

Sibel Alpsal
alpsala@tskb.com.tr
 (212) 334 53 65

ÜLKER BİSKÜVİ

AL

Hisse kodu	ULKER		
Son fiyat	2.96 TL	&	\$2.39
İMKB-100 & \$/YTL	39,719	&	1.2379
Hisse sayısı (adet)	268,600,000		
Piyasa değeri (mn \$)	642		
Hedef piyasa değeri (mn \$)	1,182		
Getiri potansiyeli	84%		
Ortalama günlük işlem hacmi (mn \$, 3 ay)	2.0		

52 Haftalık Fiyat Aralığı	Yüksek		Düşük
YTL	5.55	-	2.90
\$	4.28	-	2.35

Performans (%)	1 ay	3 ay	12 ay
Dolar bazında	-24.5	-34.4	-18.4
İMKB-100'e göre	-8.9	-6.9	-22.4

*Yılbaşından beri

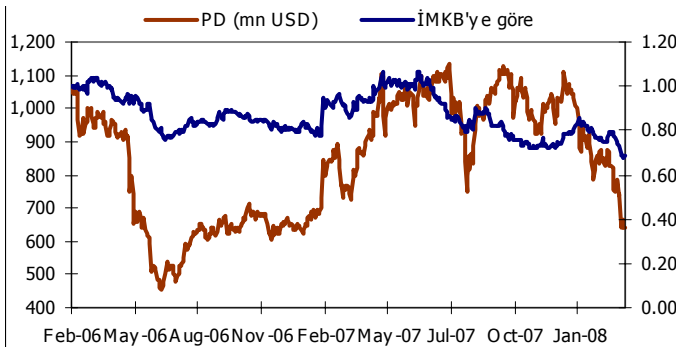
Finansal Performans

milyon \$	Net Satış	FAVÖK	Net Kar
2005	966	107	49
2006	1,250	84	62
Değişim (%)	29.4	-21.5	25.6
2007T	1,120	125	120
Değişim (%)	-10.4	48.9	93.4

Değerleme	Cari PD ile		
	2005	2006	2007T
F/K	13.00	10.35	5.35
PD/DD	1.55	1.68	1.00
FD/Satışlar	0.88	0.68	0.76

Ortaklık Yapısı

Yıldız Holding	42.19%
UEB Dynamic Growth Fund	26.57%
Diğer	31.24%



Ülker, Bizden Biri*

Ülker Topluluğu; bisküvi, çikolata, gıda ve içecek üretiminde yoğunlaşmakta olup, 2007 yılı cirosunu 9.1 milyar USD, 2008 yılı hedefini ise 10 milyar USD'nin üstünde ciro elde etmek olarak açıklamıştır. Grubun ana üretim şirketleri Ülker Bisküvi, Ülker Çikolata, cola üreticisi Della Gıda ve süt ürünleri üreticisi Ak Gıda'dır. Ülker Bisküvi dünyanın en büyük 13. bisküvi üreticisi konumundadır.

Yurtiçinde faaliyet gösterdiği alanlarda lider veya lideri zorlayan firma konumunda olan topluluğun özellikle gıda alanında yeni ürünlerde işbirliği ve satın almalarla büyüme potansiyeli vardır.

Ülker topluluğu 2007 yılında finansal iştiraklerinde satış yaparken, ana faaliyet alanında yer alan Godiva alımı ile gündeme geldi. 850 milyon USD'lik Godiva alımının bir kısmı özsermaye bir kısmı da sendikasyon kredi ise karşılanacak. Finansal iştiraklerinin devri ile 660 milyon USD'lik bedel tahsilatı da bu yıl gerçekleşecek.

Godiva'da büyük ortak olması planlanan Ülker Çikolata'nın halka arzının 2008 ikinci yarısında yapılması planlanıyor. Ülker Bisküvi'nin iştiraki İdeal Gıda'nın ise halka arzdan önce grup şirketlerinden Fresh Cake ile birleşme çalışmaları yürütülmektedir.

Ülker Bisküvi %60 pazar payı ile yurtiçinde lider konumdadır. Satışlarının %14'ünü ihraç etmektedir. Eylül 2007 itibariyle karlılığındaki artış ile net karını %61 artırmıştır. Şirket elde edilen karlılık seviyeleri korunarak, 2008 yılında satışlarını %15 artırmayı hedeflemektedir.

Değerleme çalışmamıza göre şirketin hedef piyasa değerini 1.46 milyar YTL (1.18 milyar USD) seviyesinde tahmin etmekte ve %84 getiri potansiyeli öngörmekteyiz.

*Bizden Biri; topluluğun özel markalı (private label) ürünlerinden birinin markası.

Ülker Topluluğu

Topluluğun kombine cirosu 9.1 milyar USD, %40'ı Ülker grubundan kaynaklanıyor.

Ülker topluluğu, Yıldız Holding çatısı altında toplanmış, 9 ana başlıkta gruplanabilecek faaliyet alanı ve şirketlerden oluşmaktadır. Topluluğun kombine (şirketler arası satışlar elimine edilmeden önce) cirosu 2007 yılında 9.1 milyar USD'ye yükselmiştir. 2006 yılında elde edilen 7.5 milyar USD ciroya göre dolar bazında %21 artış yakalanırken, 2008 yılında da 10 milyar USD'nin aşılması hedefleniyor.

Topluluk içinde ikinci büyük grup, Cola Turka ve İçim markalı ürünlerin üretildiği Gıda Grubu.

Bu büyüklüğün %40'ını Ülker Bisküvi ile birlikte Ülker Çikolata'nın da dahil olduğu bisküvi, çikolata ve şekerleme şirketlerinin toplandığı Ülker Grubu oluşturmaktadır.

Diğer gruplar bilişim, finansal iştirakler ve yurtdışındaki yatırımlar

Topluluk içinde ikinci büyük grup, Cola Turka ve İçim markalı ürünlerin üretildiği Gıda Grubu'dur. Diğer gruplar arasında topluluğun ana faaliyet kolları bisküvi ve diğer gıda işleriyle ilişkili olan ve başlıca müşterilerinden biri olduğu Petkim'in özelleştirme ihalesine giren Polinas'ın da yer aldığı ambalaj grubu öne çıkmaktadır.

Topluluğun gıda dışı faaliyetleri arasında ise büyümeyi planladığı bilişim grubu başkanlığı ve 2007 yılında iştirak satışları ile küçük ortak olarak kaldığı finansal şirketler yer almaktadır. Yurtdışında çoğunluğu yöresel şirketlere iştirak edilerek topluluğa dahil edilen bisküvi üretim fabrikaları bulunmaktadır. Topluluğun diğer iştirakleri arasında ise BİM dikkat çekmektedir.

Ülker Topluluğu Organizasyon Yapısı, Başlıca Şirketler ve Markalar	
Yıldız Holding	
Ülker Grubu Başkanlığı	Ülker Bisküvi, Ülker Çikolata, Fresh Cake
Gıda Grubu Başkanlığı	Cola Turka, Çamlıca, Bizim, İçim, Link, Cafe Crown, Golf
Ambalaj Grubu Başkanlığı	Polinas Plastik, Tire Kutsan
Yurtdışı İştirakler	Suudi Arabistan, Romanya, Ukrayna, Cezayir
Bilişim Grubu Başkanlığı	Datateknik Bilgisayar
Finansal İştirakler	Türkiye Finans Katılım Bankası, Fon Finansal Kiralama
Lojistik ve Ticari İştirakler	Bizim Toplu Tüketim Pazarlama
Gayrimenkul ve İnşaat İştirakleri	Sağlam İnşaat, Sağlam GYO
Diğer İştirakler	BİM

Topluluğun yaklaşık ilk 50 yılını bisküvi ve çikolata grubu sürüklerken, son 10 yılda yeni ürün grupları ile faaliyet alanı genişletildi.

İlk olarak 1944 yılında üretime başlayan topluluğun uzun yıllar ana faaliyet kolu olan bisküvi pazarında halen gelişmiş ülkelere göre yüksek büyüme potansiyeli olsa da bisküvi tüketiminin GSMH büyümesi ile ilişkili olarak gelişmesi ana faaliyet kolunda büyümeyi sınırlamış buna karşılık topluluk son 10 yılda yeni ürün kategorilerinde faaliyete geçerek büyümüştür. 1998 yılında süt üretimi, 2000 yılında sakız ve hazır çorba, 2002 yılında bebek maması ve gazoz, 2003 yılında dondurma ve kola, 2005 yılında hazır kahve, 2007 yılında bebek bezi üretimi başlamıştır. Topluluk yeni faaliyet alanlarının bazılarını kendi yatırımı, bazılarını tesis satın alma, bazılarını ise %50-50 yabancı ortaklıkla girmiştir. Topluluk halihazırda 50 tescilli markada 1,800'ü aşan çeşitte ürün üretmektedir.

2007 yılında topluluk finansal iştiraklerinde küçülüp, Godiva satın alımını gerçekleştirirdi.

2007 yılında topluluk önce iştirak satışları, sonra da Türkiye'nin en büyük ölçekli yabancı şirket satın alması olarak nitelenen Godiva çikolata firmasının satın alınması ile gündeme gelmiştir. Türkiye Finansal Katılım Bankası'nda Boydak Grubu ile eşit payda ortak olan topluluğun ana şirketi Yıldız Holding ve Boydak Grubu Temmuz ayında %30'ar paylarını Suudi National Commerce Bank'a 1,080 milyon USD bedelle (%30 hisseye karşılık 540 milyon USD) satışı için anlaşma yaptılar. Yıldız Holding Aralık ayında da Fon Finansal Kiralama'nın %60 hissesini 120 milyon USD bedelle Kuveytli Global Investmen House'a satışı konusunda anlaştı. İki satış anlaşmasında da henüz bürokratik çalışmalar devam etmekte olup, hisse devri ve bedel tahsilatı henüz gerçekleşmemiştir.

Godiva satın alımının finansmanı ve topluluk şirketleri arasında iştirak payının dağılımı netleşti.

Aralık ayında 850 milyon USD bedel ile satın alma anlaşması yapıldığı açıklanan Godiva işleminde Mart ayı ortası itibari ile şirketin grup bünyesine katıldığı açıklandı. Alım bedelinin bir kısmı özkaynaklardan bir kısmının kredi ile finansmanı yapılıyor. Yıldız Holding, Ülker Çikolata ve Ülker Bisküvi toplam 950 milyon USD sendikasyon kredisi anlaşması yaptı. 5 yıl vadeli, 6 ayda bir geri ödemeli kredinin 240 milyon USD'lik kısmı Ülker Bisküvi tarafından yüklenilmiştir. Ülker Bisküvi Godiva'ya %25.23 oranında iştirak etmekte olup, Ülker Çikolata ana ortak olarak konumlandırılmaktadır.

Grubun finansal şirketlerdeki iştirak satışlarından 660 milyon USD'lik bedelin tahsilatı da yapılacaktır.

Yıldız Holding 2008 yılı potansiyel nakit akışları (milyon USD)	
Türkiye Finans Katılım Bankası %30 hisse satışı	540
Fon Finansal Kiralama %60 hisse satışı	120
Toplam iştirak satış geliri	660
Godiva satın alımı	-850
<i>Godiva finansmanı (öngörülen)</i>	
Sendikasyon alımı (950 milyon USD'lik sendikasyondan)	800
Yıldız Holding ödemesi	50

Son satın almalar ve devam eden görüşmeler...

Grubun 2008 yılında basına yansıyan, Godiva işlemine göre küçük ölçekli satın almaları arasında Fresh Cake Gıda tarafından gerçekleştirilen Uno Ekmek ve Komşu Fırın'nın %50 hissesinin 37.5 milyon USD bedelle satın alınması ile Doğa Çay ve Oba Çay ile devam eden satın alma görüşmeleridir. Topluluk Tadım Çay firmasındaki iştirak payını 2007 yılının son günlerinde devretmişti.

Üretim yapılan ana ürünlerin topluluk bünyesine girişi...

1994	...	1992	1993	1994	...	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bisküvi		Çikolata	Kek	Margarin		Süt ve süt ürünleri		Sakız, hazır çorba		Bebek maması, gazoz	Kola, dondurma		Hazır kahve, kahvaltılık tahıl gevreği		Bebek bezi, Godiva	Ekmek, çay

Ülker Topluluğunun dağıtım ağı rekabet avantajını sağlayan en önemli unsurlardan biri...

Perakende sektöründe Türkiye'nin en efektif dağıtım ağına sahip olan topluluk haftada 220 bin satış noktasına teslimat yapmaktadır. Bu dağıtım ağı ve tecrübesi yabancı veya yerli, yeni üreticilerin bisküvi pazarına girişte rekabet etme gücünü kısıtlayıp, maliyetini artırırken, topluluğun yeni ürünleri pazara sürüşünde de pazar payı kapma sürecini ve maliyetini düşük tutmasını sağlamaktadır. Bu çerçevede topluluğun Cola Turka, Golf dondurma, İçim markalı süt ürünlerinde pazarda önemli pay elde etmesi 1-2 yıllık süreler içinde gerçekleşmiştir.

Gıda grubu başta olmak üzere dağıtım ağının kullanılacağı yeni ürünlerle büyüme potansiyeli yüksek...

Topluluğun genel anlayışıyla bağdaşan ve dağıtım ağı avantajını kullanabileceği alternatif ürünler arasında içme suyu ve maden suyu ilk akla gelen ürünlerdir. Topluluğun bu konuda ifade edilen yeni bir girişimi olmamakla birlikte bu yönde atımların devam etmesi beklenmektedir. Topluluk halen Hayat Su ve Akmina maden sularının dağıtımını anlaşmalı olarak yapmaktadır. Grubun ayrıca Bahar Su adlı bir firması bulunmaktadır.

Ayrıca basına yansıyan haberlerde topluluğun yeniden cips üretimine başladığı ve dağıtım için çalışmalarını sürdürdüğü yer almaktadır. Topluluk daha önce cips üretimini aile şirketinden ayrılan Selçuk ve Ömer Faruk Berksan'ların kurduğu Kar Şirketler Topluluğu'na devretmişti.

2007 yılında grubun ilgisinin basına yansıdığı diğer bir alan da kişisel bakım ürünlerinde halihazırda dağıtım yapılan Komili markalı ürünler olmuştur. Topluluğun bu markanın tanınırlığı konusunda inceleme yaptığı basına yansımıştır.

Entegrasyon, topluluğa rekabet gücü sağlayan ikinci önemli unsur...

Topluluğun dağıtım ağı ile birlikte başarısında etkili olan diğer unsur olarak grup içi entegrasyon ifade edilmektedir. Topluluk içinde bisküvi fabrikalarına un üretimi yapan Birlik Pazarlama, yağ ihtiyacını karşılayan Besler Gıda, nişasta ihtiyacını karşılayan Pendik Nişasta'dan ambalaj ihtiyacını karşılayan Polinas

Topluluk birçok alanda lider konumunda...

Plastik ve Pripack Ambalaj'a kadar genişleyen çerçevede entegrasyon bulunmaktadır. Bu şirketler hem bölgede kapasiteleriyle lider üretici konumunda olup, hem de nihai ürün olarak tüketiciye ve hammadde, ara ürün olarak topluluk dışı üretim firmalarına da satış yapmaktadırlar. Topluluk yurtiçi ve yurtdışı tüm satış, dağıtım ve pazarlamasını kendi bünyesindeki şirketleri ile yürütmektedir.

Topluluk faaliyet gösterdiği alanlarda marka çeşitlenmesi ve fiyat farklılaşması ile farklı segmentlere hitap ederken, yüksek pazar payları ile bisküvi ve çikolata başta olmak üzere birçok alanda lider yada lideri zorlayan firma konumundadır.

Ürün grupları	Markalar	Pazar payları ve konumu
Ülker Grubu		
Bisküvi	Ülker, Halk, Karsa, Minuet	60%
Çikolata	Ülker, Alpella, Godiva	55%
Kek grubu	Peki, Kekstra, Rulo Pasta	42%
Sakız ve şekerleme	Baycan	11% - 23%
Bebek maması	Hero Baby	42%
Gıda Grubu		
Kola	Cola Turka	pazarda ikinci
Süt	İçim Süt	17%
Dondurma	Golf	25%
Hazır kahve	Cafe Crown	pazarda ikinci
Gazoz, içecek	Çamlıca, Sunny, Link	25%
Endüstriyel yağlar, sofrta margarin ve likit yağlar	Besler, Bizim, Halk	35% - 36% - 12%
Hazır çorba	Halk	30%
Tahıl gevreği	Ülker Kellogg's	
Fonksiyonel gıda	Benecol	75%
Diğer ürünler		
Bebek bezi	Baby Star	10%
Kağıt ve hijyenik ürünler	Rozi	

2007 yılında satın alımlar haricinde yatırımlarla da büyüme gerçekleşti.

2007 yılında 155 milyon USD'ye varan tutarda yatırım yapan topluluk bu kapsamda 60 milyon USD'lik Ülker grubunda bisküvide İdeal Gıda'da kapasiteyi %50 artıracak, Fresh Cake'de %40 kapasite artışı sağlayacak yatırım planladı. Ülker Çikolata'da da üretim kapasitesini %30 artıracak 50 milyon USD'lik yatırım yapıldı. Çikolata yatırımının 2008 yılı başında devreye alınması planlanıyor. Topluluk ayrıca 2007 yılında 25 milyon USD'lik yatırımla bebek bezi sektörüne girdi.

Yurtdışında 7 ülkede bisküvi ve çikolata üretimi yapılıyor.

Topluluğun Suudi Arabistan, Kazakistan, İran, Ukrayna ve Cezayir'deki bisküvi ve çikolata tesislerine ilaveten 2006 yılında AB ülkelerine ihracat yapmak üzere 23 milyon USD'lik yatırımla Romanya bisküvi fabrikası kuruldu. 2007 yılında başlayan ve Afrika ve Ortadoğu ülkelerine yönelik ihracat için kullanılması planlanan Mısır ve Pakistan yatırımlarının da 2008 yılında tamamlanması öngörülmüyor. İran tesislerinin ise satıldığı açıklandı.

Topluluk cirosunun %6'sı ihracattan kaynaklanıyor.

Topluluk cirosunun yaklaşık %6'sı yurtdışı satışlardan kaynaklanmaktadır. 2007 yılında 664 milyon YTL (550 milyon USD) seviyesinde oluşan ihracat gelirlerinin %85'i bisküvi ve çikolata ürünlerinin satışından kaynaklanmakta.

Ülker Çikolata'nın halka arzı planlanıyor.

Grubun halka arzı planlanan şirketlerinden Ülker Çikolata'da hazırlıklar yurtdışında UBS, yurtiçinde Yapı Kredi tarafından yürütülmekte. Godiva'nın ana ortağı konumuna gelecek olan Ülker Çikolata'nın bu alımla ilgili çalışmalarının tamamlanması ile halka arzının 2008 yılı içinde gündeme gelmesi bekleniyor.

İdeal Gıda'nın halka arz öncesi Fresh Cake ile birleşme çalışmaları yürütülüyor.

Ülker Bisküvi'nin %97 oranında iştiraki olan İdeal Gıda'nın da halka arzı planlanmaktadır. 2009 yılına sarkabilecek halka arzdan önce halihazırda İdeal Gıda'nın en son Uno Ekmek'i alan Fresh Cake ile birleşmesi için çalışmalar yürütülmektedir.

Ülker Bisküvi

Topluluk cirosunun %20-25'ini oluşturan Ülker Bisküvi 2006 yılında 1.25 milyar USD, 2007 ilk 9 ayında %14'ü ihracattan kaynaklanan 847 milyon USD ciro yaptı.

Ülker Bisküvi'nin grup şirketleri ile ticari ilişkisi olsa da çikolata, kola ve süt ürünleri şirketlerinde iştiraki yoktur.

İlişkili taraflardan alacaklar bilançonun %24'ü,...

... ilişkili taraflara borçlar ise %11'i seviyesindedir.

Alımların %59, satışların ise %29'u konsolide edilen pazarlama şirketleri dışında kalan topluluk şirketlerine yapılmaktadır.

Konsolide edilmeyen iştirakler bilançonun %29'unu oluşturuyor. Godiva'ya iştirak edilmesi halinde %40'a çıkabilir. En yüksek değerdeki iştirak BİM...

Topluluğun en büyük faaliyet alanı olan bisküvi, çikolata ve şekerleme grubunda Ülker Çikolata ile birlikte iki ana üretim firmasından biri olan Ülker Bisküvi grubun diğer bisküvi üretim şirketlerinden İdeal Gıda ve Biskot Bisküvi ile un üreticisi Birlik Pazarlama ve bisküvi dağıtım şirketlerini konsolide ederek finansal tablolarını açıklamaktadır. Yurtdışındaki üretim şirketlerinden de Ukrayna'daki bisküvi üretim fabrikasında %51 iştiraki olmakla birlikte küçük ölçekli kalması ile şirketin finansal tablolarına konsolide edilmemiştir.

Ülker Bisküvi'nin konsolide cirosu, topluluğun kombine cirosunun %20-25'ini oluşturmaktadır. 2006 yılında konsolide bazda 1.25 milyar USD'lik ciro elde eden Ülker Bisküvi 2007 yılı ilk 9 ayında 847 milyon USD ciro açıklarken, yurtdışı satışlar toplam satışların %14'üne yükselmiştir. Ülker Bisküvi kendi alanında dünyadaki 13 büyük üretici arasında yer almaktadır.

Ülker Bisküvi'nin, topluluğun yapılımasına bağlı olarak çikolata üreticisi Ülker Çikolata, kola ve gazlı içecek üreticisi Della Gıda, süt ve süt ürünleri üreticisi Ak Gıda ve bu ürün gruplarının pazarlama şirketlerinde iştiraki bulunmamaktadır ancak bu şirketler de dahil olmak üzere birçok grup şirketi ile ticari ilişkisi vardır.

Ülker Bisküvi'nin ilişkili taraflardan alacakları bilanço büyüklüğünün %24'ü seviyesinde olup, 2006 sonuna göre gerilemiştir. İlişkili taraflardan olan dahil toplam ticari alacaklar bilanço içinde %22 paya sahipken, ticari alacaklar içinde ilişkili taraflardan alacakların payı %48'den %34'e gerilemiştir. Şirketin Yıldız Holding'den ticari olmayan alacağı TL bazında 162 milyon YTL'ye yükselirken, bilanço büyüklüğüne oranı %14'den %12'ye gerilemiştir.

İlişkili taraflara borçlar ise bilançonun %11'i seviyesinde olup, toplam ticari borçların %65'i başta yağ üreticisi Besler Gıda ve kek üreticisi Fresh Cake olmak üzere topluluk şirketlerine olan borçlardan oluşmaktadır. Besler Gıda ve Fresh Cake, şirketin faaliyeti ile ilgili hammadde şirketleri olmalarına rağmen iştirak oranının düşük olması ile konsolide edilmediği için bu şirketlerden yapılan alımlar ve bu şirketlere olan borçlar yüksek görülmektedir.

Şirketin topluluk şirketlerinden alış ve satışlarına bakıldığında da stoklar ve satışların maliyetine göre şirketin toplam alımlarının %59'u başta Fresh Cake, Besler Gıda ve Önem Gıda olmak üzere ilişkili şirketlerden yapılmakta, satışların ise %29'u, konsolide edilen pazarlama şirketleri dışında kalan ilişkili şirketlere yapılmaktadır. Bu şirketler arasında satışların %5'ini alan ve ticari alacakların da %7'sinin kaynaklandığı içecek pazarlama şirketi Esas Pazarlama ile satışların %4'ünü alan ve ticari alacakların %2'sinin kaynaklandığı BİM yer almaktadır. Şirket ayrıca satışlarının %2.2'sini ticari işletmelere satış yapan Bizim Toplu Tüketim şirketine, %1.7'sini de Ülker dışında bir marka ile sipariş üzerine private label satış ve pazarlama yapan Teközel Gıda şirketine yapmaktadır.

Şirketin tam konsolide ettiği şirketler dışında kalan iştirakleri bilanço büyüklüğünün %29'unu oluşturmaktadır. Bu büyüklük içinde %80 ile en önemli pay 2007/09 itibarı ile 306.6 milyon YTL (21 Mart 2008 itibarı ile 329 milyon YTL) piyasa değerine sahip %12.03 oranındaki BİM iştirakidir. Topluluk önceki yıllarda perakende sektörüne girmeyeceğini ifade etse de BİM halka arzından alınan ve zaman içinde arttırılan hisseler Mayıs 2006'da Ülker Bisküvi'ye satılmıştır. Dokuz aylık mali tablolar sonrasında şirket Sağlam GYO'da bedelli sermaye artırımına katılarak bu şirketteki iştirakini 7.44 milyon YTL seviyesine yükseltmiştir. Godiva şirketine %25.23 oranında iştirak ile birlikte Ülker Bisküvi bilançosunda iştiraklerin payının %40 seviyesine yükselmesini tahmin etmekteyiz.

Tam konsolide edilen bağı ortaklıklar			
	İştirak oranı	Faaliyet Konusu	Sermaye (bin YTL) (*)
İdeal Gıda	97.9%	Bisküvi üretimi	11,500
Biskot Bisküvi	50.8%	Bisküvi üretimi	10,000
Birlik Pazarlama	99.0%	Un üretimi	25,000
Atlas Gıda Pazarlama	73.5%	Yurtiçi pazarlama	20,500
İstanbul Gıda Dış Ticaret	83.8%	Yurtdışı pazarlama	15,000
Birleşik Dış Ticaret	69.0%	Yurtdışı pazarlama	1,250
Rekor Gıda Pazarlama	46.6%	Pazarlama	

(*) 2006/12 itibariyle şirketlerin toplam ödenmiş sermayeleri

Finansal Varlıklar		
	İştirak oranı	İştirak tutarı (bin YTL)
BİM (*)	12.0%	306,639
Tire Kutsan (*)	12.4%	28,371
Pendik Nişasta (**)	24.0%	18,335
Hero Gıda (**)	39.6%	8,878
KBF Ltd.	50.8%	7,018
Besler Gıda	7.0%	3,098
Sağlam GYO (*)	10.7%	2,940
Fresh Cake Gıda	10.0%	2,431

(*) 30/9/2007 borsa değeri

(**) Özsermaye yöntemine göre konsolide edilenler

Şirket sermayesinin %42'si Yıldız Holding'e ait.

Şirketin %42 hissesi Yıldız Holding'e aittir. BNP Paribas'ya bağlı United European Bank Dynamic Growth Fund şirkette %26.6 oranında hisse tutmaktadır. Şirket sermayesinin %31'i de Ülker Ailesi fertleri (2006 yıl sonu itibariyle sermayenin %6'sı) ve İMKB'de işlem gören hisseler de dahil olmak üzere diğer ortaklara aittir. Ülker Topluluğu'nda konusunda tanınmış, know-how'ından yararlanılacak yabancı şirketlerle ortaklıkla kurulan şirketler bulunsa da Ülker Bisküvi'de mevcut fon dışında yabancı ortak alınması ve hisse satışı düşünülmektedir.

Şirket en son Aralık ayında sermayesini %11.41 oranında bedelsiz artırımla 268.6 milyon YTL'ye yükseltti.

Kredi notu yükseltildi.

Moody's Ekim ayında şirketin B1 olan Corporate Family Rating notunu Ba3'e yükseltmiş ve görünümü de Durağan olarak teyid etmiştir. Not artırımını yapılırken şirketin yerli bisküvi piyasasındaki sağlam konumu ve güçlü karlılığını yansıttığı ifade edilmiştir.

Bisküvide %60 pazar payı ile lider konumda ve...

Şirket bisküvide %60 seviyesinde pazar payına sahiptir. Ülker Bisküvi ve başlıca rakibi Eti arasında bisküvi pazarında pazar payı geçişleri sınırlı olmakta, şirketin bisküvi pazarında büyümesi esas olarak pazarın büyümesinden kaynaklanmaktadır. Pazar büyümesinde de genel ekonomik koşulların ve fiyatlamaların doğrudan etkili olduğu düşünülmektedir. Türkiye'de kişi başına yıllık bisküvi tüketimi 4 kilo seviyesinde iken, Avrupa ülkelerinde ortalama 12 kilo seviyesinde oluşmakta, 18 kiloya kadar yükselmektedir. Çikolata tüketiminde de benzer şekilde tüketim gücü ve genel ekonomik büyüme doğrudan etkili olmakta ve Avrupa'da kişi başı yıllık 5-6 kilo tüketime karşılık Türkiye'de 1.5 kiloluk tüketim ekonomik koşullara bağlı büyüme potansiyelini göstermektedir.

... piyasada fiyat koşullarını belirleme önceliğine sahip.

Bisküvide lider konumda olan şirket piyasadaki fiyat seviyelerinde de belirleyici olmaktadır. Genellikle Ülker Bisküvi fiyat değiştirmeden piyasada fiyat artışlarının yapılmadığı ifade edilmektedir. Buğday fiyatlarındaki yükseliş başta olmak üzere şirket uzun süre maliyet artışlarını fiyatlara yansıtmamış, 2007 Haziran ayında ise %6'lık fiyat artışı uygulamıştır.

Dört tesiste toplam 353 bin ton seviyesinde üretim kapasitesi ile faaliyet gösteriyor...

Ülker Bisküvi dört fabrikada üretim yapmaktadır. Şirketin İstanbul ve Anadolu Gıda bünyesinden gelen Ankara fabrikaları ile birlikte 1997'de Gebze'de kurulan İdeal Gıda'nın fabrikası ve 1999'da topluluğa dahil olan Karaman'da kurulu Biskot fabrikası ile toplam üretim kapasitesi 353 bin ton seviyesindedir. Bu şirketler tam konsolide edilerek finansal tablolar açıklanmaktadır. Biskot fabrikası grubun süpermarket zincirleri için hazırladığı özel etiketli ürünlerin (private label) de üretimini yapmaktadır. Şirket üretimde Ülker markası ile birlikte Halk, Karsa ve Minuet markalarını da kullanmaktadır. Optimum sayılan yaklaşık %80 seviyesindeki KKO ile çalışılmaktadır.

Maliyet yapısında hammadde fiyatları belirleyici.

Şirketin üretim maliyetlerinin %60-65'i hammadde, %10-12'si ambalaj maliyetlerinden kaynaklanmakta olup, bu girdilerin yaklaşık tamamı grup şirketlerinden karşılanmakta ve önemli kısmı da konsolidasyona dahil edilmektedir. Şirketin toplam maliyetleri içinde ithalatın payı %10 seviyesinde bulunmaktadır.

Finansal borçlar bilançonun %20'si seviyesinde...

Şirketin 2007/09 itibari ile bilançosunun %20'si seviyesinde finansal borcu bulunmaktadır. Finansal borçların %90'ı kısa vadeli, yaklaşık tamamı döviz cinsindedir. Şirketin Godiva finansmanı için alınan sendikasyon kredisinin 240 milyon USD'lik kısmını kullanması ile finansal borçların bilançonun %35'i seviyesine yükselmesi beklenmektedir.

Net döviz pozisyon açığı küçülüyor...

Net döviz pozisyonu açığı veren şirketin bu açığı bilanço büyüklüğünün %4.7'si, özsermayesinin %8.6'sı seviyesindedir. 2006 yılı sonuna göre döviz cinsinden ilişkili taraflardan alacaklarda artış ile net döviz pozisyonu açığı aktiflerin %15'i seviyesinden gerilemiştir.

2007'de karlılık artışı ile net kar %61 artırılıyor.

Şirket, konsolide finansal tablolarında en az %20 seviyesinde brüt kar marjı, %12 FAVÖK marjı ve %7 net kar marjı hedeflemekte ve bu seviyeleri sürdürülebilir görmekte. 2006 yılında gerileyen kar marjlarında 2007 yılında, 2005 seviyeleri ve şirketin hedeflerinin yakalandığı görülüyor. 2007/09 itibari ile brüt kar marjını önceki yıla göre %18'den %24'e yükselten şirket temelde bu gelişmeye bağlı olarak net kar marjını da %5'den %11'e yükseltmiştir.

Grup içindeki yeniden yapılanmaya bağlı olarak konsolide satışlarda düşüş görülüyor.

Satışlarda 2006/9 döneminde göre %22 düşüş olmakla birlikte net karda %61 artış elde edilmiştir. Grup içindeki yeniden yapılanma ve iştirak edilen şirketlerin faaliyet alanlarına göre ayrıştırılması çalışmaları kapsamında çikolatalı ürünlerin yurtiçi pazarlama şirketi olan Atlantik Gıda'daki şirket iştirak hisselerinin satılması ile geçen yıla göre konsolide yurtiçi satışlarda %29 düşüş görülmektedir. Şirket yetkilileri Atlantik Gıda etkisi çıkarıldığında net satışlarda %35 seviyesinde artış elde edildiğini ifade etmektedir. İhracatta da %10 küçülme görülse de toplam satışlar içinde ihracatın payı %14'e yükselmiştir.

2008 yılında satışlarda %15 büyüme beklentisi var.

Şirket 2008 yılında yurtiçinde satışlarında %15 seviyesinde büyüme ve mevcut kar marjlarının korunmasını hedeflemektedir. İhracatın geliştirilmesi yönünde çalışmalar olup, Güneydoğu Avrupa, Ortadoğu ve BDT ülkeleri potansiyel pazarlar olarak görülmektedir.

Değerleme

Şirket değerini hesaplamada indirgenmiş nakit akımları ile birlikte İMKB'de işlem gören gıda şirketlerinin cari piyasa çarpanları ve yurtdışından benzer şirket piyasa çarpanlarını da kullandık. İNA yöntemine göre şirketin hedef değerini 1.43 milyar YTL (1.15 milyar USD) seviyesinde tahmin ediyor ve bu tahminin cari piyasa değeri ile karşılaştırmasına göre %80 getiri potansiyeli öngörüyoruz. Benzer şirket yaklaşımıyla bulduğumuz tahmini değerleri de ağırlıklandırarak incelemeye katarsak **1.46 milyar YTL (1.18 milyar USD) seviyesinde hedef değer ve %84 getiri potansiyeli öngörmekteyiz.**

	Hedef Değer (milyon YTL)	Hedef Değer (milyon USD)	Ağırlık	Getiri potansiyeli
İNA	1,433	1,157	70%	80%
Benzer şirket - yurtiçi	1,398	1,129	15%	76%
Benzer şirket - yurtdışı	1,673	1,351	15%	110%
Hedef Değer (ağ. Ortalama)	1,463	1,182		84%
Sermaye	268.6			
Hedef fiyat (YTL, USD)	5.45	4.40		
Cari piyasa değeri	795	642		
Cari fiyat (YTL, USD)	2.96	2.39		

İNA yöntemine göre şirketin hedef değerini 1.43 milyar YTL seviyesinde tahmin ediyoruz.

(milyon YTL)	2007	2008	2009	2010	2011
FVÖK	160	175	193	212	234
Amortisman	25	26	28	31	34
Net İşletme Sermayesindeki Değ.	31	-13	18	19	21
Yatırım Harcamaları	58	64	70	77	85
Nakit Ödenen Vergiler	27	30	33	36	40
Firmanın Nakit Akımı	68	120	101	111	122
Nominal İskonto Oranı (%)	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
Nominal Uç Büyüme Oranı (%)					1.0
Uç Değer					1,293
Firmanın Nakit Akımı BD	67	106	80	80	80
Uç Değer BD					846
Firma Değeri	1,309				
Net Borç	251				
İştiraklerin piyasa değeri	375				
Hedef Piyasa Değeri	1,433				

Yurtiçi benzer şirket piyasa çarpanlarına göre şirket hedef değeri					Yurtdışı benzer şirket piyasa çarpanlarına göre şirket hedef değeri				
	F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK		F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK
Ulker	5.58	1.11	0.70	7.83	Ulker	5.58	1.11	0.70	7.83
Yurtiçi benzer gıda	11.35	2.20	1.12	9.07	Yurtdışı benzer gıda	16.19	2.45	1.01	12.09
Hedef Değer (milyon YTL)	1,618	1,577	1,436	960	Hedef Değer (milyon YTL)	2,307	1,754	1,267	1,364
Ortalama	1,398				Ortalama	1,673			

Ülker Bisküvi Özet Finansal Tablo ve Oranlar

(milyon YTL)	2005/12K	2006/12K	200712 T	2006/09K	2007/09K
Dönen Varlıklar	734	549	618	798	640
Hazır Değerler	180	28	18	127	17
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	215	132	168	296	190
İlişkili Taraflardan Alacaklar	144	288	277	175	312
Stoklar	132	90	140	170	106
Diğer Dönen Varlıklar	40	8	12	19	12
Duran Varlıklar	485	492	667	593	667
Finansal Duran Varlıklar	56	210	381	183	381
Maddi Duran Varlıklar	300	277	277	298	277
TOPLAM AKTİFLER	1,219	1,041	1,285	1,391	1,307
Kısa Vadeli Yükümlülükler	583	355	430	630	482
Finansal Borçlar	255	156	237	183	237
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	41	21	5	27	5
Ticari Borçlar	56	51	50	71	67
İlişkili Taraflara Borçlar	127	89	105	317	140
Borç ve Gider Karşılıkları	42	10	20	18	20
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	12	12	8	10	8
Uzun Vadeli Yükümlülükler	39	111	58	106	59
Finansal Borçlar	11	77	24	67	24
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	24	27	26	27
Ana Ortaklık Dışı Özsermaye	42	39	50	42	50
ÖZ SERMAYE	554	537	747	613	716
Sermaye	241	241	269	241	241
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	0	-115	-115	0	-115
Sermaye Yedekleri	146	204	289	173	289
Kar Yedekleri	53	70	100	70	127
Net Dönem Karı	66	89	157	72	125
Geçmiş Yıl Karları	36	48	48	58	48
TOPLAM PASİFLER	1,219	1,041	1,285	1,391	1,307
SATIŞ GELİRLERİ	1,295	1,789	1,452	1,454	1,133
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	310	362	353	267	276
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	104	91	135	99	112
Faaliyet Karı veya Zararı	113	89	195	81	158
Ana Ortaklık Dışı Kar/Zarar	-14	-1	-11	-5	-11
Vergi Öncesi Kar/Zarar	99	89	184	76	147
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	33	-0	27	-2	22
NET DÖNEM KARI/ZARARI	66	89	157	78	125
Değişim oranları (%)					
Satışlar	-22.25	38.19	-18.83	50.11	-22.06
Net Kar	19.01	34.13	76.46	40.14	61.53
FAVÖK	26.09	-16.22	33.70	12.38	4.76
Kar marjları (%)					
Brüt kar marjı	23.91	20.24	24.33	18.38	24.33
Esas faaliyet kar marjı	8.06	5.11	9.31	6.83	9.90
FAVÖK marjı	11.08	6.72	11.06	8.61	11.58
Net kar marjı	5.12	4.96	10.79	5.34	11.07
Aktif karlılığı (%)					
Aktif karlılığı (%)	5.45	7.23	13.26	6.96	11.35
Özsermaye karlılığı (%)	12.82	15.67	24.45	15.73	22.24
Finansal borçlar / aktif (%)					
Finansal borçlar / aktif (%)	26.89	25.48	20.93	20.36	20.59
Kısa vadeli fin borç / toplam fin. Borç (%)					
Kısa vadeli fin borç / toplam fin. Borç (%)	90.27	70.35	90.49	74.11	90.49
Alacak / aktif (%)					
Alacak / aktif (%)	29.46	40.39	34.67	33.81	38.40
Stok / aktif (%)					
Stok / aktif (%)	10.79	8.67	10.91	12.26	8.11
Ticari borç / aktif (%)					
Ticari borç / aktif (%)	15.08	13.74	12.26	27.88	16.12
Toplam borç / aktif (%)					
Toplam borç / aktif (%)	51.04	44.70	37.98	52.91	41.40
Özsermaye / aktif (%)					
Özsermaye / aktif (%)	48.96	55.30	62.02	47.09	58.60
Borç / özsermaye (%)					
Borç / özsermaye (%)	104.27	80.83	61.23	112.37	70.66

TSKB

Araştırma

research@tskb.com.tr

MECLİSİ MEBUSAN CAD. NO 81
FINDIKLI İSTANBUL 34427, TÜRKİYE
(90) 212 334 50 50 faks: (90) 212 334 52 34

Araştırma

Gündüz Fındıkçoğlu	<i>Araştırma Müdürü</i> (Ekonomi, Bankacılık, Leasing, Çimento, Otomotiv)	(212) 334 52 71	findikciog@tskb.com.tr
Şebnem Mermertaş	<i>Yönetici</i> (Enerji, Telekom, Medya, Demir&Çelik, Holding)	(212) 334 53 60	mermertass@tskb.com.tr
Sibel Alpsal	<i>Kıdemli Uzman</i> (Petrokimya, GYO, Perakende, Beyaz Eşya, Bankacılık, Sigorta)	(212) 334 53 65	alpsala@tskb.com.tr
Başar Yıldırım	<i>Uzman Yardımcısı</i> (Çimento, Otomotiv, Havayolu hizmetleri, Ekonomi)	(212) 334 52 59	yildirim@tskb.com.tr
Zeynep Oğur	<i>Uzman Yardımcısı</i> (Ekonomi, Hazine, Veri analizi)	(212) 334 51 52	ogurz@tskb.com.tr

2008 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. her hakkı mahfuzdur.

Bu doküman Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin yatırım bankacılığı faaliyetleri kapsamında, kişisel kullanıma yönelik olarak ve bilgi için hazırlanmıştır. Bu dokümana dayalı herhangi bir işlem yapılması tarafımızdan öngörülen bir husus değildir. Belirtilen görüşler sadece bizim güncel görüşlerimizdir. Bu raporda yer alan bilgileri makul bir esasa dayalı olarak güncelleştirirken, bu konuda mevzuat, uygunluk veya diğer başka nedenlerle amaca uygunluk tam olarak sağlanamamış olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları veya çalışanları, burada belirtilen senetleri ihraç edenlere ait menkul kıymetlerle ilgili olarak bir pozisyon almış olabilir veya alabilir; menkul kıymetler üzerinde opsiyonları olabilir veya ilgili diğer bir yatırıma girebilir; bu menkul kıymetleri ihraç eden firmalara danışmanlık yapmış, hisselerinin halka arzına aracılık veya yüklenim taahhüdünde bulunmuş olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları bu raporda belirtilen herhangi bir şirket için yatırım bankacılığı da dahil olmak üzere önemli tavsiyeler veya yatırım hizmetleri sağlıyor veya sağlamış olabilir.

Bu raporun ilgili olduğu yatırım fiyatı veya değeri, direkt veya indirekt olarak, yatırımcıların menfaatlerine ters düşebilir. Döviz kurlarındaki herhangi bir değişimin yatırımın değeri veya fiyatı veya bu yatırımdan sağlanan gelir üzerinde olumsuz bir etkisi olabilir. Geçmişteki performans her zaman gelecekteki performansın kılavuzu olacak demek değildir. Yatırım geliri dalgalanma gösterebilir.

Bu rapor kamuya açık bilgilere dayalıdır. Doğru veya tamam olmayan hiçbir beyan yapılmamıştır. Bu rapor söz konusu menkul kıymetlerin alınması veya satılması için bir teklif, yorum ya da yatırım tavsiyesi değildir veya bu menkul kıymetlerin alınıp satılmasına yönelik bir teklif için de bir istek veya zorlama değildir. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve kendisiyle bağlantılı olan diğerleri bahsedilen şirketlerin menkul kıymetleriyle ilgili pozisyon alabilirler veya bu menkul kıymetlerle ilgili işlem yapabilirler, ayrıca bu şirketler için yatırım bankacılığı hizmetleri de verebilirler.