

Ülker

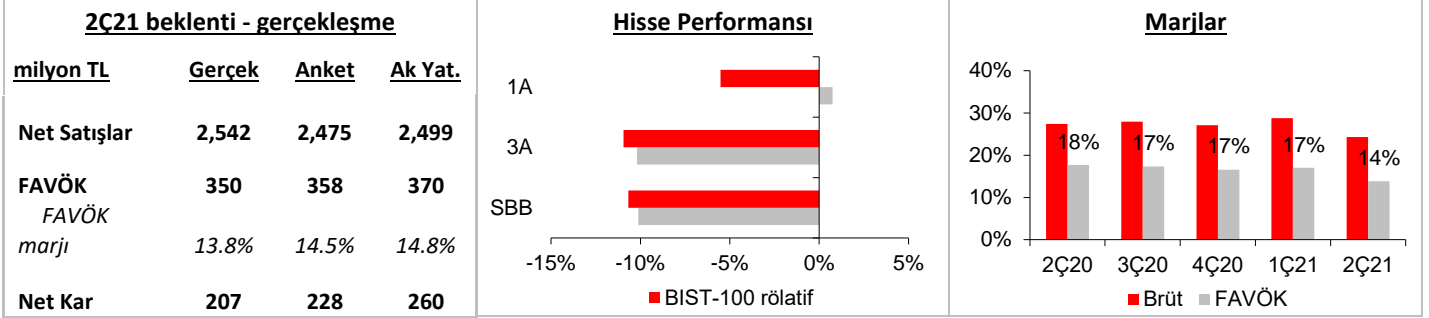
Endeksin Üzerinde Getiri

Cari fiyat: 20,06 TL
12-ay Fiyat hedefi: 30,50 TL

Analist Kayahan Demirak

kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr

2Ç21 Bilanço Değerlendirmesi



Artan etkin vergi oranı nedeniyle net kar beklentilerin altında

Ülker 2Ç21'de beklentilerin altında, 207mn TL net kar açıkladı. (Ak Yatırım: 260mn TL; Piyasa: 228mn TL). Tahminlerimizde görülen sapmanın temel sebebi şirketin etkin vergi oranının bizim %22'lik beklentimizin oldukça üzerinde %38,3 olarak gerçekleşmesi oldu. Ek olarak, Operasyonel sonuçlar da beklentilerimizin hafif altında kaldı.

- ✓ 2Ç21 satış gelirleri yıllık %19 artışla 2.54 milyar TL olurken, tahminlere büyük ölçüde paralel gerçekleşti (Ak Yatırım: TL 2,50 milyar; Piyasa: 2,48 milyar TL). Türkiye faaliyetlerinde %23'lük ciro artışı (-%4/+%28 hacim/fiyat etkisi) konsolide büyümeyi destekledi. Yurtdışı faaliyetlerin ciro büyümesi ise %7,4'lük hacim düşüşüne bağlı olarak sınırlı %12 artış gösterdi.
- ✓ 2Ç21 FAVÖK, piyasa beklentisine paralel, bizim beklentimizden hafif altında, yıllık %7 düşüşle 350mn TL gerçekleşti (Ak Yatırım: 370mn TL; Piyasa: 358mn TL). FAVÖK marjı artan girdi maliyetleri nedeniyle yıllık 3,9 puan gerileyerek %13,8 seviyesinde gerçekleşti.
- ✓ Ülker'in, Yıldız Holding'den olan ticari olmayan alacakları (dolar bazlı) kur etkisine bağlı olarak 1,9 milyar TL'den, 2,1 milyar TL'ye yükseldi. Hatırlanacağı üzere, Ülker, ana ortağı Yıldız Holding'e, 3Ç20'de 1,7 milyar TL kredi sağlamıştı.
- ✓ Ülker'in Holding'den alacakları hariç bakıldığında nakit pozisyonu 54mn TL seviyesine geriledi (1Ç21 net nakit: 296mn TL). Bunun temel sebebi şirketin uzun USD kısa EUR bilanço pozisyonu taşıması.

Yorum ve değerlendirme: Sonuçlara piyasa tepkisinin beklentilerin altında gelen net kar nedeniyle hafif olumsuz olmasını bekliyoruz. Mevcut tahminlerimiz, bir miktar aşağı yönlü risk olmakla beraber, şirketin düzenleyeceği telekonferans öncesi değişemedi. Ülker için 30,5TL 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 içermiyor. Büyük ölçekli bir satın almanın, fiyat ve satın alınacak şirkete göre, hedef fiyatımızda önemli değişiklik yapma ihtimali bulunuyor. Ülker, uzun süredir olası bir satın almada kullanmak için yüksek miktarda nakit pozisyonu taşıyor (2Ç21 itibarıyla 1.0milyar dolar) ve Ekim 2020'de 5 yıl vadeli, 650 milyar ABD doları tutarında Eurobond ihracı gerçekleştirdi. Ülker, 30.06.21 tarihinde, ana ortağı Yıldız Holding'den Önem Gıda'yı (hammadde satın alma ve işleme şirketi) satın almak için görüşmelere başladığını duyurmuştu.

milyon TL	2Ç21	2Ç20	y/y	1Ç21	ç/ç	6A21	6A20	y/y
Net Satışlar	2,542	2,145	19%	2,690	-5%	5,232	4,521	16%
Brüt Kar	618	587	5%	774	-20%	1,391	1,303	7%
Brüt Marj	24.3%	27.4%		28.8%		26.6%	28.8%	
FAVÖK	352	380	-7%	458	-23%	809	795	2%
FAVÖK marjı	13.8%	17.7%		17.0%		15.5%	17.6%	
Net Kar	207	504	-59%	479	-57%	686	406	69%

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 İnternet 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