

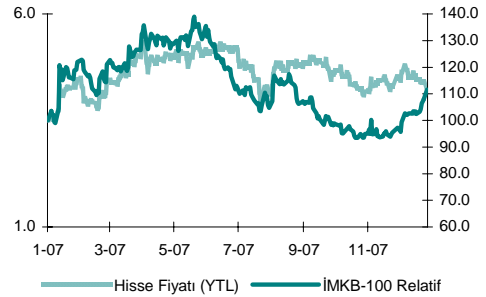
Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.

AL

Hedef Fiyat: 4.00 YTL

- Ülker Bisküvi, yurt içi bisküvi sektöründe %60 pazar payı ile lider konumda bulunmaktadır.
- Ülker Topluluğu Godiva'yı 2007 yılının sonunda satın alırken, Ülker Bisküvi ise bu şirkete %25,23 oranında iştirak etme kararı aldı.
- Atlantik Gıda Pazarlama ve Ticaret A.Ş'nin konsolidasyon kapsamından çıkarılması şirketin net satış gelirlerinin düşmesine neden oldu.
- Ülker Bisküvi, 9A07'yi 125.4 milyon YTL kar ile tamamladı.
- İNA analizine göre hedef piyasa değerini 1.075 milyon YTL hesapladığımız Ülker Bisküvi'nin, cari piyasa değerine göre %50.4 kazandırma potansiyeli taşıması nedeniyle "AL" önerisi veriyoruz.

	YTL	US\$	
Fiyat	2.66	2.04	
İMKB-100	39,015	29,865	
US\$ (MB Alış):	1.31		
52 Hafta Yüksek:	5.33	4.21	
52 Hafta Düşük:	2.66	2.04	
İMKB Kodu:	ULKER		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	269		
Piyasa Değeri (YTL Mn):	714		
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	547		
Halka Açık PD (YTL Mn):	221		
Halka Açık PD (US\$ Mn):	170		
	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	-30.7	-39.4	-44.4
US\$ Getiri (%):	-36.1	-34.2	-49.2
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	-20.5	-32.2	-20.8
Gün. Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	4.4		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	3.4		
Beta	0.87		
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.40		
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.33		
Ortaklık Yapısı	%		
Yıldız Holding A.Ş.	42.2		
UEB Dynamic Growth Fund	26.6		
Diğer	31.2		
Toplam	100.0		



	2003	2004	2005	2006	2007T
F/K	6.12	22.09	17.76	10.26	4.75
PD/DD	0.64	2.38	2.12	1.70	0.92
FD/FAVÖK	15.80	12.29	9.17	9.57	5.84
FD/Satışlar	0.29	0.84	1.02	0.64	0.61
Net Satışlar (YTL Mn)	1,665	1,665	1,295	1,789	1,575
Net Kar (YTL Mn)	43	56	66	89	150
Hisse Başına Kar (YTL)	1.26	0.23	0.27	0.37	0.56

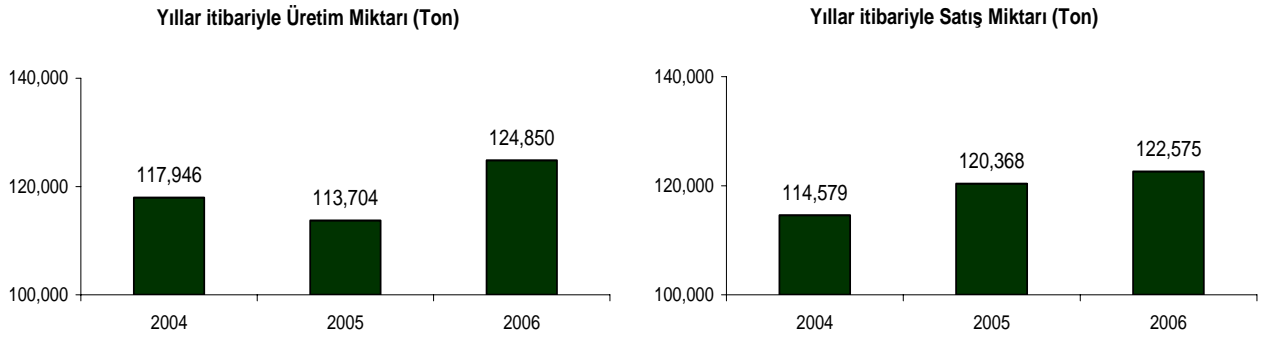
arastirma@sekeryatirim.com

Ülker topluluğu, genel olarak Yıldız Holding çatısı altında toplanmış ve dört ana faaliyet kolu bulunan gruptan oluşmaktadır. Bu gruplar; i) Ülker Bisküvi ve Ülker Çikolata'nın dahil olduğu bisküvi, çikolata ve şekerlemenin yanı sıra pazarlama şirketlerinin toplandığı Ülker Bisküvi, Çikolata ve Şekerleme Grubu, ii) Cola Turka ve İçim gibi daha çok içecek sektöründe faaliyet gösteren ve bu ürünlerin pazarlama şirketlerini de içeren Gıda Grubu, iii) Başta Tire Kutsan olmak üzere grubun bisküvi ve diğer gıda işlerinin ambalajı konularının faaliyetini üstlenen Ambalaj Grubu, iv) Sağlam GYO ve Taç Yatırım Ortaklığı gibi şirketlerini bünyesinde barındıran diğer finansal ve bilişim grubu.

Ülker Bisküvi, yurt içi bisküvi sektöründe %60 pazar payı ile lider konumda bulunmaktadır

Topkapı (İstanbul) ve Ankara fabrikalarında bisküvi, kraker, çikolata kaplamalı bisküvi ve gofret üretimi gerçekleştiren Ülker Bisküvi, bisküvi ve kraker alanlarında ulusal ve uluslararası pazarlara sunduğu 280 çeşit ürünle dünyanın önemli gıda üreticileri arasında yer almaktadır. Ülker Gıda ve iştirakleri tarafından üretilen bisküvi ve çikolata kaplamalı ürünlerin yurt içi dağıtımı iştirak şirketi Atlas Gıda Pazarlama ile birlikte Ülker Topluluğu şirketlerinden Esas Pazarlama, Merkez Gıda Pazarlama ve Rekor Pazarlama tarafından yapılmaktadır.

Bisküvi sektöründe pazarda yaşanan yoğun rekabet ortamında %60 pazar payı ile lider konumda bulunan şirket, ürünlerini yurt dışında, ağırlıklı olarak Ortadoğu, Rusya ve Orta Asya Cumhuriyetleri başta olmak üzere, Avrupa, Afrika ve Amerika'ya ihraç etmektedir. Şirketin satış gelirleri içerisinde ihracatın payı ~%18 seviyesinde bulunmaktadır.



Bisküvi üretimini İstanbul (Topkapı) ve Ankara fabrikalarında gerçekleştiren şirket, bu iki ana fabrikanın dışında iştirak şirketleri İdeal Gıda (Gebze) ve Biskot Gıda (Karaman) tesislerinde de bisküvi üretimi yapmaktadır. Biskot Gıda, grubun süpermarket zincirleri için hazırladığı özel etiketli ürünlerin (private label) de üretimini yapmaktadır. Kapasite kullanımı Ankara fabrikasında %67, Topkapı fabrikasında %85 seviyesinde bulunurken, şirketin bu sonuçlara göre toplam kapasite kullanım oranı ise %73 seviyesinde bulunmaktadır.

Topkapı fabrikasında 9'u üretim ve 4'ü ambalajlama olmak üzere toplam 13 hatta bisküvi üretimi gerçekleştiren şirket, Ankara fabrikasında ise 13'ü bisküvi ve 4'ü gofret olmak üzere toplam 17 hatta bisküvi, çikolata kaplamalı bisküvi ve gofret üretimi yapmaktadır. 2006 yılında 124.850 ton üretim gerçekleştiren şirketin satış miktarı ise 122.575 ton seviyesinde gerçekleşmiştir.

Ülker Bisküvi'nin, hisselerinin çoğunluğuna veya yönetimine sahip bulunduğu 7 bağlı ortaklığı ve 2 müşterek yönetime tabi şirketi bulunmaktadır. Şirket bu şirketlerin faaliyetlerini tam konsolidasyon yöntemi ile mali tablolarına muhasebeleştirilmektedir.

Bağlı Ortaklıklar	9A07 itibariyle		Faaliyet Konusu
	Doğrudan Sahiplik Oranı (%)	Dolaylı Sahiplik Oranı (%)	
İdeal Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	%97,5	%97,9	İmalat
Biskot Bisküvi Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	%50,5	%50,8	İmalat
İstanbul Gıda Dış Ticaret A.Ş.	%83,8	%83,8	Pazarlama/Ticaret
Atlas Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.	%73,5	%73,5	Pazarlama/Ticaret
Birleşik Dış Ticaret A.Ş.	%68,0	%69,0	Pazarlama/Ticaret
Birlik Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.	%99,0	%99,0	İmalat
Rekor Gıda Pazarlama A.Ş.	-	%46,6	Pazarlama/Ticaret
Müşterek Yönetime Tabi Teşebbüsler			
Pendik Nişasta Sanayi ve Ticaret A.Ş.	%23,0	%24,0	İmalat
Hero Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	-	%39,6	İmalat

İdeal Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Biskot Bisküvi Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş., Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. ile aynı kapsamda mamuller üretip satmaktadır. Diğer taraftan İstanbul Gıda Dış Ticaret A.Ş., Atlas Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Birleşik Dış Ticaret A.Ş. ünvanlı şirketler bu ürünlerin ve piyasadan aldığı diğer gıda ürünlerinin yurt içi ve yurt dışı satış ve pazarlaması ile uğraşmaktadır. Birlik Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş. üretim yapan şirketlere un ve benzeri hammadde sağlamaktadır.

Atlantik Gıda Pazarlama ve Ticaret A.Ş'nin konsolidasyon kapsamından çıkarılması şirketin net satış gelirlerinin düşmesine neden oldu

Ülker Bisküvi'nin en son açıkladığı 9A07 mali tablolarına göre net satış gelirleri 9A06'da 1,4 milyar YTL seviyesinden 9A07 itibariyle %20 gerilemiş ve 1,13 milyar YTL seviyesine düşmüştür. Atlantik Gıda Pazarlama ve Ticaret A.Ş.'nin 30 Kasım 2006 tarihi itibariyle konsolidasyon kapsamından çıkartılması şirketin net satış gelirlerinin düşmesindeki en büyük neden olmuştur. (Ülker Grubu, yeniden yapılanma ve iştirak edilen şirketlerin faaliyet alanlarına göre ayrıştırılması çalışmaları kapsamında çikolatalı ürünlerin yurt içi pazarlama şirketi olan Atlantik Gıda'nın kontrolü Ülker Bisküvi'den Ülker çikolata bünyesine katılmıştır. Dolayısıyla, daha önce Ülker Bisküvi altında konsolidasyona tabi olan şirket kontrol hakkının sona ermesi nedeniyle Ülker Bisküvi tarafından konsolide edilmemeye başlanmıştır). Azalan net satış gelirlerine rağmen Atlantik Gıda Pazarlama şirketinin maliyetlerinden kaynaklanan olumsuz etkisinin konsolide satış gelirleri üzerindeki baskısının ortadan kalkması şirketin marjlarını olumlu etkilemiştir. Şirketin 9A06'da %18,3 ve %8,2 olan brüt ve FAVÖK kar marjı 9A07'de sırasıyla %24,3 ve %11,6 seviyesine yükselmiştir.

Ülker Bisküvi 9A07'yi 125.4 milyon YTL kar ile tamamladı

Ülker Bisküvi'nin 9A07 itibariyle net 202 milyon dolar net finansal borcu bulunmaktadır. 2007 yılında YTL'nin döviz karşısında değer kazanması ve faizlerdeki gerilemenin etkisiyle şirket 2007 yılının ilk dokuz ayı itibariyle 17 milyon YTL net kur farkı geliri ve 13 milyon YTL net faiz geliri kaydetmiştir. Bu durum, şirketin 9A06'da 26 milyon YTL olan finansman giderinin 9A07'de 25 milyon YTL finansman geliri elde etmesini sağlamıştır.

Dolayısıyla azalan maliyetler ve elde edilen finansman geliri şirketin kar rakamını da olumlu etkilemiş ve sonuç olarak şirketin 9A06'da 77.6 milyon YTL olan konsolide net kar rakamı 9A07'de %61.5 artışla 125.4 milyon YTL seviyesinde yükselmiştir.

Ülker Bisküvi, Ülker Topluluğu tarafından satın alınan Godiva'ya %25,23 oranında iştirak edecek

Ülker topluluğu satın alma işlemlerini hızlandırırken, bu bağlamda Yıldız Holding, Aralık 2007 yılında dünyanın en büyük çikolata üreticilerinden biri olan Godiva'yı 850 milyon dolar bedel karşılığında satın aldığını açıkladı. Anlaşma sonrasında Mart 2008 itibariyle Ülker Bisküvi, Godiva'ya %25.23 oranında iştirak etme kararı alırken, Yıldız Holding, Ülker Çikolata ve Ülker Bisküvi toplam 950 milyon dolar

sendikasyon kredisi anlaşması yaptıklarını açıkladılar. Bu kredi anlaşması ile 5 yıl vadeli, 6 ayda bir geri ödemeli kredinin 240 milyon dolarlık kısmını ise Ülker Bisküvi yükledi. Bunun dışında, Ülker Bisküvi'nin %10 iştiraki olan Fresh Cake Gıda A.Ş., Unmaş Unlu Mamuller San. ve Tic. A.Ş. (Uno Ekmek) ve Doruk Unlu Mamuller San. ve Perakende Hizmetler A.Ş. (Komşu Fırın) şirketlerinin %50'şer oranındaki hisselerini toplam değeri 75 milyon dolar bedel ile satın aldığını açıkladı.

Ülker Topluluğu yeni halka arzları gündeminde tutuyor

Ülker Topluluğu, Godiva'nın satın alınması sonrasında Godiva'nın ana ortağı konumuna gelecek olan Ülker Çikolata'nın halka arzı ile ilgili çalışmalarına hız verirken, Fresh Cake ile Ülker Bisküvi'nin bağlı ortağı olan İdeal Gıda'nın birleştirilmesi sonrasında bu şirketin halka arz çalışmaları önümüzdeki dönemde gündemde olacaktır.

Değerleme

Bu gelişmelerin ışığında Ülker Bisküvi için İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi kullanarak yaptığımız değerlendirme çalışmasında şirketin Hedef Piyasa Değerini 1.075 milyon YTL olarak belirledik. Cari Piyasa Değeri 714 milyon YTL olan Ülker Bisküvi'nin bulduğumuz Hedef Piyasa Değerine göre %50.4 kazandırma potansiyeli taşıması nedeniyle şirkete "AL" önerisi veriyoruz.

INA (YTL Mn)	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
FAVOK	165	177	189	200	211	221	230	239	249	259
Vergi	31	34	38	41	44	47	49	52	55	58
Sabit Sermaye Yatırımları	12	13	14	14	15	15	16	16	16	17
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	52	26	31	29	26	27	23	23	24	25
Serbest Nakit Akımları	71	104	106	116	126	132	143	148	153	159
Rf	17.0%	17.5%	15.0%	12.5%	11.5%	11.0%	11.0%	10.5%	10.0%	10.0%
Beta	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87
Hisse Senedi Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Ke	21.4%	21.9%	19.4%	16.9%	15.9%	15.4%	15.4%	14.9%	14.4%	14.4%
Vergi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Kd*(1-Vergi Oranı)	16.0%	16.4%	14.4%	12.4%	11.6%	11.2%	11.2%	10.8%	10.4%	10.4%
Borç %	24.0%	40.7%	39.7%	38.7%	37.5%	36.4%	35.5%	34.6%	33.7%	32.8%
Ozsermaye %	76.0%	59.3%	60.3%	61.3%	62.5%	63.6%	64.5%	65.4%	66.3%	67.2%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)	20.1%	19.6%	17.4%	15.1%	14.3%	13.9%	13.9%	13.5%	13.0%	13.1%
INA	59	72	63	60	57	52	50	45	42	38
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri(2007-2016)	538									
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	2.0%									
Sonsuz Değer	1,462									
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	350									
Net Borç Pozisyonu	576									
Finansal Borcun Vergi Kalkanı	115									
İştirakler	647									
Hedef Şirket Değeri	1,075									
Cari Piyasa Değeri	714									
Kazandırma Potansiyali	50.4%									

BİLANÇO (YTL Mn)	2004	2005	2006	2006/09	2007/09	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	178	300	276	298	277	(7)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	270	129	3	111	3	(97)
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	57	56	212	184	387	111
Ticari Alacaklar	219	215	107	296	190	(36)
Hazır Değerler	104	180	26	127	17	(86)
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	313	339	388	375	433	15
Toplam Aktifler	1,142	1,219	1,013	1,391	1,307	(6)
Uzun Vadeli Borçlar	49	32	79	73	26	(65)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	21	7	32	33	34	2
Kısa Vadeli Borçlar	326	527	280	559	415	(26)
Ticari Yükümlülükler	192	56	49	71	67	(5)
Toplam Yükümlülükler	588	622	440	736	541	(26)
Toplam Özsermaye	554	597	574	655	766	17
Toplam Pasifler	1,142	1,219	1,013	1,391	1,307	(6)

GELİR TABLOSU (YTL Mn)	2004	2005	2006	2006/09	2007/09	%Değ
Net Satışlar	1,665	1,295	1,789	1,417	1,133	(20)
SMM	1,371	1,049	1,427	1,133	857	(24)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/(Gid.)	-	64	-	-	-	A.D.
Brüt Kar	294	310	362	284	276	(3)
Faaliyet Giderleri	214	205	271	192	164	(15)
Net Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	80	104	91	92	112	22
Net Diğer Gelir/Gid.	40	53	37	32	21	(34)
Finansman Gelir/(Gid.)	35	44	39	49	(25)	(151)
Ana Ortaklık Dışı Kar/(Zarar)	(9)	(14)	(1)	(5)	(11)	A.D.
Vergi Öncesi Kar	75	99	89	70	147	110
Vergi	20	33	(0)	(2)	22	1,256
Net Kar(Zarar)	56	66	89	72	125	75

FİNANSAL ORANLAR	2004	2005	2006	2006/09	2007/09
Özsermaye Karlılığı	10.0%	11.1%	15.5%	12.6%	18.6%
Aktif Karlılığı	4.9%	5.4%	8.8%	5.9%	10.9%
Brüt Kar Marjı	17.6%	23.9%	20.2%	20.0%	24.3%
Net Kar Marjı	3.3%	5.1%	5.0%	5.1%	11.1%
VAFÖK Marjı	6.8%	11.1%	6.7%	8.3%	11.6%
U.V. Borçlar/Özsermaye	8.8%	5.3%	13.7%	11.2%	3.3%

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Fulya Mah. Şenol Sk. No:13/3 Şişli -İSTANBUL

Tel: 0 (212) 213 43 70 Fax: 0(212) 213 43 90

E-mail: arastirma@sekeryatirim.com

Web: www.sekeryatirim.com

Araştırma

K. Hakan Karacıgan Müdür hkaraci gan@sekeryatirim.com

Kadir Tezeller Yönetmen ktezeller@sekeryatirim.com

(Holding, Cam, Dayanıklı Tüketim, GYO)

Mutlu Köseahmetoğlu Stratejist mkoseahmeto glu@sekeryatirim.com

(Banka, Sigorta, Telekom)

Burak Demirbilek Yönetmen Yardımcısı bdemirbilek@sekeryatirim.com

(Medya, Perakende, Demir-Çelik, Ulaştırma, Enerji)

Selahattin Aydın Uzman saydin@sekeryatirim.com

(Petrol-Petro Kimya, Çimento, Otomotiv)

Bu çalışmada yer alan yatırım bilgisi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Seri:V, No:55 sayılı "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine İlişkin ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" çerçevesinde aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada ulaşılan sonuçlar tercih edilen hesaplama yöntemi ve/veya yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, mali durumunuz ile risk getiri tercihlerinize uygun olmayabileceğinden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan her türlü haber, veri, bilgi, rapor, araştırma bulgusu, görüş ve öneriler, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, piyasa koşulları içerisinde ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan yararlanılarak, herhangi bir maddi manevi menfaat karşılığı olmaksızın, genel anlamda bilgi sunmak amacıyla hazırlanmıştır. Yer alan bilgilerin zamanlaması, tamlığı ve doğruluğu tarafımızca garanti edilmemekte olup bu bilgiler, belli bir kazancın sağlanmasına yönelik olarak sunulmamaktadır. Bu nedenle, burada yer alan haber, veri, bilgi ve bulgulara dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü kayıptan, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.