

ÜLKER

Endeksin Üzerinde Getiri Gıda

30 Ocak 2014

Bertuğ Tüzün, Göksel Şişmanlar

bertug.tuzun@akyatirim.com.tr

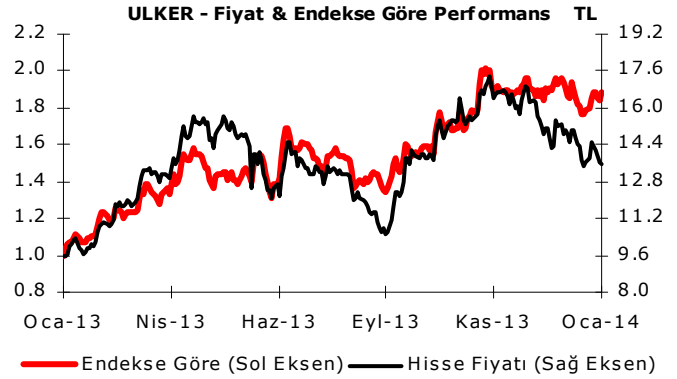
goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr

2014 tahminlerinde hafif revizyon

- **Ülker için "Endeksin Üzerinde Getiri" notumuzu korurken, Şirket için 12 aylık hedef fiyatımızı %3 aşağı çekerek 16,70 seviyesine (önceki: 17,2TL) indiriyoruz.** Yeni hedef fiyatımız %23 yukarı potansiyele işaret ediyor.
- 2014 öngörülerine ilişkin Ülker yönetimiyle görüştük. TL'de yaşanan zayıflamaya bağlı olarak öngörülerde aşağı yönlü revizyonlar var. Hatırlamak gerekirse Ülker'in üretimdeki toplam maliyetlerinin yaklaşık %35'i döviz bazında (ithal kakao ve palm yağı) iken, ihracat gelirlerinin %20 döviz bazındadır. Şirketin 2013 için ciro beklentisi 2.6 milyar TL, (Ak Yatırım: 2.67 milyar TL), VAFÖK marjı beklentisi %11.5 (Ak Yatırım: %11.4) seviyesinde bulunuyor. 9A13'teki %11,7 VAFÖK marjına göre 4Ç13'te daha düşük VAFÖK marjı beklentisi ağırlıklı olarak tek seferlik pazarlama giderlerinden kaynaklanıyor. Bu arada Ülker 4Ç13 sonuçlarını 4 Mart'ta açıklamayı planlıyor.
- **2014 beklentileri aşağı revize edildi.** Yönetim 2014'e yönelik VAFÖK marjı tahminini %12 seviyesinden %11,4-%11,5 seviyesine gerilemesini bekliyor. Kakao fiyatlarındaki artış (dolar bazında yıllık bazda ortalama %10 artış) ve buğday fiyatlarındaki kuraklık sebebiyle yükseliş beklentisi 2014 yılı brüt marjı beklentisindeki %1,5'luk daralmanın nedeni olurken, şirket 2014 için ciro büyüme beklentisini %11 civarında koruyor. 2014 VAFÖK marjının yatay kalabilmesi için ortalama fiyatların %5-%6 civarında artırılması gerekiyor. Bu çerçevede modelimizde yaptığımız revizyonun ardından Şirket için 2014 yılında %11.4 VAFÖK marjı (önceki :%12), yıllık bazda %11 ciro büyümesi öngörüyoruz. Diğer taraftan 2016 için daha uzun vadeli VAFÖK marjı beklentimiz olan %15 oranını koruyoruz. Ülker'in önümüzdeki yıllarda (2015-2016 dönemi) dağıtıcılara sağladığı iskontoları azaltım yoluyla VAFÖK marjını kademeli olarak yükseltebileceğine inanıyoruz. 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. Şirket ayrıca 2014 yatırım bütçesini 100 milyondan 85-90 milyon TL seviyesine indirdi.
- Ülker ana hissedarı Yıldız Holding'in Mısır ve Suudi Arabistan'daki varlıklarını bünyesine 1Ç14'de tamamlayacağını söylüyordu. Ancak, bu iki ülkede resmi otoritelerin izin vermesinde ki gecikme satın alımların bir çeyrek sonra tamamlanmasına neden olabilir. Satın alma değerinin 100 milyon dolar civarında olacağını tahmin ediyoruz ve bu satın almayı şu an için değerlememize dahil etmiyoruz.

Hisse Data

Fiyat (TL/US\$)	13,60 / 6,12
12 Ay Hedef Fiyat (TL/US\$)	16,70 / 7,51
Fiyat Aralığı (1 Yıl, TL)	17,35 / 9,00
Hisse Sayısı (bin)	342.000
Piyasa Değeri (TLmn)	4.651
Net Borç (2013/09, TLmn)	266
Halka Açıklık	%39
Günlük Hacim (3 Ay, TLmn)	20,2
Kod (Reuters, Bloomberg)	ULKER.IS, ULKER TI
İMKB-100 Endeksi (TL/US\$)	62.089 / 27.925



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	-%6,2	-%5,2	-%15,0	%42,3
Endekse Göre	%1,8	-%2,5	%8,9	%88,3

Tahminler (UFRS, TLmn) & Değerleme

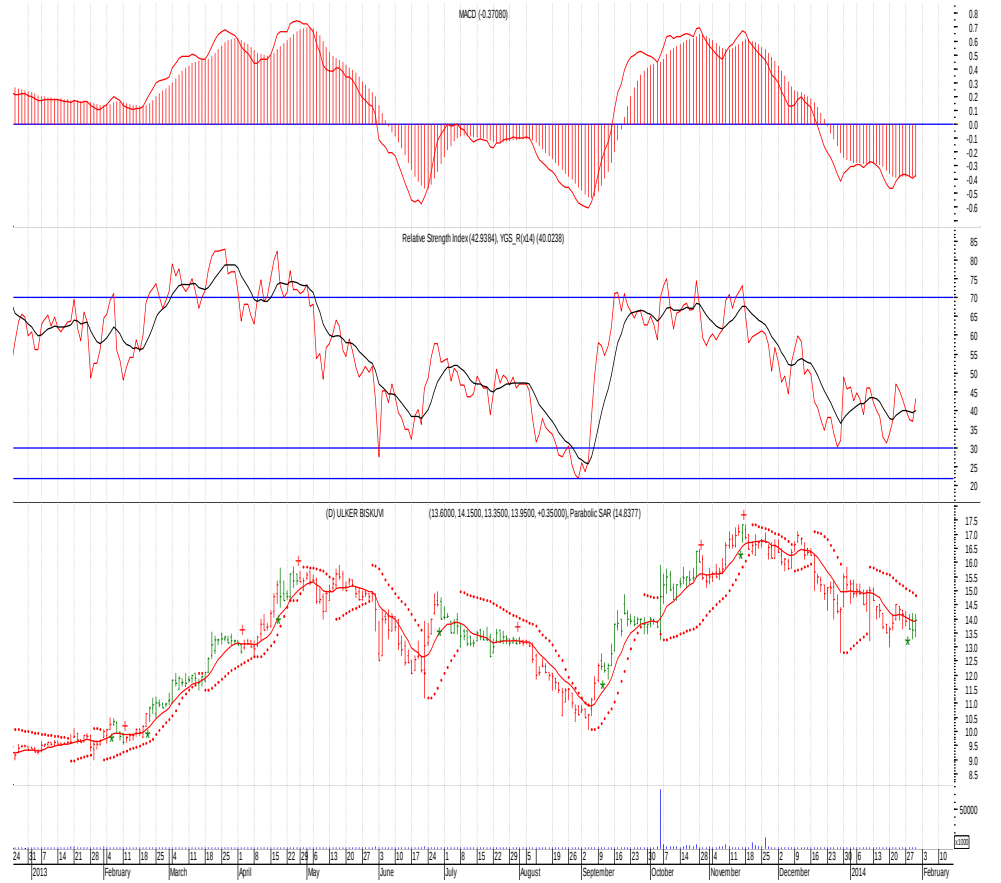
	2012	2013T	2014T	2015T
Net Satış	2.341	2.668	2.995	3.355
VAFÖK	218	308	342	442
Net Kar	167	170	192	264
FD/Satış	0,9	1,6	1,5	1,3
FD/VAFÖK	9,2	14,3	13,0	10,0
F/K	13,6	27,0	24,2	17,6

Ortaklık Yapısı

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

Teknik Analiz:

Hisse son dönemde yaşanan geri çekilmenin ardından 13.0/60 bandında dengelenmiş durumda. Şu an için konsolidasyon süreci olduğunu belirtebiliriz. Yükseliş hareketinin yeniden güç kazanabilmesi için ise 14.50-15.0 direncinin aşılması gerektiğini düşünüyoruz. Bu seviyenin aşılmasına bağlı olarak olumlu bir teknik görünümünden bahsedebiliyor olacağız ki bu durumda 16.0-17.0 bandının test edilme ihtimali gündeme gelebilecektir. 13.30 seviyesi hisse için ilk güçlü destek bölgesi. Bu seviye altına yaşanacak bir sarkmada 12.0 test edilebilir.

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. 2014