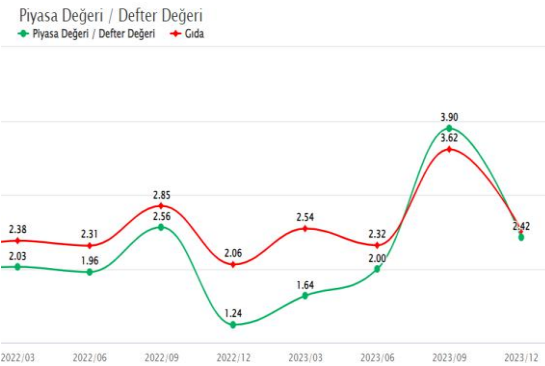
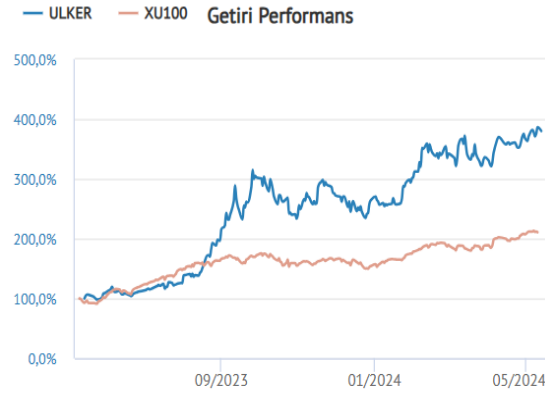


FK (Fiyat Kazanç)	12.90
Piyasa Değeri (TL)	43,574,550,890.00
Piyasa Değeri / Defter Değeri	2.42
Temettü Verimi (%)	
Haftalık getiri	-0.42
Son bir yıl getiri	242.23
Son bir yıllık / düşük	29.90
Son bir yıllık / yüksek	121.90
Sektör PD / DD	2.65
Sektör F/K	14.96



Enflasyon muhasebesi uygulanmış verilere göre Ülker Bisküvi, yıllık %243 artışla 3,4 milyar TL net kar açıkladı.

2023 Net satışları, yurtiçinde %11 ve yurtdışından yatay kalınca 2022'ye göre %7,4 oranında artarak 55.836mn TL'ye ulaşmıştır.

Yurtiçinde %34 pazar payı ile lider olan Ülker'in Yurtiçi kapasitesi 1.243.447 ton/yıl iken, Suudi Arabistan , Kzakistan ve Mısır'da ise sırasıyla 71.685 ton/yıl 34.674 ton/yıl ve 38.659 ton/yıl'dır.

Satış Hacmi ve Gelir Büyümesi

Kategoriye Göre Satış Hacmi (Bin ton)	2022	2023	Kategoriye Göre Net Satışlar (Milyon TL)	2022	2023
Bisküvi	323	326	Bisküvi	21.906	22.350
Çikolata	222	224	Çikolata	24.104	26.890
Kek	50	53	Kek	3.741	4.264

Sonuç olarak; yurtiçi operasyonlarının ciro içindeki payı %68, yurtdışı operasyonlarının ise %32 olarak gerçekleşmiştir. Yurt dışı operasyonel karlılığının toplam operasyonel karlılık içindeki payı da %37,7'ye yükselmiştir. Şirket yurtiçinde güçlü pozisyonunu korurken, bisküvi pazarında Suudi Arabistan ve Mısır'da liderliği devam etmiş, Kazakistan ve Orta Asya ülkelerinde de güçlü büyüme trendini sürdürmüştür.

Satışların maliyetindeki %2,4 oranında gerileme ile birlikte 39.660mn TL'de gerçekleşmesi, brüt karın %42,8 artışla 16.177mn TL'ye çıkarmış ve Brüt kar marjı da yıllık 7,2 puan artışla %29 ulaşmıştır.

Brüt kar marjındaki iyileşme ile birlikte FAVÖK yıllık %58 artışla 10.6 milyar TL ulaşmıştır.

Diğer faaliyetlerden gelirlerin 1.576 mn TL ulaşması ile de 2022'de 7.058 mn TL olan faaliyet karı 10.993mn TL'ye çıkmıştır. Bunun sonucunda Faaliyet karı marjı da 6,1 puan artışla %19,7 olarak gerçekleşmiştir.

2022 yılında 16.091 mn TL olan net finansman giderleri 2023 yılında 17.896mn TL'ye yükselmiştir.

2023 sonu net borç rakamı %20 azalışla 18.9 milyar TL'ye gerileyince de Net Borç/FAVÖK değeri de 2022 yılındaki 3,5x seviyesinden 2023'de 1.8x'e gerilemiştir.

Şirket için önerimiz bulunmamaktadır.

Ülker, 2023 yılında konsolide olarak yaklaşık 1,2 milyar TL yatırım bedeliyle aşağıdaki modernizasyon çalışmalarını gerçekleştirmiştir:

- Mevcut hatların iyileştirilmesi
- Üretim ve paketleme hatlarında yapılan kapasite artırımı, optimizasyon yatırımları,
- Choco-sandwich hattı için yeni fırın, Godiva için yeni kalıplama hattı, yeni soğutma ünitesi. McVitie's ve Albeni bisküvi hattı ile ilgili geliştirme
- Karaman Fabrikası mini kek yatırımı.

Şirket

Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. 1944 yılında kurulmuştur. Şirketin ana faaliyet konusu özellikle bisküvi, çikolata, çikolata kaplamalı bisküvi, gofret ve kek imalatıdır.

Grup'un 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla toplam çalışan sayısı 9.794 olup, bu sayı içerisinde 2.172 taşeron çalışanı bulunmaktadır

Bağlı Ortaklıklar ve Finansal Yatırımlar Ülker; üretim, satış, dağıtım ve ihracat alanlarında faaliyet gösteren bağlı ortaklıklarından aldığı güçle dünyada ve Türkiye'de sektörünün lider kuruluşlarından biri haline gelmiştir.

Bağlı Ortaklıklar	31 Aralık 2023		31 Aralık 2022		Faaliyet Konusu
	Doğrudan Sahiplik Oranı %	Dolaylı Sahiplik Oranı %	Doğrudan Sahiplik Oranı %	Dolaylı Sahiplik Oranı %	
Biskot Bisküvi Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	-	-	%73,9	%73,9	İmalat
Ülker Çikolata Sanayi A.Ş.	-	-	%91,7	%91,7	İmalat
Atlas Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	Ticaret
Reform Gıda Paz. San. ve Tic. A.Ş.	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	Ticaret
UI Egypt B.V.	%51,0	%51,0	%51,0	%51,0	Yatırım
Hi-Food for Advanced Food Industries	-	%51,4	-	%51,4	İmalat-Satış
Sabourne Investments Ltd	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	Yatırım
Food Manufacturers' Company	-	%55,0	-	%55,0	İmalat-Satış
Hamle Company Ltd LLP	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	İmalat-Satış
Ulker Star LLC	-	%99,0	-	%99,0	Satış
UI Mena BV	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	Yatırım
Amir Global Trading FZE	-	%100,0	-	%100,0	Satış
Ulker for Trading and Marketing	-	%99,8	-	%99,8	Satış
International Biscuits Company	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	İmalat-Satış
Önem Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	İmalat-Satış

31 Aralık 2023 ve 2022 tarihleri itibarıyla Grup'un önemli seviyede azınlık payının bulunduğu bağlı ortaklıklarına ilişkin özet mali bilgileri aşağıdaki gibidir

Food Manufacturers' Company

	2023	2022
Toplam varlıklar	4.592.834	4.392.342
Toplam yükümlülükler	1.709.815	1.529.498
Net varlıklar	2.883.019	2.862.844
Kontrol gücü olmayan paylarda biriken fonlar	1.297.358	1.288.280
Hasılat	5.806.032	5.814.988
Net dönem karı	549.956	482.631
İşletme faaliyetlerinde elde edilen nakit	630.225	568.361
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	(101.344)	(155.801)
Finansal faaliyetlerden kullanılan nakit	(363.523)	(456.617)

finansal Borçlar

(*) Grup'un 30 Ekim 2020 tarihinde İrlanda Borsası (Euronext Dublin)'nda ihraç ettiği, 5 yıl vadeli, 6 ayda bir kupon ödemeli, vade sonunda da anapara ve kupon ödemeli, yıllık sabit %6,95 faiz oranlı 650.000.000 ABD Doları tahvilinden 19 Temmuz 2023 tarihinde 50.069.000 ABD Doları olarak geri alım yapmıştır.

Grup, 20 Nisan 2023 tarihinde vadesi dolan sendikasyon ve EBRD kredilerinin yeniden finansmanı amacıyla, aynı tarihte, 3 yıl vadeli, 6 uluslararası bankanın katıldığı sendikasyon ve EBRD kredisi kullanmıştır. Kullanılan kredinin dilimleri, 25 milyon Avro ve 10 milyon ABD Doları tutarlarında murabaha, 25 milyon ABD Doları ve 171 milyon Avro tutarlarında konvansiyonel kredi ve ayrıca EBRD ile imzalanan 75 milyon Avro tutarında konvansiyonel krediden oluşmaktadır. Bu kredi, Grup'un sürdürülebilirlik bağlantılı ilk kredisidir ve 2023 yılı Nisan ayında vadesi dolmuş olan 457 milyon ABD Doları tutarındaki sendikasyon ve EBRD kredisinin kapatılmasında kullanılmıştır.

	31 Aralık 2023	31 Aralık 2022
Kısa vadeli borçlanmalar	1.140.185	1.524.283
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	4.320.464	17.262.280
Uzun vadeli borçlanmalar	25.102.592	20.348.024
	30.563.241	39.134.587

Diğer Kısa Vadeli Borçlanmalar:

	31 Aralık 2023	31 Aralık 2022
Akreditif borçlanmalar	1.140.185	1.524.283
	1.140.185	1.524.283

Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları

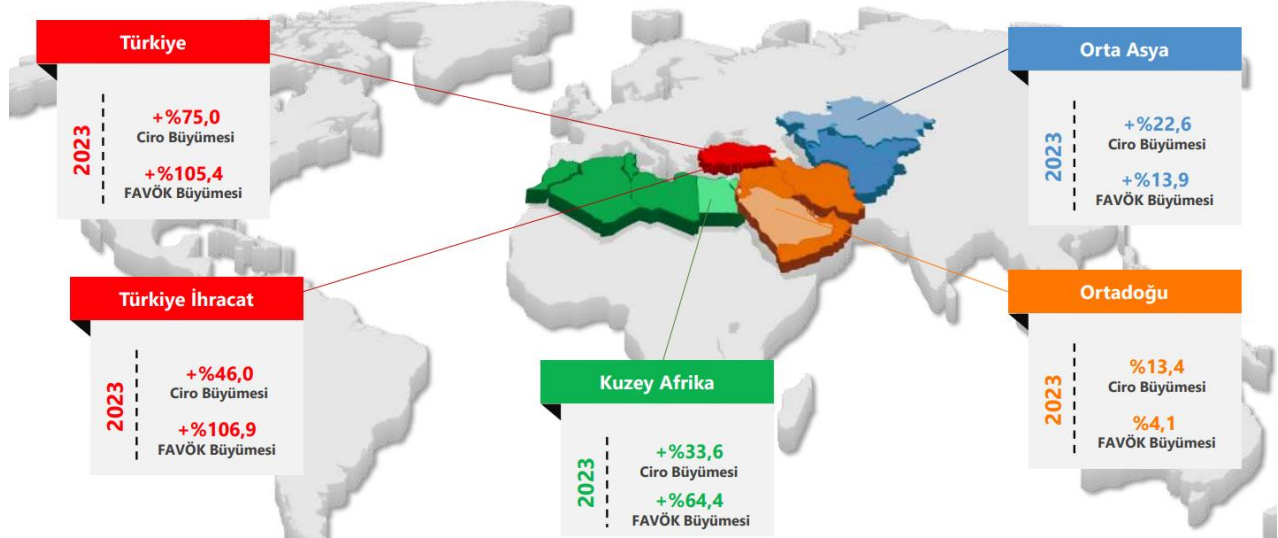
	31 Aralık 2023	31 Aralık 2022
Banka kredileri	3.046.205	15.910.107
İhraç edilmiş borçlanma araçları (*)	1.273.041	1.339.190
Finansal kiralama borçları	1.218	12.983
	4.320.464	17.262.280

Uzun Vadeli Borçlanmalar

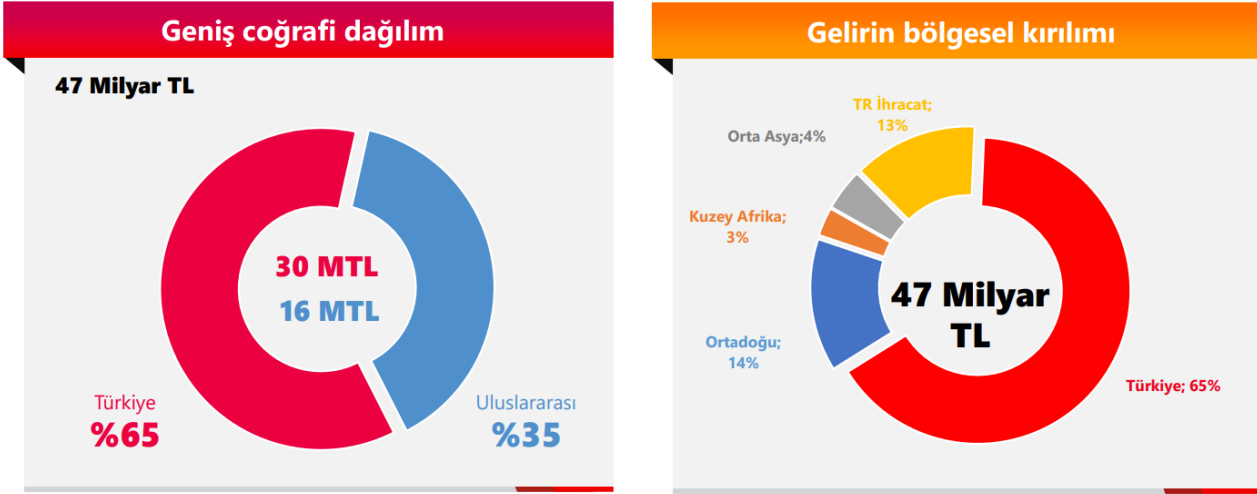
	31 Aralık 2023	31 Aralık 2022
Banka kredileri	9.188.165	2.166.861
İhraç edilmiş borçlanma araçları (*)	15.913.031	18.176.758
Finansal kiralama borçları	1.396	4.405
	25.102.592	20.348.024

Geniş Coğrafya'ya yayılmış operasyonel alanları, hem liderlik hem de büyüme için oldukça güçlü imkanlar sağlamaktadır.

Şirketin Yerel para birimlerine göre büyüme ve Pazar payları aşağıda gösterilmiştir.



Şirketin gelir dağılımı baktığımızda (enflasyon muhasebesi hariç) ise görüntü aşağıdaki gibidir.



Şirketin yeni ürünlerinin ciroya katkısı Yurtiçinde %13,5 ve Yurtdışında %6,8 olunca, Toplam katkıda %11 seviyesinde gerçekleşmiştir.

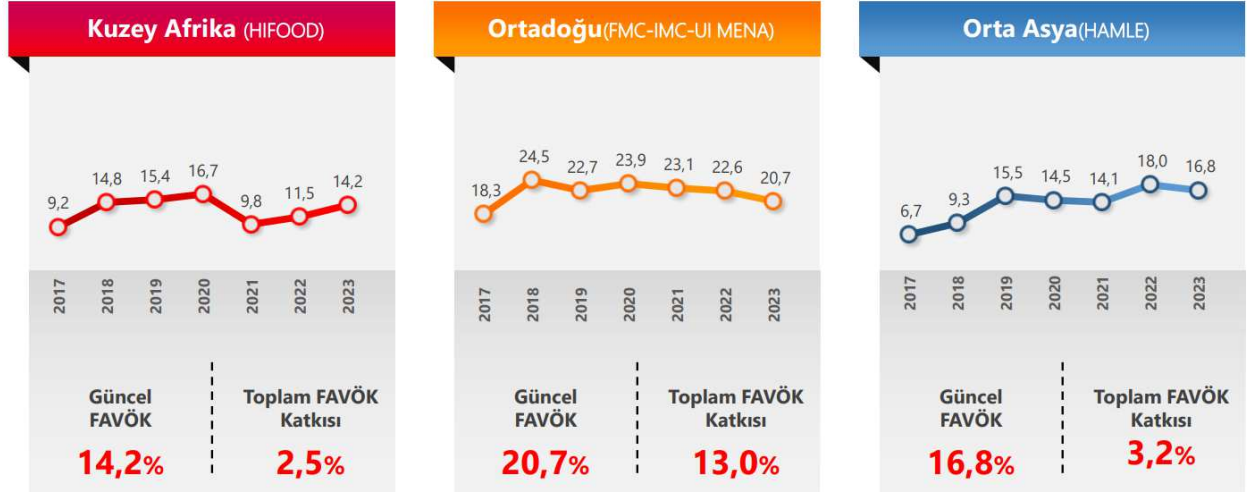
Yine enflasyon muhasebesi hariç baktığımızda ;

2023 yılında başarılı fiyatlandırma ile güçlü satışlar ve yeni lansmanlar ile desteklenen atıştırmalık satış hacmi %1,4 artarken, Bisküvi hacmi %1,0 , çikolata hacmi %1,1 ve kek hacmi %5,6 yükselmiştir. Toplam atıştırmalık geliri, tüm operasyonlarda ve tüm segmentlerde güçlü hacim ve gelir artışı ile desteklenerek %66,4 artarken, Bisküvi satışları %59,4, çikolata satışları %71,7 ve kek satışları %74,5 yükselmiştir.

2023 yılında brüt kar %89,9 oranında artarken brüt marj 430 baz puan artarak %34,1'e yükseldi; geçen yıl çok güçlü bir genişleme dönemini tamamladı. Burada ki ana etmenler'de ; Etkin tedarik yönetimi, zamanında fiyatlandırma, İstikrarlı genel giderler ve artan üretim verimlilikleri olarak dikkat çekmektedir.

Brüt karlılığın etkisi ve faaliyet giderlerinin başarılı yönetim ile FAVÖK 2023'te %91,5 artarak 5,461 mlt TL'den 10.469 mlt TL'ye, FAVÖK marjı da %19,4'den %22,3'e çıkmıştır.

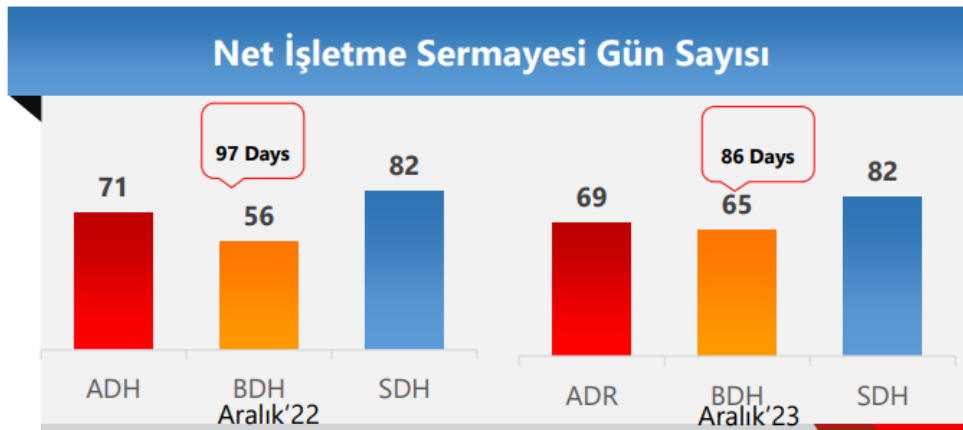
Şirketin uluslararası operasyonlarının yıllar itibariyle FAVÖK gelişimi aşağıda sunulmuştur.



Net kar %5,5 kar marjı ile 2.5 milyar TL'ye ulaşırken, Net kardaki iyileşme, öncelikle daha yüksek FAVÖK ve döviz kurunun olumlu etkisiyle gerçekleşmiştir.

Ülker'in İşletme sermayesi /Satışlar oranı da %27'den %23'e gerilerken, Açık pozisyonun yaklaşık %69'si kapatılmıştır. Aralık 2023 itibariyle, 332 Milyon USD açık pozisyon hedge edilmiştir. Ülker Bisküvi, 1 Nisan 2024 tarihinde Uluslararası Finans Kurumu (International Finance Corporation - "IFC") ile 2 yıl vadeli 75 milyon EUR tutarında kredi kullanmak üzere sözleşme imzaladığını açıklamıştır. Söz konusu kredi, sürdürülebilirlik yatırımları ve büyümeye yönelik işletme sermayesi ihtiyaçlarının finansmanında kullanılacaktır.

10 Mayıs tarihli SPK haftalık bülteninde yer alan karara göre, Şirket 550 milyon dolar nominal ihracat tavanlı tahvil/finansman yurt dışında satış da onaylanmıştır.



Çarpanlar	2022	2023/03	2023/06	2023/09	2023	Sektör
F/K Oranı	15.18	4.53	9.03	11.63	12.90	14.96
PD/Nakit Akım	6.95	3.00	4.65	8.15	9.55	
PD/Net Satış	0.29	0.19	0.20	0.53	0.78	1.21
Firma Değeri/Defter Değeri	3.20	3.99	5.36	6.02	3.48	3.13
PD/DD	1.24	1.64	2.00	3.90	2.42	2.65
Temettü Verimi						
FD/Op.FAVÖK	5.74	3.33	3.69	5.36	5.89	11.21
FD/Satış	0.74	0.46	0.53	0.83	1.12	1.52
FD/Sermaye	0.82	0.90	1.03	1.60	1.40	
Büyüme Oranları (%)	2022	2023/03	2023/06	2023/09	2023	Sektör
Net Satışlar	314.62	71.79	65.22	67.02	7.42	15.53
Esas Faaliyet Karı	163.79	91.00	81.80	94.24	70.12	
FAVÖK	187.88	88.25	78.99	90.69	58.15	
Net Kar					243.11	
Özsermaye	302.98	151.60	134.75	225.37	49.32	
Aktifler	152.06	43.68	43.39	38.87	-6.89	29.90
Karlılık Oranları(%)	2022	2023/03	2023/06	2023/09	2023	Sektör
Aktif Karlılık	2.13	2.56	-2.09	1.60	5.29	12.69
Özsermaye Karlılığı	13.11	19.68	-18.91	11.34	22.52	28.87
ROIC	16.38	25.54	25.00	27.37	20.70	
Esas Faaliyet Kar Marjı	10.65	22.04	20.54	20.51	16.86	9.99
FAVÖK Marjı	12.89	23.17	21.70	21.63	18.99	13.03
Brüt Kar Marjı	21.79	34.33	32.96	33.26	28.97	18.48
Net Kar Marjı	1.89	8.86	-4.06	2.06	6.05	17.71
Likidite Oranları	2022	2023/03	2023/06	2023/09	2023	Sektör
Cari Oran	1.50	1.52	2.44	2.44	2.39	1.89
Nakit Oran	56.05	52.52	73.43	75.70	75.49	57.25

Değerleme	Cari	Son 3 Yıl Ort. Göre	Son 3 Yıla Göre
FK	13.10	9.42	%39.2 pahalı
FK Sektörel	15.21	Sektöre göre %13.8 ucuz	
PD/DD	2.46	2.14	%15.0 pahalı
PD/DD Sektörel	2.67	Sektöre göre %7.8 ucuz	
FD/FAVÖK	5.96	5.16	%15.5 pahalı
FD/FAVÖK Sektörel	10.28	Sektöre göre %42.0 ucuz	

Diğer Sektör Hisseleri(PD / DD İlk 5)

Hisse	S1Y % Değ	FK	PD/DD	FD/FAVÖK
PETUN	109.94	8.38	0.86	26.63
PENGDD	72.38	29.82	0.98	17.44
AVOD	65.53	62.24	1.12	12.45
KTSKR	117.74	14.64	1.20	9.52
ULUUN	26.94		1.48	9.78
Gıda		15.21	2.67	10.28

Kantitatif Analiz	2022	2023/03	2023/06	2023/09	2023	Sektör
Net İşletme Sermayesi / Aktifler	0.26	0.30	0.30	0.29	0.25	
Özkaynaklar / Pasifler	18.20	15.76	13.15	18.51	29.18	
FVÖK / Aktifler	0.26	0.06	0.18	0.23	0.35	
Dağıtılmamış Kâr / Aktifler (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Z Skor	7.65	8.73	9.93	9.76	8.63	
Tahmini Kredi Notu	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA	
Tahmini Kredi Primi	0.88	0.75	0.75	0.75	0.75	



Teknik Göstergeler

Göstergeler	Kısa Vadeli		Ort Vadeli		Uzun Vadeli	
	Değer	Karar	Değer	Karar	Değer	Karar
Stochastic	71.43	AL	85.99	AL	92.61	AL
RSI	59.45	SAT	69.18	SAT	67.09	SAT
Williams%R	-25.00	SAT	-14.35	AL	-4.10	NÖTR
Momentum	105.36	AL	110.38	AL	349.11	AL
MACD	2.92	AL	10.30	SAT	28.85	AL
ADX	21.05	AL	40.87	AL	33.85	AL
CCI	121.56	NÖTR	153.33	NÖTR	124.72	NÖTR
Ultimate Oscillator	56.41	NÖTR	61.34	NÖTR	61.06	NÖTR
ROC	5.36	NÖTR	10.38	NÖTR	45.95	NÖTR
Hareketli Ortalama	116.70	NÖTR	109.74	NÖTR	94.57	NÖTR
Al Sayısı		4		4		4
Sat Sayısı		2		2		1
Nötr Sayısı		4		4		5

Pivot Noktaları

Pivot Yöntemi	Kapanış Fiyatı	Destek Noktaları			Pivot Noktası	Direnç Noktaları		
		Ds1	Ds2	Ds3		Dr3	Dr2	Dr1
Klasik	118.00	112.97	115.33	116.67	119.03	120.37	122.73	124.07
Camarilla	-	116.98	117.32	117.66	119.03	118.34	118.68	119.02
Fibonacci	-	115.33	116.75	117.62	119.03	120.45	121.32	122.73
Demarks's	-	-	-	116.00	119.03	119.70	-	-

*Tüm veriler Stockey ve Şirket'in sunumundan alınarak derlenmiştir.

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. Bu raporda yer alan bilgiler A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.