

ÜLKER BİSKÜVİ 3Ç2023 Sonuçları

Gaye Aksongur Yavuz gaksongur@ziraatyatirim.com.tr

Aylin Koşar akosar@ziraatyatirim.com.tr

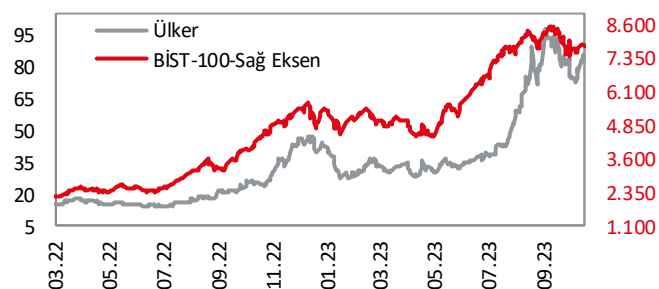
"Ülker'in 3Ç2023'de Ana Ortaklık Net Dönem Karı 1.456mn TL ile Beklentilerin Üzerinde Gerçekleşti..."

Öneri "AL"

Hedef Hisse Fiyatı : 117,00TL

Reuters/Bloomberg	ULKER.IS/ULKER.TI		
Sektör	Gıda		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	83,55 TL	2,93 USD	
BİST 100	7.771 TL	273 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	28,4759		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	24,06 TL	97,75 TL	
Hisse Adedi (mn)	369		
Piyasa Değeri (mn TL)	30.853		
Net Borç (mn TL)	18.888		
Fili Dolaşımdaki Pay Oranı	39,0%		
Halka Açıklık	39,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	10,2%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	89,8%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	-10,2%	97,6%	243,3%
BİST-100	-8,0%	4,4%	74,0%
BİST-100 Göreceli	-2,4%	89,2%	97,3%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	177,78		
(mn TL)	3Ç2022	3Ç2023	% Değ.
Net Satış	7.302	12.409	69,9%
Brüt Kar	2.021	4.186	107,1%
Faaliyet Karı /Zararı	1.546	2.456	58,9%
Ana Ort. Net Dön. Karı/Zararı	-217	1.456	a.d.
	F/K	FD/FAVÖK	
ULKER	18,8	6,8	
BİST-100	6,4	a.d.	
Uluslararası Benzer Şirketler (2023T)	22,3	10,1	
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı		
Pladis Foods Limited	47,2%		
Diğer	46,1%		
Yıldız Holding A.Ş	6,7%		

HİSSE PERFORMANSI



Ülker, 2023 yılının üçüncü çeyreğinde 1.456mn TL ana ortaklık net dönem karı kaydederek, ortalama piyasa beklentisi ve bizim beklentimizin çok üzerinde bir kar rakamı açıklamıştır. Piyasanın ortalama ana ortaklık net dönem karı beklentisi 519mn TL iken, bizim beklentimiz 474mn TL kar açıklanması yönündeydi. Tahminlerimizdeki sapmada finansman giderlerinin beklentimizden düşük gerçekleşmesi ve vergi geliri oluşması etkili olmuştur. Diğer taraftan Şirket'in FAVÖK'ü ise 2.669mn TL olarak açıklanırken, bizim beklentimiz olan 2.260mn TL'nin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. (Piyasa beklentisi: 2.297mn TL) Bir önceki yılın aynı döneminde Şirket 217mn TL ana ortaklık net dönem zararı kaydetmişti.

Satış gelirleri üçüncü çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre, %69,9 oranında artarak 12.409mn TL'ye ulaşırken, şirketin brüt karı da %107,1 oranında yükselerek 4.186mn TL olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde şirketin operasyonel giderleri %92,5 oranında artarken, diğer faaliyetlerden 83mn TL net gider kaydedilmiştir. Böylece şirketin faaliyet karı bir önceki yılın aynı dönemine göre %58,9 oranında artarak 2.456mn TL'ye çıkmıştır.

Şirket'in FAVÖK'ü ise 3Ç2022'ye göre %112,9 oranında artmış, FAVÖK marjı da 4,3 puan iyileşerek %21,5 olmuştur. Yatırım faaliyetlerinden bu çeyrekte 861mn TL net gelir elde edilirken, kambiyo zararlarına bağlı olarak 1.734mn TL'lik net finansman gideri (3Ç2022'de 2.479mn TL net gider) kaydedilmiştir. Son olarak 54mn TL'lik vergi geliri ve 180mn TL azınlık payı düşüldükten sonra Şirket'in 1.456mn TL ana ortaklık net dönem karı oluşmuştur.

Üçüncü çeyrekteki kar rakamıyla birlikte Şirket'in 9A2023 ana ortaklık net dönem karı (geçen çeyrekteki zararın etkisiyle) 659mn TL'ye ulaşmıştır. Ülker bir önceki yılın aynı döneminde 1.336mn TL ana ortaklık net dönem zararı kaydetmişti.

Ülker'de hedef hisse fiyatını, beklentilerimizdeki değişiklikler ve şirket çarpanlarındaki güncellemelere bağlı olarak 71,00TL'den **117,00TL**'ye yükseltiyoruz. Hisse için daha önceki "AL" önerimizi de koruyoruz.

Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 10.11.2023 verileri kullanılmıştır.

ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	3Ç23-3Ç22 %Değ.	9A22	9A23	%Değ.
SATIŞLAR	5.886	5.991	7.302	9.018	10.112	9.512	12.409	69,9%	19.179	32.032	67,0%
Satışların Maliyeti (-)	4.037	4.293	5.281	6.177	6.641	6.515	8.222	55,7%	13.611	21.378	57,1%
BRÜT KAR/ZARAR	1.849	1.698	2.021	2.841	3.471	2.997	4.186	107,1%	5.568	10.654	91,4%
Faaliyet Giderleri (-)	683	647	856	1.105	1.243	1.194	1.648	92,5%	2.185	4.084	86,9%
Genel Yönetim Gid. (-)	133	146	195	242	211	248	404	107,3%	473	863	82,3%
Pazarlama Gid. (-)	537	484	640	825	992	906	1.190	85,9%	1.662	3.089	85,9%
Araştırma ve Geliştirme Gid.(-)	12	17	21	38	40	39	53	156,5%	51	133	162,3%
Diğer Faaliyetlerden Gel./Gid.	168	234	381	-43	21	1.023	-83	a.d	783	961	22,7%
NET FAALİYET KARI/ZARARI	1.335	1.285	1.546	1.693	2.249	2.827	2.456	58,9%	4.166	7.531	80,8%
FAVÖK	1.245	1.134	1.254	1.834	2.343	1.915	2.669	112,9%	3.633	6.927	90,7%
Yatırım Faaliyet Gel./Gid.	343	546	902	483	488	3.026	861	-4,6%	1.791	4.375	144,3%
Faaliyet Dışı Fin. Gel./Gid.	-1.997	-2.435	-2.479	-1.141	-1.336	-7.662	-1.734	a.d	-6.910	-10.733	a.d
Vergi (-)	12	-49	69	-150	248	-419	-54	a.d	32	-225	a.d
Net Dönem Karı/Zararı	-331	-555	-100	1.185	1.153	-1.391	1.636	a.d	-986	1.399	a.d
Ana Ort Net Dön K/Z	-471	-649	-217	983	896	-1.692	1.456	a.d	-1.336	659	a.d
FİNANSAL ORANLAR											
Brüt Kar Marjı	31,4%	28,3%	27,7%	31,5%	34,3%	31,5%	33,7%	3,2%	29,0%	33,3%	
Faaliyet Kar Marjı	22,7%	21,5%	21,2%	18,8%	22,2%	29,7%	19,8%	8,3%	21,7%	23,5%	
FAVÖK Marjı	21,1%	18,9%	17,2%	20,3%	23,2%	20,1%	21,5%	1,2%	18,9%	21,6%	
Ana Ort.Net Kar Marjı	-8,0%	-10,8%	-3,0%	10,9%	8,9%	-17,8%	11,7%	-7,0%	-7,0%	2,1%	

Kaynak: Ülker, Ziraat Yatırım

3Ç2023'de toplam satış hacmi %8,7 oranında artmıştır...

Şirket'in toplam satış miktarı üçüncü çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre %8,7 oranında artarak 178bin ton seviyesine ulaşmıştır. Türkiye atıştırmalık satış miktarı okula dönüş dönemi sayesinde %8,6 oranında artarak 114bin ton olurken, uluslararası atıştırmalık satış miktarı ise %5,1 oranında artarak 41bin tona yükselmiştir.

Atıştırmalık Satış Hacmi (Bin Ton)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	3Ç23-3Ç22 %Değ.	9A22	9A23	%Değ.
Yurtiçi	107	95	105	103	105	95	114	8,6%	307	315	2,6%
Uluslararası	50	43	39	53	47	40	41	5,1%	132	128	-3,0%
Toplam	157	138	144	156	153	135	155	7,6%	439	443	0,9%
Konsolide Satış Hacmi (Bin Ton)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	3Ç23-3Ç22 %Değ.	9A22	9A23	%Değ.
Bisküvi	87	73	80	82	83	71	85	6,4%	240	239	-0,4%
Çikolata	58	53	51	60	58	52	55	8,2%	162	166	2,3%
Kek	12	12	13	13	12	11	15	12,5%	37	38	2,9%
Atıştırmalık Toplam	157	138	144	156	153	135	155	7,6%	439	442	0,9%
Diğer	23	20	19	25	21	16	23	17,3%	62	60	-4,2%
Toplam	179	158	163	181	173	151	178	8,7%	501	502	0,2%

Kaynak: Ülker, Ziraat Yatırım

Satış gelirleri üçüncü çeyrekte toplam %69,9 oranında arttı...

Üçüncü çeyrekte daha yüksek satış hacminin olumlu katkısı ve satış fiyatlarının yükselişiyle yurtiçi satış gelirleri %68,2 oranında artarken, yurtdışı satış gelirleri de kur etkisi sayesinde %67,3 oranında artmıştır.

Satış Gelirleri Mn TL	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	3Ç23-3Ç22 %Değ.	9A22	9A23	%Değ.
Yurtiçi	3.382	3.465	4.588	5.374	6.426	5.943	7.715	68,2%	11.435	20.084	75,6%
Uluslararası	2.282	2.276	2.491	3.149	3.414	3.200	4.167	67,3%	7.049	10.781	52,9%
Diğer	222	250	223	495	272	369	527	136,3%	695	1.168	68,0%
Toplam	5.886	5.991	7.302	9.018	10.112	9.512	12.409	69,9%	19.179	32.032	67,0%

Kaynak: Ülker, Ziraat Yatırım

Şirket'in 3Ç2023'de yurtiçi FAVÖK marjına bağlı olarak toplam marjda da yükseliş devam etti...

2023 yılı için FAVÖK beklentimiz 8,7 milyar TL...

Ülker'in yurtiçi FAVÖK marjı 3Ç2022'deki %16,6'dan %21,7'ye yükselmiştir. Uluslararası satışlar FAVÖK'ü de aynı dönemde %19,8'den %17,7'ye gerilemiştir. Yurtiçi marjlardaki toparlanmaya bağlı olarak toplam FAVÖK marjı da %17,2'den %21,5'e çıkmıştır.

Ülker ayrıca 2023 yılı beklentilerini de güncellemiştir. Buna göre Şirket, 2023 yılsonu net satış beklentisini 40,75mn TL'den 42,50mn TL'ye yükseltmiştir. Ek olarak daha önce %19,20 olan FAVÖK marjı beklentisini ise %19,75 oranına yukarı yönlü revize etmiştir.

2023 yılı ilk 9 aylık gerçekleştirmeleri ardından, Şirket'le ilgili tahminlerimizi güncelliyoruz. Buna göre, 2023 yılı için satış gelirleri tahminimizi 42.399mn TL'den 43.520mn TL'ye yükseltirken, FAVÖK karı beklentimizi 8.172mn TL'den 8.677mn TL'ye çıkartıyoruz.

Finansal Tahminler	2023T			2024T	
	2022	Eski	Yeni	Eski	Yeni
Satış Gelirleri	28.197	42.399	43.520	54.801	61.839
Yurtiçi	16.808	25.330	26.052	31.459	36.473
Uluslararası	10.198	15.269	15.757	21.105	22.904
Diğer	1.191	1.801	1.710	2.236	2.462
FAVÖK	5.467	8.172	8.677	9.969	11.849
Ana Ort.N.D. Kar/Zar	-353	336	1.759	1.506	3.928
FAVÖK Marjı	19,4%	19,3%	19,9%	18,2%	19,2%
Net Kar Marjı	-1,3%	0,8%	4,0%	2,7%	6,4%

Kaynak: Ülker, Ziraat Yatırım

Ülker'in tahmini hedef piyasa değerini, beklentilerimizdeki değişiklikler ve piyasa çarpanlarındaki değişikliklere bağlı olarak 24.281mn TL'den 43.206mn TL'ye, hedef hisse fiyatımızı da 71,00TL'den **117,00TL**'ye yükseltiyoruz. Güncellenmiş hedef hisse fiyatımıza göre Ülker hisseleri %28,6 oranında iskontolu işlem görmektedir. Bu nedenle daha önceki **"AL"** önerimizi de koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu	Açıklama	(Mn TL)
İNA	(%22,2 İskonto,%5 Büyüme) (2024T FD/FAVÖK:8.7x)	40.624
Benzer Şirket Karşılaştırması	(2023T FD/FAVÖK:10,1x) (%30 İskonto)	53.533
Hedef Piyasa Değeri	(%80 İNA+%20 Benzer Şir. Çar.)	43.206
Hedef Hisse Fiyatı		117,00
Ülker Hisse Fiyatı (10.11.2023)		83,55
İskonto Oranı		28,6%

Kaynak: Ziraat Yatırım

ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)	2020	2021	2022	9A2022	9A2023	%Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	14.701	18.765	25.174	25.074	31.286	24,8%
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.836	3.005	9.255	3.765	9.683	157,2%
Ticari Alacaklar	3.092	4.688	7.388	7.043	10.893	54,7%
Diğer Alacaklar	2.215	614	1.558	1.399	2.346	67,7%
Stoklar	1.696	3.218	4.996	5.402	6.664	23,4%
Diğer Dönen Varlıklar	3.863	7.240	1.977	743	666	-10,4%
DURAN VARLIKLAR	4.791	7.479	12.685	9.534	16.775	75,9%
Finansal Yatırımlar	978	1.878	2.687	2.610	3.918	50,1%
Maddi Duran Varlıklar	2.847	3.641	6.817	4.085	7.677	87,9%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	860	1.548	2.018	1.899	2.978	56,8%
Diğer Duran Varlıklar	106	411	1.163	941	2.202	134,1%
TOPLAM AKTİFLER	19.492	26.244	37.859	34.608	48.061	38,9%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	3.231	6.134	16.887	16.539	12.797	-22,6%
Finansal Borçlar	288	760	925	1.464	1.094	-25,2%
Uzun Vade Borç. Kısa Vade Kısımları	1.135	2.103	10.476	9.969	3.888	-61,0%
Ticari Borçlar	1.275	2.270	4.161	3.798	5.479	44,2%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	532	1.001	1.325	2	5	137,2%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	9.444	15.796	13.289	13.518	24.755	83,1%
Finansal Borçlar	9.058	15.314	12.349	12.797	23.592	84,4%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	386	482	940	722	1.163	61,1%
ÖZSERMAYE	6.817	4.314	7.682	2.734	8.896	225,4%
Ödenmiş Sermaye	342	342	342	342	369	8,0%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	3.541	4.385	3.920	3.920	3.567	-9,0%
Net Dönem Karı/Zararı	1.081	-464	-353	-1.336	659	a.d
Diğer	1.852	52	3.773	-192	4.301	a.d
TOPLAM PASİFLER	19.492	26.244	37.859	32.791	46.448	41,6%
ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	2020	2021	2022	9A2022	9A2023	%Değ.
SATIŞLAR	9.716	12.537	28.197	19.179	32.032	67,0%
Satışların Maliyeti (-)	6.778	8.925	19.788	13.611	21.378	57,1%
BRÜT KAR/ZARAR	2.937	3.612	8.409	5.568	10.654	91,4%
Genel Yönetim Giderleri (-)	267	354	715	473	863	82,3%
Pazarlama Giderleri (-)	923	1.121	2.486	1.662	3.089	85,9%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	24	40	89	51	133	162,3%
Diğer Faaliyetlerden Gelir / Giderler	16	332	741	783	961	22,7%
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	1.739	2.430	5.859	4.166	7.531	80,8%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	1.896	5.965	2.274	1.791	4.375	144,3%
Faaliyet Dışı Fin.Gel./Gid.	-2.058	-8.466	-8.051	-6.910	-10.733	a.d
Vergi Gideri/Geliri	308	92	-118	32	-225	a.d
Net Dönem Karı/Zararı	1.269	-162	200	-986	1.399	a.d
Ana Ortaklık Net Dönem Karı/Zararı	1.081	-464	-353	-1.336	659	a.d

Kaynak: Finnet, Ziraat Yatırım

Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

AL : %20,01 ve üzeri iskonto **EKLE** : %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto **TUT** : %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto
AZALT : %-10,01 ile %-20,00 aralığında iskonto **SAT** : %-20,01 ve üzeri iskonto **İZLE** : Nötr

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük Pazarlama

Levent Mah. Gonca Sokağı No.22 (Emlak Pasajı) Kat.1 34330 Beşiktaş İSTANBUL
+90 212 339 8080 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0850 22 22 979

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