

Ülker

Endeksin Üzerinde

Hisse Fiyatı: 20,30 TL
12 Aylık Hedef: 25,00 TL

Bertug Tüzün
bertug.tuzun@akyatirim.com.tr

2Ç sonuçları daha iyi olacak

Ülker hisseleri için getiri beklentimizi “Endeksin Üzerinde”ye (önceki “Endekse Paralel”) yükseltiyoruz. Hisse için belirlediğimiz 12 aylık hedef fiyat 25,0 TL seviyesinde olup %23 getiri potansiyeline işaret ediyor. Ülker hisseleri son bir ayda BIST100 Getiri Endeksi'nin %9 gerisinde kaldı. Ülker, 12,3x seviyesindeki 12 aylık ileriye dönük 2016T FD/VAFÖK çarpanı ortalamasına göre %8 iskontolu işlem görüyor. Yıldız Holding'in küresel markalarını (DeMet's, Godiva, United Biscuits ve Ülker) “Pladis” çatısı altında toplamasının Ülker'e uzun vadede ortak tedarik, üretim ve dağıtımda yeni bir sinerji sağlayacağına inanıyoruz. Yakın vadede Yıldız Holding'in Suudi Arabistan'daki operasyonlarının Ülker'e devrinin hisse için yeni bir itici güç olabileceğini düşünüyoruz. Uzun zamandır beklenen ve bizim de değerlememize dahil ettiğimiz bu operasyonun tamamlanması ve Ağustos ortasında açıklanacak olan güçlü 2Ç16 finansallarının hisseye olumlu yansımalarını bekliyoruz.

2Ç16 sonuçları daha iyi bekleniyor. Ülker 2016 yılına ilk çeyrekteki düşük tüketici güveni sebebiyle zayıf satış hacmiyle (yıllık bazda %2,8 azalma) başladı. Bununla birlikte Yönetim, artan çikolata talebi ve hacimlerdeki artış ile 2Ç16'dan itibaren satış hacimlerinde kademeli toparlanma öngörüyor. Yönetim 2016 yılı için yıllık %5 satış hacmi büyümesi, ortalama %7 - %8 fiyat artışı buna karşılık olarak da ciroda %12 - %13 organik (bizim beklentimiz yıllık %11,5 büyüme) ve inorganik büyüme ile birlikte yıllık %35 üzeri ciro büyümesi öngörüyor.

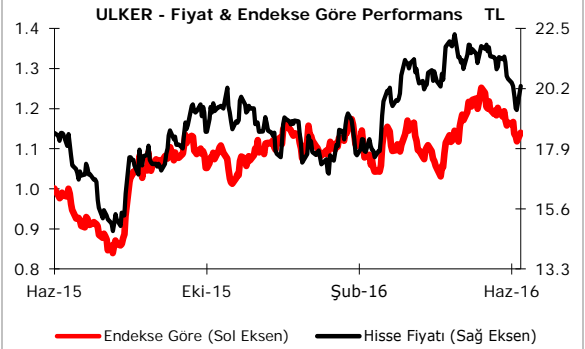
Uluslararası operasyonlar ve İstanbul Gıda'nın konsolide edilmesi kârlılığın 2016 yılında düşmesine neden olacak. Ülker, 2016 başından itibaren Mısır'daki faaliyetlerini ve İstanbul Gıda'yı konsolide etmeye başladı. Uluslararası faaliyetlerin (2016 yılında devir alınması planlanan Suudi Arabistan faaliyetlerinden 300 milyon TL gelir, %11 FAVÖK marjı, Mısır'dan 150 milyon TL gelir %13 FAVÖK marjı) ve uluslararası satış pazarlama şirketinin (İstanbul Gıda) %7 FAVÖK marjı katkısı dikkate alındığında, Ülker'in konsolide FAVÖK marjının 2015 yılındaki %13,3 seviyesinden 2016 yılında %13'e gerilemesini bekliyoruz.

“Pladis” uzun vadede sinerjinin kaynağı olacak. Ülker uzun vadede “Pladis” yapılanmasından, toplu hammadde satın alınmasıyla üretim girdilerinin düşmesi (kakao, palm yağı), üretim ağı optimizasyonu (üretim planlaması, çapraz üretim fırsatları), genişleyen dağıtım ağı ve yeni pazarlara giriş gibi faydalar sağlayacaktır. Şirket hali hazırda United Biscuits ve Godiva için bazı ürünleri Türkiye'deki tesislerinde 2016 başından itibaren üretmeye başladı.

Hisse Verileri

Hisse Kodu (Reuters, B.berg)	ULKER IS, ULKER TI
Piyasa Değ. (milyon TL)	6.943
Hisse Adedi (milyon)	342.000
Halka Açıklık Oranı	%43
İşlem Hacmi (3 aylık ort., mln.TL)	17,8
Net Borç (2016/3, milyon TL)	455
BIST-100 Endeksi (TL)	77.531

Hisse verileri 21 Haziran 2016 itibarıyladır.



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	%0,0	-%7,0	-%4,7	%9,7
Göreceli*	-%2,3	-%8,9	%0,3	%13,9

* BIST Getiri Endeksi'ne göre

Tahminler (milyon TL)

	2014	2015	2016T	2017T
Net Satış	2.891	3.075	4.182	4.631
VAFÖK	332	410	544	649
VAFÖK marjı	%11,5	%13,3	%13,0	%13,5
Net Kâr	212	260	324	381
FD/Satışlar	1,7	2,0	1,6	1,5
FD/VAFÖK	15,0	14,6	12,5	10,7
F/K	25,7	24,6	21,4	18,2

Ortaklık Yapısı

Yıldız Holding	%49,2
Yıldız Holding İştirakleri	%8,1
Halka Açık	%42,7

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 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.