

ÜLKER

Endeks Üzeri Getiri

Güçlü nakit üretimi ve beklentilerin üzerinde sonuçlar

Ülker (ULKER TI) 3Ç22'deki 217mn TL net zarara kıyasla 3Ç23'te 1,456 milyon TL net kar açıkladı ve bu rakam tahminlerin önemli ölçüde üzerinde geldi (Ak Yatırım: 541mn TL net kar; Konsensüs: 510mn TL net kar). Rakamlarımızdaki sapma temel olarak, beklenenden daha güçlü faaliyet performansı, 371,0 milyon TL ertelenmiş vergi geliri ve beklentimizin altında gelen net finansal giderlerden kaynaklandı.

Yorum ve Değerlendirme: Beklenenden daha iyi faaliyet performansına piyasanın olumlu tepki vermesini bekliyoruz. Şirketin nakit yaratma kapasitesindeki iyileşmenin devam etmesi de 3Ç23 sonuçlarında öne çıkan önemli bir olumlu unsur. Şirket bugün bir konferans görüşmesi düzenleyecek. Yönetimin 40,0 milyar TL gelir ve %19,0 FAVÖK marjı öngören mevcut beklentilerinde yukarı yönlü bir revizyon yapması oldukça muhtemel. Bizim 2023 FAVÖK tahminimiz 9,48 milyar TL, şirketin mevcut beklentilerin yaklaşık %24 üzerinde. Rakamlarımızı (aşağıdaki revizyonlar, i) beklenenden daha güçlü marjlar ve birim fiyat büyümesi, iyileşen net işletme sermayesi ve birleşme etkisini yansıtacak şekilde düzelttik. Buna göre, 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 99,1 TL'den, 128,0 TL'ye revize ettik ve Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruduk. Hisse 2024 tahminlerimize göre 3,9x FD/FAVÖK ile işlem görüyor. Bu da global benzerlerine göre yaklaşık %48 iskontoya işaret ediyor. Daha düşük işletme sermayesi yoğunluğu ve Eurobond getirisindeki normalleşme göz önüne alındığında, iskontonun kısmen daralması için daha iyi bir tema görüyoruz.

Çeyreklik Finansallar: 3Ç23 satışları 12,41 milyar TL (yıllık +%70) ile tahminlere büyük ölçüde paralel gerçekleşti (Ak Yatırım: 11,82 milyar TL; Konsensüs: 11,82 milyar TL). Yurtiçi / Yurtdışı satışlar, olumlu kur etkisi ve yurtiçi pazardaki fiyat ayarlamalarının katkısıyla yıllık bazda %71/%69 oranında artış gösterdi. 3Ç23 FAVÖK yıllık bazda %113 artışla 2.669mn TL'ye ulaşarak tahminlerin üzerinde gerçekleşti (Ak Yatırım: 2.325mn TL Konsensüs: 2.325mn TL). 3Ç23 FAVÖK marjı hacim büyümesi ve güçlü fiyatlamının etkisiyle düşük bazdan yıllık bazda 4,3 puan artışla %21,5'e yükseldi. Yurtiçi FAVÖK marjı yıllık bazda 4,6 puan artışla %20,7 olurken, uluslararası operasyonların marjı da yıllık bazda 3,8 puan artışla %23,0 oldu. Şirket, iyileşen net işletme sermayesi ile güçlü serbest nakit akışı sağlamaya devam etti.

Çeyreklik Özet	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	3Ç23	3Ç22	y/y	2Ç23	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	8,708	8,223	6%	8,811	-1%	9,454	9,235	-8%
FAVÖK	503	682	-26%	856	-41%	730	809	-31%
FAVÖK Marjı	5.8%	8.3%	-252 bps	9.7%	-394 bps	7.7%	8.8%	-195 bps
Net Kar	335	736	-54%	496	-32%	486	645	-31%
Op. Nakit Ak.	-380	911	-142%	-2,897	-87%			
Serbest Nakit Ak.	-55	776	-107%	-3,147	-98%			
Net Borç	2,803	-1,757	-260%	2,619	7%			

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	ULKER TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	128.00
Güncel Fiyat, TL	84.00
Getiri Potansiyeli	52%
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri, mn TL	31,019
Firma Değeri, mn TL	53,133

Finansal Veriler

	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	28,197	45,577	71,779	92,888
FAVÖK, mn TL	5,467	9,447	14,319	18,024
Net Kâr, mn TL	-353	1,609	5,347	7,361

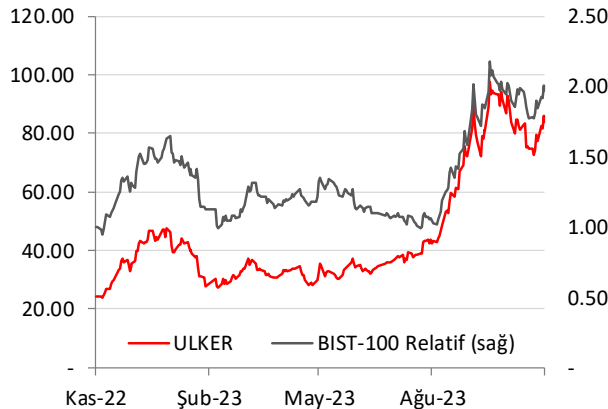
	2022	2023T	2024T	2025T
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	14,285	18,647	22,005	23,393
Net Borç/FAVÖK	2.6	2.0	1.5	1.3

	2022	2023T	2024T	2025T
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	19.4%	20.7%	19.9%	19.4%
Net Marj	n.m.	3.5%	7.4%	7.9%
Temettü Verimi	-	-	-	5.2%

	2022	2023T	2024T	2025T
Büyüme				
Ciro, y/y	124.9%	61.6%	57.5%	29.4%
FAVÖK, y/y	134.8%	72.8%	51.6%	25.9%
Net Kâr, y/y	-24.0%	n.m.	232.3%	37.7%

	2022	2023T	2024T	2025T
Değerleme Verisi				
F/K	n.m.	19.3	5.8	4.2
FD/FAVÖK	4.5	5.6	3.9	3.2
FD/Ciro	0.9	1.2	0.8	0.6

	1A	3A	12A	YBG
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-3.1%	91.6%	243.7%	92.1%
BİST-100 Relatif	1.2%	85.7%	91.1%	35.0%
AOİH, mn TL	992	1,213	599	605



Piyasa verileri 9 Kasım 2023 tarihindedir.

3Ç23 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:

Nakit yaratımı güçlü kalmaya devam etti: Net borç, güçlü nakit yaratımı sayesinde 2Ç23'teki 18,0 milyar TL'den 17,0 milyar TL'ye (Yıldız'dan ticari olmayan alacaklarla düzeltilmiş) geriledi. Serbest nakit iyileşen işletme sermayesi, sınırlı yatırım harcamaları (satışların %2,1'i) ve güçlü faaliyet performansı sayesinde 1,86 milyar TL ile oldukça güçlü gerçekleşmişti. Net işletme sermayesinin satışlara oranı 3Ç22'deki %37,1'e kıyasla %29,4'e geriledi. Şirketin nakit yaratımında 4Ç22'den bu yana kayda değer bir iyileşme var. Net borcun FAVÖK'e oranı 2Ç23'teki 2,5x seviyesinden 1,9x'e gerilemiştir. Şirketin Yıldız Holding'den olan ticari olmayan alacakları 1,85 milyar ile neredeyse sabit kalmıştır. Şirket'in döviz açık pozisyonu 2Ç23'teki 269mn dolardan 150mn dolara geriledi.

Çeyreksel Özet									
milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma			
	3Ç23	3Ç22	y/y	2Ç23	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark	
Net Satışlar	12,409	7,302	70%	9,512	30%	11,820	11,820	5%	
FAVÖK	2,669	1,254	113%	1,915	39%	2,325	2,325	15%	
FAVÖK Marjı	21.5%	17.2%	434 bps	20.1%	138 bps	19.7%	19.7%	184 bps	
Net Kar	1,456	-217	-771%	-1,692	-186%	510	541	186%	
Op. Nakit Ak.	2,125	-177	-1304%	1,560	36%				
Serbest Nakit Ak.	2,077	547	280%	1,043	99%				
Net Borç	18,888	14,743	28%	19,844	-5%				

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Tahminlerde Revizyonlar						
	Yeni			Eski		
	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	45,577	71,779	92,888	43,562	66,292	85,146
% büyüme	73.5%	57.1%	39.4%	73.5%	57.1%	39.4%
FAVÖK	9,447	14,319	18,024	8,703	13,209	16,167
FAVÖK Marjı	20.7%	19.9%	19.4%	20.0%	19.9%	19.0%
Net Kar	1,609	5,347	7,361	447	4,135	5,544
% büyüme	n.m.	232.3%	37.7%	26.6%	n.m.	34.1%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	4.6%	8.3%	9.1%			
FAVÖK	8.5%	8.4%	11.5%			
Net Kar	259.9%	29.3%	32.8%			
Hedef Fiyat		128.0			99.1	
Hedef Fiyat Değişimi		29.2%				

Kaynak: AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Satış Gelirleri	7,302	9,018	10,112	9,512	12,409	19,179	32,032
Brüt Kar	2,021	2,841	3,471	2,997	4,186	5,568	10,654
Operasyonel Giderler	856	1,105	1,243	1,194	1,648	2,185	4,084
Faaliyet Karı	1,165	1,736	2,228	1,803	2,539	3,382	6,570
FAVÖK	1,254	1,834	2,343	1,915	2,669	3,633	6,927
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-1,196	-701	-827	-3,613	-956	-4,336	-5,396
Vergi Öncesi Kar	-31	1,035	1,401	-1,810	1,582	-954	1,174
Vergi Geliri / (Gideri)	-69	150	-248	419	54	-32	225
Vergi Sonrası Net Kar	-100	1,185	1,153	-1,391	1,636	-986	1,399
Azınlık Payları	117	202	258	302	180	351	739
Net Kar	-217	983	896	-1,692	1,456	-1,336	659
Büyüme (Yıllık)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Satış Gelirleri	145.3%	119.0%	71.8%	58.8%	69.9%	127.8%	67.0%
Operasyonel Giderler	137.2%	138.4%	82.1%	84.6%	92.5%	108.0%	86.9%
Faaliyet Karı	162.7%	125.1%	91.0%	71.6%	117.9%	154.8%	94.2%
FAVÖK	149.4%	120.3%	88.3%	68.8%	112.9%	142.9%	90.7%
Net Kar	-8935.1%	-187.9%	-290.3%	160.9%	-770.8%	-304.1%	-149.3%
Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Brüt Kar Marjı	27.7%	31.5%	34.3%	31.5%	33.7%	29.0%	33.3%
Operasyonel Gider Marjı	11.7%	12.3%	12.3%	12.5%	13.3%	11.4%	12.8%
Faaliyet Kar Marjı	16.0%	19.2%	22.0%	19.0%	20.5%	17.6%	20.5%
FAVÖK Marjı	17.2%	20.3%	23.2%	20.1%	21.5%	18.94%	21.63%
Efektif Vergi Oranı	-224.8%	-14.5%	17.7%	23.2%	-3.4%	-3.4%	-19.2%
Net Kar Marjı	-3.0%	10.9%	8.9%	-17.8%	11.7%	-7.0%	2.1%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-2.4%	23.7%	0.9%	16.4%	17.1%	2.9%	11.8%
Serbest Nakit Akımı Marjı	7.5%	85.0%	3.0%	11.0%	16.7%	4.6%	10.7%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-14%	116%	4%	81%	80%	15%	54%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	2.0%	3.9%	1.5%	1.6%	2.2%	1.7%	1.8%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-25.5%	7.5%	-28.7%	-8.2%	-0.9%	-20.2%	-11.9%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-177	2,136	87	1,560	2,125	563	3,772
Düzeltilme Öncesi Kar	-100	1,185	1,153	-1,391	1,636	-986	1,399
Amortisman ve İtfa Payları	89	98	115	112	131	250	357
İşletme Sermayesindeki Değişim	-1,865	676	-2,907	-776	-114	-3,882	-3,796
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,700	177	1,726	3,615	472	5,180	5,812
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	724	5,527	213	-517	-48	317	-352
Sabit Sermaye Yatırımları	-145	-353	-153	-153	-278	-325	-584
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	868	5,880	367	-364	230	641	232
Serbest Nakit Akımı	547	7,664	300	1,043	2,077	880	3,420
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-406	-2,198	146	-4,818	-1,663	-1,046	-6,334
Finansal Borçlardaki Değişim	-239	-956	244	-4,078	-1,665	-69	-5,499
Temettü	-120	-1	0	-200	0	-120	-200
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-48	-1,241	-98	-540	2	-858	-636
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	441	5,489	607	-1,103	925	761	428

Bilanço (milyon TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Dönen Varlıklar	25,074	25,174	28,508	29,099	31,286
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,765	9,255	9,861	8,758	9,683
Finansal Yatırımlar	5,721	210	3	4	4
Ticari Alacaklar	7,043	7,388	9,525	9,893	10,893
Stoklar	5,402	4,996	5,521	6,555	6,664
Diğer Dönen Varlıklar	8,863	3,535	3,601	3,893	4,046
Duran Varlıklar	9,534	12,685	12,815	15,827	16,775
Finansal Yatırımlar	2,610	2,687	2,742	3,701	3,918
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	4,085	6,817	6,824	7,447	7,677
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,899	2,018	2,101	2,880	2,978
Diğer Duran Varlıklar	941	1,163	1,148	1,799	2,202
Toplam Varlıklar	34,608	37,859	41,323	44,926	48,061
Kısa Vadeli Yükümlülükler	16,539	16,887	18,784	11,933	12,797
Finansal Borçlar	11,433	11,401	12,373	5,289	4,982
Ticari Borçlar	3,798	4,161	3,871	4,428	5,479
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,308	1,325	2,541	2,216	2,336
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13,518	13,289	13,816	24,354	24,755
Finansal Borçlar	12,797	12,349	12,830	23,317	23,592
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	722	940	986	1,037	1,163
Özkaynaklar	4,551	7,682	8,722	8,639	10,509
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2,734	5,686	6,512	5,908	8,896
Azınlık Payları	1,817	1,997	2,211	2,731	1,613
Toplam Kaynaklar	34,608	37,859	41,323	44,926	48,061
Yatırım Sermayesi (IC)	25,736	23,118	25,050	29,524	30,563
İşletme Sermayesi	8,647	8,223	11,175	12,020	12,079
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	37.1%	29.2%	34.5%	33.4%	US
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler Dahil)	16,202	10,434	12,235	13,698	13,788
Toplam Borç	24,229	23,751	25,204	28,606	28,574
Net Borç / (Nakit)	14,743	14,285	15,339	19,844	18,888
Net Borç / G12A FAVÖK	3.3	2.6	2.3	2.7	2.2
Net Borç / Özkaynaklar	3.2	1.9	1.8	2.3	1.8
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-6,422	-6,654	-6,668	-6,941	-4,094

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 bilgiler dayanak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak 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 Internet 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.