

**Kur farkı gelirleri net karda pozitif sürpriz yarattı****AL** (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	22.54	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	29.14				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	7,709 / 928	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	1 / -32				
Halka Açıklık Oranı	39	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	73.6				
UFRS - TL milyon	1Ç21	1Ç20	Yıllık Δ	4Ç20	Çeyreklik Δ	YKY	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	2,690	2,376	13.2%	2,651	1.4%	2,643	2,645
VAFÖK	458	415	10.2%	440	4.0%	440	445
Net Kar	479	-98	a.d.	287	67.0%	361	335
VAFÖK Marjı	17.0%	17.5%	-0.5 pp	16.6%	0.4 pp	16.6%	16.8%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

**1Ç21 Sonuçları**

- Ülker 1Ç21'de 479 milyon TL net kar açıkladı. Bu rakam bizim beklentimiz olan 361 milyon TL'nin ve piyasa beklentisi olan 335 milyon TL'nin bir hayli üzerinde gerçekleşti. Genelde faaliyet performansında önemli bir sapma olmazken özellikle 1,2 milyar TL olarak gerçekleşen kur farkı gelirleri bizim beklentimizin bir hayli üzerindeydi ve sapmanın ana nedeni oldu. Net karda bizim tahminlerimizden sapma çeyreklik bazda %130 oranında artan döviz uzun pozisyon nedeniyle tahminlerimizin çok üstünde yazılan kur farkı gelirleri oldu. Ayrıca şirketin menkul kıymet portföyü de yine muhtemelen kurun da önemli bir katkısıyla çeyreklik bazda 3,6 milyar TL'den 5,6 milyar TL'ye yükseldi.
- Satışlar 1Ç21'de yıllık bazda %23 büyüyerek 2,7 milyar TL olurken 2,6 milyar TL olan piyasanın tahmininin ve bizim beklentilerimizin paralelinde gerçekleşti. Türkiye faaliyetlerinde bütün kategorilerde yaşanan zayıflık nedeniyle satış hacimleri yıllık bazda %13 geriledi. Türkiye satışları ise fiyat artışları ile yıllık bazda %10 artarak 1,6 milyar TL oldu. Yurt dışı hacimleri özellikle kek kategorisindeki %27 daralmanın etkisiyle yıllık bazda sadece %1,5 büyüdü (bisküvi yaklaşık %3, çikolata yaklaşık %2). Bisküvi ve çikolata kategorilerindeki büyümenin ana nedenlerinden biri Ramazan öncesi yaşanan alım aktivitesiydi. Yurt dışı satışları özellikle fiyat artışları ve kur etkisiyle yıllık bazda %19 büyüdü ve 1,1 milyar TL oldu.
- VAFÖK 1Ç21'de 458 milyon TL olurken beklentilerin %3-4 civarında hafif üzerinde gerçekleşti. VAFÖK marjı %17,0 olurken yıllık bazda 0,5 puan daraldı fakat tahminlerin çok hafif üzerinde kaldı. Yıllık bazda yaşanan daralma geleneksel kanalın azalan payı ve hammadde fiyatlarında yaşanan artışlar oldu.
- Yaratılan 458 milyon TL VAFÖK performansı ile birlikte net işletme sermayesinde de önemli bir değişiklik gerçekleşmemesi sayesinde net borç çeyreklik bazda iyileşerek 4Ç20'de 1,9 milyar TL'den 1Ç21 itibarıyla 1,6 milyar TL'ye geriledi. Ana ortak Yıldız Holding'den olan alacaklar ise aynı dönemde hafif yükselerek 1,7 milyar TL'den 1,9 milyar TL'ye yükseldi.
- Genelde faaliyet dışı kalemlerden kaynaklansa da beklentileri aşan net kar rakamı hissede pozitif bir reaksiyon hava yaratabilir. Bunun yanı sıra hisse için orta vadede de 29,1 TL olan hedef fiyatımızın %29 gibi bir getiri potansiyeline işaret etmesi nedeniyle olumlu görüşümüzü ve AL önerimizi koruyoruz.

**ULKER TI - Ülker - Açıklanan Finansallar (UFRS; TLmn)**

Gelir Tablosu	1Ç21	1Ç20	YY Δ	4Ç20	Q/Q Δ
<b>Net Satışlar</b>	<b>2,690</b>	<b>2,376</b>	<b>13%</b>	<b>2,651</b>	<b>1%</b>
Satışların Maliyeti	-1,916	-1,660	15%	-1,933	-1%
<b>BRÜT KAR (ZARAR)</b>	<b>774</b>	<b>716</b>	<b>8%</b>	<b>718</b>	<b>8%</b>
Faaliyet Giderleri	-366	-345	6%	-328	11%
<b>Operasyonel Kar</b>	<b>408</b>	<b>371</b>	<b>10%</b>	<b>390</b>	<b>5%</b>
<b>VAFÖK</b>	<b>458</b>	<b>415</b>	<b>10%</b>	<b>440</b>	<b>4%</b>
Net Diğer Gelirler	57	26	120%	-25	a.d.
Net Yatırım Gelirleri	1,449	53	a.d.	-316	a.d.
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. Kar / Zararlarındaki Paylar	0	0	a.d.	0	a.d.
Net Finansal Gelirler / Giderler	-1,249	-521	140%	369	a.d.
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-124	26	a.d.	-82	50%
Durdurulan Faaliyetler Vergi Son. Dönem Karı (Zarar)	0	0	a.d.	0	a.d.
Azınlık Payları	-62	-54	14%	-48	30%
<b>Net Kar</b>	<b>479</b>	<b>-98</b>	<b>a.d.</b>	<b>287</b>	<b>67%</b>
<b>Marjlar</b>					
Brüt	28.8%	30.1%	-1.4 pp	27.1%	1.7 pp
<b>VAFÖK</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.5%</b>	<b>-0.5 pp</b>	<b>16.6%</b>	<b>0.4 pp</b>
Operasyonel	15.2%	15.6%	-0.4 pp	14.7%	0.5 pp
Efektif Vergi Oranı	a.d.	a.d.	a.d.	11.2%	a.d.
<b>Net</b>	<b>17.8%</b>	<b>-4.1%</b>	<b>22.0 pp</b>	<b>10.8%</b>	<b>7.0 pp</b>
<b>Bilanço</b>	<b>Mar.21</b>	<b>Ara.20</b>	<b>Δ</b>		
Nakit ve Benzerleri	8,965	7,464	20%		
Finansal Borçlar (*)	10,589	9,388	13%		
<b>Net Borç</b>	<b>1,624</b>	<b>1,924</b>	<b>-16%</b>		
Ticari Alacaklar	3,257	2,880	13%		
Stoklar	929	871	7%		
Ticari Borçlar	1,417	1,202	18%		
Duran Varlıklar	4,804	4,630	4%		
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,104	8,965	13%		
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>20,169</b>	<b>17,893</b>	<b>13%</b>		
<b>Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)</b>	<b>6,267</b>	<b>5,694</b>	<b>10%</b>		
<b>Nakit Akım Tablosu</b>	<b>Ocak-Mart21</b>	<b>Ocak-Mart20</b>	<b>Δ</b>		
Serbest Nakit Akım	-321	-711	-55%		
İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	468	77	a.d.		
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	-788	-789	0%		
<b>Finansal Raspyolar</b>	<b>Mar.21</b>	<b>Ara.20</b>	<b>Δ</b>		
Borç / Özkaynak	169.0%	164.9%	4.1 pp		
Alacak Gün Sayısı	113	102	11		
Stok Gün Sayısı	44	40	5		
Ticari Borç Gün Sayısı	67	66	2		
Net İşletme Sermayesi Gün Sayısı	90	76	14		

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP (\*: UFRS 16 kapsamında operasyonel kira borçları dahil)

## ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.