

Ülker

Nötr

Cari fiyat: 25,90 TL

12-ay Fiyat hedefi: TL29,50 (önceki TL20,80)

3Ç22 Bilanço Değerlendirmesi

Analist Kayahan Demirak

kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr

3Ç22 beklenti - gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	7,302	7,150	7,207	1A			
FAVÖK	1,254	1,208	1,240	3A			
Marj	17.17%	16.90%	17.21%	YBB			
Net Kar	-217	44	69				

Finansman giderleri net kar tarafını baskılamaya devam etti

Ülker 3Ç22'de beklentilerden daha zayıf, 217 milyon TL net zarar açıkladı. (Ak Yatırım: 69mn TL net kar; Piyasa: 44mn TL net kar). Tahminlerimizde görülen sapmanın temel sebebi kısa vadeli finansal yatırımlardaki 139 milyon TL'lik değer düşüklüğü ve 69 milyon TL'lik vergi gideri oldu. Yılın ilk dokuz ayında kaydedilen toplam değer düşüklüğü 1,75 milyar TL'ye yükseldi. Ülker, nakit varlıklarının 5,7 milyar TL'lik kısmını üç aydan kısa vadeli yatırım fonlarında (varlık içeriği bilinmiyor) değerlendiriyor.

- ✓ 3Ç22 satış gelirleri yıllık %145 artışla 7,30 milyar TL olurken, tahminlere paralel geldi (Ak Yatırım: 7,20milyar TL; Piyasa: 7,15milyar TL). Türkiye ve yurt dışı gelirleri sırasıyla %159 ve %131 artış gösterdi. Pozitif kur etkisi ve iç piyasada yüksek fiyat artışları büyümeyi destekledi. Yurt dışı faaliyetlerinin toplam satışlar içerisindeki payı %40'dan, %35'e geriledi.
- ✓ 3Ç22 FAVÖK, beklentilere büyük ölçüde paralel %149 artışla 1.254 milyon TL gerçekleşti (Ak Yatırım: 1.240mn TL; Piyasa: 1028mn TL). FAVÖK marjı yıllık bazda 0,3 puan artışla %17.2 oldu.
- ✓ Ülker'in, Yıldız Holding'den ticari olmayan alacakları 1212 milyon TL seviyesine yükseldi (2Ç22 alacaklar: 915mn TL). Net borç (ticari olmayan alacaklara göre düzeltilmiş), büyük ölçüde kur etkisiyle 13,5 milyar TL seviyesine yükseldi (2Ç22 net borç: 11,5milyar TL). Net borç / FAVÖK oranı 3,1'den, 3,0x'e geriledi seviyesinde gerçekleşti. Makro gelişmeler ve yüksek kaldıraç oranı, şirketin 2025 vadeli Eurobond (%6,95 yıllık kupon) getirisine de yansdı. Mevcut fiyatlama ile Eurobond'un vade sonu getirisi yaklaşık %21,0 seviyesinde bulunuyor.

Yorum ve değerlendirme: Beklentilerin altında kalan net kar nedeniyle sonuçlara piyasa tepkisinin hafif olumsuz olmasını bekliyoruz. Tahminlerimizi, yeni makro varsayımlarımız ve çoğunlukla daha yüksek birim fiyat artışlarını tahminlerimize yansıtarak güncelledik. Ülker için hedef fiyatımızı 20,8 TL'den 29,5 TL'ye revize ediyoruz ancak Nötr tavsiyemizi koruyoruz. Şirket, 2023 tahminlerimize göre 4,2x FD/FAVÖK ile gelişmekte olan benzerlerine göre %45 iskonto ile işlem görüyor. İşletme sermayesi yoğunluğu ve görece yüksek sermaye maliyeti nedeniyle iskontonun kısmen anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.

Özet Tablo

Bloomberg Kodu	ULKER TI
Tavsiye	Nötr
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY29.50 (önceki TRY20.80)
Son kapanış, TL/hisse	25.90
Yukarı potansiyel	%14
Halka açıklık oranı	%49
Piyasa değeri, TL mn	8,858

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	9,716	12,537	26,435	38,481
FAVÖK	1,922	2,328	4,885	6,886
Net kar	1,081	-464	-959	1,439
Net borç	3,006	8,233	14,372	17,392
Net borç/FAVÖK	1.56	3.54	2.94	2.53
FAVÖK marjı	%19.8	%18.6	%18.5	%17.9
Net marj	%11.1	-%3.7	-%3.6	%3.7
Ciro, y/y	%25	%29	%111	%46
FAVÖK, y/y	%47	%21	%110	%41
Net kar, y/y	%9	n.m.	n.m.	n.m.
F/K	7.3	n.m.	n.m.	6.2
FD/FAVÖK	7.1	7.8	5.3	4.2
FD/Ciro	1.4	1.4	1.0	0.8

Kaynak: AK Yatırım Tahminleri

Temel Finansal Göstergeler	2022/3Q	2021/3Q	Δ YoY	2022/2Q	Δ QoQ	2022/9M	2021/9M	Δ YoY
Temel Finansal Göstergeler	3Ç22	3Ç21	y/y	2Ç22	ç/ç	9A22	9A21	y/y
Temel K/Z Kalemleri								
Net Satışlar (mn TL)	7,302	2,976	145%	5,991	22%	19,179	8,419	128%
Brüt Kar (mn TL)	2,021	804	151%	1,698	19%	5,568	2,378	134%
FAVÖK (mn TL)	1,254	503	149%	1,134	11%	3,633	1,496	143%
FVÖK (mn TL)	1,165	443	163%	1,051	11%	3,382	1,327	155%
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (mn TL)	381	6	6313%	234	63%	783	-27	n.m.
Net Finansal Gelir/Gider (mn TL)	-2,479	-289	758%	-2,435	2%	-6,910	-2,467	180%
Net Vergi Geliri/Gideri (mn TL)	-69	-6	1031%	49	n.m.	-32	-270	-88%
Diğer Gelirler/Giderler (mn TL)	785	-152	n.m.	452	74%	1,440	2,092	-31%
Net Kar (mn TL)	-217	2	n.m.	-649	-67%	-1,336	655	n.m.
Temel Bilanço Kalemleri								
Net Nakit (mn TL)	-14,743	-5,594	164%	-12,400	19%	-14,743	-5,594	164%
Net Nakit (mn ABD\$)	-796	-630	26%	-744	7%	-796	-630	26%
Finansal Borç (mn TL)	24,229	12,735	90%	22,091	10%	24,229	12,735	90%
Finansal Borç (mn ABD\$)	1,308	1,434	-9%	1,326	-1%	1,308	1,434	-9%
İşletme Sermayesi (mn TL)	8,647	4,300	101%	6,799	27%	8,647	4,300	101%
İşletme Sermayesi (mn ABD\$)	467	484	-4%	408	14%	467	484	-4%
Maddi Duran Varlıklar (mn TL)	4,085	2,944	39%	3,869	6%	4,085	2,944	39%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (mn TL)	872	435	100%	796	9%	872	435	100%
Ana Ortaklığa Ait Özkaynak (mn TL)	2,734	2,801	-2%	2,517	9%	2,734	2,801	-2%
Net Döviz Pozisyonu (Hedge dahil) (mn TL)	-6,422	-4,387	46%	-5,681	13%	-6,422	-4,387	46%
Net Döviz Pozisyonu (Hedge dahil) (mn ABD\$)	-347	-494	-30%	-341	2%	-347	-494	-30%
Operasyonel Nakit Akışı (mn TL)	-177	238	n.m.	379	n.m.	563	309	82%
Serbest Nakit Akışı (mn TL)	547	138	298%	289	89%	880	-915	n.m.
Net Nakit Değişimi (mn TL)	441	-187	n.m.	339	30%	761	-973	n.m.
Temel Finansal Oranlar								
Brüt Marj	27.68%	27.02%	0.7ppt	28.34%	-0.7ppt	29.03%	28.24%	0.8ppt
FAVÖK Marjı	17.17%	16.89%	0.3ppt	18.93%	-1.8ppt	18.94%	17.77%	1.2ppt
FVÖK Marjı	15.95%	14.90%	1.1ppt	17.54%	-1.6ppt	17.64%	15.77%	1.9ppt
Net Marj	-2.97%	0.08%	-3.1ppt	-10.83%	7.9ppt	-6.97%	7.78%	-14.7ppt
Aktif Karlılığı - S12A	-8.78%	5.53%	-14.3ppt	-8.91%	0.1ppt	-8.78%	5.53%	-14.3ppt
Özkaynak Karlılığı - S12A	-90.09%	19.74%	-109.8ppt	-65.28%	-24.8ppt	-90.09%	19.74%	-109.8ppt
Net İşletme Sermayesi/Satışlar - S12A	37.12%	38.53%	-1.4ppt	35.84%	1.3ppt	37.12%	38.53%	-1.4ppt

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. 2022