

Ülker Bisküvi

NÖTR

Kapanış (TRL)	16,57	Hedef fiyat(TRL)	25,00		
Piyasa değeri (TRL / US\$ mn)	5.667 / 316	12 aylık getiri / görece getiri (%)	-15 / -60		
Endeks	BIST-100	Pazar	Yıldız		
(TRL mn)	2Ç21	2Ç22	y/y Δ	Konsensüs	Gerçek / Kons.
Net satışlar	2.659	5.991	%125	5.554	%8
FAVÖK	447	1.136	%154	1.029	%10
FAVÖK marjı	%16,8	%19,0	220 bp	%18,5	50 bp
Net Kar	221	-649	A.D.	-265	A.D.

2Ç21 Bilanço Değerlendirmesi

Net zarar tahminleri aştı - Ülker Bisküvi 2022'nin ikinci çeyreğinde 649 milyon TL net zarar açıkladı. Konsensüs beklentisi 265 milyon TL zarar iken, şirket geçen yılın aynı döneminde 221 milyon TL kar elde etmişti. Satışlar ve FAVÖK beklentileri bir parça aştı.

Satış büyümesi güçlendi - Şirketin cirosu bu çeyrek %125 yükselerek 5,99 milyar TL'ye ulaştı. Toplam satış hacmi %7 büyüyerek 158 bin tona yükseldi. Yurt içinde satışlar %4 artarken ortalama satış fiyatı ise %116 yükseldi. Yurt dışı operasyonlarda hacim yeni ürünler sayesinde %15 büyüdü. Bununla birlikte fiyat artışları ve kur ciroya olumlu katkı yaptı. Yurt dışı operasyonlarda ortalama satış fiyatları TL bazında %108, dolar bazında %10 yükseldi.

Karlılık iyileşti - Şirketin brüt kar marjı yurt dışında artan hammadde giderlerine rağmen yurt içinde etkili masraf yönetimi ve fiyatlama sayesinde geçen yıla göre 150 baz puan yükseldi. Bununla birlikte, faaliyet giderlerindeki artış güçlü ciro büyümesinin gerisinde kaldı ve FAVÖK marjına 130 baz puan olumlu katkı sağladı. Bunun sonucunda FAVÖK marjı geçen yıla göre 220 baz puan yükselerek %19,0 seviyesine ulaştı (beklenti: %18,5). Türkiye'de FAVÖK marjı 320 baz puan artarak %17,2'ye, yurt dışı operasyonların FAVÖK marjı ise 30 baz puan artarak %21,5 seviyesine yükseldi.

Beklentiler güncellendi - Şirket 2022 yılı ciro beklentisini 22,0 milyar TL'den 23,5 milyar TL'ye yükseltti. Buna göre şirket yılın ilk altı ayında yıllık bazda %118 büyürken, büyümenin ikinci yarıda %87 civarına inmesi bekleniyor. Şirket ayrıca 2022 yılı için %18,6 FAVÖK marjı hedefini korudu. Buna göre yılın ilk altı ayında %20,0 olan FAVÖK marjında şirket ikinci altı ayda bir daralma öngörüyor.

Faaliyet harici giderler yükseldi - Şirket geçen yıl 43 milyon TL yatırım ve finansman geliri sağlamışken bu yıl 1,89 milyar TL gider elde etti. Bu çeyrek faiz gideri 532 milyon TL, kur farkı zararı 453 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Şirketin geçen sene 80 milyon TL kur farkı karı bulunuyordu. Net borç geçen çeyrek 10,5 milyar TL iken bu çeyrek 12,4 milyar TL'ye yükseldi. Net borcun FAVÖK'e oranı 3,3 gibi görece yüksek bir seviyede.

Değerleme - Hisse son bir yılda %15 düştü ve BIST-100 endeksine görece %60 daha zayıf bir performans gösterdi. 2022 yılı için net zarar açıklamasını beklediğimiz Ülker Bisküvi 5,4 FD/FAVÖK çarpanından işlem görüyor. Hisse için 25,00 TL hedef değerimiz yukarı yönlü potansiyel işaret etmekle birlikte, olası kur farkı zararları ve özsermayenin yakın zamanda daha da zayıflaması ihtimali sebebiyle NÖTR görüşümüzü koruyoruz.

Araştırma

yatirimarastirma@icbcyatirim.com.tr
+90-212-276-2727