

## ÜLKER BİSKÜVİ 4Ç2023 Sonuçları

Harun Dereli hdereli@ziraatyatirim.com.tr

Aylin Koşar akosar@ziraatyatirim.com.tr

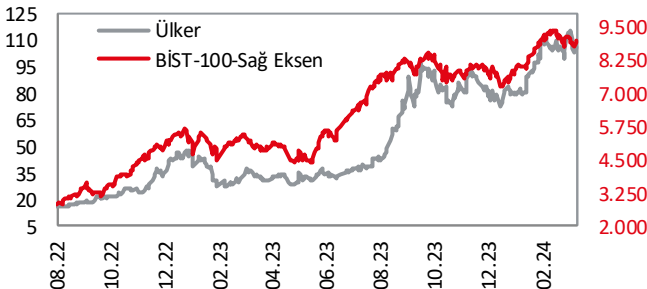
**"Ülker 2023 Yılına 3.379mn TL  
Net Dönem Karı (TMS 29 Etkisi Dahil) ile Tamamladı..."**

## Öneri "AL"

Hedef Hisse Fiyatı : 164,10TL

Reuters/Bloomberg	ULKER.IS/ULKER.TI		
Sektör	Gıda		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	105,10 TL	3,26 USD	
BİST 100	8.955 TL	277 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	32,2791		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	28,26 TL	115,60 TL	
Hisse Adedi (mn)	369		
Piyasa Değeri (mn TL)	38.811		
Net Borç (mn TL)	18.902		
Filili Dolaşımdaki Pay Oranı	39,0%		
Halka Açıklık	39,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	11,2%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	88,8%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	-1,2%	36,6%	195,9%
BİST-100	-4,2%	16,9%	80,0%
BİST-100 Göreceli	3,1%	16,9%	64,4%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	294,24		
(mn TL)	2022	2023	% Değ.
Net Satış	51.981	55.836	7,4%
Brüt Kar	11.328	16.177	42,8%
Faaliyet Karı /Zararı	7.058	10.993	55,8%
Ana Ort. Net Dön. Karı/Zararı	985	3.379	243,1%
	F/K	FD/FAVÖK	
ULKER	11,5	6,7	
BİST-100	7,3	a.d.	
Uluslararası Benzer Şirketler (2024T)	17,7	9,4	
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı		
Pladis Foods Limited	47,2%		
Diğer	46,1%		
Yıldız Holding A.Ş	6,7%		

## HİSSE PERFORMANSI



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 20.03.2024 verileri kullanılmıştır.

Ülker'in 2023 yılı ana ortaklık net dönem karı 3.379mn TL olarak açıklanmıştır. 2022 yılında şirketin ana ortaklık net dönem karı 985mn TL idi.

Şirketin satış gelirleri 2023 genelinde 2022'ye göre %7,4 oranında artarak 55.836mn TL olmuştur. Aynı dönemde satışların maliyeti ise %2,4 oranında gerilemiş ve 39.660mn TL'yi göstermiştir. Böylece brüt kar %42,8 oranında artarak 16.177mn TL'ye ulaşmıştır. Brüt kar marjı ise yıllık 7,2 puan artışla %29 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde operasyonel giderler %16,7 oranında artmış ve 6.760mn TL'yi göstermiştir. Diğer faaliyetlerden ise 2023'te net 1.576mn TL gelir kaydedilmiş ve bunlara bağlı olarak da 10.993mn TL faaliyet karı oluşmuştur. 2022'de 7.058mn TL faaliyet karı kaydedilmişti. Faaliyet karı marjı 6,1 puan artışla %19,7 olarak gerçekleşmiştir.

Diğer taraftan, 2023 FAVÖK'ü ise %58,1 oranında artışla 10.601mn TL'yi göstermiştir. FAVÖK marjı 6,1 puan artışla %19 seviyesine yükselmiştir.

Şirketin yatırım faaliyetlerinden net gelirleri 7.205mn TL'yi göstermiştir. Net finansman giderleri 2023'de 17.896mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2022'de net finansman giderleri 16.091mn TL idi. 2023'te 4.475mn TL parasal kazanç (2022: 5.841mn TL parasal kazanç) açıklamıştır. 554mn TL'lik vergi gideri ve 844mn TL'lik azınlık payı düşüldükten sonra 2023 ana ortaklık net dönem karı da 3.379mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Ülker'de hedef hisse fiyatını, beklentilerimizdeki değişiklikler ve şirket çarpanlarındaki güncellemelere bağlı olarak 117,00TL'den **164,10TL**'ye yükseltiyoruz. Hisse için daha önceki "AL" önerimizi de koruyoruz.

ÖZET GELİR TABLOSU (mn TL)	TMS 29 Etkisi Hariç						TMS 29 Etkisi Dahil		
	4Ç22	4Ç23	%Değ.	2022	2023	%Değ.	2022	2023	%Değ.
Satışlar	9.018	14.828	64,4%	28.197	46.861	66,2%	51.981	55.836	7,4%
Brüt Kar	2.841	5.316	87,1%	8.409	15.970	89,9%	11.328	16.177	42,8%
FAVÖK	1.834	3.542	93,1%	5.467	10.469	91,5%	6.703	10.601	58,1%
Net Kar/Zarar (Azınlık payı hariç)	983	1.910	94,2%	-353	2.570	a.d	985	3.379	243,1%
Brüt Kar Marjı	31,5%	35,8%	4,3%	29,8%	34,1%	4,3%	22%	29%	7,2%
FAVÖK Marjı	20,3%	23,9%	3,5%	19,4%	22,3%	3,0%	12,9%	19,0%	6,1%
Net Kar Marjı	10,9%	12,9%	2,0%	-1,3%	5,5%	a.d	1,9%	6,1%	4,2%

**Kaynak:** Ülker, Ziraat Yatırım

Şirket tarafından ek olarak TMS 29 hariç finansallar yayımlanmıştır. Buna göre, 4Ç2023'te satış gelirleri %64 oranında artışla 14.828mn TL'yi (piyasa beklentisi: 14.136mn TL idi) göstermiştir (2022: 28.197mn TL, 2023: 46.861mn TL). 4Ç2023 brüt karı %87'lik artışla 5.316mn TL olmuştur (2022: 8.409mn TL, 2023: 15.970mn TL). 4Ç2023 FAVÖK'ü %93 oranında artışla 3.542mn TL olarak gerçekleşmiştir (2022: 5.467mn TL, 2023: 10.469mn TL). FAVÖK marjı 4Ç2023'te 2022'nin aynı dönemine göre 3,6 puan artmış ve %23,9 olmuştur. İlgili dönemde, net dönem karı ise 4Ç2023'te %94 oranında artmış ve 1.910mn TL'ye (2022: 353mn TL zarar, 2023: 2.570mn TL kar) yükselmiştir. Bu kalemden hesaplanan marj da %12,9'u (4Ç2022: %10,9) göstermektedir.

**2023'de toplam satış hacmi %1,5 oranında artmıştır...**

Şirket'in toplam satış miktarı 2023 yılında 2022'ye göre %1,5 oranında artarak 603bin ton seviyesine ulaşmıştır. 2023'te daha yüksek satış hacminin olumlu katkısı ve satış fiyatlarının yükselişiyle yurtiçi satış gelirleri %75 oranında artarken, yurtdışı satış gelirleri de kur etkisi sayesinde %51,8 oranında artmıştır.

Atıştırmalık Satış Hacmi (Bin Ton)	2022	2023	%Değ.	Satış Gelirleri Mn TL	2022	2023	%Değ.
Yurtiçi	410	315	-23,2%	Yurtiçi	17.482	30.599	75,0%
Uluslararası	185	128	-30,8%	Uluslararası	10.715	16.262	51,8%
<b>Toplam</b>	<b>594</b>	<b>603</b>	<b>1,5%</b>	<b>Toplam</b>	<b>28.197</b>	<b>46.861</b>	<b>66,2%</b>

**Kaynak:** Ülker, Ziraat Yatırım

**Satış gelirleri dördüncü çeyrekte toplam %64,4 oranında arttı...**

Toplam atıştırmalık satış miktarı dördüncü çeyrekte geçen yılın aynı dönemine göre %2,6 oranında artarak 160bin ton olurken, atıştırmalık satış cirosu ise %65 oranında yükselmiştir.

Konsolide Satış Hacmi (Bin Ton)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	4Ç23-4Ç22 %Değ.	2022	2023	%Değ.
Bisküvi	87	73	80	82	83	71	85	87	5,6%	323	326	1,1%
Çikolata	58	53	51	60	58	52	55	59	-3,0%	222	224	1,1%
Kek	12	12	13	13	12	11	15	15	9,0%	50	53	6,0%
<b>Atıştırmalık Toplam</b>	<b>157</b>	<b>138</b>	<b>144</b>	<b>156</b>	<b>153</b>	<b>135</b>	<b>155</b>	<b>160</b>	<b>2,6%</b>	<b>594</b>	<b>603</b>	<b>1,5%</b>
Diğer	22	20	19	25	20	16	23	26	4,0%	87	85	-2,1%
<b>Toplam</b>	<b>179</b>	<b>158</b>	<b>163</b>	<b>181</b>	<b>173</b>	<b>151</b>	<b>178</b>	<b>186</b>	<b>2,8%</b>	<b>682</b>	<b>688</b>	<b>0,9%</b>
Atıştırmalık Satış Cirosu (mn TL)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	4Ç23-4Ç22 %Değ.	2022	2023	%Değ.
Bisküvi	2.616	2.502	3.348	3.656	4.124	3.849	5.293	6.058	65,7%	12.123	19.324	59,4%
Çikolata	2.678	2.819	3.164	4.234	5.048	4.633	5.584	6.871	62,3%	12.895	22.136	71,7%
Kek	369	420	566	633	668	660	1.005	1.135	79,4%	1.988	3.468	74,5%
<b>Toplam</b>	<b>5.664</b>	<b>5.741</b>	<b>7.078</b>	<b>8.523</b>	<b>9.840</b>	<b>9.142</b>	<b>11.882</b>	<b>14.064</b>	<b>65,0%</b>	<b>27.005</b>	<b>44.929</b>	<b>66,4%</b>
Diğer	222	250	224	496	272	370	526	764	54,1%	1.192	1.932	62,1%
<b>Toplam</b>	<b>5.886</b>	<b>5.991</b>	<b>7.302</b>	<b>9.018</b>	<b>10.112</b>	<b>9.512</b>	<b>12.409</b>	<b>14.828</b>	<b>64,4%</b>	<b>28.197</b>	<b>46.861</b>	<b>66,2%</b>

**Kaynak:** Ülker, Ziraat Yatırım

**Şirket'in 4Ç2023'de bölgesel marjlara bağlı olarak toplam marjda da yükseliş devam etti...**

Ülker'in yurtiçi FAVÖK marjı 4Ç2022'deki %18,4'den %21,6'ya yükselmiştir. Uluslararası satışlar FAVÖK'ü de aynı dönemde %18,9'dan %21,9'a çıkıştır. Bölgesel marjlardaki toparlanmaya bağlı olarak toplam FAVÖK marjı da %20,3'den %23,9'a çıkmıştır.

Ülker'le ilgili beklentilerimizi 2023 yılı gerçekleştirmeleri ardından güncelliyoruz. Buna göre, 2024 yılsonu satış gelirleri tahminimiz 78.259mn TL iken, FAVÖK marjı tahminimiz de %18,9 seviyesindedir.

	2023	2024T	2025T
Finansal Tahminler	TMS 29 Etkisi Dahil		
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>55.836</b>	<b>78.259</b>	<b>97.191</b>
Yurtiçi	38.077	51.403	63.997
Uluslararası	17.760	26.855	33.193
<b>FAVÖK</b>	<b>10.601</b>	<b>14.779</b>	<b>18.163</b>
<b>Ana Ort.N.D. Kar/Zar</b>	<b>3.379</b>	<b>2.528</b>	<b>4.388</b>
FAVÖK Marjı	19,0%	18,9%	18,7%
Net Kar Marjı	6,1%	3,2%	4,5%

**Kaynak:** Ülker, Ziraat Yatırım

**Ülker için daha önceki "AL" önerimizi koruyoruz...**

Ülker'in tahmini hedef piyasa değerini, beklentilerimizdeki değişiklikler ve piyasa çarpanlarındaki değişikliklere bağlı olarak 43.206mn TL'den **60.597mn TL**'ye, hedef hisse fiyatımızı da 117,00TL'den **164,10TL**'ye yükseltiyoruz. Güncellenmiş hedef hisse fiyatımıza göre Ülker hisseleri %36 oranında iskontolu işlem görmektedir. Bu nedenle daha önceki **"AL"** önerimizi de koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu	Açıklama	(Mn TL)
İNA	(%5 Büyüme)	54.743
Benzer Şirket Karşılaştırması	(2024T FD/FAVÖK:9,4x) (%30 İskonto)	84.017
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>	<b>(%80 İNA+%20 Benzer Şir. Çar.)</b>	<b>60.597</b>
<b>Hedef Hisse Fiyatı</b>		<b>164,10</b>
<b>Ülker Hisse Fiyatı (20.03.2024)</b>		<b>105,10</b>
İskonto Oranı		36,0%

**Kaynak:** Ziraat Yatırım

<b>ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>%Değ.</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>41.773</b>	<b>36.987</b>	<b>-11,5%</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	15.249	11.657	-23,6%
Ticari Alacaklar	12.174	12.067	-0,9%
Diğer Alacaklar	2.567	2.164	-15,7%
Stoklar	8.516	8.391	-1,5%
Diğer Dönen Varlıklar	963	1.211	25,8%
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>24.376</b>	<b>24.602</b>	<b>0,9%</b>
Finansal Yatırımlar	4.428	4.010	-9,4%
Maddi Duran Varlıklar	14.703	16.274	10,7%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3.329	3.288	-1,2%
Diğer Duran Varlıklar	1.916	1.031	-46,2%
<b>TOPLAM AKTİFLER</b>	<b>66.149</b>	<b>61.590</b>	<b>-6,9%</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>27.826</b>	<b>15.447</b>	<b>-44,5%</b>
Finansal Borçlar	1.524	1.140	-25,2%
Uzun Vade Borç. Kısa Vade Kısımları	17.262	4.320	-75,0%
Ticari Borçlar	6.857	7.635	11,4%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	5	5	6,9%
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>22.680</b>	<b>26.340</b>	<b>16,1%</b>
Finansal Borçlar	20.348	25.103	23,4%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	2.332	1.238	-46,9%
<b>ÖZSERMAYE</b>	<b>12.036</b>	<b>17.971</b>	<b>49,3%</b>
Ödenmiş Sermaye	342	369	8,0%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	16.235	17.220	6,1%
Net Dönem Karı/Zararı	985	3.379	243,1%
Diğer	-5.526	-2.996	a.d
<b>TOPLAM PASİFLER</b>	<b>62.542</b>	<b>59.759</b>	<b>-4,4%</b>
<b>ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>%Değ.</b>
<b>SATIŞLAR</b>	<b>51.981</b>	<b>55.836</b>	<b>7,4%</b>
Satışların Maliyeti (-)	40.653	39.660	-2,4%
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>11.328</b>	<b>16.177</b>	<b>42,8%</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	1.239	1.388	12,1%
Pazarlama Giderleri (-)	4.390	5.133	16,9%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	165	239	45,0%
Diğer Faaliyetlerden Gelir / Giderler	1.523	1.576	3,5%
<b>NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>7.058</b>	<b>10.993</b>	<b>55,8%</b>
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	4.564	7.205	57,9%
Faaliyet Dışı Fin.Gel./Gid.	-16.091	-17.896	a.d
Net Parasal Poz. Kazanç./Kayıpları	5.841	4.475	-23,4%
Vergi Gideri/Geliri	-57	554	a.d
Net Dönem Karı/Zararı	1.430	4.223	195,4%
<b>Ana Ortaklık Net Dönem Karı/Zararı</b>	<b>985</b>	<b>3.379</b>	<b>243%</b>

**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](mailto: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](mailto:info@ziraatyatirim.com.tr)

### Aracılık Hizmetleri Servisi

0850 22 22 979

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