

Ülker

Olumlu trend devam edecek

- **Ülker hisseleri ile ilgili “Endeksin Üzerinde Getiri” önerimizi korurken, 12 aylık fiyat hedefimizi hisse başına 23,50 TL’ye (önceki 20,50 TL) yükseltiyoruz.** Fiyat hedefimizdeki artış, Ülker’in beklentilerin üzerinde gelen 1Ç17 sonuçlarının ardından, 2017 yılı tahminlerimizde yaptığımız yukarı yönlü değişikliklerden kaynaklanmaktadır. Şirket için 2017 ciro beklentimizi 4,4 milyar TL’den, 4,5 milyar TL’ye yükseltirken, 2017 yılı FAVÖK marjı beklentimizi %13,0’dan %13,5’a yükseltiyoruz. Ülker hisseleri 2017 tahminimize göre 11,4x FD/FAVÖK çarpanı işlem görürken, bu değer, son üç yıllık ortalamasına göre %3 iskontoya işaret ediyor. Hisse için bir sonraki destekleyici haber akışının, Yıldız Holding grup şirketi olan United Biscuits’in sahip olduğu Suudi Arabistan fabrikasının Haziran ayında (şirket tahmini) satın alınması olacağını düşünüyoruz. Bu satın alma Ülker’i Suudi Arabistan’da ikincilikten birinciliğe taşıyacak.
- **1Ç17’deki eğilim...** Ülker, bizim beklentimiz olan yavaş hacim büyümesinin tersine, ilk çeyrekte yurtiçi ve uluslararası satış hacimlerinde yaşanan güçlü büyüme ile sürpriz yaptı. Ayrıca hammadde fiyatlarındaki dalgalı seyir ve TL’nin yıllık bazda değer kaybını dikkate aldığımızda FAVÖK marjının da baskı altında kalmasını bekliyorduk. Ancak, Ülker 1Ç17’de %19’luk ciro büyümesi (yapılan fiyat artışları, uluslararası gelirlerinin TL’nin zayıf seyrinden dolayı artması ve yeni ürün lansmanları ile birlikte) ve FAVÖK marjı 1Ç17’de yıllık 0,5 ve çeyreklik 1,8 artışla %14,3’e çıktı. Karlılığın artmasında yüksek marjlı markalı ürünlerin payının artması ve faaliyet giderlerinden sağlanan verimlilik etkili oldu. Sonuç olarak, Ülker 1Ç17’de yüksek enflasyon ile (1Ç17’de ortalama TÜFE artışı %11,3 idi) fiyatlarını yıllık %12,7 arttırdı ve iyileşen tüketici talebiyle birlikte 1Ç17’de yıllık %5,6 hacim büyümesi gerçekleşti.
- **...bu çeyreğin de iyi geçeceğinin sinyalini veriyor.** Yönetim 2Ç17’de iç talebin canlı gittiğini belirtirken, Ülker’in Nisan ayı satışlarının ve karlılığının 1Ç17 eğilimine paralel güçlü olduğunu belirtti.
- **Şirket 2017 yılı ciro hedefini 4.55 milyar TL’ye yükseltti. FAVÖK marjı hedefini şimdilik %13,0’de sabit bırakırken 2Ç17 sonuçları sonrasında artırabileceği sinyalini verdi.** Güçlü 1Ç17 sonuçlarının ardından, yönetim beklentilerin üzerinde performans gösteren Suudi Arabistan operasyonlarının etkisiyle 2017 ciro hedefini 4,35 milyar TL’den 4,55 milyar TL’ye yükseltti ama FAVÖK marjı hedefi olan %13,0’ü sabit bıraktı (1Ç17’de %14,3 FAVÖK marjı elde etti). Bizim 2017 yılsonu FAVÖK marjı beklentimiz %13,5 ile yönetimin hedefinin üzerinde bulunuyor.

Endeksin Üzerinde

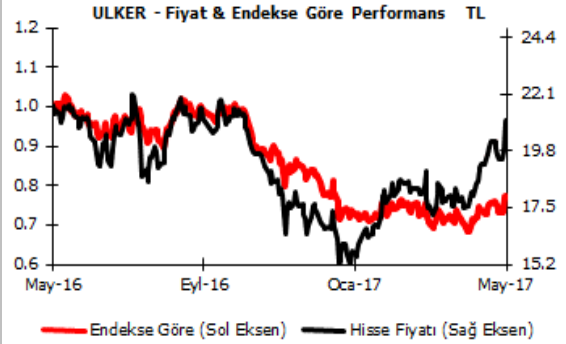
Hisse Fiyatı: 20,82 TL
12 Aylık Hedef: 23,50 TL

Bertuğ Tüzün
bertug.tuzun@akyatirim.com.tr

Hisse Verileri

Hisse Kodu (Reuters, B.berg)	ULKER.IS, ULKER TI
Piyasa Değ. (milyon TL)	7,120
Hisse Adedi (000)	342,000
Halka Açıklık Oranı	%50
İşlem Hacmi (3 ay ort., mln.TL)	21,8
Net Borç (2017/03, milyon TL)	703
BIST-100 Endeksi (TL)	94.996

Hisse verileri 12 Mayıs 2017 itibarıyla.



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	%6,8	%16,8	%15,7	-%2,4
Göreceli*	%5,5	%11,3	%4,4	-%21,9

* BIST Getiri Endeksi’ne göre

Tahminler (milyon TL)

	2015	2016	2017T	2018T
Net Satış	3.075	3.922	4.543	4.980
VAFÖK	410	513	615	700
VAFÖK marjı	%13,3	%13,1	%13,5	%14,1
Net Kâr	243	230	338	397
FD/Satışlar	2,3	1,7	1,5	1,4
FD/VAFÖK*	17,2	13,0	11,4	9,9
F/K	26,3	29,4	21,0	17,9

*Godiva ve Bim hisselerinin etkisinden arındırılmış

Ortaklık Yapısı

Yıldız Holding	%28,9
Pladis Foods Limited	%21,0
Halka Açık	%50,1

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2017