

ÜLKER BİSKÜVİ 1Ç2024 Sonuçları

Gaye Aksongur Yavuz gaksongur@ziraatyatirim.com.tr

Aylin Koşar akosar@ziraatyatirim.com.tr

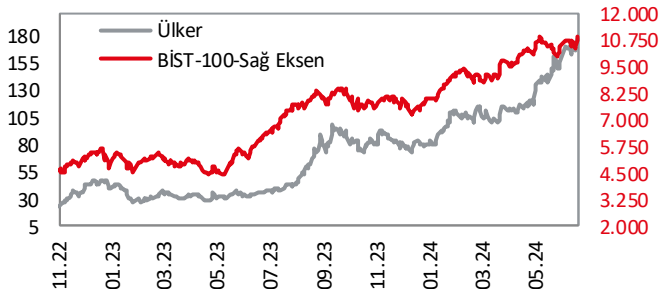
"Ülker, 2024 Yılı'nın İlk Çeyreğini 2.167mn TL Net Dönem Karı ile Tamamladı..."

Öneri "AL"

Hedef Hisse Fiyatı : 260,00TL

Reuters/Bloomberg	ULKER.IS/ULKER.TI		
Sektör	Gıda		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	176,30 TL	5,43 USD	
BİST 100	10.873 TL	335 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	32,4929		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	35,74 TL	176,30 TL	
Hisse Adedi (mn)	369		
Piyasa Değeri (mn TL)	65.103		
Net Borç (mn TL)	21.647		
Fili Dolaşımdaki Pay Oranı	39,1%		
Halka Açıklık	39,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	11,6%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	88,4%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	17,6%	73,7%	391,1%
BİST-100	4,9%	19,1%	81,1%
BİST-100 Göreceli	12,1%	45,8%	171,2%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	377,93		
(mn TL)	1Ç2023	1Ç2024	% Değ.
Net Satış	17.347	19.601	13,0%
Brüt Kar	5.332	6.265	17,5%
Faaliyet Karı /Zararı	3.254	4.189	28,7%
Ana Ort. Net Dön. Karı/Zararı	2.226	2.167	-2,6%
	F/K	FD/FAVÖK	
ULKER	19,6	7,8	
BİST-100	8,4	a.d.	
Uluslararası Benzer Şirketler (2024T)	15,3	9,7	
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı		
Pladis Foods Limited	47,2%		
Diğer	46,1%		
Yıldız Holding A.Ş	6,7%		

HİSSE PERFORMANSI



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 04.07.2024 verileri kullanılmıştır.

Ülker'in 1Ç2024 ana ortaklık net dönem karı, 2023'ün aynı çeyreğine göre %2,6 oranında azalarak 2.167mn TL olarak açıklanmıştır. Kardaki azalışta ertelenmiş vergi gideri etkili olmuştur.

Şirketin satış gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %13 oranında artmış ve 19.601mn TL olmuştur. Aynı dönemde brüt kar %17,5 oranında artarak 6.265mn TL'ye ulaşmıştır. Brüt kar marjı ise 1,2 puan artışla %32 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde operasyonel giderler %22,6 oranında artmış ve 2.600mn TL'yi göstermiştir. Diğer faaliyetlerden ise 1Ç2024'te net 524mn TL'lik gelir (1Ç2023: 42,9mn TL net gelir) kaydedilmiş ve bunlara bağlı olarak da 4.189mn TL faaliyet karı oluşmuştur. Faaliyet karı marjı 2,6 puan artışla %21,4 olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, 1Ç2024 FAVÖK'ü geçen yılın aynı dönemine göre %13,2 oranında artışla 4.042mn TL olurken, FAVÖK marjı %20,6 seviyesinde gerçekleşmiş ve 2023'ün aynı dönemine göre değişim göstermemiştir.

Yatırım faaliyetlerinden 1.324mn TL'lik net gelir kaydedilirken (1Ç2023: 832,8mn TL net gelir), net finansman giderleri 1Ç2024'de 3.201mn TL (1Ç2023: 2.291mn TL net gider) olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde 1.316mn TL parasal kazanç (1Ç2023: 1.428mn TL parasal kazanç) açıklamıştır. 1.147mn TL'lik vergi gideri ve 314mn TL'lik azınlık payı düşüldükten sonra şirketin ana ortaklık net dönem karı da 2.167mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Ülker Grubu'nun kovenant baz net borç / FAVÖK oranı 4Ç2023 sonundaki 1,58'ten 1Ç2024'te %1,49'a gerilemiştir. Bununla birlikte şirketin açık pozisyonunun %65'i kapatılmıştır. Mart 2024 itibarıyla 335mn USD açık pozisyon hedge edilmiştir. Ek olarak, vadesi 10.2025'te dolacak olan Eurobond'un ise refinansman çalışmaları devam etmektedir.

Ülker'in hedef hisse fiyatını, beklentilerimizdeki değişiklikler ve şirket çarpanlarındaki güncellemelere bağlı olarak 164,10TL'den **260,00TL**'ye yükseltiyoruz. Hisse için daha önceki **"AL"** önerimizi de koruyoruz.

ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	1Ç23	1Ç24	1Ç24-1Ç23 %Değ.
SATIŞLAR	17.347	19.601	13,0%
Satışların Maliyeti (-)	12.015	13.336	11,0%
BRÜT KAR/ZARAR	5.332	6.265	17,5%
Faaliyet Giderleri (-)	2.120	2.600	22,6%
Genel Yönetim Gid. (-)	69	78	11,7%
Pazarlama Gid. (-)	1.692	2.041	20,6%
Araştırma ve Geliştirme Gid.(-)	359	481	34,2%
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	3.211	3.665	14,1%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	43	524	a.d.
FAALİYET KARI/ZARARI	3.254	4.189	28,7%
FAVÖK	3.572	4.042	13,2%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	833	1.324	59,0%
FİNANS. ÖNCESİ FAAL. KARI/ZARARI	4.087	5.514	34,9%
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-2.291	-3.201	a.d.
Net Parasal Pozisyon Kazanç (Kayıp)	1.428	1.316	-7,8%
Vergi Öncesi Kar/Zarar	3.224	3.628	12,5%
Vergi Gideri/Geliri (-)	734	1.147	56,4%
NET DÖNEM KARI/ZARARI	2.490	2.481	-0,4%
Kontrol gücü olmayan paylar	264	314	18,7%
Ana Ort Net Dön K/Z	2.226	2.167	-2,6%
FİNANSAL ORANLAR			
Brüt Kar Marjı	30,7%	32,0%	1,2%
Faaliyet Kar Marjı	18,8%	21,4%	2,6%
FAVÖK Marjı	20,6%	20,6%	-
Ana Ort.Net Kar Marjı	12,8%	11,1%	-1,8%

Kaynak: Ülker, Ziraat Yatırım

Şirket'in toplam atıştırmalık satış miktarı ilk çeyrekte 1Ç2023'e göre %17 artmış ve 179bin ton olmuştur. Atıştırmalık satış hacmine Önem Gıda'nın satış hacimleri de dahil edildiğinde toplam hacim 200bin ton (yıllık +%15,4) olarak hesaplanmaktadır.

1Ç2024'de toplam satış hacmi %15,4 oranında artmıştır...

Konsolide Satış Hacmi (Bin Ton)	1Ç23	1Ç24	1Ç24-1Ç23 %Değ.
Bisküvi	83	92	11,0%
Çikolata	58	72	24,0%
Kek	12	15	26,0%
Atıştırmalık Toplam	153	179	17,0%
Diğer	20	21	3,3%
Toplam	173	200	15,4%

Kaynak: Ülker, Ziraat Yatırım

1Ç2024'de geçen yılın aynı dönemine göre artan satış hacminin olumlu katkısı, satış fiyatlarının yükselişi ve Ramazan ayının katkısıyla yurtiçi satış gelirleri %16,9 oranında artarken, yurtdışı satış gelirleri de kur tarafının sınırlı etkisi ile %5,3 oranında artış göstermiştir.

Satış gelirleri ilk çeyrekte toplam %13 oranında arttı...

Satış Gelirleri Mn TL	1Ç23	1Ç24	%Değ.
Yurtiçi	11.477	13.417	16,9%
Uluslararası	5.870	6.184	5,3%
Toplam	17.347	19.601	13,0%

Kaynak: Ülker, Ziraat Yatırım

Şirket'in 1Ç2024'deki toplam FAVÖK marjı aynı seviyede devam etmiştir...

Ülker'in yurtiçi FAVÖK marjı 1Ç2023'deki %19,7'den %19,2'ye gerilemiştir. Buna karşın, toplam marj oluşumuna yurtiçinin katkısı 1Ç2023'e göre 0,1 puan (Toplam 20,6'nın 13,2 puanı) daha fazla olmuştur. Uluslararası satışlar FAVÖK'ü ise aynı dönemde %22,4'den %23,6'ya çıkıştır (Toplam 20,6'nın 7,5 puanı). Bölgesel marjlardaki farklı yön, toplam FAVÖK marjının %20,6 ile geçen yılın aynı dönemine göre aynı seviyede kalmasına sebep olmuştur.

Ülker'le ilgili beklentilerimizi güncelliyoruz. Buna göre, 2024 yılı satış gelirleri tahminimiz 86.555mn TL iken, FAVÖK marjı tahminimiz de %18,5 seviyesindedir.

Finansal Tahminler (mn TL)	2024T	2025T
Satış Gelirleri	86.555	119.756
Yurtiçi	55.211	74.535
Uluslararası	31.344	45.221
FAVÖK	15.993	21.956
Ana Ort.N.D. Kar/Zar	6.346	8.870
FAVÖK Marjı	18,5%	18,3%
Net Kar Marjı	7,3%	7,4%

Kaynak: Ülker, Ziraat Yatırım

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

Ülker'in tahmini hedef piyasa değerini, beklentilerimizdeki değişiklikler ve güncellemelere bağlı olarak 60.597mn TL'den **96.013mn TL**'ye, hedef hisse fiyatımızı da 164,10TL'den **260,00TL**'ye yükseltiyoruz. Güncellenmiş hedef hisse fiyatımıza göre Ülker hisseleri %32,2 oranında iskonto lu işlem görmektedir. Bu nedenle daha önceki **"AL"** önerimizi de koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu	Açıklama	(Mn TL)
İNA	(%5 Büyüme)	93.042
Benzer Şirket Karşılaştırması	(2024T FD/FAVÖK:8,1x)	107.900
Hedef Piyasa Değeri	(%80 İNA+%20 Benzer Şir. Çar.)	96.013
Hedef Hisse Fiyatı		260,00
Ülker Hisse Fiyatı (04.07.2024)		176,30
İskonto Oranı		32,2%

Kaynak: Ziraat Yatırım

ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)	03/2023	03/2024	
DÖNEN VARLIKLAR	-	43.524	
Nakit ve Nakit Benzerleri	-	12.662	
Ticari Alacaklar	-	16.357	
Diğer Alacaklar		2.862	
Stoklar		8.999	
Diğer Dönen Varlıklar		2.643	
DURAN VARLIKLAR	-	26.729	
Finansal Yatırımlar		4.396	
Maddi Duran Varlıklar		18.307	
Maddi Olmayan Duran Varlıklar		3.586	
Diğer Duran Varlıklar		440	
TOPLAM AKTİFLER	-	70.254	
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	-	17.102	
Finansal Borçlar		1.668	
Uzun Vade Borç. Kısa Vade Kısımları		4.770	
Ticari Borçlar		6.946	
Diğer Borçlar ve Karşılıklar		3.718	
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	-	29.665	
Finansal Borçlar		27.876	
Diğer Borçlar ve Karşılıklar		1.789	
ÖZSERMAYE	-	23.486	
Ödenmiş Sermaye		369	
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları		23.701	
Net Dönem Karı/Zararı		2.167	
Diğer		-2.751	
TOPLAM PASİFLER	-	70.254	
ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	03/2023	03/2024	%Değ.
SATIŞLAR	17.347	19.601	13,0%
Satışların Maliyeti (-)	12.015	13.336	11,0%
BRÜT KAR/ZARAR	5.332	6.265	17,5%
Genel Yönetim Giderleri (-)	359	481	34,2%
Pazarlama Giderleri (-)	1.692	2.041	20,6%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	69	78	11,7%
Diğer Faaliyetlerden Gelir / Giderler	43	524	a.d.
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	3.254	4.189	28,7%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	833	1.324	59,0%
Faaliyet Dışı Fin.Gel./Gid.	-2.291	-3.201	a.d.
Net Parasal Poz. Kazanç./Kayıpları	1.428	1.316	-7,8%
Vergi Gideri/Geliri	734	1.147	56,4%
Net Dönem Karı/Zararı	2.490	2.481	-0,4%
Ana Ortaklık Net Dönem Karı/Zararı	2.226	2.167	-2,6%

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük Pazarlama

Finanskent Mah. Finans Cad. B Blok No: 44b İç Kapı No: 15 Ümraniye / İSTANBUL
+90 216 590 1700 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0850 22 22 979

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