

## ULKER BISKUVI ULKER TI



AL

HEDEF FİYAT	266.20 TL
KAPANIŞ	155.00 TL
GETİRİ	+71.7%
ÖNCEKİ HF	266.20 TL
HF DEĞİŞİM	DEĞİŞMEDİ

## Zayıf operasyonel performans

## ■ 2Ç24 net kârı beklentinin altında kaldı

Ülker Bisküvi 2Ç24'te çeyreklik bazda %46 düşüyle TRY1,3 milyar net kar açıkladı. Şirketin 2Ç23'teki net zararı TRY2,5 milyar seviyesindeydi. 2Ç24 net karı, beklentinin altında gerçekleşen operasyonel performans sebebiyle, hem bizim beklentimiz hem de piyasa tahmini olan TRY1,7 milyarın gerisinde kaldı. 6A24 sonu itibarıyla net kar TRY3,6 milyar oldu, şirket geçen yıl ilk altı ayda TRY58m net zarar açıklamıştı.

## ■ Zayıf yurt dışı satışları ciroyu etkiledi

Ciro yıllık bazda %7 düşerek TRY15,3 milyar oldu ve hem bizim tahminimiz TRY19,1 milyarın hem de piyasa beklentisi TRY17,1 milyarın altında kaldı. Yurt içi satışlar geçen yıla göre sabit kalarak beklentimize paralel gerçekleşirken, yurt dışı satışlar geçen yıla göre %18 oranında geriledi ve tahminimizdeki sapmaya sebep oldu.

## ■ Marjlar kuvvetli seyretti

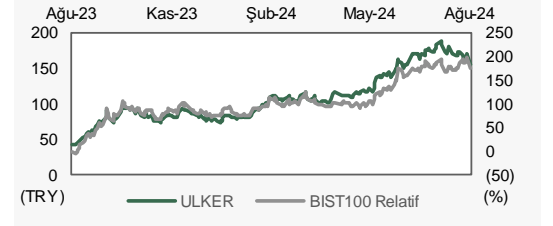
FAVÖK yıllık bazda %3 artarak TRY3 milyar oldu ve bizim tahminiz ile piyasa beklentisi olan TRY3,2 milyara yakın gerçekleşti. Cirodaki düşüğe rağmen, güçlü yurt içi marjları sayesinde FAVÖK marjı %19,4 olarak gerçekleşti. Yurt dışı FAVÖK marjı ise geçen yıla göre 37 baz puan daraldı. Devam eden FAVÖK artışı ve azalan işletme sermayesi ihtiyacı ile kurdaki volatilitenin azalması, net borcun az da olsa gerilemesine sebep oldu. 2Ç24 sonu itibarıyla net borç TRY21 milyar olurken, net borç/FAVÖK geçen çeyreğe göre değişmeyerek 1,9x seviyesinde gerçekleşti.

## ■ AL görüşümüzü ve hedef fiyatımızı koruyoruz

2Ç24 sonuçları beklentilerimizin altında gerçekleşse de, operasyonel performansı kuvvetli olmaya devam eden ve borçluluğunu azaltan ULKER'i beğenmeye devam ediyoruz. Hisse için AL görüşümüzü ve TRY266,2 hedef fiyatımızı koruyoruz. ULKER 9,3x F/K ve 5,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla yurt dışı benzerlerine göre oldukça iskontolu işlem görmeye devam ediyor.

## Hisse Detayları

Milyon TL	2023	2024T	2025T	2026T
Net satışlar	55,836	87,882	119,679	152,364
VAFÖK	10,601	16,313	21,135	32,053
Net kar	3,379	6,711	9,731	13,566
Kar marjı (%)	6.1	7.6	8.1	8.9
VAFÖK marjı (%)	19.0	18.6	17.7	21.0
Satış büyümesi (%)	7.4	57.4	36.2	27.3
F/K (x)	17.9	9.3	6.4	4.6
FD/VAFÖK (x)	7.9	5.2	3.9	2.5
PD/DD (x)	3.5	2.0	1.3	0.9
Net borç/VAFÖK (x)	2.2	1.2	0.8	0.3
Net borç/Özsermaye (x)	1.1	0.6	0.3	0.1
Özsermaye verimliliği (%)	19.6	27.2	24.7	23.6



Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	(14.7)	29.3	259.0
BIST100 relatif getiri (%)	(4.0)	34.4	181.7
Son kapanış fiyatı	155.00		
12 Aylık yüksek/düşük	188.70/41.30		
Piyasa değeri (Milyon TL)	57,238		
3 Aylık ortalama hacim (Milyon TL)	1,020.7		
Halka açıklık (%)	39.0		
Hisse sayısı (Milyon)	369		
Pazar	Yıldız Pazar		

Kaynak: Ülker; TEB Yatırım Hesaplamaları

# Finansal tablolar

## ULKER

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	51,981	55,836	87,882	119,679	152,364
Satışların Maliyetleri	(40,653)	(39,660)	(62,087)	(85,897)	(104,970)
<b>Brüt kar (zarar)</b>	<b>11,328</b>	<b>16,177</b>	<b>25,795</b>	<b>33,782</b>	<b>47,394</b>
Diğer operasyonel gelirler	0	0	0	0	0
Operasyonel giderleri	(4,625)	(5,576)	(9,482)	(12,646)	(15,341)
<b>VAFÖK</b>	<b>6,703</b>	<b>10,601</b>	<b>16,313</b>	<b>21,135</b>	<b>32,053</b>
Amortisman	(1,168)	(1,184)	(1,614)	(2,225)	(2,867)
Şerefiye amortismanı	0	0	0	0	0
<b>Ana operasyonel gelir (zarar)</b>	<b>5,535</b>	<b>9,416</b>	<b>14,699</b>	<b>18,910</b>	<b>29,186</b>
Net finansman maliyetleri	(10,249)	(13,421)	(10,728)	(9,193)	(13,336)
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen kar (zarar)	-	-	-	-	-
Tekrarlanan faaliyet harici gelirler (giderler)	6,087	8,781	5,289	3,657	2,513
Tek seferlik faaliyet harici gelirler (giderler)	0	0	0	0	0
<b>Vergi öncesi kar (zarar)</b>	<b>1,373</b>	<b>4,777</b>	<b>9,261</b>	<b>13,374</b>	<b>18,363</b>
Vergi geliri (gideri)	57	(554)	(1,496)	(2,272)	(3,016)
<b>Vergi sonrası kar (zarar)</b>	<b>1,430</b>	<b>4,223</b>	<b>7,765</b>	<b>11,101</b>	<b>15,347</b>
Azınlık payları	(445)	(844)	(1,054)	(1,370)	(1,781)
Rüçhanlı temettü	0	0	0	0	0
Diğer paylar	0	0	0	0	0
<b>Ana ortaklık payları</b>	<b>985</b>	<b>3,379</b>	<b>6,711</b>	<b>9,731</b>	<b>13,566</b>
<b>Durdurulan faaliyet gelirleri (giderleri)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tekrarlanan ana ortaklık payları</b>	<b>985</b>	<b>3,379</b>	<b>6,711</b>	<b>9,731</b>	<b>13,566</b>

### Hisse başına (TL)

Tekrarlanan hisse başına kar	2.88	9.50	18.17	26.35	36.74
Hisse başına kar	2.88	9.50	18.17	26.35	36.74
Hisse başına temettü	0.58	0	4.54	6.59	9.18
Hisse sayısı (bin)	342	356	369	369	369

### Yıllık değişim

Net satışlar (%)	314.6	7.4	57.4	36.2	27.3
VAFÖK (%)	187.9	58.1	53.9	29.6	51.7
Ana operasyonel gelir (%)	163.8	70.1	56.1	28.6	54.3
Tekrarlanan net kar (%)	n/m	229.9	91.3	45.0	39.4
Net kar (%)	n/m	229.9	91.3	45.0	39.4

### Operasyonel performans

Brüt kar marjı (%)	21.8	29.0	29.4	28.2	31.1
VAFÖK marjı (%)	12.9	19.0	18.6	17.7	21.0
Ana operasyonel gelir marjı (%)	10.6	16.9	16.7	15.8	19.2
Kar marjı (%)	1.9	6.1	7.6	8.1	8.9
Efektif vergi oranı (%)	(4.1)	11.6	16.2	17.0	16.4
Temettü oranı (%)	20.3	0.0	25.0	25.0	25.0
Faiz karşılama (x)	1.1	1.4	1.9	2.5	2.4
Stok gün sayısı	52.7	77.8	65.4	70.2	74.5
Ticari borç gün sayısı	59.2	79.2	66.1	71.8	77.2
Ticari alacak gün sayısı	41.0	66.7	59.2	63.3	67.1
Operasyonel kullanılan sermaye getirisi (%)	55.6	48.0	43.7	38.9	45.1
Kullanılan sermaye getirisi (%)	69.6	63.6	47.0	38.5	41.8
Özsermaye getirisi (%)	13.1	22.5	27.2	24.7	23.6
Varlık getirisi (%)	25.3	27.6	26.3	22.4	24.7

Kaynak: Ulker; TEB Yatırım Hesaplamaları

## Finansal tablolar

### ULKER

Nakit akım tablosu (Milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Kar	985	3,379	6,711	9,731	13,566
Amortisman	1,168	1,184	1,614	2,225	2,867
Azınlık payları	-	-	-	-	-
Diğer nakit dışı düzeltmeler	-	-	-	-	-
İşletme sermayesindeki değişim	(2,805)	1,011	(8,312)	(8,089)	(10,229)
<b>Operasyonel nakit akışı</b>	<b>(653)</b>	<b>5,574</b>	<b>13</b>	<b>3,868</b>	<b>6,205</b>
Duran varlık harcamaları - bakım	-	-	-	-	-
Duran varlık harcamaları - yeni	(1,337)	(1,202)	(2,253)	(3,056)	(3,742)
Yatırım gelirleri	-	-	-	-	-
Diğer yatırımlar	-	-	-	-	-
<b>Yatırım faaliyetlerinden nakit akışı</b>	<b>(1,337)</b>	<b>(1,202)</b>	<b>(2,253)</b>	<b>(3,056)</b>	<b>(3,742)</b>
Temettü ödemeleri	(199)	(200)	0	(1,678)	(2,433)
Özkaynak finansmanı	0	0	0	0	0
Borç finansmanı	(2,000)	(6,899)	(4,011)	(1,340)	(173)
Diğer finansman gelirleri (giderleri)	-	-	-	-	-
<b>Finansman faaliyetlerinden nakit akışı</b>	<b>(2,199)</b>	<b>(7,099)</b>	<b>(4,011)</b>	<b>(3,018)</b>	<b>(2,606)</b>
Durdurulan faaliyet nakit akışı	-	-	-	-	-
Diğer düzeltmeler	19,785	(1,208)	2,127	3,617	5,245
<b>Net diğer düzeltmeler</b>	<b>19,785</b>	<b>(1,208)</b>	<b>2,127</b>	<b>3,617</b>	<b>5,245</b>
<b>Toplam nakit akışı</b>	<b>15,596</b>	<b>(3,935)</b>	<b>(4,125)</b>	<b>1,411</b>	<b>5,102</b>
Serbest nakit akışı (Firma)	(1,989.48)	4,372.06	(2,240.61)	812.29	2,462.55
Serbest nakit akışı (Özkaynak)	19,983.59	(1,008.41)	2,126.84	5,294.38	7,678.24

Hisse başına (TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Hisse başına serbest nakit akımı (Firma)	(5.82)	12.29	(6.07)	2.20	6.67
Hisse başına serbest nakit akışı	58.43	(2.84)	5.76	14.34	20.79
Hisse başına nakit akışı	6.29	12.83	22.54	32.38	44.50

Bilanço (Milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Maddi duran varlıklar (Brüt)	30,238	35,028	50,883	66,910	83,847
Eksi: birikmiş amortisman	(15,535)	(18,753)	(27,854)	(37,310)	(47,616)
<b>Maddi duran varlıklar (Net)</b>	<b>14,703</b>	<b>16,274</b>	<b>23,029</b>	<b>29,599</b>	<b>36,231</b>
<b>Maddi olmayan duran varlıklar (Net)</b>	<b>3,329</b>	<b>3,288</b>	<b>4,161</b>	<b>4,994</b>	<b>5,869</b>
Uzun vadeli finansal yatırımlar	4,428	4,010	4,917	5,123	5,331
İştirak yatırımları	0	0	0	0	0
Nakit ve nakit benzeri	15,596	11,661	7,537	8,948	14,049
Ticari alacaklar	14,740	14,231	22,211	30,202	40,444
Stoklar	8,516	8,391	13,875	19,185	23,644
Diğer kısa vadeli varlıklar	2,920	2,704	2,828	3,564	4,276
<b>Toplam dönen varlıklar</b>	<b>41,773</b>	<b>36,987</b>	<b>46,451</b>	<b>61,899</b>	<b>82,414</b>
Diğer uzun vadeli varlıklar	1,916	1,031	310	391	469
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>66,149</b>	<b>61,590</b>	<b>78,868</b>	<b>102,006</b>	<b>130,312</b>
Ana ortağa ait özkaynak	12,036	17,971	31,332	47,372	67,750
Kontrol gücü olmayan paylar	3,607	1,831	2,884	4,254	6,035
<b>Toplam Özkaynak</b>	<b>15,643</b>	<b>19,802</b>	<b>34,216</b>	<b>51,626</b>	<b>73,785</b>
Uzun vadeli finansal borçlar	20,348	25,103	21,808	20,707	20,565
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2,332	1,238	2,054	3,251	4,569
<b>Toplam uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>22,680</b>	<b>26,340</b>	<b>23,862</b>	<b>23,959</b>	<b>25,135</b>
Ticari borçlar	6,857	7,635	12,504	17,289	21,307
Kısa vadeli finansal borçlar	18,787	5,461	4,744	4,505	4,474
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2,183	2,352	3,542	4,627	5,611
<b>Toplam kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>27,826</b>	<b>15,447</b>	<b>20,790</b>	<b>26,421</b>	<b>31,392</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>66,149</b>	<b>61,590</b>	<b>78,868</b>	<b>102,006</b>	<b>130,312</b>
Net işletme sermayesi	(1,649)	9,878	18,124	26,530	36,972
Yatırılmış sermaye	22,727	34,481	50,542	66,637	84,871

Hisse başına (TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Hisse başına defter değeri	145.74	208.05	318.61	472.18	747.45
Hisse başına maddi defter değeri	104.81	154.54	228.29	338.94	589.26
<b>Finansal sağlık</b>					
Net borç/Özkaynak(%)	89.6	82.9	93.1	81.1	45.5
Net borç/Toplam kaynaklar (%)	26.3	27.9	32.1	30.3	20.6
Cari oran (x)	1.2	1.1	0.9	0.9	1.0
Nakit akışı faiz karşılama (x)	10.8	n/m	n/m	10.9	n/m

Kaynak: Ulker; TEB Yatırım Hesaplamaları

## Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına herhangi bir kimseye, herhangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde herhangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporla belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağılı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyana talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.