

Ülker

Nötr

Cari fiyat: 15,66 TL

12-ay Fiyat hedefi: TRY19,60 TL

4Ç21 Bilanço Değerlendirmesi

Analist Kayahan Demirak

kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr

4Ç21 beklenti - gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	4,118	3,770	3,890	1A		40%	20%
FAVÖK	833	692	718	3A		40%	20%
FAVÖK marjı	20.2%	18.4%	18.5%	SBB		35%	15%
Net Kar	-1,119	-962	-1,020			35%	15%

Artan finansman giderleri net karı olumsuz etkiledi

Ülker 4Ç21'de beklentilerden daha zayıf, 1.119milyon TL net zarar açıkladı. (Ak Yatırım: 1.020milyon TL net zarar; Piyasa: 962milyon TL net zarar). Tahminlerimizde görülen sapmanın temel sebebi kısa vadeli finansal yatırımlardan beklentimizin altında kalan değerlendirme geliri etkili oldu. Operasyonel sonuçlar ise beklentilerin üzerinde gerçekleşti.

- ✓ 4Ç21 satış gelirleri yıllık %50 artışla 4.12milyar TL olurken, tahminlerin hafif üzerinde geldi (Ak Yatırım: TL 3,89milyar; Piyasa: 3,77milyar TL). Yurtdışı faaliyetlerinde %9'lük hacim artışı ve olumlu kur etkisi ciro büyümesine olumlu katkı yaptı. Yurtdışı gelirleri %68 artışla 1.88milyar TL olurken, toplam satışlar içerisindeki payı %46 oldu. Türkiye operasyonları ise enflasyonist fiyat ayarlamalarının etkisiyle (ton başına fiyat yıllık %51 arttı) %38 artış gösterdi.
- ✓ 4Ç21 FAVÖK, beklentilerin üzerinde %52 artışla 833milyon TL gerçekleşti (Ak Yatırım: 718milyon TL; Piyasa: 692milyon TL). FAVÖK marjı, karlılığı yüksek yurtdışı faaliyetlerinin artan ciro payı ve sıkı operasyonel gider kontrolü neticesinde yıllık 0,2 puan artarak %20,2 oldu.
- ✓ Ülker'in, Yıldız Holding'den ticari olmayan alacakları 546milyon TL seviyesinde büyük ölçüde yatay kaldı. Net borç, olumsuz kur etkisi nedeniyle 8,23milyar TL seviyesine yükseldi (3Ç21 net borç: 5,04milyar TL). Ek olarak şirketin net döviz açığı pozisyonu 7,1milyar TL'ye yükseldi. Hatırlatmak gerekirse, Önem Gıda satın almasının yabancı para borç ile finanse edilmesi ve sonrasında TL'deki hızlı değer kaybı Ülker'in bilançosunu olumsuz etkiledi. Net borç / FAVÖK 3,5 seviyesine yükseldi.
- ✓ Şirketin faaliyetlerinden nakit yaratımı artan stok günlerine bağlı olarak negatif 282milyon TL oldu. Buna bağlı serbest nakit akışı negatif 622milyon TL oldu. Net işletme sermayesinin satışlara oranı 2021'de oldukça yüksek %45 seviyesine yükseldi. Önem Gıda'nın konsolidasyonu işletme sermayesi tarafında baskı yaratan unsurlardan biri.

Yorum ve değerlendirme: Ülker için 12 aylık hedef fiyatımızı yeni makro tahminlerimiz ve 2021 gerçekleştirmeleriyle güncelledik. Artan kur ve enflasyon tahminleri EBITDA büyümesine olumlu katkı yapsa da, artan risksiz faiz oranı tahminleri (%16'dan %21,0'e), yükselen işletme sermayesi ihtiyacı ve artan borçluluk olumlu etkinin fazlasıyla önünde geçiyor. Ülker için hedef fiyatımızı 19,6 TL'ye revize ediyoruz ve tavsiyemizi Nötr olarak güncelliyoruz (önceki: Gözden Geçiriliyor). FAVÖK beklentilerinin üzerinde gerçekleşse de zayıf nakit yaratımı nedeniyle sonuçlara önemli bir piyasa tepkisi beklemiyoruz.

milyon TL	4Ç21	4Ç20	y/y	3Ç21	ç/ç	2021	2020	y/y
Net Satışlar	4,118	2,739	50%	2,976	38%	12,537	9,716	29%
Brüt Kar	1,235	825	50%	804	54%	3,612	2,937	23%
Brüt Marj	30.0%	30.1%		27.0%		28.8%	30.2%	
FAVÖK	833	548	52%	511	63%	2,328	1,922	21%
FAVÖK marjı	20.2%	20.0%		17.2%		18.6%	19.8%	
Net Kar	-1,119	400	n.m.	2	n.m.	-464	1,081	n.m.

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