

Ülker

Hedef, tahmin ve derecelendirmede aşağı revizyon

• **Ülker için derecelendirmemizi aşağı yönde revize ederek "NÖTR"e indiriyoruz.** Kısa ve orta vade için yüksek girdi maliyetlerine bağlı olarak marj tahminlerimizde aşağı yönlü revizyona gittik. Kakao fiyatlarında yaşanan belirgin yükseliş çikolata segmenti marjları üzerinde baskı yaratırken, yılbaşından bu yana fiyat artışları sonrasında pazar kaybı yaşanıyor. Zayıf TL'ye bağlı olarak girdi maliyeti ve iç piyasada ETİ'nin sert rekabeti, Ülker'in çikolata marjlarında baskı yaratıyor. Bu sebeple 12 aylık hedef fiyatımızı %10 düşüşle 20TL'den 18TL seviyesine indiriyoruz. Ülker 20.4 2015T F/K çarpanı ile işlem görüyor. Yeni hedef fiyatımız %14 gibi sınırlı bir yukarı potansiyele işaret ediyor. Bu sebeple derecelendirmemizi aşağı yönde revize ediyoruz. Bununla birlikte Ülker, 2013-2023 için ortalama yıllık %10 ciro büyümesi, 2013 %11.5, 2016T %13.7 marj genişlemesi ve Orta Doğu'da olası bir satın alma ile büyüme hikayesini sürdürüyor.

• **Girdi maliyetlerinde yaşanan hızlı yukarı hareket (özellikle ithal kakao) marjları tehdit eder durumda.** Hammadde maliyeti Ülker'in toplam maliyetlerinin %65 civarında ve bu maliyetler yılbaşından bu yana artış gösteriyor. Kısıtlı üretiminin yanı sıra hava şartları ve dünyanın en büyük kakao tedarikçisi olan Fildişi Sahili'nde Ebola salgını nedeniyle kakao fiyatları Eylül ayında 3,400 dolar/ton seviyesine yükseldi. Fiyat artışı yıllık bazda %23 seviyesine ulaştı (aylık ortalama). Ülker 2015 Eylül ayı ortasına kadar kakao ihtiyacını karşılamış durumda. Fakat yükselen fiyatların 2016 yılı için risk yarattığını düşünüyoruz. Diğer taraftan zayıf TL operasyonel performans üzerinde baskı yaratıyor. Ülker'in cirosunun yaklaşık %20'si dolar bazlı (ihracat) iken maliyetlerinin yaklaşık %35'i dolar bazlıdır. Buna göre Ülker kakao ve palm yağı ihtiyacını dolar bazında sağlarken, şeker ve buğday alımını iç piyasadan TL ile sağlamaktadır. Yönetim buğday ve şeker maliyetinin yıllık bazda %10 civarında artış gösterdiğini ifade etmektedir. Bu gelişmeler Ülker'in 2014 operasyonel performansının zayıf kalmasında etkili olacağı gibi orta vadeli hedeflerine (2016T %15 VAFÖK marjı) ulaşmasını da zora sokabilecektir. Bu sebeple 2016 VAFÖK marjı tahminimizi %14.5 seviyesinden %13.7 seviyesine düşürüyoruz. 2017T-23T dönemi için ise ortalama %14.5 VAFÖK marjı tahmin ediyoruz.

• **Yönetimin 2014 ciro beklentisi 2.85 milyar TL (bizim tahminimiz 2.90 milyar TL), VAFÖK marjı beklentisi ise %11.3-%11.4 (bizim beklentimiz %11.4) düzeyinde bulunurken, orta vadeli beklentilerin (2016 %15 VAFÖK marjı) yıl sonunda tekrar gözden geçirilebileceğini düşünüyoruz.**

• **Yıldız Holding'in Suudi Arabistan ve Mısır'da üretim tesisi satın alma planı 2015 yılına ertelendi.** İç piyasa koşullarında yaşanan kötüleşme bu planın ertelenmesinde etkili olurken, Ülker tekrar ana pazara odaklandı. Biz hali hazırda bu tür bir satın almayı zaten modelimize dahil etmemiş durumdayız.

• **Uluslararası piyasalarda yeni fırsatlar oluşabilecek.** Son dönemde Yıldız Holding'in, United Biscuits'i (İngiliz bisküvi üreticisi) satın alımıyla ilgilenebileceği belirtilmektedir. Anılan şirket dünyanın 6. büyük bisküvi üreticisi durumundadır ve 2013 ciroso 1.1 milyar Sterlin düzeyindedir. United Biscuits'i satın alınmasının Godiva benzeri bir yapıyla (%75 Yıldız, %25 Ülker) olabileceğini düşünüyoruz. United Biscuits satın alımının uluslararası piyasalarda sağlanan genişleme açısından olumlu olacağını, özellikle Hindistan, Orta Doğu ve Nijerya gibi daha az gelişmiş ve büyüme potansiyeli yüksek bölgelerde üretim tesisi alınmasının piyasa ve yatırımcılar tarafından da olumlu karşılanacağını düşünüyoruz.

NÖTR

Hisse Fiyatı : 15.75 TL
12-Ay Hedef: 18.00 TL

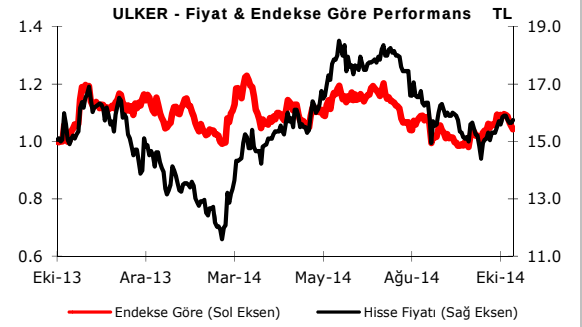
Bertuğ Tüzün
bertug.tuzun@akyatirim.com.tr

Göksel Şişmanlar
goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr

Stock Data

Hisse (Reuters, Bloomberg)	ULKER.IS, ULKER.TI
Piyasa Değ. (TLmn)	5,387
Hisse adedi (000)	342,000
Halka açıklık	43%
Hacim (3 ay, bin TL)	13.2
Net borç (2014/06, TLmn)	334
BIST-100 Endeksi (TL)	77,646

Hisse verileri 21 Ekim 2014 itibarıyladır.



Hisse Performans

	1Hafta	1Ay	3Ay	1Yıl
TL	-0.9%	1.9%	-12.5%	4.6%
Index Rel.*	-4.7%	0.9%	-7.4%	4.3%

* BIST Toplam getiri endeksi

Tahminler (TLmn)

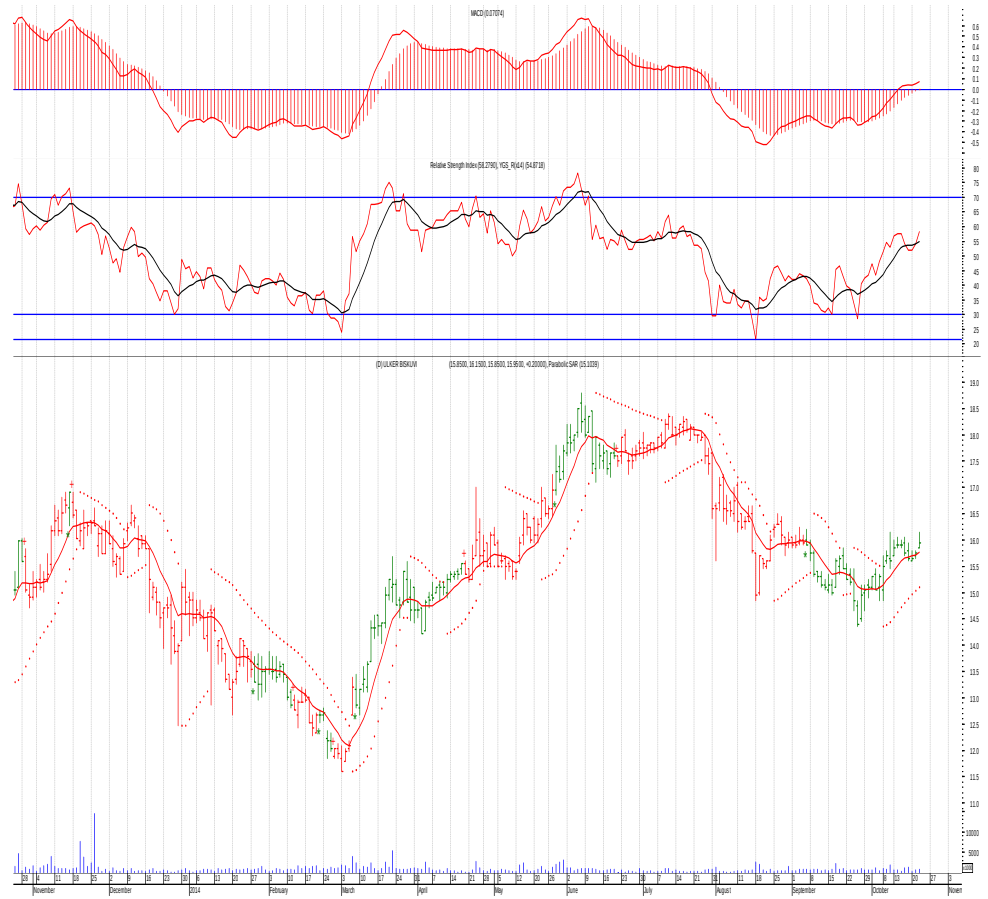
	2012	2013	2014F	2015F
Net Satış	2,343	2,748	2,900	3,222
VAFÖK	218	315	331	405
VAFÖK marjı	9.3%	11.5%	11.4%	12.6%
Net Kar	164	189	212	264
FD/Satış	0.7	0.9	0.8	0.7
FD/VAFÖK	7.4	9.1	7.6	6.7
F/K	11.6	13.9	12.3	11.5

Ortaklık Yapısı

Yıldız Holding	48.9%
Yıldız Holding İştirakleri	8.1%
Halka Açık	43.0%

Teknik Analiz:

Eylül ayı sonlarında 14.35 desteğinden başlayan kısa vadeli trendin korunduğunu düşünüyoruz. Hissede 15.40-15.15 bandını ilk destek bölgesi olarak değerlendiriyoruz. Altına yaşanacak sarkmalarda zayıflamanın devamı gelebilecek ve 14.50/35 bandına sarkma yaşanabilecektir. 16.20 direncinin aşılmasıyla yeni bir yükseliş hareketi başlayabilir.

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. 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.