

Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş

Analiz - Yorum

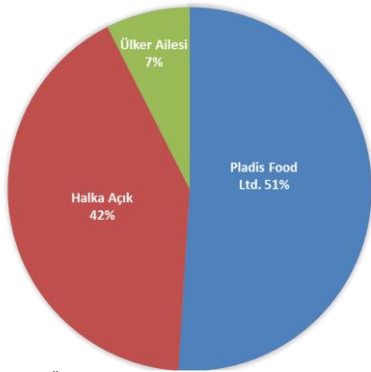
ULKER

01 Ekim 2019

ÖZET BİLGİLER

1944 yılında kurulan Ülker Bisküvi, 1970 yılına kadar sadece bisküvi üretimi konusunda faaliyet göstermiş olup, 1970 yılından itibaren çikolatalı ürünler, çikolata ve gofret ve 1990 yıllarından günümüze kadar kek, süt, yağ, muffak ürünleri ve içecek gibi farklı alanlardaki ürün yelpazesini genişletmiştir. Yıldız Holding çatısı altında 2006'da alınan Godiva, 2014 yılında alınan United Biscuits, Ülker ile beraber Pladis markası altında 2016 yılında birleştirilmiştir. Şirket 4 ülkede 10 üretim tesisine yaklaşık 1 milyon ton/yıl üretim kapasitesine sahiptir. Ülker'in %42'si halka açık olup, yaklaşık 1,2 milyar US\$ piyasa değerine sahiptir.

Grafik 1: Ülker Ortaklık Yapısı



Kaynak: Ülker

Tablo 1: Ülker'in İştirakleri ve Faaliyet Alanları

İştirak İsmi	İştirak Miktarı	İştirak Oranı	Faliyet Konusu
Amir Global	1,000,000 AED	100%	Satış
Atlas Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.	20,643,415 TRY	100%	Ticaret
Biskot Bisküvi Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	47,912,032 TRY	74%	İmalat
Food Manufacturers	22,027,500 SAR	55%	İmalat-Satış
Hamle Company Ltd LLP	2,653,342,459 KZT	100%	İmalat-Satış
Hi-Food for Advanced Food Industries	69,390,000 EGP	51%	İmalat
International Biscuits Company	25,000,000 SAR	100%	İmalat-Satış
İstanbul Gıda Dış Ticaret A.Ş.	20,250,000 TRY	100%	İhracat
Reform Gıda Paz. San. ve Tic. A.Ş.	3,550,000 TRY	100%	Ticaret
Sabourne Investments Ltd	19,690,161 USD	100%	Yatırım
Ul Egypt B.V.	31,632,288 EUR	51%	Yatırım
Ul Mena BV	6,900,001 EUR	100%	Yatırım
Ülker Çikolata Sanayi A.Ş.	137,500,014 TRY	92%	İmalat
Ülker for Trading&Marketing	548,900 EGP	100%	Satış

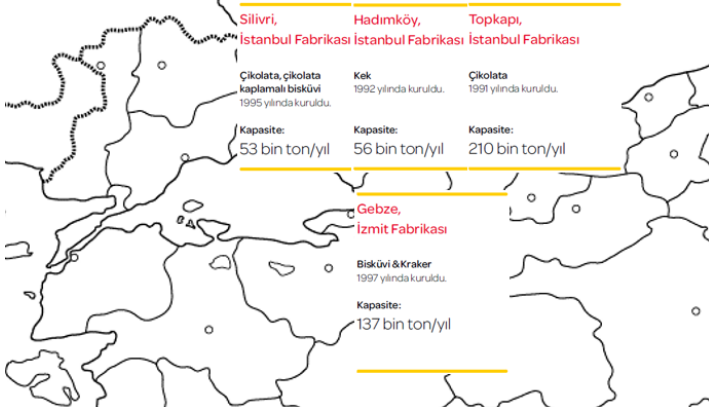
Kaynak: Ülker

ŞİRKET FAALİYETLERİ

Yurtiçi Faaliyetleri

Şirketin yurt içinde 6 fabrikası bulunmaktadır. Silivri, Hadımköy, Topkapı İstanbul içinde kurulu fabrikaları olup, İstanbul Silivri fabrikasında çikolata, çikolata kaplamalı bisküvi üretilmektedir. Fabrika 1995 yılında kurulmuş olup, 53 bin ton yıllık üretim kapasitesi bulunmaktadır. Hadımköy fabrikası 1992 yılında kurulmuştur ve 56 bin ton yıllık üretim kapasitesine sahiptir. Mevcut fabrika da markanın kek üretimi yapılmaktadır. İstanbul Topkapı fabrikasında çikolata üretimi yapılmakta olup, 1991 yılında kurulan fabrikanın 210 bin ton yıllık üretim kapasitesi bulunmaktadır. İstanbul dışı fabrikalar ise 3 şehirde bulunmakta olup, bunlar Ankara, Karaman ve Gebze'de bulunmaktadır. Ankara fabrikasında sadece bisküvi üretimi yapılmaktadır ve 1969'da kurulan fabrikanın 146 bin ton yıllık üretim kapasitesi bulunmaktadır. İzmit, Gebze fabrikasında sadece bisküvi ve kraker üretilmekte olup, 1997 yılında kurulan fabrikanın kapasitesi 137 bin ton yıllık üretim seviyesindedir. Şirketin en güneydeki fabrikası olan Karaman fabrikasında bisküvi, kek, kraker ve çikolata üretimi yapılmaktadır. Fabrikanın üretim kapasitesi yıllık 158 bin ton seviyesindedir.

Grafik 2: İstanbul ve İzmit Fabrikaları



Kaynak: Ülker, Alan Yatırım Araştırma

Grafik 3: Ankara ve Karaman Fabrikaları



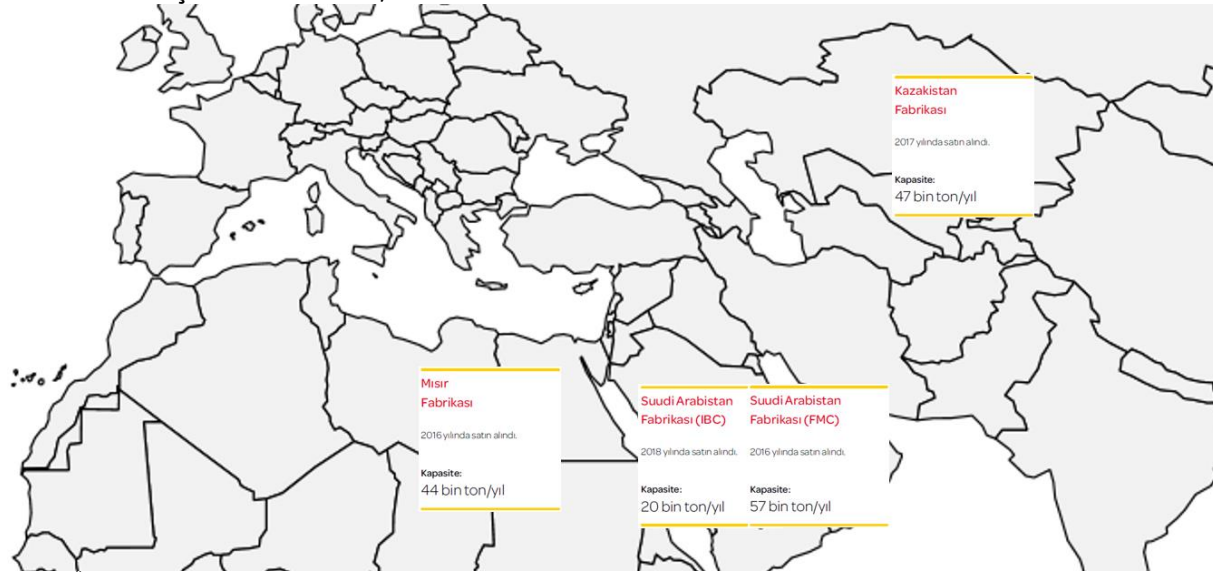
Kaynak: Ülker, Alan Yatırım Araştırma

Şirket Eylül 2019 Analist toplantısında yurtiçi pazarının atıştırmalık segmentinde yaklaşık %37 pazar payına sahip olduklarını belirtmişlerdir. Alt segmentte bisküvi ve çikolata pazarında %41 pazar payı ile lider, kek pazar payı olarak ise %23 oranla pazar ikincisi olduklarını açıklamışlardır. Pazar payının yüzdesel olarak gelişmesinde ve karlılıktaki artışta yeni ürün lansmanlarının, fiyat politikalarındaki ayarlamaların ve Ramazan döneminin denk gelmesinin etkili olduğuna dikkat çekilmiştir

Yurtdışı Faaliyetleri

Şirket yurt dışında Suudi Arabistan, Mısır ve Kazakistan olmak üzere 3 ülkede üretim faaliyetlerini sürdürmektedir. Mısır fabrikası 2016 yılında satın alınmış olup, 44 bin ton yıllık üretim kapasitesi bulunmaktadır. Kazakistan fabrikası 2017 yılında satın alınmıştır ve yıllık kapasitesi 47 bin tondur. Suudi Arabistan'da 2 fabrika alınmıştır. 2016 yılında 57 bin tonluk FMC fabrikası, 2018 yılında ise 20 bin ton yıllık kapasiteli IBC (International Biscuit Company) fabrikası satın alınmıştır. Yurtiçinde toplam yaklaşık 760 bin ton yıllık atıştırmalık segmentinde üretim kapasitesi bulunurken yurtdışındaki toplam üretim kapasitesi yıllık yaklaşık 168 bin tondur.

Grafik 4: Yurtdışı Suudi Arabistan, Mısır ve Kazakistan Fabrikaları



Kaynak: Ülker, Alan Yatırım Araştırma

Ülker yurtdışı operasyonlarında faaliyet gösterdiği 3 ülkede yaklaşık %20'lik bir konsolide pazar payına sahip olup, ülke bazında incelediğimizde Mısır'da atıştırmalığın alt segmenti olan bisküvi pazarında 2'ncidir ve %17'lik bir pazar payına sahiptir. Diğer taraftan Kazakistan'da alt segment olarak çikolata segmentinde pazar 3'ncüsü olup, %12'lik bir pazar payına sahiptir. Diğer bir faaliyet alanı olan Suudi Arabistan'da bisküvi segmentinde pazar lideri ve yaklaşık %26'lık bir pazar payına sahip olduğu analist toplantısında belirtilmiştir.

Global Pazar

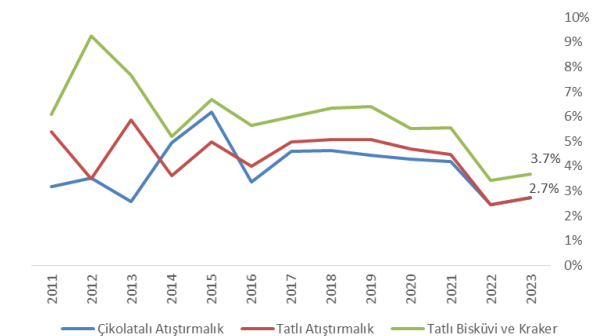
Global atıştırmalık(konfeksiyoner) pazarı araştırmalara göre 2018 yılında 15 milyar US\$ büyüklüğe ulaşmış ve 2025 yılının sonuna kadar yıllık %4 birleşik büyüme oranı ile 19,7 milyar US\$ kadar büyümesi tahmin edilmektedir. Tüketim bazında ise Kuzey Amerika ve Avrupa kıtaları atıştırmalık olarak en yüksek bölgesel pazarlar olmak ile beraber Türkiye, Ortadoğu, Asya, Güney Amerika ve Okyanusya kıtaları orta büyüklükte bölgesel pazarlara sahiptir. En düşük bölgesel pazar ise Afrika kıtası olarak global pazar araştırmalarında belirtilmektedir.

Grafik 5: Global Atıştırmalık Bölgesel Pazar Büyüklüğü



Kaynak: Mordor Intelligence, Alan Yatırım Araştırma

Grafik 6: Global Atıştırmalık Segment Büyümesi

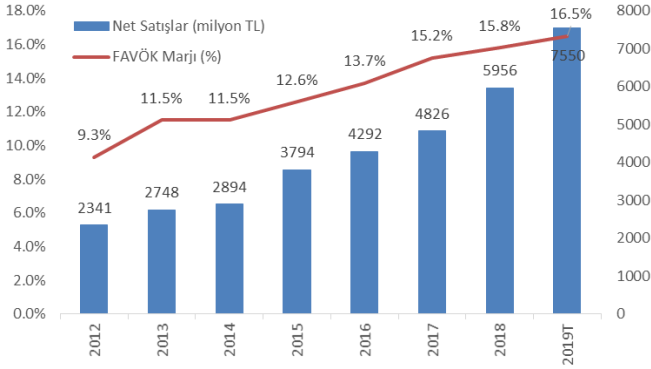


Kaynak: Statista, Alan Yatırım Araştırma

Finansallar ile Operasyonel Bazda Ülker

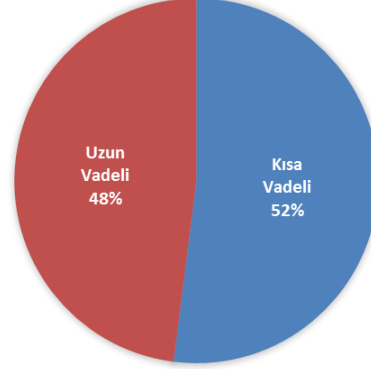
Şirket 2012 yılından itibaren %28'lik FAVÖK bazında yıllık bileşik büyüme sahip olup, net satışlarda ise bu rakam %18 seviyelerindedir. 2018 yılı net satışlar yaklaşık 1 milyar US\$ (6 milyar TL) seviyelerinde seyrederken 2019 yıl sonu hedefleri yaklaşık 1,3 milyar US\$ (7,6 milyar TL) seviyelerindedir. Yaklaşık 1,457 milyon TL Haziran 2019 itibariyle şirketin borç seviyesi olup, şirketin Aralık 2018 döneminde bu rakamı 1,544 milyon TL seviyelerinde seyretmekteydi. Bu net borçların Haziran 2019 itibariyle %52'si uzun vadeli ve %48'i kısa vadeli borçlardan oluşmaktadır. Net satışlar geçen yılın aynı dönemine göre %58 artmış ve bu rakam brüt kar kalemi için %64 seviyelerindedir.

Grafik 7: Ülker FAVÖK Marjı ve Net



Kaynak: Ülker

Grafik 8: Ülker Net Borç Kırılımı



Kaynak: Ülker

DEĞERLEME

Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme

Ülker, 2019 Haziran dönemi sonunda 87 milyon US\$ ve yıllık bazda net kar açıklamıştır. Fiyat/Kazanç çarpanından tahmini hisse başı değer hesaplamasını benzer faaliyetler gösteren şirketler ile karşılaştırarak yaptık. Şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanları ile karşılaştırdığımızda %45 iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 32.05 TL olarak hesaplamaktayız.

Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri (milyon US\$)	2019 Tahmini Net Kar (milyon US\$)	ÜLKER	Global Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri (milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
F/K	1,051	154	6.81	12.46	1,923	5.62	32.05

FAVÖK'e göre değerlendirme

Şirket, 2019 ilk yarıyıl dönemini 116 milyon US\$ FAVÖK açıklayarak kapatmıştır. Şirketin değeri göz önüne alındığında Firma Değeri/FAVÖK rasyosu 6.04x ve global benzer şirketler ortalaması 7.52x olarak hesaplanmıştır. Buna göre şirket yüzde 20% iskontolu olmakla beraber tahmini piyasa değerini 1.703 milyon US\$ ve tahmini hisse değerinin ise 21.79 TL olması gerektiği hesaplanmıştır.

Firma Değeri/FAVÖK	Firma Değeri (milyon US\$)	2019 FAVÖK Tahmini (milyon US\$)	ÜLKER	Global Şirketler Ortalaması	Tahmini Firma Değeri (milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/FAVÖK	1,369	226	6.04	7.52	1,703	3.82	21.79

Satışlara Göre Değerleme

2019 ilk yarıyıl sonu itibariyle 671 milyon US\$ ciro yapmış olan şirket 2019 satışlarının pozitif seyir ile 1.275 milyon US\$ seviyelerinden tamamlamasını tahmin etmekteyiz. Şirketin Firma Değeri/Satışlar rasyosunu 1.07x hesaplamaktayız ve global benzer şirketler ortalaması ile karşılaştırdığımızda şirket yaklaşık %3 primli ve tahmini hisse değerini ise 13.01 TL olarak bulmaktayız.

Firma Değeri/Satışlar	Firma Değeri (milyon US\$)	2019 Satışlar Tahmini (milyon US\$)	ÜLKER	Global Şirketler Ortalaması	Tahmini Firma Değeri (milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/Satışlar	1,369	1,275	1.07	1.05	1,017	2.28	13.01

Deffer Değerine Göre Değerleme

Şirketin özsermayesi yaklaşık 715 milyon US\$ olarak açıklanmış olup, şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanı ile karşılaştırdığımızda %48 iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 33.68 TL olarak hesaplamaktayız.

Piyasa/Deffer Değeri	Piyasa Değeri (milyon US\$)	Deffer Değeri	ULKER	Global Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri (milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Piyasa/Deffer Değeri	1,051	715	1.47	2.82	2,021	5.91	33.68

Global Benzer Şirket Ortalamaları

Global Benzer Şirketler	Piyasa Değeri milyon USD	Fiyat/Kazanç	FD/FAVÖK	FD/Ciro	PD/DD	Ülke
Lotte Confectionery	822	-	10.04	0.90	-	Güney Kore
Cloetta AB	852	16.76	11.88	1.73	2.07	İsveç
Lotus Bakeries	2,350	30.71	20.35	3.61	5.93	Belçika
Mayora Indah PT	3,887	30.39	16.01	2.26	5.94	Endonezya
Hershey Co.	31,410	24.64	17.72	4.54	18.93	ABD
Lindt&Sprüngli AG	18,727	3.62	2.95	0.57	0.42	İsviçre
Prataap Snack Limited	259	41.98	21.07	1.45	3.29	Hindistan
Taokaenoi Food&Marketing	468	43.57	27.24	2.65	6.88	Tayland
Ülker Bisküvi Sanayi	1,200	11.35	11.11	1.08	1.47	Türkiye
Mean		27.38	15.91	2.21	6.21	

Varsayımlar Mevcut değerlemede %35 ülke iskontosu uygulanmış olup, tablodaki rasyolar iskontosuz iskontosuz rasyolardır.

Değerleme Yöntemleri	Hisse Çarpan	Sektör Çarpan	Tahmini Piyasa Değeri (milyonUS\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (US\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (TL)
Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme	6.81	12.46	1,923	5.62	32.05
Satışlara Göre Değerleme	6.04	7.52	1,703	3.82	21.79
FAVÖK'e göre değerlendirme	1.07	1.05	1,017	2.28	13.01
Deffer Değerine Göre Değerleme	1.47	2.82	2,021	5.91	33.68
Ortalama					25.13
Hisse Kapanış Fiyatı					20.04
Potansiyel (Yön-%)			Yükseliş		25%

Varsayımlar *Bilanço hesaplanması ve tahmini USD baz alınarak yapılmıştır.

*Kapanış Fiyatı 27.09.2019 tarihinin kapanış fiyatı olan 20.04 üzerinden alınmıştır.

*USD/TRY kuru 5.7 olarak alınıp hesaplama bunun üzerinden yapılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu (mnUS\$)	2017	2018	2019/06	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Toplam Satış Gelirleri	1,323	1,238	671	1,275	1,314	1,353	1,394	1,436	1,479	1,523	1,569	1,616	1,664
Operasyonel Kar	169	164	101	194	187	179	185	176	181	171	176	166	171
FAVÖK	201	195	116	226	220	213	220	212	218	209	216	206	212
Vergi	0	43	41	39	41	39	41	39	40	38	39	36	38
Çalışma Sermayesindeki Değişim	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sermaye Harcamaları (Capex-USD)	0	35	35	36	36	36	36	36	37	37	38	38	38
İleri Vadeli Serbest Nakit Akım	0	234	226	217	224	214	221	214	221	210	217	205	211
İskonto Faktörü	0.0	1.1	1.3	1.5	1.6	1.9	2.1	2.4	2.7	3.1	3.5		
İndirgenmiş Nakit Akım	0	207	176	149	136	115	105	88	80	67	61		
Nihai Büyüme													2.0%
Nihai Büyümenin Bugünkü Değeri													506
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri													1,234
Şirket Değeri													1,741
Net Borç (-)													-318
Özsermaye Değeri													1,423
Piyasa Değeri													1,210
Yükseliş/Düşüş Potansiyeli													18%
İşlem Fiyatı (TL) (27/09/2019)													20.04
Hedef Fiyat (TL)													23.57

Varsayımlar

*Şirketin olası risklerini göz önünde bulundurduğumuzda risk primi %5.8 alınmıştır.

*Kapanış Fiyatı 27.09.2019 tarihinin kapanış fiyatı olan 20.04 üzerinden alınmıştır.

Sonuç

Ülker için iki ayrı değerlendirme yöntemi kullanılmıştır. Bunlar indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve benzer rakip şirketlere göre piyasa çarpanı karşılaştırma yöntemidir. Mevcut benzer rakip şirketler Ülker gibi atıştırılabilir segmentin de bulunan şirketler olup, değerlemeyi bu ölçüde yapmaya çalıştık. **Şirketin 1.1 beta oranı ve %20 yükseliş potansiyeli ile hafif yukarı yönlü hareket etmesini bekliyoruz.** Operasyonel faaliyetlerin ve gerçekleştirilebilecek projelerin potansiyeli bakımından indirgenmiş nakit akım yöntemini benzer şirketler rasyosu yönteminden daha fazla ağırlıklandırmamız gerektiğini düşünüyoruz ve benzer şirketler değerlendirme tarafında Türkiye kaynaklı iskonto primi benzer şirketler rasyolarına uyguladık. Pladis markası altında bulunan markalara baktığımız zaman Ülker, Godiva için üretim üssü haline gelmiştir. Nitekim analiz toplantısında yönetimin bakış açısının da bu yönde olduğu belirtilmiştir. Şirket Godiva Japonya'nın satışından 3 Haziran tarihinde 1,3 milyar US\$ tahsil ettiğini belirtti. Ayrıca Godiva'nın dış borçlardan arındığı analist toplantısında belirtilen önemli hususlardan biri olmuştur. Şirketin tamamını 800 milyon US\$ alan şirket sırf Godiva Japonya'yı 1,3 milyar US\$'a satması, projeleri değerlendirip satılabilir kabiliyetleri açısından önemli bir göstergedir. Ayrıca Godiva US üzerinden %19 ortak olarak gelecek temettünün 2019 yılı içinde geleceği ve bunun %80'nin Yıldız Holding ve alt şirketlerinin finansmanı için kurulan Türk Sendikasyon'a ödeme olarak gideceği de ayrıca belirtilmiştir. Godiva US şirketi üzerinden ortaklık miktarını artırma niyetinde olduklarını ve Godiva markasını cafe konseptinde müşteriye sunma çalışmalarının olduğu belirtildi. Bunun arge ve pilot çalışmalarının Amerika'da halihazırda gerçekleştirildiği analist toplantısında ayrıca belirtildi. Starbuck'a benzer bir konseptin örnekleri yurt içi ve yurt dışında olması ve konsept cafe piyasanın global rekabetçiliğinde şirket kendilerine ait lisanslı ürünleri sunacaklarını ve orada da asıl faaliyet alanı olan çikolata satışlarının da yapılabileceğine dikkat çekildi. Ancak indirgenmiş nakit akımı değerlememizde projenin olumlu yada olumsuz olacağı konusunda nötr mesafede olmamız sebebi ile ileri yönlü gelir tahminlerinde yer vermedik. Sonuçta Ülker, Godiva için ana üretici konumunda olması ve bunun daha da gelişebileceği analist toplantısında belirtilmiş olup, şirketin 5 yıl içinde 2000 şube açma niyeti olması, Godiva ürünleri ile beraber Ülker'in cirosunda da artış sağlayacaktır. Ancak proje bazlı beklentiler dışında şirketin şimdilik "olması gereken piyasa değeri" seviyelerinde olduğunu söyleyebiliriz. Temettü nakit girişleri gibi artı değerler geri kalan hafif yükseliş potansiyelini desteklemektedir.

Değerleme Yöntemi	Hedeflenen Fiyat TL	Potansiyel %	Ağırlık %
Global Benzer Şirketler Karşılaştırması	25.13	25%	25%
İndirgenmiş Nakit Akımlar	23.57	18%	75%
Ortalama Hedef Fiyat	23.96	20%	100%

Varsayımlar *Kapanış Fiyatı 27.09.2019 tarihinin kapanış fiyatı olan 20.04 üzerinden alınmıştır.

GELİR TABLOSU TAHMİNİ – ÖZET

Milyon US\$	2017	2018	2019 Yılı Sonu Tahmini	2018 2Q	2019 2Q
Toplam Satış Gelirleri	1,323	1,238	1,275	667	671
Toplam Giderler	-1,153	-1,074	-1,081	-579	-570
Operasyonel Kar	169	164	194	87	101
FAVÖK	201	195	226	104	116
Faliyet Dışı Diğer Gelirler	159	350	113	234	124
Net Finansal Gelirler	-185	-312	-89	-199	-106
Vergi Öncesi Net Kar	144	202	218	122	119
Vergi	22	39	48	27	21
Net Kar/Zarar (Azınlık Payları Hariç)	109	146	154	86	87
Marjlar					
Brüt Kar Marjı	25.9%	26.2%	28.0%	26.0%	27.8%
FAVÖK Marjı	15.2%	15.8%	17.8%	15.6%	17.2%
Net Kar Marjı	8.2%	11.8%	12.1%	12.9%	12.9%
Bilanço Büyüklükleri					
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	65	-16	97	-37	24
Net Borç	-294	-355	-318	-370	-318
Özsermaye	602	627	715	559	715
Ödenmiş Sermaye	90	65	59	74	59

Kaynak : Ülker, Alan Yatırım Araştırma



Genel Müdürlük

Levent Mah. Levent Cad. No: 45 P.K. 34330 Beşiktaş / İSTANBUL
+90 212 370 22 22
www.alanyatirim.com.tr

Ankara İrtibat Bürosu

Anafartalar C. Papatya S. No: 2/6-8 Ulus / ANKARA
+90 312 312 69 80

İzmir İrtibat Bürosu

Akdeniz M. Cumhuriyet Bulvarı Çırpıcı İş Merkezi No: 77/402 Konak / İZMİR
+90 232 445 64 66

arastirma@alanyatirim.com.tr

Yasal Uyarı : Bu dokümanda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme ve yorum güvenilir olduğu düşünülen Alan Yatırım A.Ş. Araştırma Departmanı tarafından burada sunulan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda makul özen gösterilmiş olmakla beraber, olabilecek hatalar ve eksikliklerden sorumlu değildir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez, içerik haber verilmeksizin değiştirilebilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım – satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu belgede yer alan yatırımla ilgili bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler 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. Burada yer alan görüşler, yatırımcının mali durumuna veya risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistikî şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve /veya dolaylı zararlardan Alan Yatırım A.Ş. sorumlu olmayacaktır. Tüm hakları saklıdır.