

Ülker Bisküvi

07/02/2024

Hedef Fiyat Değişikliği

AL

Yükselme Potansiyeli 37%

ULKER hisseleri için hedef fiyatımızı 140 TL/hisse seviyesine yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyat revizyonumuz temel olarak güncellenmiş makro varsayımlarımıza, daha yüksek marj beklentilerimiz ve net işletme sermayesindeki iyileşmeler ile beraber daha güçlü serbest nakit akışı beklentimizden kaynaklanıyor. Ülker hisseleri 4x 24T FD/FAVÖK çarpanı ile uluslararası benzerlerine kıyasla %64 iskonto ile işlem görmekte. ULKER, Türkiye'deki fiyat avantajı ve uluslararası operasyonlarındaki dövizle bağlı gelirleri ile defansif bir iş modeli sunmakta.

Ülker, Türkiye operasyonlarındaki güçlü ciro büyümesi ve marj iyileşmeleri sayesinde güçlü bir 2023 yılı geçirdi. 9A23'te konsolide brüt kar marjı 420 baz puan, FAVÖK marjı ise 270 baz puan artış gösterdi. Şirket ayrıca açık döviz pozisyonunun %70'ini hedge etti ve bu sayede dövizdeki dalgalanmaya karşı daha dayanıklı bir konumda.

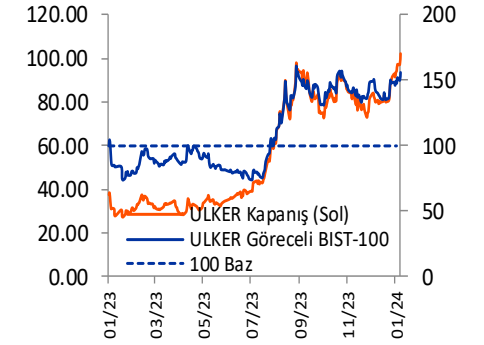
Şirketin 2022 yılındaki 353mn TL'lik net zarara kıyasla yılı yaklaşık 2 milyar TL net karla kapatmasını bekliyoruz. 2023 net satış geliri ve FAVÖK tahminlerimiz, şirketin 2023 yılı için öngördüğü 42,5 milyar TL ve %19,5 FAVÖK marjı üzerinde yukarı yönlü bir riske işaret etmekte. 2023'ün yüksek bazına kıyasla 2024'te de güçlü bir operasyonel performans bekliyoruz ve uzun vadede marj tahminlerimizi bu yönde artırdık. Güçlü faaliyet marjları ve nakit akışı yönetimi ile orta vadede şirketin borçluluk seviyesinde bir düşüş gözlemleyebiliriz.

Fiyat Bilgileri	TL	ABD \$
Kapanış	101.90	3.33
12 Aylık Hedef Fiyat	140.00	3.40
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	104.00	3.47
Piyasa Değeri (mn)	37,629	1,231
Halka Açık PD (mn)	14,687	481
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	602.5	19.2
Hisse sayısı (Adet mn)		369
Takas Saklama Oranı (%)		39
Yabancı Oranı (%)		71

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	29.0	24.5	231.1
ABD \$	26.4	20.1	104.1
BIST-100 Relatif	12.5	4.9	84.0

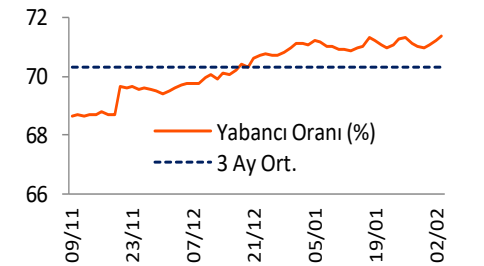
Çarpanlar	2022	2023	2024
F/K	a.d	19.1	11.6
PD/DD	6.6	5.4	3.7
FD/FAVÖK	10.3	5.6	4.0

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 27.18 101.90

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 71.37



Özgür Şafak Açıklan

oacikalin@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 14

Ülker Bisküvi

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Pladis Foods Limited	47.23 Bisküvi, Çikolata Kaplamalı Bisküvi ve Gofret Üretimi
Diğer	46.07
Yıldız Holding Anonim Şirketi	6.7

Gelir Tablosu (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T	Bilanço (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T
Net Satış Gelirleri	12,537	28,197	46,038	70,155	Dönen Varlıklar	18,765	25,174	33,804	49,348
Brüt Kar (Zarar)	3,612	8,409	14,242	20,909	Nakit ve Nakit Benzerleri	3,005	9,255	10,589	15,434
Operasyonel Giderler	1,514	2,997	4,770	8,234	Ticari Alacaklar	4,688	7,388	10,973	15,761
Esas Faaliyet Karı	2,098	4,735	9,472	12,675	Stoklar	3,218	4,996	6,969	10,119
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	332	783	961	0	Diğer Dönen Varlıklar	1,439	3,231	5,273	8,034
Net Finansman Gelir (Gideri)	-8,466	-8,331	-10,388	-11,178	Duran Varlıklar	7,479	12,685	12,617	14,662
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	-71	82	3,530	5,910	Maddi Duran Varlıklar	3,461	3,929	4,482	5,183
Vergi Giderleri (Gelirleri)	92	-118	541	1,241	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,548	1,858	2,043	2,248
Net Kar	-464	-353	1,966	3,240	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	592	1,331	2,174	3,313
Düzeltilmiş Net Kar	-465	-876	1,966	3,240	Toplam Varlıklar	26,244	37,859	46,421	64,010
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	2,006	4,695	8,931	11,434	Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,134	16,887	12,012	17,739
FAVÖK	2,311	5,162	10,071	14,078	Finansal Borçlar	2,863	11,401	4,714	7,095
					Ticari Borçlar	2,270	4,161	6,098	9,445

Büyümler & Opr. Perf.	2021G	2022G	2023T	2024T	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,001	1,200	1,200	1,200
Büyümler					Uzun Vadeli Yükümlülükler	15,796	13,289	24,565	31,757
Net Satışlar	29%	125%	63%	52%	Finansal Borçlar	15,314	12,349	23,972	31,164
Faaliyet Karı	22%	126%	100%	34%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	482	593	593	593
FAVÖK	20%	123%	95%	40%	Özkaynaklar	4,314	7,682	9,845	14,514
Net Kar	-53%	n.a	n.m	65%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2,987	5,686	6,972	10,212
Operasyonel Performans					Ödenmiş Sermaye	342	342	342	342
Brüt Marj	28.8%	29.8%	30.9%	29.8%	Rezerv ve Diğer Kalemler	3,110	5,539	4,663	6,630
Faaliyet Kar Marjı	16.7%	16.8%	20.6%	18.1%	Dönem Net Karı (Zararı)	-464	-353	1,966	3,240
FAVÖK Marjı	18.4%	18.3%	21.9%	20.1%	Toplam Kaynaklar	26,244	37,859	46,421	64,010
Efektif Vergi Oranı	-129.6%	-12.8%	21.0%	21.0%					
Net Kar Marjı	-3.7%	-1.3%	4.3%	4.6%					
Özkaynak Karlılığı	a.d	a.d	31.1%	37.7%					
Aktif Karlılığı	a.d	a.d	4.7%	5.9%					

Nakit Akım (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	27	2,699	4,632	5,020
Düzeltilme Öncesi Kar	-162	200	2,989	4,669
Amortisman & İtfa Payları	230	349	598	1,403
İşletme Sermayesindeki Değ.	-2,425	-3,205	-3,621	-4,591
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	5,160	3,220	4,667	3,539
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-1,544	5,844	2,334	2,308
Sabit Sermaye Yatırımları	-465	-677	-1,151	-2,105
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	862	641	3,485	4,413
Serbest Nakit Akım	-1,516	8,543	6,967	7,328
Finansman Faal. Kay. Nakit	686	-2,293	-5,843	-2,483
Finansal Borçlardaki Değişim	-118	-1,025	-5,843	-2,483
Temettü Ödemeleri	-373	0	0	0
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-764	0	0	0
Net Nakit Değişimi	-831	6,250	1,124	4,846

Rasyo Analizi	2021G	2022G	2023T	2024T
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	a.d	19.1	11.6
FD / FAVÖK (x)	24.5	10.9	5.6	4.0
FD / Satışlar (x)	4.5	2.0	1.2	0.8
PD / Defter Değeri (x)	12.6	6.6	5.4	3.7
Hisse Başı Kazanç (₺)	n.m	n.m	5.7	9.5
Hisse Başı Temettü (₺)	0.0	0.0	0.0	0.0
Temettü Verimi	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	8,753	12,267	18,093	22,820
Net Borç / FAVÖK (x)	3.8	2.4	1.8	1.6
Net Borç / Özsermaye (x)	2.0	1.6	1.8	1.6

Kaynak: İş Yatırım

Ülker Bisküvi

UFRS Gelir Tablosu (TL mn)	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Net Satışlar	9,018	10,112	9,512	12,409	19,179	32,032
Brüt Kar	2,841	3,471	2,997	4,186	5,568	10,654
Faaliyet Giderleri	1,105	1,243	1,194	1,648	2,185	4,084
Esas Faaliyet Karı	1,736	2,228	1,803	2,539	3,382	6,570
FAVÖK	1,834	2,343	1,915	2,669	3,633	6,927
Faaliyet Dışı Gelirler (Gider)	-701	-827	-3,613	-956	-4,336	-5,396
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	1,035	1,401	-1,810	1,582	-954	1,174
Vergi Giderleri (Gelirleri)	150	-248	419	54	-32	225
Net Kar	983	896	-1,692	1,456	-1,336	659

Büyüme & Opr. Perf.	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Büyüme						
Net Satışlar (yıllık)	119%	72%	59%	70%	128%	67%
Faaliyet Gideri (yıllık)	138%	82%	85%	92%	108%	87%
Esas Faaliyet Karı (yıllık)	125%	91%	72%	118%	155%	94%
FAVÖK (yıllık)	120%	88%	69%	113%	143%	91%
Net Kar (yıllık)	-188%	-290%	161%	-771%	-304%	-149%
Marjlar						
Brüt Marj	31.5%	34.3%	31.5%	33.7%	29.0%	33.3%
Faaliyet Gideri / Ciro	12.3%	12.3%	12.5%	13.3%	11.4%	12.8%
Faaliyet Kar Marjı	19.2%	22.0%	19.0%	20.5%	17.6%	20.5%
FAVÖK Marjı	20.3%	23.2%	20.1%	21.5%	18.9%	21.6%
Net Kar Marjı	10.9%	8.9%	-17.8%	11.7%	-7.0%	2.1%
Özkaynak Karlılığı (Yıllıklandırılmış)	-10.4%	23.2%	-0.6%	24.3%	-82.1%	-0.6%
Aktif Karlılığı (Yıllıklandırılmış)	0.6%	4.6%	2.1%	6.0%	-6.8%	2.1%
Effektif Vergi Oranı	-14.5%	17.7%	23.2%	-3.4%	-3.4%	-19.2%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	23.7%	0.9%	16.4%	17.1%	2.9%	11.8%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	85.0%	3.0%	11.0%	16.7%	4.6%	10.7%
Operasyonel Nakit Akışı / FAVÖK	116%	4%	81%	80%	15%	54%

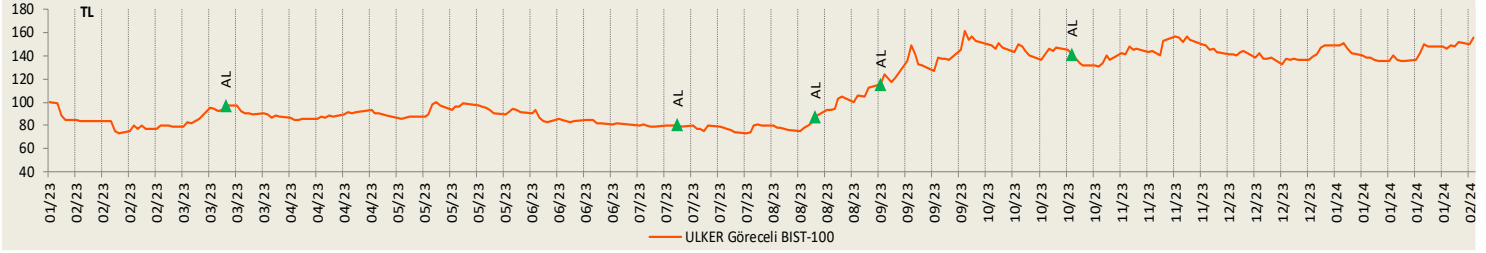
UFRS Nakim Akım (TL mn)	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	2,136	87	1,560	2,125	563	3,772
Düzeltilme Öncesi Kar	1,185	1,153	-1,391	1,636	-986	1,399
Amortisman & İtfa Payları	98	115	112	131	250	357
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	177	1,726	3,615	472	5,180	5,812
İşletme Sermayesindeki Değ.	676	-2,907	-776	-114	-3,882	-3,796
Yatırım Faal. Kay. Nakit	5527	213	-517	-48	317	-352
Sabit Sermaye Yatırımları	-353	-153	-153	-278	-325	-584
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	5,880	367	-364	230	641	232
Serbest Nakit Akım	7,664	300	1,043	2,077	880	3,420
Finansman Faal. Kay. Nakit	-2,198	146	-4,818	-1,663	-1,046	-6,334
Finansal Borçlardaki Değişim	-956	244	-4,078	-1,665	-69	-5,499
Temettü Ödemeleri	-1	0	-200	0	-120	-200
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-1,241	-98	-540	2	-858	-636
Yabancı Para Çevrim Farkları Etkisi	24	160	2,671	511	927	3,342
Net Nakit Değişimi	5,489	607	-1,103	925	761	428

UFRS Bilanço (TL mn)	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Dönen Varlıklar	25,174	28,508	29,099	31,286
Nakit ve Nakit Benzerleri	9,465	9,865	8,762	9,687
Ticari Alacaklar	7,388	9,525	9,893	10,893
Stoklar	4,996	5,521	6,555	6,664
Diğer Dönen Varlıklar	3,324	3,598	3,889	4,042
Duran Varlıklar	12,685	12,815	15,827	16,775
Finansal Yatırımlar	2,687	2,742	3,701	3,918
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	6,817	6,824	7,447	7,677
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,018	2,101	2,880	2,978
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	1,163	1,148	1,799	2,202
Toplam Varlıklar	37,859	41,323	44,926	48,061
Kısa Vadeli Yükümlülükler	16,887	18,784	11,933	12,797
Finansal Borçlar	11,401	12,373	5,289	4,982
Ticari Borçlar	4,161	3,871	4,428	5,479
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,325	2,541	2,216	2,336
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13,289	13,816	24,354	24,755
Finansal Borçlar	12,349	12,830	23,317	23,592
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	940	986	1,037	1,163
Özkaynaklar	7,682	8,722	8,639	10,509
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5,686	6,512	5,908	8,896
Toplam Kaynaklar	37,859	41,323	44,926	48,061

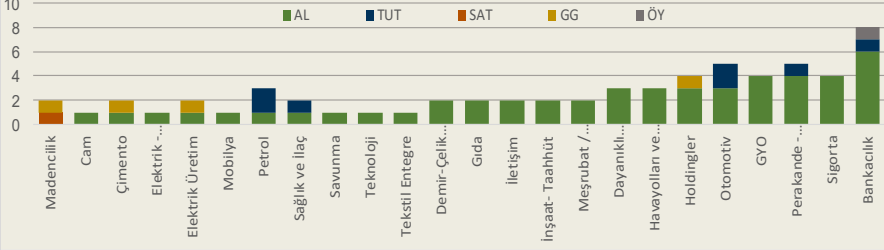
Yatırımlar ve Borçluluk	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Net Sabit Sermaye Yatırımları	353	153	153	278
Net Sabit Sermaye Yatırımları / Ciro	3.9%	1.5%	1.6%	2.2%
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler (Nakit Akım)	676	-2,907	-776	-114
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler / Ciro	7.5%	-28.7%	-8.2%	-0.9%
Net Borç (Nakit)	11,598	12,597	16,143	14,970
Net Borç / FAVÖK (Yıllıklandırılmış)	2.1	1.9	2.2	1.7

Ülker Bisküvi

Göreceli Getiri / Öneriler



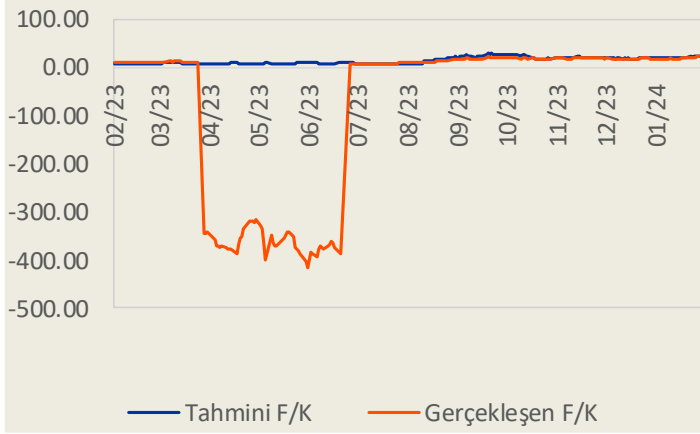
Şirket Sayısı



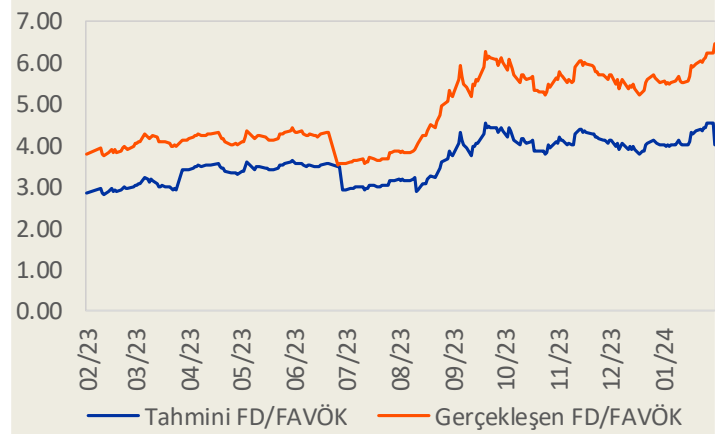
Takip Listesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.