

ÜLKER

FAVÖK marjındaki aşağı yönlü eğilim tersine döndü

Ülker, 3Ç25'te 1.067mn TL net kâr açıkladı; bu rakam piyasa beklentisinin %2, bizim tahminimizin ise %34 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK 4,5 milyar TL seviyesinde gerçekleşerek yıllık bazda %17 arttı ve piyasa beklentisinin %12 üzerinde geldi. Gelirler ise 25,4 milyar TL ile beklentilerle uyumlu gerçekleşti. Sonuçların beklentimizin üzerinde gerçekleşmesinin ana sebebi operasyonel karlılığın daha güçlü açıklanmasıdır. Sonuçların Ülker hisseleri üzerinde hafif olumlu bir etki yaratmasını bekliyoruz.

Gelirler yıllık bazda %5 artarken, büyüme ağırlıklı olarak %26 artış kaydeden uluslararası operasyonlardan (8,2 milyar TL gelir) kaynaklandı; bu segmentte hacim artışı %9,6 oldu. Yurt içi gelirler ise piyasa trendleriyle paralel olarak %2,6 hacim daralmasına bağlı şekilde %3 düşüşle 17,2 milyar TL'ye geriledi. Toplam hacim yıllık bazda %0,7 artarken, uluslararası operasyonların toplam gelirler içindeki payı 3Ç25'te %32'ye ulaştı.

Çikolata gelirleri (gelirlerin %49'u) %6,5 artışla 12,4 milyar TL'ye yükselirken, bisküvi kategorisinde %3,6 (9,6 milyar TL) ve kek kategorisinde %3,7 (2,1 milyar TL) büyüme kaydedildi.

FAVÖK yıllık bazda %16,5 arttı ve 3Ç25'te 180 baz puanlık marj artışıyla desteklendi. Türkiye operasyonlarının FAVÖK marjı yıllık bazda 350bp artışla %19,7'ye yükselirken, uluslararası operasyonların marjı 180bp daralarak %13,7'ye geriledi.

Net kâr marjı, FAVÖK marjındaki toparlanma ve yıllık bazda daha düşük vergi gideri sayesinde 160bp artarak %4,2'ye yükseldi. Ülker'in faiz gideri yıllık bazda hafif düşerken, kur farkı zararı 3Ç24'teki 2,1 milyar TL'ye karşılık 3Ç25'te 2,9 milyar TL'ye çıktı.

Kapsamı yeniden başlatıyor ve hisse başına 12 aylık 197 TL hedef fiyat ve "Endeks Üstü Getiri" tavsiyesi veriyoruz. Ülker için olumlu görüşümüzün temel dayanakları: (i) Ürün karımasındaki iyileşme ve maliyet baskılarının azalmasıyla FAVÖK marjındaki aşağı yönlü trendin tersine dönmesi — bu eğilimin 2026'da da devam etmesini bekliyoruz, (ii) finansal kaldıraçta potansiyel iyileşme ve (iii) güçlü TL temasının korunmasıyla kısa FX pozisyonuna bağlı hassasiyetin azalması. Emsal karşılaştırmasına göre 2025 tahminlerinde 4,1x FD/FAVÖK ve 5,4x F/K çarpanları sırasıyla %59 ve %71 iskontoya işaret etmektedir.

Çeyrek Özet

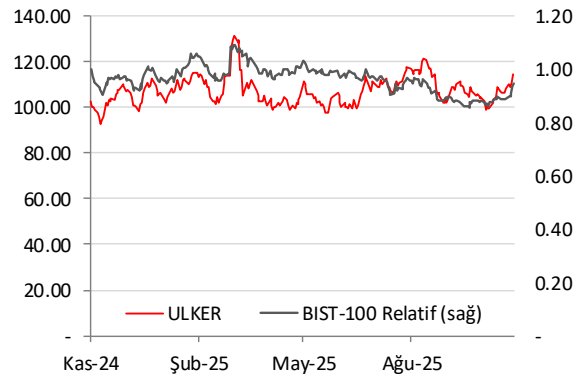
milyon TL	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma			
	3Ç25	3Ç24	y/y	2Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	25,411	24,255	5%	24,788	3%	25,224	24,685	1%
FAVÖK	4,507	3,868	17%	3,625	24%	4,032	3,950	12%
FAVÖK Marjı	17.7%	15.9%	179 bps	14.6%	311 bps	16.0%	16.0%	175 bps
Net Kar	1,067	627	70%	776	38%	1,050	797	2%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Ece Mandacı, CFA
ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	ULKER T1			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	197.00			
Güncel Fiyat, TL	114.60			
Getiri Potansiyeli	72%			
Halka Açıklık Oranı	39%			
Piyasa Değeri, mn TL	42,319			
Firma Değeri, mn TL	83,270			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	84,098	113,942	146,941	179,880
FAVÖK, mn TL	15,596	19,893	25,808	31,829
Net Kâr, mn TL	7,401	8,090	11,007	14,235
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	21,696	36,027	37,041	36,791
Net Borç/FAVÖK	1.4	1.8	1.4	1.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	18.5%	17.5%	17.6%	17.7%
Net Marj	8.8%	7.1%	7.5%	7.9%
Temettü Verimi	-	7.0%	-	4.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	50.6%	35.5%	29.0%	22.4%
FAVÖK, y/y	47.1%	27.6%	29.7%	23.3%
Net Kâr, y/y	119.0%	9.3%	n.m.	29.3%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	6.3	5.4	4.6	4.2
FD/FAVÖK	4.5	4.1	3.5	3.0
FD/Ciro	0.8	0.7	0.6	0.5
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	8.3%	-1.2%	-0.9%	5.2%
BİST-100 Relatif	7.2%	-0.9%	-18.8%	-5.3%
AOİH, mn TL	612	685	902	914



Piyasa verileri 7 Kasım 2025 tarihli dir.

*Çarpanlar dolar bazındadır

Net borç çeyrekse bazda hafif azalarak 876 milyon dolar seviyesinde gerçekleşti; bu da 3Ç25 itibarıyla 1,9x net borç/FAVÖK oranına (1Y25: 2x) karşılık geliyor. Bu iyileşmede çalışma sermayesi ihtiyacındaki azalma (çalışma sermayesi/satışlar oranı 60bp düşüşle %43,4'e geriledi) ve FAVÖK marjındaki artış etkili oldu.

Yeni tahminlerimizde, yönetimin %3 (+-1%) büyüme beklentisiyle uyumlu olarak 2025 yılında %3 reel gelir artışı ve %17,5 FAVÖK marjı (yönetim beklentisi: %17,5 +-0,5%) öngörüyoruz. 2026 yılı için ise, kakao ve palmiye yağı fiyatlarındaki son gerilemeyi kısmen yansıtarak FAVÖK marjında 10 baz puanlık temkinli bir artışla %17,6 seviyesini varsayıyoruz. Ayrıca, 2026'da finansman giderlerinden kaynaklanan baskının azalmasıyla serbest nakit akımı marjı, net borç pozisyonu ve net kârlılıkta iyileşme bekliyoruz. 2026 yılı için temettü ödemesi varsaymıyoruz.

Değerlememiz tamamen dolar bazlı indirgenmiş nakit akımı (İNA) analizine dayanmaktadır. İNA analizimiz yedi yıllık bir tahmin dönemi üzerine kurulmuştur ve %2 uç büyüme oranı kullanılmıştır. İki aşamalı AOSM hesaplaması uygulanmıştır: Yedi yıllık dönem için ortalama %14,2 AOSM, %8,5 risksiz faiz oranı, %5,5 özsermaye risk primi ve 1,0 beta varsayımıyla, Uç değer için ise %6 risksiz faiz oranı baz alınarak diğer parametreler sabit kalmak üzere %13,3 AOSM hesaplanmıştır.

Bu varsayımlar altında, hisse başına 12 aylık 197 TL hedef fiyata ulaşıyoruz. Emsal karşılaştırmasına göre 2025 tahminlerinde 4,1x FD/FAVÖK ve 5,4x F/K çarpanları sırasıyla %59 ve %71 iskontoya işaret etmektedir. İki yıllık tarihsel F/K iskontosunun yaklaşık %70 seviyesinde olduğunu not ediyoruz.

Çeyrekssel Özet -TRYmn¹

TMS29 Sonrası	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Net Satışlar	19,601	15,309	18,196	22,445	26,962	23,058	25,411
Büyüme	90%	60%	53%	55%	38%	51%	40%
Büyüme - Reel	13%	-7%	2%	7%	0%	12%	5%
Türkiye	13,417	10,792	13,308	15,153	19,865	16,166	17,196
Büyüme	101%	74%	65%	57%	48%	50%	29%
Yurtdışı	6,184	4,518	4,889	7,293	7,097	6,892	8,215
Büyüme	79%	36%	12%	42%	15%	53%	68%
Hacim (bin ton)	200	153	172	180	182	161	174
Büyüme	31%	14%	11%	-4%	-9%	6%	1%
Türkiye	147	112	126	123	136	118	123
Büyüme	40%	18%	11%	-8%	-8%	6%	-3%
Yurtdışı	53	41	46	57	46	43	51
Büyüme	11%	4%	12%	9%	-12%	5%	10%
Brüt Kar	6,265	4,677	4,931	6,551	9,015	6,281	7,430
Faaliyet Gideri	-2,600	-2,109	-2,409	-3,028	-4,052	-3,423	-3,548
Faaliyet Karı	3,665	2,568	2,522	3,523	4,963	2,858	3,882
Diğer Gelir/Gider	524	1	-81	-70	411	62	205
Finansal Gelir/Gider	-1,877	-1,692	-1,819	-779	-2,623	-2,781	-2,954
Parasal Kazanç/Kayıp	1,316	854	630	403	707	819	765
VÖK	3,628	1,732	1,253	3,077	3,458	958	1,899
Vergi	-1,147	-397	-744	-259	-879	-202	-796
Azınlık Payı	314	74	38	95	166	35	36
Net Kar	2,167	1,260	470	2,722	2,413	722	1,067
FAVÖK	4,042	2,935	2,902	4,043	5,484	3,372	4,507
Marj	21%	19%	16%	18%	20%	15%	18%
Türkiye	2,582	2,062	2,144	2,895	3,960	2,605	3,379
Marj	19%	19%	16%	19%	20%	16%	20%
Yurtdışı	1,461	873	758	1,148	1,524	767	1,128
Marj	24%	19%	16%	16%	21%	11%	14%
İşletme Sermayesi	18,409	18,293	22,408	23,462	36,617	40,063	42,938
Yatırım Harcaması	-270	-321	-611	-1,190	-176	-269	-597
Net Borç	18,785	18,663	21,686	19,042	28,482	35,239	36,366
Brüt Marj	32.0%	30.6%	27.1%	29.2%	33.4%	27.2%	29.2%
Faaliyet Gideri/Satış	-13.3%	-13.8%	-13.2%	-13.5%	-15.0%	-14.8%	-14.0%
Faaliyet Kar Marjı	18.7%	16.8%	13.9%	15.7%	18.4%	12.4%	15.3%
VÖK Marjı	18.5%	11.3%	6.9%	13.7%	12.8%	4.2%	7.5%
Net Marj	11.1%	8.2%	2.6%	12.1%	9.0%	3.1%	4.2%
İşletme Sermayesi/Satış	93.9%	119.5%	123.1%	104.5%	135.8%	173.8%	169.0%
Yatırım/Satış	-1.4%	-2.1%	-3.4%	-5.3%	-0.7%	-1.2%	-2.3%
Net Borç/FAVÖK	1.5	1.3	1.5	1.2	1.7	2.0	1.9

Kaynak: Şirket Verisi, AK Yatırım Araştırma

¹ Finansallar her ilgili çeyreğin çeyrek sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir

Gelir Tablosu - TRY mn ¹	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	84,098	113,942	146,941	179,880
Brüt Kar	25,066	32,724	42,355	52,086
Operasyonel Giderler	-11,291	-15,298	-19,728	-24,151
Faaliyet Karı	13,775	17,426	22,627	27,935
FAVÖK	15,596	19,893	25,808	31,829
Diğer Gelir / (Gider)	503	983	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırımlar	0	0	0	0
Yat./Finans. Faaliyet. Gelir / (Gider)	-7,025	-10,807	-10,154	-10,512
Parasal Gelir / (Gider)	3,712	3,206	2,498	1,898
Vergi Öncesi Kar	10,965	10,808	14,971	19,322
Vergi Geliri / (Gideri)	-2,949	-2,378	-3,526	-4,550
Efektif Vergi Oranı	-27%	-22%	-24%	-24%
Azınlık Payları	616	340	438	537
Net Kar	7,401	8,090	11,007	14,235
Ödenmiş Sermaye (m)	369	369	369	369
Hisse Başı Net Kar	20.0	21.9	29.8	38.5
Hisse Başı Temettü	8.1	0.0	5.7	7.3
Temettü Dağıtım Oranı	40%	0%	19%	19%

Bilanço - TRY mn	2024	2025T	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	65,110	93,771	117,676	140,940
Nakit ve Nakit Benzerleri	26,314	30,975	35,681	40,215
Ticari Alacaklar	21,900	30,343	38,647	47,311
Stoklar	11,831	24,477	31,519	36,763
Diğer Dönen Varlıklar	5,066	7,976	11,828	16,652
Duran Varlıklar	32,327	41,472	48,374	56,549
Uzun Vadeli Finans Alacakları	23,257	30,000	34,962	40,860
Maddi Duran Varlıklar	3,902	5,000	5,827	6,810
Diğer Duran Varlıklar	5,168	6,472	7,586	8,879
Toplam Varlıklar	97,437	135,243	166,050	197,489

Kısa Vadeli Yükümlülükler	28,444	24,008	29,651	35,175
Finansal Borçlar	15,274	7,132	7,912	8,602
Ticari Borçlar	10,268	12,945	16,669	20,367
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,901	3,931	5,070	6,206
Uzun Vadeli Yükümlülükler	35,517	67,954	76,070	83,364
Finansal Borçlar	32,735	64,185	71,210	77,414
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,782	3,769	4,861	5,950
Özkaynaklar	31,283	40,680	57,031	74,785
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	29,089	38,080	53,732	70,620
Azınlık Payları	2,193	2,600	3,298	4,165
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	97,437	135,243	166,050	197,489

Nakit Akım Tablosu - TRY mn	2024	2025T	2026T	2027T
Faaliyetlerden Nakit Akışı	4,704	2,806	15,104	22,962
Faaliyet Karı	13,775	17,426	22,627	27,935
Amortisman	1,821	2,467	3,181	3,894
Vergi Gideri	-3,705	-3,834	-5,329	-6,579
İşletme Sermayesindeki Değişim	-7,187	-13,254	-5,375	-2,289
Sabit Sermaye Yatırımları	-2,552	-3,418	-5,143	-6,296
Yatırım/Satış	-3.0%	-3.0%	-3.5%	-3.5%
	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	2,152	-613	9,961	16,666
Serbest Nakit Akış Marjı	2.6%	-0.5%	6.8%	9.3%
Temettü	0	2,980	0	2,091
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	2,135	16,985	1,015	-250

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

¹ 2024 sonrası tahminler her ilgili yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir

Büyüme yıllık	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	51%	35%	29%	22%
Brüt Kar	55%	31%	29%	23%
Operasyonel Giderler	67%	35%	29%	22%
Faaliyet Karı	46%	27%	30%	23%
FAVÖK	47%	28%	30%	23%
VÖK	130%	-1%	39%	29%
Net Kar	119%	9%	36%	29%

Karlılık	2024	2025T	2026T	2027T
Brüt Kar Marjı	29.8%	28.7%	28.8%	29.0%
Operasyonel Gider Marjı	-13.4%	-13.4%	-13.4%	-13.4%
Faaliyet Kar Marjı	16.4%	15.3%	15.4%	15.5%
FAVÖK Marjı	18.5%	17.5%	17.6%	17.7%
VÖK Marjı	13.0%	9.5%	10.2%	10.7%
Net Kar Marjı	8.8%	7.1%	7.5%	7.9%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	30.1%	19.7%	20.4%	20.0%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	23.6%	19.0%	18.2%	19.1%

Borçluluk	2024	2025T	2026T	2027T
Net Borç (Nakit)	19,042	36,027	37,041	36,791
Net Borç / FAVÖK	1.2	1.8	1.4	1.2
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri	2.0	1.6	2.2	2.7

Satış Hacmi (bin ton)	2024	2025T	2026T	2027T
Konsolide	705	707	721	735
Türkiye	508	508	519	529
Yurtdışı	197	199	202	207
Yıllık Büyüme				
Konsolide	2%	0%	2%	2%
Türkiye	1%	0%	2%	2%
Yurtdışı	6%	1%	2%	2%

Gelirler	2024	2025T	2026T	2027T
Türkiye	58,621	79,678	104,178	126,429
Yurtdışı	25,477	34,264	42,763	53,451
FAVÖK Marjı	18.5%	17.5%	17.6%	17.7%
Türkiye	18.4%	18.0%	18.0%	18.2%
Yurtdışı	18.8%	16.2%	16.5%	16.5%

Değerleme	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	6.8	5.4	4.6	4.2
FD/FAVÖK	4.5	4.1	3.5	3.0
FD/Net Satışlar	0.8	0.7	0.6	0.5

Makro Tahminler	2024	2025T	2026T	2027T
USD/TL Yılsunu	35.2	43.5	50.7	59.1
EUR/TL Yılsunu	36.7	51.3	61.8	73.9
TÜFE Yılsunu	44%	32%	25%	19%

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.