

Ülker

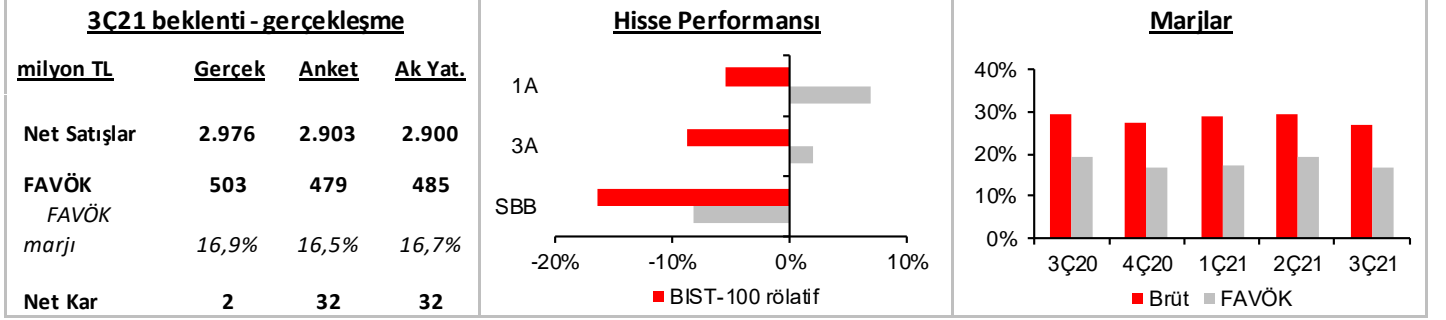
Gözden Geçiriliyor

Cari fiyat: 20,50 TL

Analist Kayahan Demirak

kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr

3Ç21 Bilanço Değerlendirmesi



Artan finansal giderler nedeniyle net kar beklentilerin altında

Ülker 3Ç21'de beklentilerin altında, 2mn TL net kar açıkladı. (Ak Yatırım: 32mn TL; Piyasa: 32mn TL). Tahminlerimizde görülen sapmanın temel sebebi beklentilerimizin üzerinde gelen finansal giderler oldu. Önem Gıda'nın satın alınması ve konsolidasyonu sonrası şirketin net borcu 5,04 mlyr seviyesine yükseldi (Net Borç / FAVÖK: 2,5x). Ek olarak şirketin döviz açık pozisyonu 4,4 milyar oldu (4Ç21 için net kar üzerinde baskıya işaret ediyor).

- ✓ 3Ç21 satış gelirleri yıllık %30 artışla 2.98 milyar TL olurken, tahminlere büyük ölçüde paralel gerçekleşti (Ak Yatırım: TL 2,90 milyar; Piyasa: 2,90 milyar TL). Türkiye faaliyetlerinde %34'lük ciro artışı (+%7/+%25 hacim/fiyat etkisi) konsolide büyümeyi destekledi. Yurtdışı faaliyetlerde satış hacimleri yatay kalırken, ciro çoğunlukla kur etkisine bağlı %25 artış gösterdi.
- ✓ 2Ç21 FAVÖK, beklentilerin hafif üzerinde yıllık %14 artışla 502mn TL gerçekleşti (Ak Yatırım: 485mn TL; Piyasa: 479mn TL). FAVÖK marjı artan girdi maliyetleri nedeniyle yıllık 2,4 puan gerileyerek %16,9 seviyesinde gerçekleşti.
- ✓ Ülker'in, Yıldız Holding'den olan ticari olmayan alacakları 2,2 milyar TL'den 565mn TL'ye geriledi. Önem Gıda satın alımı sonrası alacakların tamamının mahsuplaşacağını öngörüyoruz.

Yorum ve değerlendirme: Sonuçlara piyasa tepkisinin olumsuz olmasını bekliyoruz. Şirket bugün TR saatiyle 17.30'da bir telekonferans gerçekleştirecek. Ülker için önerimizi ve hedef fiyatımızı gözden geçiriyoruz. Şirket yönetimi, beklentilerinde revizyonları telekonferans da paylaşıyor.

Önem Gıda finansallarında öne çıkan noktalar:

- ✓ Şirketin satın alma tarihindeki özkaynakları 359,4mn TL. Bu durum 3,7mlyr TL üzerinden yapılan satın alma için 10,3 PD/DD çarpanına işaret ediyor. Şirketin maddi ve maddi olmayan duran varlıklarının net değeri ise 174mn TL.
- ✓ Önem Gıda konsolidasyonun, stok devir hızına yaklaşık 45 gün eklediğini tahmin ediyoruz. Bu durum Ülker için ilave işletme sermayesi ihtiyacı anlamına geliyor.
- ✓ Yeni düzenlenen finansallar, Önem Gıda'nın 9A20'de 193mn TL FAVÖK yarattığını gösteriyor. Önem Gıda'nın değerlemesine baz oluşturan 1Y21 itibarıyla yıllıklandırılmış FAVÖK ise 374mn TL. Bu, 4Ç20-1H21 döneminde Önem Gıda'nın FAVÖK'ünde çok güçlü bir iyileşmeye işaret ediyor.

milyon TL	3Ç21	3Ç20	y/y	2Ç21	ç/ç	9A21	9A20	y/y
Net Satışlar	2.976	2.291	30%	2.542	17%	8.419	6.977	21%
Brüt Kar	804	675	19%	618	30%	2.378	2.112	13%
Brüt Marj	27,0%	29,5%		24,3%		28,2%	30,3%	
FAVÖK	503	441	14%	352	43%	1.496	1.375	9%
FAVÖK marjı	16,9%	19,3%		13,8%		17,8%	19,7%	
Net Kar	2	248	-99%	207	-99%	655	682	-4%

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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