

6 Haziran 2024

Ülker

AL tavsiyemizi koruyor, hedef fiyatı 241 TL'ye yükseltiyoruz

Ülker, karlılığı, işletme sermayesini ve finansal kaldıraç oranını iyileştirme çabaları sayesinde son 12 ayda önemli bir yeniden değerlendirme yaşadı. Enflasyon düzeltmelerini ve IÇ24'te görülen üstün operasyonel performansı finansal tahminlerimize dahil ettik. Sonuç olarak, hisse başına hedef fiyatımızı TL154'ten TL241'e yükselttik ve AL önerimizi koruyoruz. Ülker, IÇ24'te net borcunu yıllık bazda %17 oranında azaltarak net borç/FAVÖK oranını 1.6x'e düşürdü. 2024 tahmini FD/FAVÖK oranı 4.9x olan Ülker, rakiplerine göre %51 iskontoyla işlem görüyor.

- IÇ24 değerlendirmesi:** Ülker IÇ24'te beklentimize paralel TL2,167m net kar açıkladı (Ünlü: TL2,226m). Açıklanan net kar rakamı geçen yılın aynı dönemine göre %3 aşağıdadır. Şirketin satış gelirleri IÇ24'te yıllık bazda %13 artarak TL19,601m olmuştur (Ünlü: TL19,579m). FAVÖK rakamı ise IÇ24'te geçen yılın aynı dönemine göre %13 artışla TL4,042m olarak gerçekleşti (Ünlü: TL3,671m). Yılın bu çeyreğinde şirketin FAVÖK marjı yatay seviyede korunmuştur. Diğer yandan, şirketin Net Borcu dolar bazında dönemsel işletme sermayesi artış etkisiyle çeyreksel bazda %5 artarak 602m dolara ulaştı.
- Yeni tahminler enflasyonist etkileri de içermektedir:** Güncellenmiş tahminlerimiz, önceki projeksiyonlarımıza kıyasla 2024 için düzeltilmiş FAVÖK'te %11 artış ve net gelirden %42 artış yansıtıyor. Bu revizyon, artan kakao maliyetleri ve muhasebe standartlarındaki değişiklikler de dahil olmak üzere, maliyet enflasyonu nedeniyle FAVÖK marjlarının normalleşmesini dikkate alıyor. Hammaddede erken tedariki ve tedarik zinciri ile üretim birimlerinde verimliliğin artırılması gibi maliyet optimizasyonu önlemlerinin, IAS29 tahminlerine dayanarak %18'in üzerinde bir FAVÖK marjı sağlamaya yardımcı olacağını öngörüyoruz. Ayrıca, net gelirin 2023'te 87m dolardan 2024'te 203m dolara önemli ölçüde artmasını bekliyoruz. Net kardaki artışın ana sebebi önceki dönemlerde görülen yüksek borçluluk ve kısa döviz pozisyonu sebebiyle oluşan kur farkı gideri etkisiyle gerçekleşen düşük karlılık bazıdır.
- Birincil odak noktası finansal kaldıraç azaltmak olmaya devam ediyor:** Net borç bir önceki çeyreğe göre dolar bazında %17 azaldı ve net borç/FAVÖK oranı IÇ24'te kaydedilen 2,1x seviyesine kıyasla 4Ç23'te 1,6x seviyesinde gerçekleşmiştir. Çeyreksel bazda işletme sermayesi ve net borçta Ramazan öncesi sezonsal görülen artış sonrası önümüzdeki çeyreklerde azalma öngörüyoruz ve net borç/FAVÖK oranının 2024 yılında 1,3x seviyesine gerileyeceğini öngörüyoruz. Ülker, SPK'nın onay vermesinin ardından bir yıl içinde Türkiye dışında satılmak üzere toplam 550m dolara kadar borçlanma aracı ihracı planlamaktadır. Planlanan borç ihracından elde edilecek gelir, Ekim 2025 vadeli Eurobond'ların refinansmanında kullanılacaktır.

Tahminler	2022	2023	2024B	2025B	2026B
Net satışlar (Milyon dolar)	1.702	1.981	2.310	2.498	2.599
FAVÖK (Milyon dolar)	330	441	433	451	476
Net kar (Milyon dolar)	-21	87	203	219	261
Hisse başı net kar (Dolar)	-0,1	0,2	0,5	0,6	0,7
Hisse başı temettü	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Temettü verimi (%)	0%	0%	1%	2%	3%
F/K (x)	n,m,	19,3	8,3	7,7	6,4
FD/FAVÖK (x)	7,0	4,9	4,9	4,5	4,0

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co. tahminleri

Tavsiye:

AL

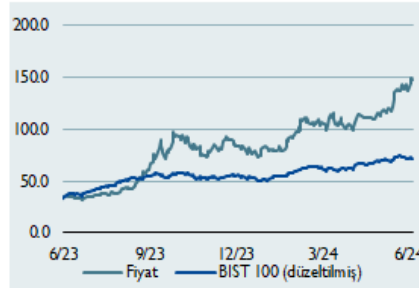
Hedef Fiyat: **TL241** (Önceki TL154)

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksinde göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. ÜNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	ULKER.IS
Sektör	Yiyecek ve İçecek
Fiyat	TL 147.40
Piyasa değeri (TLm)	54.431
Şirket değeri (TLm)	76.079
Piyasa değeri (USDm)	1.677
Şirket değeri (USDm)	2.344
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	25.91
Halka açıklık (%)	39

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	27.8	42.4	310.1
Endekse göre (%)	26.9	21.9	112.9

Kaynak: BIST 100, UNLU & CO

Görelle fiyat grafiği 5 Haziran 2024 tarihinde 10,351 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansını ölçer.

Araştırma Analisti
Ece Mandacı, CFA

ece.mandaci@unluco.com

Şirket Güncellemesi

ARAŞTIRMA | CEEMEA/Türkiye

Değerleme çarpanları ¹	2021	2022	2023	2024B	2025B	2026B
F/K (x)	a.d.	a.d.	19,3	8,3	7,7	6,4
FD/FAVÖK(x)	8,6	7,0	4,9	4,9	4,5	4,0
FD/satış (x)	1,6	1,4	1,1	0,9	0,8	0,7
Temettü verimi (%)	0%	0%	0%	1%	2%	3%

Oran analizi	2021	2022	2023	2024B (TMS29 ile)	2025B (TMS29 ile)	2026B (TMS29 ile)
Sermaye verimliliği (%)	-8,6	-5,9	17,1	27,3	24,6	25,3
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	48,9	73,9	29,0	23,8	23,2	23,5
Brüt marj (%)	28,8	29,8	32,0	30,6	30,0	30,2
FAVÖK marjı (%)	18,5	19,4	22,3	18,7	18,0	18,3
FVÖK marjı (%)	16,7	18,2	21,2	16,8	16,1	16,4
Ner kar marjı (%)	-3,7	-1,3	4,4	8,8	8,8	10,0
Net borç/FAVÖK (x)	3,8	2,4	1,6	1,3	1,0	0,7
Faiz karşılama oranı (FAVÖK) (x)	-3,6	-1,5	-0,6	-0,2	-0,1	-0,1

Kar ve zarar (Milyon dolar) ^{1,2}	2021	2022	2023	2024B (TMS29 ile)	2025B (TMS29 ile)	2026B (TMS29 ile)
Net satışlar	1.415	1.702	1.981	2.310	2.498	2.599
Büyüme oranı (yıllık)	2%	20%	16%	17%	8%	4%
Brüt kar	408	508	634	708	748	784
FAVÖK	262	330	441	433	451	476
Büyüme oranı (yıllık)	-4%	26%	34%	-2%	4%	6%
FVÖK	237	309	420	388	402	425
Büyüme oranı (yıllık)	-4%	30%	36%	-7%	4%	6%
Diğer gelir/gider	711	182	0	12	-5	-6
Finansman geliri/gideri	-956	-486	-275	-95	-65	-32
Vergi öncesi kar	-8	5	144	303	332	388
Vergi	-10	7	-19	-70	-78	-91
Efektif vergi oranı	a.d.	a.d.	13,0%	23,3%	23,6%	23,6%
Kontrol gücü olmayan paylar	34	33	39	29	35	36
Net kar	-52	-21	87	203	219	261
Büyüme oranı (yıllık)	-134%	-59%	a.d.	133%	8%	19%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	369	369	369	369	369	369
Hisse başı net kar (dolar)	-0,14	-0,06	0,24	0,55	0,59	0,71
Hisse başı temettü (dolar)	0,00	0,00	0,00	0,05	0,05	0,07
Temettü ödeme oranı	0,0%	0,0%	0,0%	9,5%	9,5%	9,5%
USD/TL ortalama	8,9	16,6	23,7	33,7	42,8	52,4
USD/TL kapanış	13,0	18,7	29,4	38,2	48,1	56,7

Nakit akışı (Milyon dolar)	2023	2024B	2025B	2026B	Bilanço (Milyon dolar)	2023	2024B	2025B	2026B
FVÖK	420	388	402	425	Nakit	396	402	494	588
Amortisman ve itfa giderleri	21	44	48	51	Dönen varlıklar	1.256	1.411	1.591	1.740
İşletme sermayesindeki değişim	16	-79	-44	-47	Maddi duran varlıklar	553	608	603	600
Ödenen vergiler	-55	-90	-95	-100	Maddi olmayan duran varlıklar	112	111	110	109
Toplam yatırım harcaması	-41	-56	-72	-89	Duran varlıklar	836	910	922	921
Yatırım harcaması/hasılat	-2,1%	-2,4%	-2,9%	-3,4%	Toplam Varlıklar	2,092	2,321	2,514	2,662
Serbest nakit akışı	362	207	239	240	Kısa vadeli yükümlülükler	525	576	610	631
Serbest nakit akış oranı	18,2%	9,0%	9,6%	9,3%	Uzun vadeli yükümlülükler	895	888	887	890
Ödenen temettü	0	0	-18	-20	Özkaynaklar	673	857	1,017	1,141
Net borç değişim	126	45	107	99	Toplam Kaynaklar	2,092	2,321	2,514	2,662
					Net işletme sermayesi	448	526	571	600
					Net nakit (borç)	574	530	423	325

Kaynak: Şirket verileri, UNLU & Co. tahminleri ¹2024'te açıklanan temettü ödemesi 2023B finansallarında sunulmuştur. ²2023 finansallarına ilişkin hesaplamalar TMS29 düzeltmesi öncesi çeyreklik açıklanan TL finansallarına dayanmakta ve ortalama USD/TL kuruna bölünmektedir. Bu nedenle, 2023 yılı için kar marjları TMS29'a göre düzeltilmiş TL finansallara göre farklılık gösterebilir. 2024 sonrası için tahminlerimiz Türkiye faaliyetleri için USD/TL kapanış tahminlerine ve yurtdışı faaliyetleri için ortalama USD/TL tahminlerine dayanmaktadır.

Değerleme çarpanları ¹	2021	2022	2023	2024B	2025B	2026B
F/K (x)	a.d.	a.d.	19,3	8,3	7,7	6,4
FD/FAVÖK(x)	8,6	7,0	4,9	4,9	4,5	4,0
FD/satış (x)	1,6	1,4	1,1	0,9	0,8	0,7
Temettü verimi (%)	0%	0%	0%	1%	2%	3%

Oran analizi	2021	2022	2023 (TMS29 ile)	2024B (TMS29 ile)	2025B (TMS29 ile)	2026B (TMS29 ile)
Sermaye verimliliği (%)	-8,6	-5,9	17,1	27,3	24,6	25,3
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	48,9	73,9	29,0	23,8	23,2	23,5
Brüt marj (%)	28,8	29,8	32,0	30,6	30,0	30,2
FAVÖK marjı (%)	18,5	19,4	22,3	18,7	18,0	18,3
FVÖK marjı (%)	16,7	18,2	21,2	16,8	16,1	16,4
Ner kar marjı (%)	-3,7	-1,3	4,4	8,8	8,8	10,0
Net borç/FAVÖK (x)	3,8	2,4	1,6	1,3	1,0	0,7
Faiz karşılama oranı (FAVÖK) (x)	-3,6	-1,5	-0,6	-0,2	-0,1	-0,1

Kar ve zarar (TLm) ¹	2021	2022	2023 (TMS29 ile)	2024B (TMS29 ile)	2025B (TMS29 ile)	2026B (TMS29 ile)
Net satışlar	12.537	28.197	55.836	84.776	115.820	143.767
Büyüme oranı (yıllık)	29%	125%	7%	52%	37%	24%
Brüt kar	3.612	8.409	16.177	25.775	34.481	43.238
FAVÖK	2.324	5.467	10.601	15.771	20.814	26.274
Büyüme oranı (yıllık)	22%	135%	58%	49%	32%	26%
FVÖK	2.098	5.118	9.416	14.076	18.498	23.398
Büyüme oranı (yıllık)	22%	144%	84%	49%	31%	26%
Diğer gelir/gider	6.297	3.014	8.781	448	-255	-317
Finansman geliri/gideri	-8.466	-8.051	-13.421	-3.611	-3.138	-1.826
Vergi öncesi kar	-71	82	4.777	10.913	15.104	21.256
Vergi	-92	118	-554	-2.637	-3.557	-5.006
Efektif vergi oranı	-130,4%	-144,5%	11,6%	24,2%	23,6%	23,6%
Kontrol gücü olmayan paylar	302	553	844	1.102	1.505	1.869
Net kar	-464	-353	3.379	7.173	10.041	14.381
Büyüme oranı (yıllık)	-143%	-24%	n.m.	112%	40%	43%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	342	342	369	369	369	369
Hisse başı net kar (TL)	-1,36	-1,03	9,15	19,43	27,19	38,94
Hisse başı temettü (TL) ¹	0,00	0,00	0,00	1,85	2,58	3,70
Temettü ödeme oranı	0,0%	0,0%	0,0%	9,5%	9,5%	9,5%

Nakit akışı (TLm)	2023	2024B	2025B	2026B	Bilanço (TLm)	2023	2024B	2025B	2026B
FVÖK	9.416	14.076	18.498	23.398	Nakit	11.657	15.344	23.768	33.361
Amortisman ve itfa giderleri	1.184	1.696	2.316	2.875	Dönen varlıklar	36.987	53.850	76.529	98.761
İşletme sermayesindeki değişim	1.880	-2.646	-1.893	-2.432	Maddi duran varlıklar	16.274	23.208	29.008	34.065
Ödenen vergiler	-1.093	-3.402	-4.356	-5.510	Maddi olmayan duran varlıklar	3.288	4.220	5.274	6.194
Toplam yatırım harcaması	-1.198	-2.119	-3.475	-5.032	Duran varlıklar	24.602	34.710	44.345	52.264
Yatırım harcaması/hasilat	-2,1%	-2,5%	-3,0%	-3,5%	Toplam Varlıklar	61.590	88.560	120.874	151.025
Serbest nakit akışı	10.190	7.604	11.090	13.300	Kısa vadeli yükümlülükler	15.447	21.967	29.323	35.790
Serbest nakit akış oranı	18,2%	9,0%	9,6%	9,3%	Uzun vadeli yükümlülükler	26.340	33.891	42.668	50.506
					Özkaynaklar	19.802	32.703	48.883	64.730
					Toplam Kaynaklar	61.590	88.560	120.874	151.025
Ödenen temettüler	0	0	-681	-954	Net işletme sermayesi	448	526	571	600
					Net nakit (borç)	16.906	20.213	20.342	18.413

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co. tahminleri ¹2024'teki muhtemel temettü ödemesi 2023B finansallarında sunulmuştur. ²2023 ve sonrası için tahminler enflasyon muhasebesinin etkisini içermektedir. 2023 sonrası tüm tahminlerimiz ilgili yılın yılsonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsindedir

IÇ24 değerlendirmesi

Ülker IÇ24'te beklentimize paralel TL2,167m net kar açıkladı (Ünlü: TL2,226m). Açıklanan net kar rakamı geçen yılın aynı dönemine göre %3 aşağıdadır. Şirketin satış gelirleri IÇ24'te yıllık bazda %13 artarak TL19,601m olmuştur (Ünlü: TL19,579m). FAVÖK rakamı ise IÇ24'te geçen yılın aynı dönemine göre %13 artışla TL4,042m olarak gerçekleşti (Ünlü: TL3,671m). Yılın bu çeyreğinde şirketin FAVÖK marjı yatay seviyede korunmuştur. Diğer yandan, şirketin Net Borcu dolar bazında dönemsel işletme sermayesi artış etkisiyle çeyrek bazda %5 artarak 602m dolara ulaştı.

Tablo 1: IÇ24 - Enflasyon muhasebesi öncesi ve sonrası finansallar

TLm	IÇ23	IÇ24	y/y	Beklentiler	% Sapma
				Ünlü	Ünlü
Net satış	17,347	19,601	13%	19,579	0%
FAVÖK	3,572	4,042	13%	3,671	10%
FAVÖK marjı	20.6%	20.6%	0.0pp	18.7%	
Net kar	2,226	2,167	-3%	2,226	-3%
Net marj	0	11.1%	-1.8pp	11.4%	

Kaynak: Şirket verileri

Tahminlerdeki değişiklikler

Güncellenmiş tahminlerimiz, önceki projeksiyonlarımıza kıyasla 2024 için FAVÖK'te %11 artış ve net gelirden %42 artış yansıtıyor. Bu revizyon, artan kakaoya maliyetleri ve muhasebe standartlarındaki değişiklikler de dahil olmak üzere, maliyet enflasyonu nedeniyle FAVÖK marjlarının normalleşmesini dikkate alıyor. Hammadde erken tedariki ve tedarik zinciri ile üretim birimlerinde verimliliğin artırılması gibi maliyet optimizasyonu önlemlerinin, IAS29 tahminlerine dayanarak %18'in üzerinde bir FAVÖK marjı sağlamaya yardımcı olacağını öngörüyoruz. Ayrıca, net gelirin 2023'te 87 milyon USD'den 2024'te 192 milyon USD'ye önemli ölçüde artmasını bekliyoruz. Net kardaki artışın ana sebebi önceki dönemlerde görülen yüksek borçluluk ve kısa döviz pozisyonu sebebiyle oluşan kur farkı gideri etkisiyle gerçekleşen düşük karlılık bazıdır.

Ülke'nin değerlendirilmesinde, %25 ağırlıklandırma ile uluslararası emsal karşılaştırma analizi uyguladık. Bu karşılaştırmada 2023B FD/FAVÖK ve F/K oranlarını %30 iskonto ile baz aldık. Ayrıca, yedi yıllık bir tahmin dönemi, %2 nihai büyüme oranı ve %12,5 AOSM (%7,5 risksiz getiri oranı, %6 piyasa risk primi ve 1,0x betadan oluşan) içeren dolar bazlı bir indirgenmiş nakit akışı analizine geçtik.

Ayrıca, 129 milyon USD tutarındaki Godiva varlıklarının defter değerini dahil ediyor, FMC ve Hi-Food'daki azınlık hisse değerlerini düzeltiyor ve Yıldız Holding'den ticari olmayan alacaklara 2,0 milyar TL ekliyoruz. Başlıca aşağı yönlü riskler makro rüzgarlar, mevzuat değişiklikleri ve artan rekabettir.

Tablo 2: Tahminlerdeki değişiklikler

TL m	2023	Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Fark	
		2024B	2025B	2024B	2025B	2024B	2025B
Net Satışlar	55,836	71,948	95,840	84,776	115,820	18%	21%
FAVÖK	10,601	14,174	18,689	15,771	20,814	11%	11%
Net kar	3,379	5,060	7,217	7,173	10,041	42%	39%
FAVÖK Marjı	19.0%	19.7%	19.5%	18.6%	18.0%	-1.1pp	-1.5pp
Net Marj	6.1%	7.0%	7.5%	8.5%	8.7%	1.4pp	1.1pp
Makro Tahminler							
USD/TL ortalama	23.69	36.14	47.16	33.69	42.85	-7%	-9%
EUR/TL ortalama	29.44	42.44	52.83	38.16	48.09	-10%	-9%

Kaynak: ÜNLÜ & Co. Tahminleri

Bahsi geçen şirketler (5 Haziran 2024 kapanış fiyatlarıyla)
Şirket borsa kodu (ULKER.IS, Tavsiye AL, Hedef fiyat 241 TL)

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.S ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

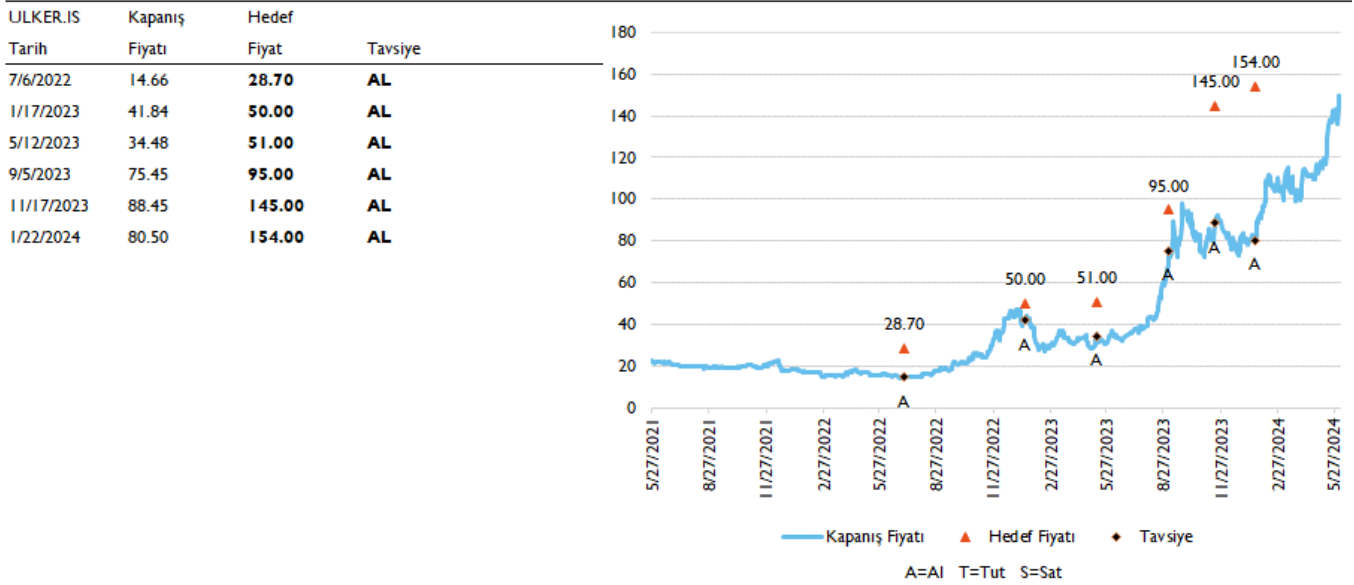
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLURESEARCH@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Ece Mandacı, CFA işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği ULKER.IS



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	Al	Tut	Sat	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	62	36	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

Al (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir

iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

Hedef fiyat: (12 aylık dönem için geçerli) (ULKER.IS)

Değerleme metodu: İNA ve uluslararası benzer karşılaştırmasının harmanlanmış değerini kullanıyoruz. Dolar bazında AOSM: %12, Risksiz getiri oranı: %7,5, Hisse risk primi: 6, Beta: 1x

Riskler: Türkiye'deki ve küresel piyasalardaki makro dalgalanma ve yerel üreticilerin sert rekabeti aşağı yönlü temel risklerdir.

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş ("BIST") endeksine ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanlıtıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
Ülker	D

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüphenin varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahı ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz.

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğuna düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımnî hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası (“ADR”) gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iş birimleri ve onların hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlama açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.