

Ülker

Endeksin Üzerinde Getiri

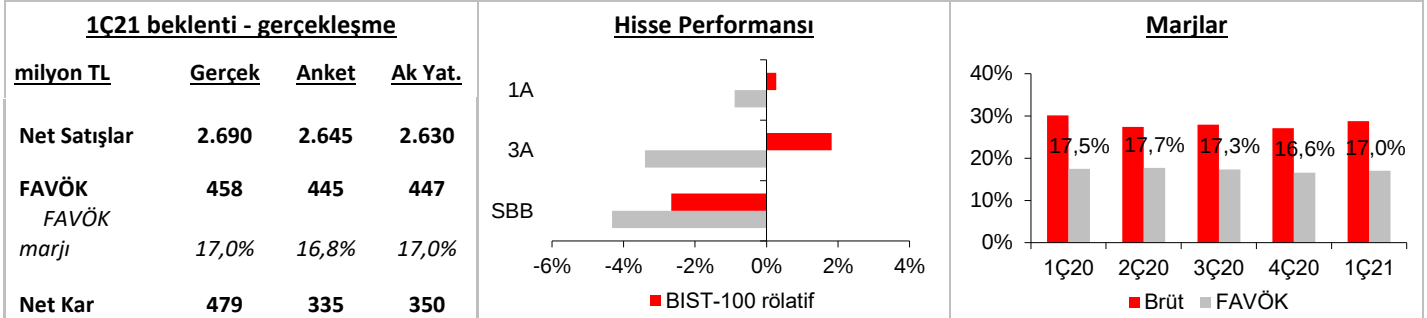
Cari fiyat: 22,54 TL

12-ay Fiyat hedefi: 30,00 TL

Analist Kayahan Demirak

kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr

1Ç21 Bilanço Değerlendirmesi



Finansal yatırımlardan gelen yeniden değerlendirme farkı 1Ç21 net kar rakamını beklentilerimizin üzerine taşıdı

Ülker 1Ç21'de beklentilerin üzerinde, 479mn TL net kar açıkladı. (Ak Yatırım: 350mn TL; Piyasa: 335mn TL). Tahminlerimizde görülen sapmanın temel sebebi şirketin finansal yatırımlarından 103mn TL yeniden değerlendirme kazancı elde etmesi oldu. Operasyonel sonuçlar ise beklentilere paralel gerçekleşti. Ülker, nakit varlıklarının 5,6 milyar TL'lik kısmını kısa vadeli yatırım fonlarında (içeriği bilinmiyor) değerlendiriyor. Şirket, uzun süredir olası bir satın almada kullanmak için yüksek miktarda nakit pozisyonu taşıyor ve Ekim 2020'de 5 yıl vadeli, 650 milyar ABD doları tutarında Eurobond ihracı gerçekleştirdi. Satın alma için olası adaylar i) "Önem Gıda (Yıldız Holding'e ait hammadde tedariki ve işleme şirketi) ve ii) "Horizon" ve "Pasific" (Yıldız Holding'e ait dağıtım ve satış şirketleri). Bu üç şirketin de Ülker ile ticari ilişkili taraf işlemi bulunuyor.

- ✓ 1Ç21 satış gelirleri yıllık bazda %13 artışla tahminlere paralel gerçekleşti (Ak Yatırım: TL 2,63 milyar; Piyasa: 2,64 milyar TL). Konsolide satış hacimleri, yüksek baz etkisi ve Türkiye'de kapanma önlemleri nedeniyle yıllık bazda %8,8 geriledi (Türkiye: -13,5% ve Yurtdışı: +1,5%). Türkiye'de ton başı fiyatlarda yıllık yaklaşık %27'lik artış ve yurtdışı faaliyetlerindeki kur dönüşüm etkisi satış büyümesini destekledi.
- ✓ 1Ç21 FAVÖK beklentilere büyük ölçüde paralel, yıllık bazda %10 artışla 458mn TL gerçekleşti (Ak Yatırım: 447mn TL; Piyasa: 445mn TL). FAVÖK marjı Türkiye'deki tarafında zayıflayan karlılık nedeniyle 0,5 puan daralarak %17,0 seviyesinde gerçekleşti.
- ✓ Ülker'in, Yıldız Holding'den olan ticari olmayan alacakları 1.7 milyar TL'den, 1,9 milyar TL'ye yükseldi. Bu artışta dolar kuru etkili oldu. Şirketin alacağı 232mn dolar seviyesinde yatay kaldı. Hatırlanacağı üzere, Ülker, ana ortağı Yıldız Holding'e, 3Ç20'de 1.7 milyar TL kredi sağlamıştı.
- ✓ Ülker Holding'den alacakları hariç bakıldığında 303 milyon TL net nakit pozisyonuna geçti (2020 net borç: 218mn TL). Şirketin faaliyetlerinden elde ettiği nakit akışı, işletme sermayesi ihtiyacında görülen normalleşme sonrası (özellikle ticari borç günleri tarafında) yıllık bazda %503 artışla 468mn TL oldu. Güçlü nakit akışına ek olarak uzun döviz pozisyonundan gelen olumlu etki nakit pozisyonu artışında etkili oldu.

Yorum ve değerlendirme: Sonuçlara piyasa tepkisinin i) güçlü nakit akışı ve ii) beklentilerin üzerinde gelen net kar nedeniyle hafif olumlu olmasını bekliyoruz. Ülker için 30,0TL fiyat hedefiyle "Endeksin Üzerinde Getiri" önerimizi koruyoruz. Şirket bugün TR saatiyle 17.00'da bir telekonferans gerçekleştirecek. Ülker için mevcut değerlememiz herhangi bir satın alma etkisini değerlendirmeye almıyor. Büyük ölçekli bir satın almanın, fiyat ve satın alınacak şirkete göre, hedef fiyatımızda önemli değişiklik yapması olası. Şirket 2020 tahminlerimize göre 4,4x FD/FAVÖK ve 6,4x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor.

Özet Gelir Tablosu	1Ç21	1Ç20	y/y	4Ç20	ç/ç	2020	2019	y/y
Net Satışlar	2.690	2.376	13%	2.651	1%	9.401	7.803	20%
Brüt Kar	774	716	8%	718	8%	2.643	2.139	24%
Brüt Marj	28,8%	30,1%		27,1%		28,1%	27,4%	
FAVÖK	458	415	10%	440	4%	1.621	1.304	24%
FAVÖK marjı	17,0%	17,5%		16,6%		17,2%	16,7%	
Net Kar	479	-98	n.m.	287	67%	1.016	997	2%

Özet Bilanço	1Ç21	4Ç20	3Ç20	2Ç20	1Ç20
Net borç	1.624	1.924	2.552	671	1.389
FX pozisyonu	776	337	158	186	460
Faal. Nakit Akımı	468	548	-128	40	77
Serbest Nakit Akımı	447	441	-164	13	77

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 dayanılarak 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. 2020