

ÜLKER BİSKÜVİ 2Ç2023 Sonuçları

Harun Dereli hdereli@ziraatyatirim.com.tr

Aylin Koşar akosar@ziraatyatirim.com.tr

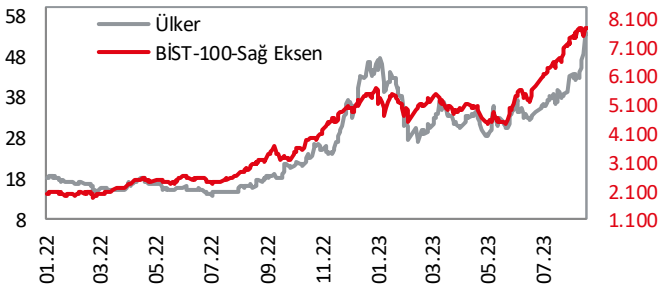
"Ülker 2Ç2023'de Beklentilerin Üzerinde Ana Ortaklık Net Dönem Zararı Açıkladı..."

Öneri "AL"

Hedef Hisse Fiyatı : 71,00TL

Reuters/Bloomberg	ULKER.IS/ULKER.TI		
Sektör	Gıda		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	53,50 TL	1,97 USD	
BİST 100	7.771 TL	286 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	27,1275		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	16,96 TL	53,50 TL	
Hisse Adedi (mn)	342		
Piyasa Değeri (mn TL)	18.297		
Net Borç (mn TL)	19.844		
Fili Dolaşımdaki Pay Oranı	42,1%		
Halka Açıklık	39,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	15,7%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	84,4%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	35,5%	66,8%	227,0%
BİST-100	16,2%	74,0%	153,8%
BİST-100 Göreceli	16,6%	-4,2%	28,9%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	127,96		
(mn TL)	2Ç2022	2Ç2023	% Değ.
Net Satış	5.991	9.512	58,8%
Brüt Kar	1.698	2.997	76,5%
Faaliyet Karı /Zararı	1.285	2.827	120,0%
Ana Ort. Net Dön. Karı/Zararı	-649	-1.692	a.d.
	F/K	FD/FAVÖK	
ULKER	a.d.	5,2	
BİST-100	7,6	a.d.	
Uluslararası Benzer Şirketler (2023T)	19,3	10,0	
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı		
Pladis Foods Limited	51,0%		
Diğer	49,0%		

HİSSE PERFORMANSI



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 22.08.2023 verileri kullanılmıştır.

Ülker, 2023 yılının ikinci çeyreğinde 1.692mn TL ana ortaklık net dönem zararı kaydederek, ortalama piyasa beklentisinin ve bizim beklentimizin üzerinde bir zarar rakamı açıklamıştır. Piyasanın ortalama ana ortaklık net dönem zararı beklentisi 1.516mn TL iken, bizim beklentimiz 624mn TL zarar yönündeydi. Tahminlerimizdeki sapmada finansman giderlerinin beklentimizden yüksek gerçekleşmesi etkili olmuştur. Bir önceki yılın aynı döneminde Şirket 649mn TL ana ortaklık net dönem zararı kaydetmişti. Diğer taraftan Şirket'in FAVÖK'ü ise 1.915mn TL ile 1.820mn TL'lik piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşmiştir.

Satış gelirleri ikinci çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre, %58,8 oranında artarak 9.512mn TL'ye ulaşırken, şirketin brüt karı da %76,5 oranında yükselerek 2.997mn TL olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde şirketin operasyonel giderleri %84,6 oranında artarken, diğer faaliyetlerden 1.023mn TL net gelir kaydedilmiştir. Böylece şirketin faaliyet karı bir önceki yılın aynı dönemine göre %120 oranında artarak 2.827mn TL'ye çıkmıştır.

Şirket'in FAVÖK'ü ise 2Ç2022'ye göre %68,8 oranında artmış, FAVÖK marjı da 1,2 puan iyileşerek %20,1 olmuştur. Yatırım faaliyetlerinden bu çeyrekte 3.026mn TL net gelir elde edilirken, 7.662mn TL'lik de net finansman gideri (2Ç2022'de 2.435mn TL net finansman gideri) kaydedilmiştir.

İkinci çeyrekteki zarar rakamıyla birlikte Şirket 6A2023'de 797mn TL ana ortaklık net dönem zararı oluşmuştur. Ülker bir önceki yılın aynı döneminde 1.119mn TL ana ortaklık net dönem zararı açıklamıştı.

Ülker'in net borcu kurlardaki artışların etkisiyle 1Ç2023'deki 15,3 milyar TL'den 2Ç2023'de 19,8 milyar TL'ye yükselmiştir.

Ülker'de hedef hisse fiyatını, beklentilerimizdeki değişiklikler ve şirket çarpanlarındaki güncellemelere bağlı olarak 57,00TL'den **71,00TL**'ye yükseltiyoruz. Hisse için daha önceki **"AL"** önerimizi de koruyoruz.

ÖZET GELİR TABLOSU (MİN TL)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	2Ç23-2Ç22 %Değ.	6A2022	6A2023	% Değ.
SATIŞLAR	5.886	5.991	7.302	9.018	10.112	9.512	58,8%	11.877	19.624	65,2%
Satışların Maliyeti (-)	4.037	4.293	5.281	6.177	6.641	6.515	51,7%	8.330	13.156	57,9%
BRÜT KAR/ZARAR	1.849	1.698	2.021	2.841	3.471	2.997	76,5%	3.547	6.468	82,4%
Faaliyet Giderleri (-)	683	647	856	1.105	1.243	1.194	84,6%	1.329	2.437	83,3%
Genel Yönetim Gid. (-)	133	146	195	242	211	248	70,3%	278	459	64,9%
Pazarlama Gid. (-)	537	484	640	825	992	906	87,3%	1.021	1.898	85,9%
Araştırma ve Geliştirme Gid.(-)	12	17	21	38	40	39	127,9%	30	79	166,4%
Diğer Faaliyetlerden Gel./Gid.	168	234	381	-43	21	1.023	336,9%	402	1.044	159,6%
NET FAALİYET KARI/ZARARI	1.335	1.285	1.546	1.693	2.249	2.827	120,0%	2.620	5.075	93,7%
FAVÖK	1.245	1.134	1.254	1.834	2.343	1.915	68,8%	2.379	4.258	79,0%
Yatırım Faaliyet Gel./Gid.	343	546	902	483	488	3.026	454,6%	889	3.514	295,4%
Faaliyet Dışı Fin. Gel./Gid.	-1.997	-2.435	-2.479	-1.141	-1.336	-7.662	a.d	-4.431	-8.999	a.d
Vergi (-)	12	-49	69	-150	248	-419	a.d	-37	-171	a.d
Net Dönem Karı/Zararı	-331	-555	-100	1.185	1.153	-1.391	a.d	-886	-237	a.d
Ana Ort Net Dön K/Z	-471	-649	-217	983	896	-1.692	a.d	-1.119	-797	a.d
FİNANSAL ORANLAR										
Brüt Kar Marjı	31,4%	28,3%	27,7%	31,5%	34,3%	31,5%	3,2%	29,9%	33,0%	
Faaliyet Kar Marjı	22,7%	21,5%	21,2%	18,8%	22,2%	29,7%	8,3%	22,1%	25,9%	
FAVÖK Marjı	21,1%	18,9%	17,2%	20,3%	23,2%	20,1%	1,2%	20,0%	21,7%	
Ana Ort.Net Kar Marjı	-8,0%	-10,8%	-3,0%	10,9%	8,9%	-17,8%	-7,0%	-9,4%	-4,1%	

Kaynak: Ülker, Ziraat Yatırım

2Ç2023'de toplam satış hacmi %4,6 oranında azaldı...

Şirket'in toplam satış miktarı ikinci çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre %4,6 oranında azalarak 151bin ton seviyesine ulaşmıştır. Türkiye atıştırmalık satış miktarı sabit kalarak 95bin ton olurken, uluslararası atıştırmalık satış miktarı ise kek kategorisindeki göreceli daralma ve bisküvi kategorisinde yapılan miktar ayarlamaları nedeniyle %7,9 oranında azalarak 40bin tona gerilemiştir.

Atıştırmalık Satış Hacmi (Bin Ton)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	2Ç23-2Ç22 %Değ.	6A22	6A23	%Değ.
Yurtiçi	107	95	105	103	105	95	-	202	201	-0,5%
Uluslararası	50	43	39	53	47	40	-7,9%	93	87	-6,5%
Toplam	157	138	144	156	153	135	-2,3%	295	288	-2,4%
Konsolide Satış Hacmi (Bin Ton)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	2Ç23-2Ç22 %Değ.	6A22	6A23	%Değ.
Bisküvi	87	73	80	82	83	71	-2,7%	160	154	85,9%
Çikolata	58	53	51	60	58	52	-1,1%	111	111	90,0%
Kek	12	12	13	13	12	11	-5,0%	24	23	96,4%
Atıştırmalık Toplam	157	138	144	156	153	135	-2,3%	295	287	88,3%
Diğer	23	20	19	25	21	16	-20,0%	43	37	78,8%
Toplam	179	158	163	181	173	151	-4,6%	337	324	87,2%

Kaynak: Ülker, Ziraat Yatırım

Satış gelirleri ikinci çeyrekte %58,8 oranında arttı...

İkinci çeyrekte satış miktarındaki azalışa karşın satış fiyatlarında gerçekleşen artışların etkisiyle yurtiçi satış gelirleri %71,5 oranında artarken, yurtdışı satış gelirleri de %40,6 oranında artmıştır.

Satış Gelirleri Mn TL	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	2Ç23-2Ç22 %Değ.	6A22	6A23	%Değ.
Yurtiçi	3.382	3.465	4.588	5.374	6.426	5.943	71,5%	6.847	12.369	92,5%
Uluslararası	2.282	2.276	2.491	3.149	3.414	3.200	40,6%	4.558	6.614	93,7%
Diğer	222	250	223	495	272	369	47,7%	472	641	135,9%
Toplam	5.886	5.991	7.302	9.018	10.112	9.512	58,8%	11.877	19.624	94,1%

Kaynak: Ülker, Ziraat Yatırım

Şirket'in 2Ç2023'de yurtiçi FAVÖK marjlarına bağlı olarak toplam marjlarda da yükseliş devam etti...

2023 yılı için FAVÖK beklentimiz 8,2 milyar TL...

Ülker'in yurtiçi FAVÖK marjı 2Ç2022'deki %17,8'den %20,2'ye yükselmiştir. Uluslararası satışlar FAVÖK'ü de aynı dönemde %22,7'den %22,3'e gerilemiştir. Yurtiçi marjlardaki toparlanmaya bağlı olarak toplam FAVÖK marjı da %18,9'dan %20,1'e çıkmıştır.

2023 yılı ilk yarı yıl gerçekleştirmeleri ardından, Şirket'le ilgili tahminlerimizi güncelliyoruz. Buna göre, 2023 yılı için satış gelirleri tahminimizi 39.863mn TL'den 42.399mn TL'ye yükseltirken, FAVÖK karı beklentimizi 7.223mn TL'den 8.172mn TL'ye çıkartıyoruz.

Finansal Tahminler	2023T			2024T	
	2022	Eski	Yeni	Eski	Yeni
Satış Gelirleri	28.197	39.863	42.399	48.564	54.801
Yurtiçi	16.808	24.069	25.330	29.894	31.459
Uluslararası	10.198	13.993	15.269	16.434	21.105
Diğer	1.191	1.801	1.801	2.236	2.236
FAVÖK	5.467	7.223	8.172	8.713	9.969
Ana Ort.N.D. Kar/Zar	-353	656	336	1.391	1.506
FAVÖK Marjı	19,4%	18,1%	19,3%	17,9%	18,2%
Net Kar Marjı	-1,3%	1,6%	0,8%	2,9%	2,7%

Kaynak: Ülker, Ziraat Yatırım

Ülker'in tahmini hedef piyasa değerini, beklentilerimizdeki değişiklikler ve piyasa çarpanlarındaki değişikliklere bağlı olarak 19.494mn TL'den 24.281mn TL'ye, hedef hisse fiyatımızı da 57,00TL'den **71,00TL**'ye yükseltiyoruz. Güncellenmiş hedef hisse fiyatımıza göre Ülker hisseleri %24,6 oranında iskonto lu işlem görmektedir. Bu nedenle daha önceki **"AL"** önerimizi de koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu	Açıklama	(Mn TL)
İNA	(%19,2 İskonto,%5 Büyüme) (2024T FD/FAVÖK:9,0x)	18.823
Benzer Şirket Karşılaştırması	(2023T FD/FAVÖK:10,0x) (%30 İskonto)	46.113
Hedef Piyasa Değeri	(%80 İNA+%20 Benzer Şir. Çar.)	24.281
Hedef Hisse Fiyatı		71,00
Ülker Hisse Fiyatı (22.08.2023)		53,50
İskonto Oranı		24,6%

Kaynak: Ziraat Yatırım

ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)	2020	2021	2022	6A2022	6A2023	%Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	14.701	18.765	25.174	22.488	29.099	29,4%
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.836	3.005	9.255	3.324	8.758	163,5%
Ticari Alacaklar	3.092	4.688	7.388	5.790	9.893	70,9%
Diğer Alacaklar	2.215	614	1.558	1.190	2.127	78,7%
Stoklar	1.696	3.218	4.996	4.280	6.555	53,2%
Diğer Dönen Varlıklar	3.863	7.240	1.977	586	650	10,9%
DURAN VARLIKLAR	4.791	7.479	12.685	8.843	15.827	79,0%
Finansal Yatırımlar	978	1.878	2.687	2.348	3.701	57,6%
Maddi Duran Varlıklar	2.847	3.641	6.817	3.869	7.447	92,5%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	860	1.548	2.018	1.803	2.880	59,8%
Diğer Duran Varlıklar	106	411	1.163	823	1.799	118,5%
TOPLAM AKTİFLER	19.492	26.244	37.859	31.331	44.926	43,4%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	3.231	6.134	16.887	15.092	11.933	-20,9%
Finansal Borçlar	288	760	925	1.278	1.599	25,1%
Uzun Vade Borç. Kısa Vade Kısımları	1.135	2.103	10.476	9.401	3.691	-60,7%
Ticari Borçlar	1.275	2.270	4.161	3.270	4.428	35,4%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	532	1.001	1.325	31	5	-84,3%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	9.444	15.796	13.289	12.006	24.354	102,9%
Finansal Borçlar	9.058	15.314	12.349	11.412	23.317	104,3%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	386	482	940	593	1.037	74,8%
ÖZSERMAYE	6.817	4.314	7.682	2.517	5.908	134,7%
Ödenmiş Sermaye	342	342	342	342	342	0,0%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	3.541	4.385	3.920	3.920	3.567	-9,0%
Net Dönem Karı/Zararı	1.081	-464	-353	-1.119	-797	a.d
Diğer	1.852	52	3.773	-626	2.796	a.d
TOPLAM PASİFLER	19.492	26.244	37.859	29.615	42.195	42,5%
ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	2020	2021	2022	6A2022	6A2023	%Değ.
SATIŞLAR	9.716	12.537	28.197	11.877	19.624	65,2%
Satışların Maliyeti (-)	6.778	8.925	19.788	8.330	13.156	57,9%
BRÜT KAR/ZARAR	2.937	3.612	8.409	3.547	6.468	82,4%
Genel Yönetim Giderleri (-)	267	354	715	278	459	64,9%
Pazarlama Giderleri (-)	923	1.121	2.486	1.021	1.898	85,9%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	24	40	89	30	79	166,4%
Diğer Faaliyetlerden Gelir / Giderler	16	332	741	402	1.044	159,6%
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	1.739	2.430	5.859	2.620	5.075	93,7%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	1.896	5.965	2.274	889	3.514	295,4%
Faaliyet Dışı Fin.Gel./Gid.	-2.058	-8.466	-8.051	-4.431	-8.999	a.d
Vergi Gideri/Geliri	308	92	-118	-37	-171	a.d
Net Dönem Karı/Zararı	1.269	-162	200	-886	-237	a.d
Ana Ortaklık Net Dönem Karı/Zararı	1.081	-464	-353	-1.119	-797	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