

ÜLKER

Endeksin Üzerinde Getiri
Gıda

6 Ocak 2014

Bertuğ Tüzün, Göksel Şişmanlar

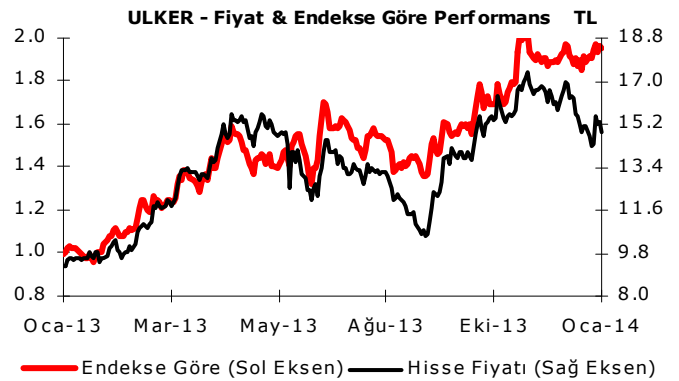
bertug.tuzun@akyatirim.com.trgoksel.sismanlar@akyatirim.com.tr

Marj iyileşmesi devam edecek

- **Ülker için önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri"ye (önceki "Endekse Paralel") yükseltiyoruz.** Şirket için 12 aylık hedef fiyatımız 17,2TL %15 yukarı potansiyele işaret ediyor. Ülker'in güçlü ciro büyümesi (2013-2023 tahmin dönemi için yıllık ortalama %11), devam eden marj iyileşmesi (2011 %4,4, 2012 %9,3, 2013T 11,5 ve 2016T %15) ve orta doğudaki satın alma potansiyeli ile uzun vadeli hikayesinin güçlü olduğunu düşünüyoruz.
- **Marj iyileşmeye devam edecek.** 2013'teki güçlü operasyonel performansın ardından Ülker'in önümüzdeki yıllarda (2015-2016 dönemi) dağıtıcılara sağladığı iskontoları azaltım yoluyla VAFÖK marjını kademeli olarak yükseltebileceğine inanıyoruz. Diğer taraftan şirketin yüksek marjlı ürünlere odaklanması (ürün çeşitliliği ve yeni ürünler), verimlilik artışı (daha iyi maliyet ve operasyonel gider yönetimi) sağlaması ve etkili pazarlama stratejileri oluşturması marj genişlemesine katkı sağlayacaktır. Bu paralelde VAFÖK marjının 2016'da %15 seviyesine yükseleceğini (yönetimin öngörülleri de bu yönde) tahmin ediyoruz. Belirtmek gerekirse, 2013 tahminimiz %11,5 seviyesinde bulunuyor.
- **İnorganik büyüme orta vadeli katalizör olabilir.** Ülker yüksek büyüme potansiyeline sahip yeni pazarlara girmeyi planlıyor. Bu sebeple, ana hissedarı Yıldız Holding'in Mısır ve Suudi Arabistan'daki varlıklarını bünyesine katacak. Satın almanın 1Ç14 sonunda tamamlanması beklenirken, satın alma değerinin 100 milyon dolar civarında olacağını tahmin ediyoruz. Bu varlıkların satın alınmasıyla birlikte 2014T VAFÖK tahminimiz olan 360 milyon TL'ye %5 ek katkı, 2014T ciro tahminimiz olan 2.995 milyon TL'ye ise %5-6 ek katkı sağlanacağını hesaplıyoruz.
- **Riskler.** i) beklentinin altında kalacak satış hacimleri, ii) hammadde fiyatlarında yaşanacak bir artış, iii) marj iyileşmesinin beklentilerin altında kalması, iv) yeni ürün geliştirmede olası bir gecikme, v) devam eden yoğun rekabet nedeniyle iç piyasada oluşabilecek pazar payı kaybı, vi) TL'de yaşanan değer kaybıyla maliyetler üzerinde oluşan baskının satış fiyatına yansıtılamaması (toplam maliyetler içinde %30-35 pay döviz bazında) ve bunun marjlar üzerinde baskı yaratması değerlememiz üzerindeki ana risk unsurlarıdır.

Hisse Data

Fiyat (TL/US\$)	14.90 / 6.87
12 Ay Hedef Fiyat (TL/US\$)	17.20 / 7.93
Fiyat Aralığı (1 Yıl, TL)	17.35 / 9.00
Hisse Sayısı (bin)	342,000
Piyasa Değeri (TLmn)	5,096
Net Borç (2013/09, TLmn)	266
Halka Açıklık	40%
Günlük Hacim (3 Ay, TLmn)	41.7
Kod (Reuters, Bloomberg)	ULKER.IS, ULKER TI
İMKB-100 Endeksi (TL/US\$)	65,967 / 30,418



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	%3,8	-%6,9,	%8,8	%60,8
Endekse Göre	%0,6	%3,2	%25,7	%95,1

Tahminler (UFRS, TLmn) & Değerleme

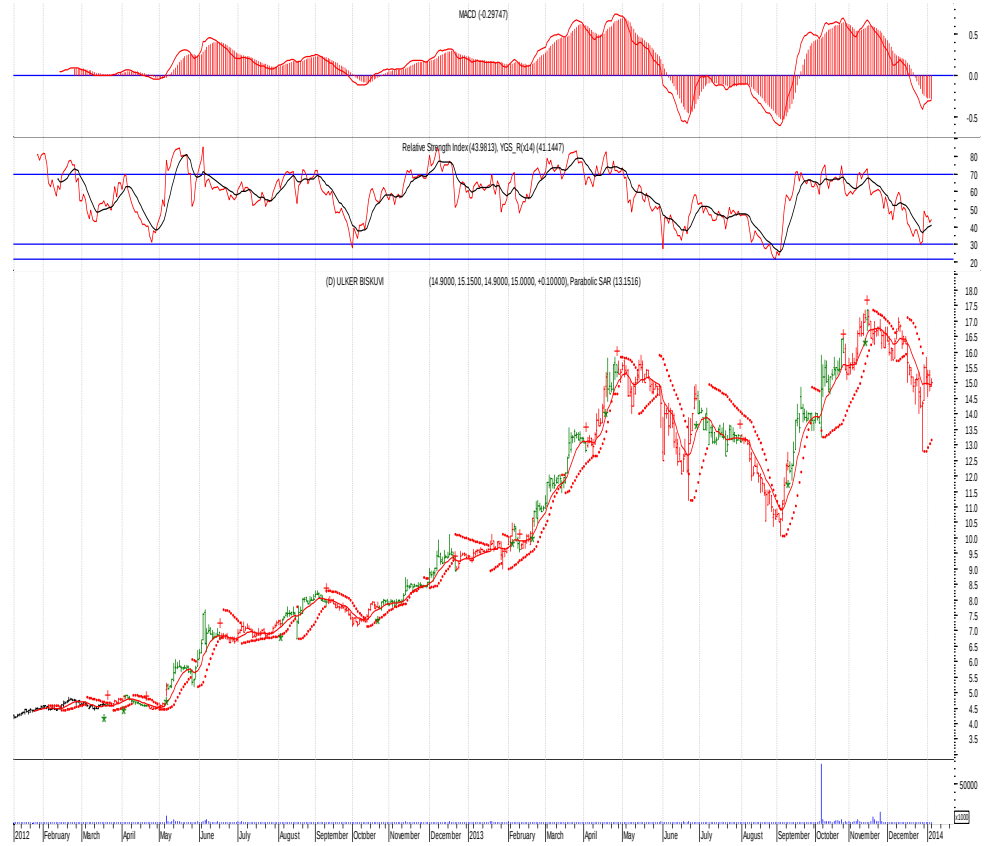
	2012	2013T	2014T	2015T
Net Satış	2.341	2.668	2.995	3.355
VAFÖK	218	308	360	456
Net Kar	167	159	192	260
FD/Satış	0,9	1,6	1,6	1,4
FD/VAFÖK	9,2	14,0	13,4	10,6
F/K	13,6	28,9	26,5	19,6

Ortaklık Yapısı

Yıldız Holding	%49
Yıldız Holding iştirakleri ve Ülker Ailesi	%11
Halka açık	%40

Teknik Analiz:

Hisse son dönemde yaşanan geri çekilmenin ardından 14.20/50 bandında dengelenmiş durumda. Şu an için konsolidasyon süreci olduğunu belirtebiliriz. Yükseliş hareketinin yeniden güç kazanabilmesi için ise 15.80 direncinin aşılması gerektiğini düşünüyoruz. Bu seviyenin aşılmasına bağlı olarak olumlu bir teknik görünümünden bahsedebiliyor olacağız ki bu durumda 16.50-17.0 bandının test edilme ihtimali gündeme gelebilecektir. 14.50/20 bandı ise hisse için ilk güçlü destek bölgesi. Bu bant altına yaşanacak yeni bir sarkma 13.50-12.70 bandını gündeme getirebilecektir.

ÜLKER – Günlük TL Grafik

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 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. 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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2013