b>	<b>2,448</b>
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	17	129	84	102
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	-7,680	-1,465	-1,225	-2,581
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)</b>	<b>-1,810</b>	<b>1,401</b>	<b>1,035</b>	<b>-31</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)</b>	<b>419</b>	<b>-248</b>	<b>150</b>	<b>-69</b>
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	-243	-284	-112	-204
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	662	36	262	135
Diğer Vergi Geliri (Gideri)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>-1,391</b>	<b>1,153</b>	<b>1,185</b>	<b>-100</b>
<b>DURDURULAN FAALİYETLER</b>				
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı (Zararı)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	<b>-1,391</b>	<b>1,153</b>	<b>1,185</b>	<b>-100</b>
<b>Dönem Kar/Zararının Dağılımı</b>				
Ana Ortaklık Payları	-1,692	896	983	-217
Azınlık Payları	302	258	202	117
Seyreltilmiş Hisse Başına Kazanç	0.00	0.00	0.00	0.00
Sürdürülen Faaliyetlerden Seyreltilmiş Hisse Başına Kazanç	0.00	0.00	0.00	0.00
Hisse Başına Kazanç	-4.95	2.62	2.88	-0.63
Sürdürülen Faaliyetlerden Hisse Başına Kazanç	0.00	0.00	0.00	0.00

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

## Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak genel nitelikte hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekilde ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

© DENİZ INVEST 2023

## Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

**AL:** Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

**TUT:** Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

**SAT:** Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.