

## ÜLKER BİSKÜVİ

9 Kasım 2016

Ülker Bisküvi 3Ç16 finansallarında sırasıyla TL815mn ciro (yıllık %1 azalış), TL104mn FAVÖK (+%10), TL54mn net kar (%11 artış) açıkladı. Ciro ve FAVÖK piyasa beklentilerinin hafif altında kalsa da net kar piyasa beklentilerine paraleldir.

Segmentlerdeki ciddi hacim daralması ve fiyat artışları finansalların en dikkat çekici noktalarıdır. Türkiye marjlarındaki iyileşmeye rağmen nispeten daha düşük marjlı yurtdışı operasyonlarıyla şirketin konsolide FAVÖK marjı %12.7 (3Ç15 revize marj: %11.5) olmuştur. Şirketin sonuçları hakkındaki bugün TSİ 17:00'daki telekonferansı, operasyonların gerek 4Ç16 gidişatı gerekse 2016 beklentilerindeki revizyonu içerme olasılığı yüzünden önemlidir.

**Türkiye operasyonları:** 15 Temmuz olayları, zayıf turizm ve jeopolitik sıkıntılar tüketim üzerinde baskı yaratmıştır. Hacim daralmasının %6 olduğu çeyrekte averaj %9'luk fiyat artışıyla ciro artışı %2'dir. Çikolata gelirleri %2 gerilerken, bisküvi ve kek gelirleri %5 artmıştır. Çikolatanın payı ciroda %53'ten %51'e gerilemiştir. Brüt marj %21.2'de tutunsa da faaliyet giderleri kontrolü sayesinde VAFÖK marjı %14.6'yla geçen senenin 170bps üzerindedir.

**Yurtdışı operasyonları:** Hacim daralması %20 olsa da 2015'teki süt operasyonları etkisinden (Ak Gıda etkisi) arındırılmış hacim küçülmesi %10'dur. Fiyat artışlarının katkısıyla cirodaki daralma %8 olarak gerçekleşti (diğerden arındırılmış karşılaştırılabilir ciro artışı ise %4'tür). Brüt marj %25.3'ten %19.5'a gerilerken FAVÖK marjı %7.5'tan %6.8'e düşmüştür.

Konsolide bazda şirketin net borcu 3Ç16 sonu TL716mn'dur.

ULKER	ENDEKSE PARALEL GETİRİ			
Fiyat (TL)	18.84			
Hedef Fiyat (TL)	23.45			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>24%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	2,030			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	5.1			
Net Borç (TLmn)	716			
FD (TLmn)	7,159			
<b>TL mn</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>
Net Satışlar	2,891	3,075	4,050	4,813
% büyüme	5.2	6.4	32	19
VAFÖK	332	409	553	612
% marj	11.5	13.3	13.7	12.7
Net Kar	212	260	355	397
% marj	7.3	8.5	8.8	8.2
Özsermaye Karlılığı (%)	18.7	19.5	21.1	20.5
Temettü	94	94	103	119
% ödeme oranı	44	36	29	30
% temettü verimi	1.5	1.5	1.6	1.8
F/K	30.4	24.8	18.2	16.2
FD/VAFÖK	21.6	17.5	12.9	11.7
F/DD	5.7	4.2	3.5	3.2
	<b>3Ç15</b>	<b>3Ç16</b>	<b>Yıllık değişim</b>	
Yurtdışına ilişkin gelirler TL mn*	185	192	4%	
Yurtdışına ilişkin gelirler USD mn*	65	65	0%	
<b>Cirodaki pay</b>	<b>23%</b>	<b>24%</b>	<b>105 bps</b>	
Çikolata gelirleri	377	382	1%	
Bisküvi gelirleri	304	310	2%	
Kek gelirleri	91	97	6%	
Diğer gelirler	50	26	-48%	
<b>Toplam satış hacmi</b>	<b>141,113</b>	<b>125,228</b>	<b>-11%</b>	
Çikolata hacim	39,220	34,234	-13%	
Bisküvi hacim	60,154	57,620	-4%	
Kek hacim	14,847	14,259	-4%	
Diğer hacim	26,892	19,115	-29%	
Çikolata averaj fiyat	9.6	11.2	16%	
Bisküvi averaj fiyat	5.1	5.4	7%	
Kek averaj fiyat	6.1	6.8	11%	
<b>Çikolatanın cirodaki payı</b>	<b>46%</b>	<b>47%</b>	<b>102 bps</b>	
Yatırımlar TL mn	41	48	17%	
Dönem sonu net borç (TL mn)	398	716	80%	
<b>Konsolide ciro</b>	<b>822</b>	<b>815</b>	<b>-1%</b>	
Brüt marj	22.2%	20.8%	-143 bps	
<b>FAVÖK</b>	<b>95</b>	<b>104</b>	<b>10%</b>	
FAVÖK marjı	11.5%	12.7%	120 bps	
Net kar	49	54	11%	

Kaynak: Finansallar, şirket, \* diğer gelirlerden arındırılmış, segmentlere ilişkin detaylı tabloyu ikinci sayfada bulabilirsiniz

Oyak Yatırım Araştırma  
research@oyakyatirim.com.tr

Türkiye operasyonları	2Ç15	2Ç16	Yıllık	3Ç15	3Ç16	Yıllık
<b>Ciro TL mn</b>	<b>625</b>	<b>693</b>	<b>11%</b>	<b>611.9</b>	<b>622.4</b>	<b>2%</b>
Çikolata	326	379	16%	324	319	-2%
Bisküvi	221	233	5%	207	218	5%
Kek	78	81	4%	81	85	5%
<b>Çikolata payı</b>	<b>52%</b>	<b>55%</b>		<b>53%</b>	<b>51%</b>	
<b>Hacim</b>	<b>92,372</b>	<b>92,720</b>	<b>0%</b>	<b>88,339</b>	<b>82,780</b>	<b>-6%</b>
Çikolata	32,087	34,055	6%	32,730	28,401	-13%
Bisküvi	47,102	46,121	-2%	42,302	41,594	-2%
Kek	13,183	12,544	-5%	13,307	12,785	-4%
<b>Averaj fiyat TL</b>	<b>6.8</b>	<b>7.5</b>	<b>10%</b>	<b>6.9</b>	<b>7.5</b>	<b>9%</b>
Çikolata	10.2	11.1	10%	9.9	11.2	13%
Bisküvi	4.7	5.1	8%	4.9	5.2	7%
Kek	5.9	6.5	9%	6.1	6.6	9%
Brüt marj	22.6%	23.9%		21.1%	21.2%	
FAVÖK marjı	14.9%	14.8%		12.9%	14.6%	
Yurtdışı operasyonları	2Ç15	2Ç16	Yıllık	3Ç15	3Ç16	Yıllık
<b>Ciro TL mn</b>	<b>309</b>	<b>282</b>	<b>-9%</b>	<b>210</b>	<b>192</b>	<b>-8%</b>
<i>Diğerden arındırılmış</i>	<i>222</i>	<i>234</i>	<i>5%</i>	<i>160</i>	<i>167</i>	<i>4%</i>
Çikolata	69	76	10%	53	63	19%
Bisküvi	136	146	7%	97	92	-5%
Kek	17	12	-29%	10	12	20%
Diğer	87	48	-45%	50	25	-49%
<b>Çikolata payı</b>	<b>22%</b>	<b>27%</b>		<b>25%</b>	<b>33%</b>	
<b>Hacim</b>	<b>65,223</b>	<b>68,761</b>	<b>5%</b>	<b>52,774</b>	<b>42,447</b>	<b>-20%</b>
<i>Diğerden arındırılmış</i>	<i>29,405</i>	<i>33,486</i>	<i>14%</i>	<i>25,882</i>	<i>23,333</i>	<i>-10%</i>
Çikolata	5,929	6,230	5%	6,490	5,833	-10%
Bisküvi	21,255	25,665	21%	17,851	16,026	-10%
Kek	2,221	1,591	-28%	1,541	1,474	-4%
Diğer	35,818	35,275	-2%	26,892	19,114	-29%
<b>Averaj fiyat TL</b>	<b>4.7</b>	<b>4.1</b>	<b>-13%</b>	<b>4.0</b>	<b>4.5</b>	<b>14%</b>
Çikolata	11.6	12.2	5%	8.2	10.8	32%
Bisküvi	6.4	5.7	-11%	5.4	5.7	6%
Kek	7.7	7.5	-1%	6.5	8.1	25%
Diğer	2.4	1.4	-44%	1.9	1.3	-29%
Brüt marj	22.5%	24.4%		25.3%	19.5%	
FAVÖK marjı	9.1%	11.1%		7.5%	6.8%	

### **Değerleme Yaklaşımı**

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yonteme bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. İMKB-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak İMKB'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

### **Derecelendirme Metodolojisi**

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş, araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir: Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

### **Uyarı Metni**

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.