

Ülker

Nötr

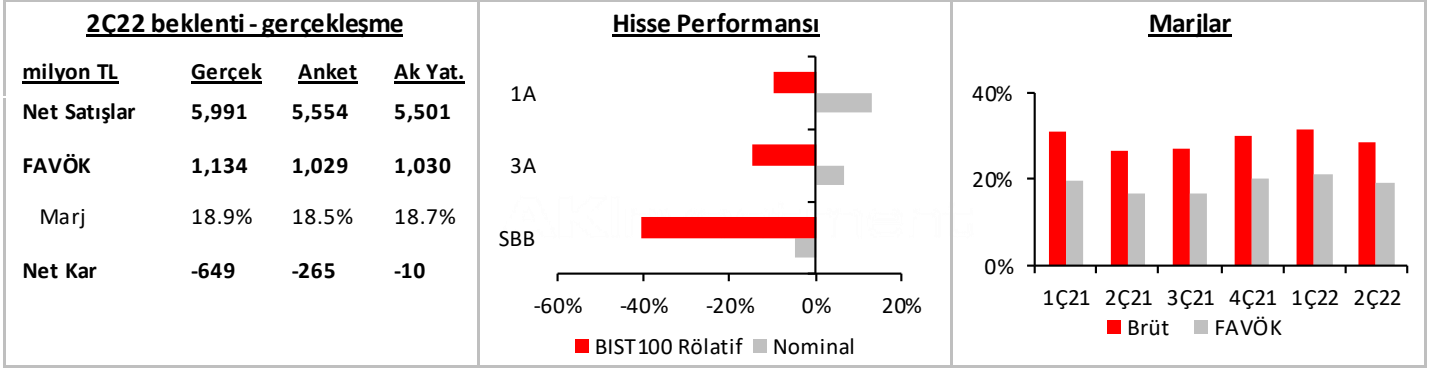
Cari fiyat: 16,57 TL

12-ay Fiyat hedefi: TRY20,80 TL

2Ç22 Bilanço Değerlendirmesi

Analist Kayahan Demirak

kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr



Finansal yatırımların değer düşüklüğü net karı baskıladı

Ülker 2Ç22'de beklentilerden daha zayıf, 649mn TL net zarar açıkladı. (Ak Yatırım: 10mn TL net zarar; Piyasa: 265mn TL net zarar). Tahminlerimizde görülen sapmanın temel sebebi kısa vadeli finansal yatırımlardaki 742mn TL'lik değer düşüklüğü oldu. Yılın ilk yarısında kaydedilen toplam değer düşüklüğü 1,47milyar TL'ye yükseldi. Ülker, nakit varlıklarının 6,3 milyar TL'lik kısmını üç aydan kısa vadeli yatırım fonlarında (varlık içeriği bilinmiyor) değerlendiriyor.

- ✓ 2Ç22 satış gelirleri yıllık %125 artışla 5,99milyar TL olurken, tahminlerin üzerinde geldi (Ak Yatırım: TL 5,50milyar; Piyasa: 5,55milyar TL). Türkiye ve yurtdışı gelirleri sırasıyla %118 ve %136 artış gösterdi. Pozitif kur etkisi ve iç piyasada fiyat artışları büyümeyi destekledi. Konsolide satış hacmi yıllık bazda %6 artış gösterdi. Yurtdışı faaliyetlerinin toplam satışlar içerisindeki payı %40 oldu.
- ✓ 2Ç22 FAVÖK, beklentilerin üzerinde %154 artışla 1134mn TL gerçekleşti (Ak Yatırım: 1030mn TL; Piyasa: 1029mn TL). Türkiye operasyonlarının FAVÖK marjı brüt karlılıktaki iyileşme ve sıkı faaliyet gideri kontrolü neticesinde yıllık neticesinde yıllık 3,2 puan artışla %17,2 oldu. Yurtdışı faaliyetlerinin FAVÖK marjı ise yıllık 0,3 puan artışla %21,5 oldu.
- ✓ Ülker'in, Yıldız Holding'den ticari olmayan alacakları 915mn TL seviyesine yükseldi (1Ç22 alacaklar: 754mn TL). Net borç, kur etkisi ve finansalar yatırımların değer kaybı nedeniyle 11,43milyar TL seviyesine yükseldi (1Ç22 net borç: 9,76milyar TL). Net borç / FAVÖK oranı 3,2x seviyesinde gerçekleşti. Makro gelişmeler ve yüksek kaldıraç oranı, şirketin 2025 vadeli Eurobond (%6,95 yıllık kupon) getirilerine de yansıdı. Mevcut fiyatlama ile Eurobond'un vade sonu getirisi %19,8 seviyesinde bulunuyor.

Yorum ve değerlendirme: Güçlü operasyonel sonuçlara rağmen beklentilerin altında kalan net kar nedeniyle sonuçlara piyasa tepkisinin olumsuz olmasını bekliyoruz. Mevcut tahminlerimizde revizyona gitmedik. Ülker için 20,8TL 12 aylık hedef fiyat ile Nötr tavsiyemizi koruyoruz. Şirket bugün yerel saatle 16:00'da bir telekonferans gerçekleştirecek. Şirket beklentileriyle ilgili revizyonları genellikle telekonferans sunumlarında gerçekleştiriyor. Mevcut 2022 beklentileri, 22,5milyar TL ciro (yıllık +%75) ve 4,1milyar TL FAVÖK (yıllık +%76) öngörüyor.

Temel Finansal Göstergeler	2Ç22	2Ç21	y/y	1Ç22	ç/ç	1H22	1H21	y/y
Temel K/Z Kalemleri								
Net Satışlar (mn.)	5,991	2,659	125%	5,886	2%	11,877	5,443	118%
Brüt Kar (mn.)	1,698	711	139%	1,849	-8%	3,547	1,574	125%
FAVÖK (mn.)	1,134	447	154%	1,245	-9%	2,379	993	140%
Net Finansal Gelir/Gider (mn.)	-1,889	43	n.m.	-1,654	14%	-3,543	153	n.m.
Net Kar (mn.)	-649	221	n.m.	-471	38%	-1,119	652	n.m.
Temel Bilanço Kalemleri								
Net Nakit (mn.)	-12,400	-2,037	509%	-10,540	18%	-12,400	-2,037	509%
İşletme Sermayesi (mn.)	6,799	2,829	140%	6,651	2%	6,799	2,829	140%
Net Döviz Pozisyonu (Hedge dahil) (mn.)	-5,681	1,063	n.m.	-6,004	-5%	-5,681	1,063	n.m.
Faaliyetlerden Nakit Akışı (mn.)	379	269	41%	360	5%	739	71	938%
Yatırım Harcamaları (mn.)	-105	-69	52%	-75	41%	-180	-98	84%
Serbest Nakit Akışı (mn.)	274	199	37%	286	-4%	559	-26	n.m.
Temel Finansal Oranlar								
Brüt Marj	28.3%	26.8%	1.6ppt	31.41%	-3.1ppt	29.86%	28.91%	0.9ppt
FAVÖK Marjı	18.9%	16.8%	2.1ppt	21.15%	-2.2ppt	20.03%	18.24%	1.8ppt
Net Marj	-10.8%	8.3%	-19.1ppt	-8.00%	-2.8ppt	-9.42%	11.98%	-21.4ppt
Aktif Karlılığı - TTM	-8.9%	7.3%	-16.2ppt	-5.97%	-2.9ppt	-8.91%	7.29%	-16.2ppt
Özkaynak Karlılığı - TTM	-65.3%	23.0%	-88.3ppt	-32.72%	-32.6ppt	-65.28%	22.98%	-88.3ppt
Net İşletme Sermayesi/Satışlar - TTM	35.8%	26.6%	9.2ppt	42.53%	-6.7ppt	35.84%	26.60%	9.2ppt
Net Borç/FAVÖK - TTM	3.3	1.0	2.4ppt	3.48	-0.1ppt	3.34	0.96	2.4ppt

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