

ÜKER BİSKÜVİ

Fiyat: 5,25 YTL

Hedef Fiyat: 6,80 YTL

ULKER.IS/ULKER TI

Piyasa Değeri: \$956 mn

Hedef Piyasa Değeri: \$1.239 mn

Yükseliş Potansiyeli (YTL): 30%

“Baldan tatlı”

Orta Doğu ve Balkanların en büyük bisküvi üreticisi

Ülker grubunun ana şirketi Ülker Bisküvi, ~%60 pazar payı ile Türkiye bisküvi ve gofret pazarının lideridir. Ülker Bisküvi, Türkiye’de Arçelik’i takiben en çok tanınan markadır. Ülker Bisküvü pazar konumunu güçlendirmede ana ortağı Yıldız Holding’in Ülker şemsiye markası ile süt, dondurma ve kola gibi gıda kategorilerindeki agresif büyüme ve pazarlama stratejisinin faydalarını görmektedir.

Basitleştirilen şirket yapısı ile şirketin şeffaflığının artması bekleniyor

Ülker Bisküvi hammadde teminini kesintisiz sağlamak ve yüksek ürün kalitesini garantilemek için dikey olarak entegre bir organizasyona sahiptir. Bu yapı şirkete rekabetçi avantaj sağlamakla beraber aynı zamanda şirketin yapısını biraz karmaşık hale getirmektedir.

Bununla birlikte şirket azınlık hissedarlarının hak ve ihtiyaçlarına duyarlı olup, şirket yapısını azınlık ihtiyaçlarına göre revize etmeye açık bulunmakta ve bu konuda çalışmalarını sürdürmektedir. Şirketin bu konudaki çalışmalarının sonuna yaklaştığını ve şirketin basitleşen yapısının şeffaflığı arttıracağını düşünmekteyiz.

İdeal Kekin halka arzının Ülker’in yeniden değerlendirilmesinde bir araç olmasını bekliyoruz

Yıldız Holding hem kurumsallaşma sürecini hızlandırmak, hem de finansman sağlamak amacıyla halka açık şirketlerinin payını arttırmayı hedefliyor. Bu amaca paralel olarak Ülker Gıda’nın üç iştirakinin birleşmesinden oluşacak İdeal Kek’in 2008 yılında halka arzını planlanmakta. Aynı zamanda Ülker Gıda’nın kardeş şirketi Ülker Çikolata’nın halka arzı 2008 yılında planlanıyor.

Şirketin kurumsallaşma süreci doğrultusunda ve halka arz planlarına paralel olarak, yatırımcı ilişkilerine verdiği önemin arttığını görmekteyiz. Bu faktörlerin şirkette saklı değerlerin açığa çıkmasına yardımcı olacağını düşünmekteyiz.

Hedef fiyatımız %30 artış potansiyeline işaret ediyor

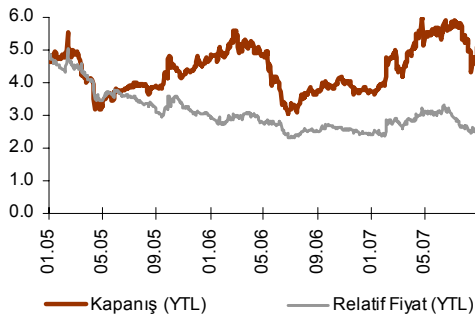
İndirgenmiş Nakit Akımı ile yaptığımız değerlendirme %30 yükselme potansiyeli ile 6,80 YTL/hisseye(\$1.239 mn) işaret ediyor ve bu doğrultuda Ülker Bisküvi’yi Arttır önerisi ile araştırma kapsamımıza dahil etmekteyiz. Yalnız Haziran ayındaki KDV indirimi ve şu anki yapıda çok net olmayan kek segmentindeki büyüme potansiyeli sebebiyle Hedef değerimizde yükselme potansiyeli bulunduğunu düşünüyoruz.

Ramazan ve okul dönemi Ülker Bisküvi’yi olumlu etkileyecek.

Tatlı tüketiminin arttığı Ramazan ve okul döneminin, kısa vadede Ülker Bisküvi için olumlu etkenler olacağına inanıyoruz.

Hisse Performansı

	1-A	3-A	2007
ULKER	-2%	-8%	41%
İMKB Relatif	5%	-10%	15%



Önemli Mali Veriler (mn YTL)

	05A	06A	07T	08T
Net Kar	66	89	124	142
VAFÖK	139	120	185	205
Satışlar	1,359	1,789	1,413	1,541
Kar/hisse-YTL	0.27	0.37	0.52	0.59
Temettü/hisse- YTL	0.08	0.11	0.13	0.18

Önemli Rasyolar

	05A	06A	07T	08T
F/K (x)	19.1	14.2	10.2	8.9
ŞD/VAFÖK (x)	10.1	11.7	7.6	6.8
Temettü Verimi(%)	1.6	2.1	2.5	3.4

Sabriye Gozde Cullas
gozde.cullas@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 8436

Ülker Bisküvi

UFRS,Konsolide

YTL

Gelir Tablosu (mn YTL)

	05A Mn YTL	06A mn YTL	07T mn YTL	08T mn YTL	1Ç06 mn YTL	4Ç06 mn YTL	1Ç07 mn YTL
Net Satışlar	1,359	1,789	1,413	1,541	453	372	342
SMM	1,054	1,427	1,060	1,151	370	294	-51
Brüt Kar	305	362	353	390	83	78	92
Faaliyet giderleri	205	271	192	210	58	78	48
Esas Faaliyet Karı	100	91	161	180	25	0	44
Diğer gelirler, net	58	37	34	36	11	5	7
Finansal gelirler, net	-44	-39	-23	-18	-5	10	-1
Azınlık Payı Öncesi Kar	113	89	173	197	31	15	49
Azınlık Payı	-14	-1	-14	-16	-7	4	-4
Vergi Öncesi Kar	99	89	159	182	25	19	46
Vergi	-33	0	-35	-39	-7	-2	-11
Net Kar	66	89	124	142	17	17	35
VAFÖK	139	120	185	205	33	6	50
Kar rasyoları							
Brüt kar marjı	22.4%	20.2%	25.0%	25.3%	18.3%	21.0%	26.8%
Faaliyet kar marjı	7.3%	5.1%	11.4%	11.7%	5.6%	-0.1%	12.7%
VAFÖK Marjı	10.2%	6.7%	13.1%	13.3%	7.3%	1.7%	14.5%
Net kar marjı	4.9%	5.0%	8.8%	9.2%	3.8%	4.6%	10.2%
Büyüme rasyoları (%)						1Ç07	1Ç07
Satışlar		31.7%	-21.0%	9.0%		Yıllık	Çeyrek
VAFÖK		-13.4%	54.3%	10.8%		-24.0%	-8.0%
Net Kar		34.1%	40.0%	14.2%		149.0%	690.0%
						103.0%	105.0%

Bilanço

	05A mn YTL	06A mn YTL	07T mn YTL	08T mn YTL	1Ç06 mn YTL	4Ç06 mn YTL	1Ç07 mn YTL
TOPLAM AKTİFLER	1,259	1,013	1,096	1,144	1,314	1,013	1,113
Dönen varlıklar	771	522	598	638	842	522	600
Hazır Değerler	187	27	19	25	109	27	61
Ticari Alacaklar	386	243	290	314	573	401	444
Stok	132	85	116	127	137	85	86
Duran Varlıklar	488	491	498	506	472	491	513
Maddi Varlıklar	314	280	290	286	286	276	275
PASİFLER	662	440	415	355	742	477	526
KV yükümlülükler	577	329	308	247	672	329	376
KV finansman borcu	303	187	108	29	249	187	168
Ticari Borçlar	254	120	183	200	350	116	170
UV yükümlülükler	86	111	107	108	28	111	109
UV finansman borcu	32	79	79	79	19	79	77
Özsermaye	554	536	629	728	571	536	587
Azınlık Payı	42	38	51	62	43	38	41
TOPLAM PASİFLER	1,259	1,013	1,096	1,144	1,314	1,013	1,113
Brüt Borç/Sermaye	60%	50%	30%	15%	47%	50%	42%
Düz. Net Borç/Sermaye	27%	44%	27%	11%	28%	44%	31%

Yapi Kredi Yatirim Arastirma

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, arastirma grubumuz tarafından güvenilir olduguna inanilan kaynaklardan derlenmis olup dogruluklari ayrica arastirilmamistir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya dogru olmamasindan, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayi dogabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalısanlari herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatirimcilarin bilgi edinmeleri amaciyla hazirlanmis olup, yatirimcilarin yatirimla iliskin kararlarini verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmalari, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarini vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçli kullanimi sonucu olusabilecek zararlardan dolayi kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir sekilde menkul degerlerin satin alınmasi veya satilmasi için bir teklifi veya aracilik teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmi Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.S.'nin yazili izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kislere gösterilemez.