

Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.

Şirketin 3Ç24 finansal sonuçlarını, mevcut operasyonlarını ve gelecek görünümünü değerlendirmek amacıyla Ülker Bisküvi'nin analist toplantısına katıldık. Türkiye pazarında %7 ciro ve %5 FAVÖK artışı kaydedilirken, ihracat cirosunda %12 ve FAVÖK'te %28 düşüş yaşandı. Artan kakao fiyatları ve güçlü TL ayrıca Kazakistan özelinde devlet desteğinin sona ermesi ile daralan tüketim, ihracat operasyonlarını baskıladı. Yıl sonu net satış hedefi %5,9 oranında aşağı yönlü revize edilerek 80 milyar TL olarak belirlenirken, FAVÖK marjı da %18,5'ten %18,2'ye çekildi. 2025'te yapılacak fiyat güncellemeleri ile ihracat pazarındaki düşük kalan fiyatların fiyat kontratlarında vadenin yenilenmesi ile EBITDA marjını tekrar desteklemesi bekleniyor bunula birlikte yurtdışı pazardaki rekabetin artması istenen fiyat artışlarının uygulanmasında zorluk yaratabilir.

Öne Çıkanlar

Finansal Durum Değerlendirmesi... Türkiye'de ciro %7 ve FAVÖK %5 artarken, ihracat cirosu %12 ve FAVÖK %28 azaldı. Kuzey Afrika'da ciro %60, FAVÖK ise %55 artış gösterdi. Orta Asya'da ciro %3 ve FAVÖK %19 düşerken, Ortadoğu'da ciro %2, FAVÖK ise %3 büyüdü. Gelir dağılımında Türkiye %71, uluslararası gelirler %29 paya sahip. Ülker'in Türkiye pazarındaki payı %35, Ortadoğu'da bisküvi kategorisinde %26, Kuzey Afrika'da %15, Orta Asya'da ise çikolata ile %16 olarak kaydedildi. Yeni ürünlerin ciroya katkısı Türkiye'de %13, uluslararası pazarlarda %7 ve toplamda %10 seviyesinde. Toplam hacimde geçen yılın aynı dönemine göre %3 düşüş yaşanmasına rağmen ciro %2 arttı. Finansal yükümlülükler ise Eylül 2024 itibarıyla %85'i uzun vadeli, %15'i kısa vadeli olarak kaydedildi. Şirketin net kara negatif etki eden FX pozisyonlarındaki açık pozisyonlarının yaklaşık %68'i kapatıldı. Eylül 2024 itibarıyla, 407 milyon USD açık pozisyon hedge edildi.

Operasyonel durum ve 2024 hedefleri... Artan kakao fiyatları ve ekonomik yavaşlama nedeniyle, şirket 2025 yılı için maliyetleri kontrol altına almak amacıyla kakao, palm yağı ve kuruyemişte sırasıyla %95, %75 ve %95 oranında hedge işlemi yaptı; şeker hariç tüm hammaddelerde koruma sağlandı. Türkiye'de güçlü TL dolayısıyla ihracatta olumsuz kur etkisi ve Kazakistan'da devlet desteğinin sona ermesi ile tüketici davranışının değişmesi satışları olumsuz etkiledi. Yerel pazarda ise %6 daralma yaşandı. Yıl sonu hedeflenen %18.5 FAVÖK marjı %18.2 olarak revize edildi. Yıl sonu net satış beklentisi ise 85 milyar TL'den %5,9 düşüşle 80 milyar TL olarak belirtildi. Artan kakao fiyatlarının maliyetleri yükseltmesi nedeniyle marjlarda daralma yaşansa da, geniş ürün portföyüyle bu etkinin dengeleneceği belirtildi. Ek olarak, ihracattaki uzun vadeli kontratlar nedeniyle düşük kalan fiyatların, 2025'te yapılacak fiyat güncellemeleriyle EBITDA marjında iyileşme sağlaması bekleniyor, ancak buradaki pazar rekabetinin sebep olacağı yönetsel değişikliği ve belirtilen fiyat politikasının ne derece uygulanabileceğini izlemek gerekir.

ÜLKER

Hisse bilgileri

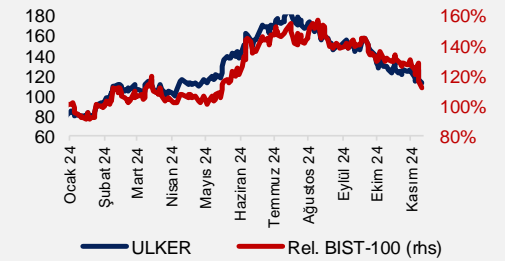
Hisse Kodu	ÜLKER TI
Hisse fiyatı (11 Kasım 2024)	113.00
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	72.8 / 187.3
Piyasa Değ. (milyon TL - \$ mn)	41,728 - 1,217
Hisse adedi (milyon)	369.3
Halka Açıklık Oranı	%39

Ort. Günlük İşlem Hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
USD mn	16.5	16.2	22.7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-10%	-33%	38%
USD	-11%	-35%	19%
BIST-100'e göre performans	-14%	-29%	11%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	12,537	51,981	55,836
FAVÖK	2,328	6,703	10,601
Net kâr	-464	985	3,379
Net Borç	8,757	23,538	25,680

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	6.1x	-3.4x	5.8x
F/DD	1.4x	2.6x	3.1x
FD/FAVOK	5.1x	5.6x	4.2x
FD/Net satışlar	1.0x	1.1x	0.7x
Temettü verimi	%3.8	%0.0	%0.0



Serhan Yenigün

+90 212 355 2622

serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Ali Berk Coşkuntuna

+90 212 355 2602

berk.coskuntuna@tacirler.com.tr

Özet Tablolar

(TL mln)	2023/3Q	2023/4Q	2024/1Q	2024/2Q	2024/3Q	Değişim (YoY)	Değişim (QoQ)
Net Satışlar	17,809	-314	23,144	15,309	18,196	2.2%	18.9%
FAVÖK	3,737	-401	4,705	2,967	2,971	-20.5%	0.1%
Net Kar	3,052	390	2,559	1,260	470	-84.6%	-62.7%

Bilanço	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	9,420	15,596	15,843
Ticari alacaklar	4,688	12,174	16,394
Stoklar	3,218	8,516	11,400
Diğer dönen varlıklar	1,439	5,487	6,613
Dönen varlıklar	18,765	41,773	50,251
Finansal yatırımlar	1,878	4,428	5,448
Maddi duran varlıklar	3,641	14,703	22,110
Maddi olmayan duran varlıklar	651	1,480	1,929
Diğer duran varlıklar	1,308	3,765	3,938
Duran varlıklar	7,479	24,376	33,425
Toplam varlıklar	26,244	66,149	83,676

Kısa vadeli borçlanmalar	2,863	18,787	7,419
Ticari borçlar	2,270	6,857	10,373
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,001	2,183	3,195
Kısa vadeli yükümlülükler	6,134	27,826	20,987
Uzun vadeli borçlanmalar	15,314	20,348	34,104
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	482	2,332	1,681
Uzun vadeli yükümlülükler	15,796	22,680	35,786
Özkaynaklar	4,314	15,643	26,903
Ana ortaklığa ait	2,987	12,036	24,416
Kontrol gücü olmayan paylar	1,327	3,607	2,487
Toplam kaynaklar	26,244	66,149	83,676
Net borç	8,757	23,538	25,680
Net işletme sermayesi	6,074	17,138	20,840
Net işletme sermayesi (operasyonel)	5,636	13,834	17,421
Yatırılan sermaye	10,366	33,321	44,879

Oranlar			
Karlılık			
Özsermaye kârlılığı	-%8.3	%9.9	%15.9
Net kâr	-%3.7	%1.9	%6.1
Aktif devri	0.5x	1.1x	0.7x
Kaldıraç	4.1x	4.6x	3.5x
Aktif kârlılığı	-%2.0	%2.1	%4.5
Yatırılan sermaye kârlılığı	%17.7	%20.3	%19.3
Kaldıraç			
Net borç/toplam varlıklar	%69	%59	%50
Net borç/özsermaye	2.03	1.50	0.95
Net borç/FAVÖK	3.76	3.51	2.42

Gelir tablosu	2021	2022	2023
Net satışlar	12,537	51,981	55,836
Brüt kâr	3,612	11,328	16,177
Faaliyet giderleri	1,514	5,793	6,760
Esas faaliyet kârı	2,098	5,535	9,416
FAVÖK	2,328	6,703	10,601
Net diğer gelir	6,297	6,087	8,781
Net finansman geliri	-8,466	-10,249	-13,421
Vergi öncesi kâr	-71	1,373	4,777
Vergi gideri	92	-57	554
Net kâr - Ana ortaklık	-464	985	3,379

Nakit akış tablosu	2021	2022	2023
FAVÖK	2,328	6,703	10,601
Vergi gideri	-2,734	-228	1,093
Yatırımlar	465	1,146	1,111
İşletme sermayesi değişimi	656	11,064	3,702
Serbest nakit akışı	3,941	-5,279	4,695

Büyüme ve marjlar			
Net satışlar	%29	%315	%7
FAVÖK	%21	%188	%58
Net kâr	-%143	-%312	%243
Brüt marj	%28.8	%21.8	%29.0
Esas faaliyet kâr marjı	%16.7	%10.6	%16.9
FAVÖK marjı	%18.6	%12.9	%19.0
Net marj	-%3.7	%1.9	%6.1
Serbest nakit akışı marjı	-%3.7	%1.9	%6.1

Hisse başına (TL)			
Net kâr	-1.26	2.67	9.15
Özsermaye	11.68	42.36	72.85
Temettü	0.75	0.00	0.00

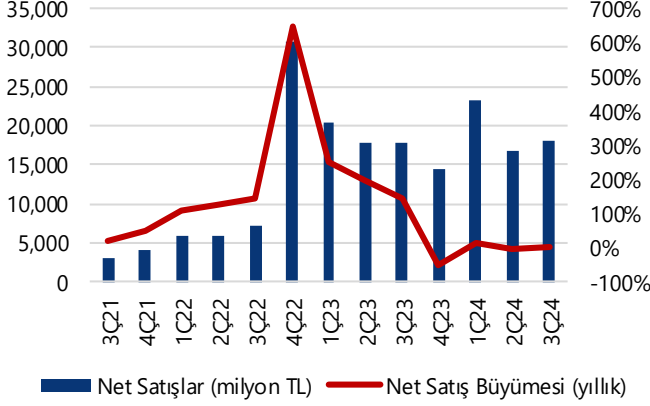
Değerleme			
F/K	6.1x	-3.4x	5.8x
F/DD	1.4x	2.6x	3.1x
FD/FAVOK	5.1x	5.6x	4.2x
FD/Net satışlar	1.0x	1.1x	0.7x
Temettü verimi	%3.8	%0.0	%0.0
Serbest nakit akışı verimi	%54.8	-%76.8	%25.1

Kaynak: Tacirler Yatırım

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

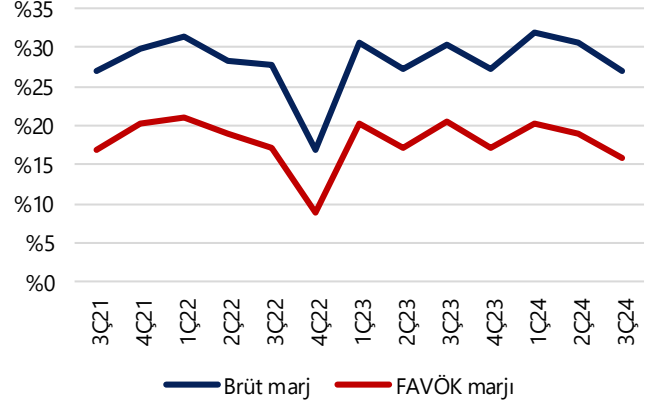
Ana Finansal Göstergeler (Çeyreksel)

Net Satışlar ve Satış Büyümesi



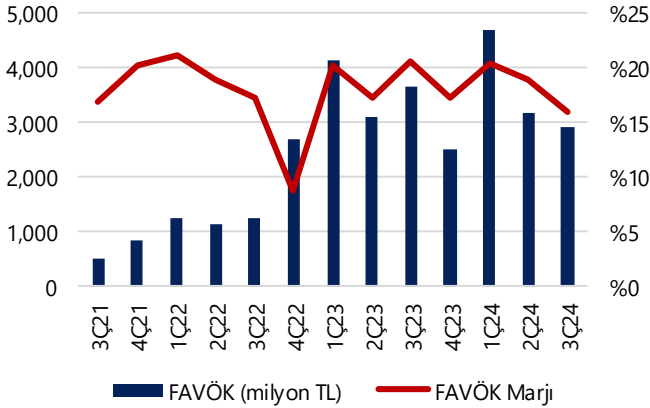
Kaynak: Tacirler Yatırım

Brüt ve FAVÖK Marj Gelişimi



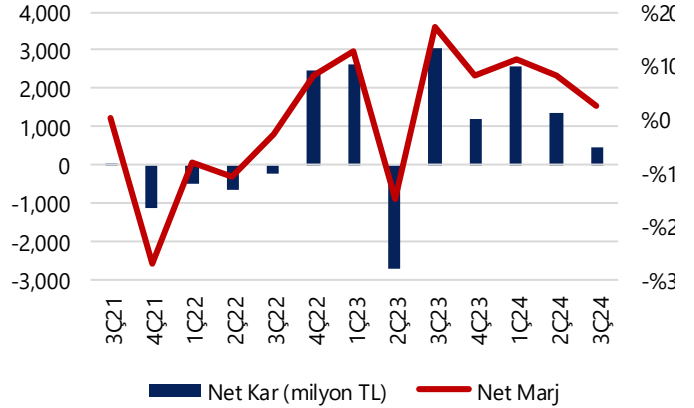
Kaynak: Tacirler Yatırım

FAVÖK ve FAVÖK Marjı Trendi



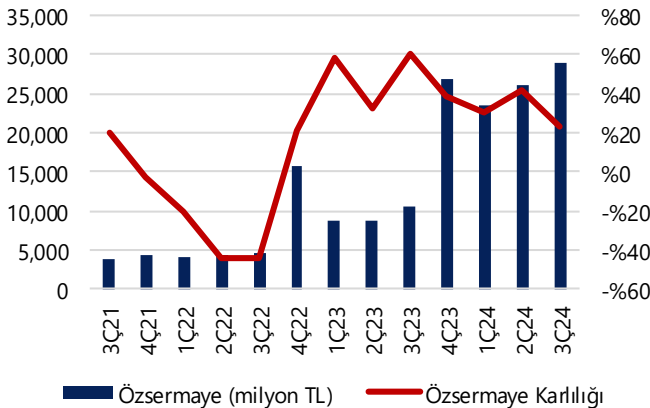
Kaynak: Tacirler Yatırım

Net Kar ve Net Marj Trendi



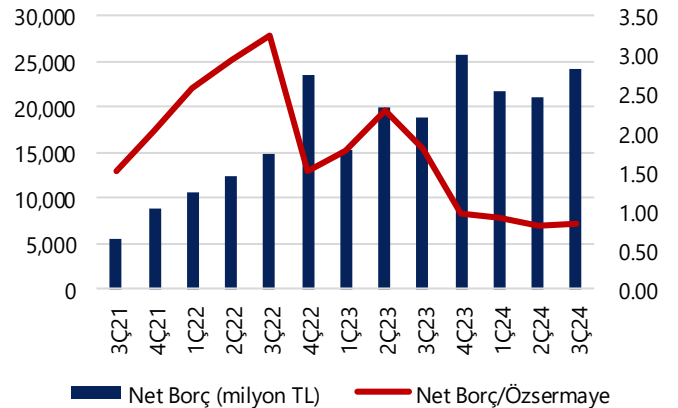
Kaynak: Tacirler Yatırım

Özsermaye ve Özsermaye Karlılığı



Kaynak: Tacirler Yatırım

Net Borç ve Net Borç/Özsermaye



Kaynak: Tacirler Yatırım

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Ankara - Çukurambar İrtibat Bürosu	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum İrtibat Bürosu	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya İrtibat Bürosu	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Denizli	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızıkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
İzmir Karşıyaka Şube	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
İzmir İrtibat Bürosu	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.