

ÜLKER

Beklentilerin altında operasyonel karlılık açıkladı

Ülker, TMS29 sonrası finansallara göre 4Ç25'te 81 milyon TL net kâr açıkladı. Bu rakam piyasa beklentisinin (1.124 milyon TL) ve bizim tahminimizin (2.146 milyon TL) önemli ölçüde altında kaldı. Net kârdaki sapma, tahminlerimizin %29 altında gerçekleşen FAVÖK ve daha yüksek kur farkı zararlarından kaynaklandı (4Ç25: 2 milyar TL, 4Ç24: 891 milyon TL). Sonuçların hisse üzerinde olumsuz bir piyasa tepkisi yaratmasını bekliyoruz.

Ülker 4Ç25'te yüksek baz etkisi nedeniyle gelirlerinde yıllık bazda %6,6 daralma ile 27,5 milyar TL gelir elde etti; hacimler ise %0,7 geriledi. Türkiye gelirleri (18,6 milyar TL) ürün karmasındaki değişim nedeniyle yıllık bazda %6,1 azalırken, hacimler %1,9 arttı. Bu dönemde Türkiye atıştırmalık pazarı 4Ç25'te yatay seyretti (2025'te %2,2 daralma). Bisküvi ve kek kategorileri sırasıyla %3,1 ve %7,6 büyürken, çikolata pazarı 4Ç25'te %7,5 daraldı. Ülker'in Türkiye'deki çikolata hacimleri %12 geriledi. Uluslararası gelirler (toplam gelirlerin %32'si) Kazakistan operasyonlarındaki zayıf talebin etkisiyle %6,3 hacim daralmasına paralel yıllık bazda %7,6 azalarak 8,8 milyar TL oldu. Çikolata ve bisküvi kategorilerinin ciro katkısı sırasıyla %52 ve %36 seviyesinde gerçekleşti.

Konsolide FAVÖK %35,6 düşüşle 3,4 milyar TL'ye gerilerken, marj 560 baz puan daralarak %12,4 oldu. Bu daralma Türkiye ve uluslararası operasyonlarda sırasıyla 600 baz puan ve 470 baz puan marj daralmasından kaynaklandı ve daha yüksek maliyet tabanı ile devam eden promosyon faaliyetlerini yansıttı. Daha düşük net kâr, zayıf operasyonel kârlılık ve yıllık bazda artan kur farkı zararlarından kaynaklandı. Net borç çeyreksele bazda %15 azalarak 741 milyon dolara geriledi (2025: net borç/FAVÖK: 1,7x, 9A25: 1,9x). Bu iyileşmede işletme sermayesi/satışlar oranının %35'e gerilemesi etkili oldu.

"Endeks Üstü Getiri" tavsiyesini koruyor, 12 aylık hedef fiyatı hisse başına 203TL'ye yükseltiyoruz (önceki 198TL): 2026 için sınırlı bir gelir ve FAVÖK büyümesi öngörüyoruz; hammadde maliyeti baskısının 2Y26'da potansiyel olarak hafiflemesini bekliyoruz. Güçlü TL temasının devam etmesi, Ülker'in kısa döviz pozisyonu nedeniyle net kâr marjını desteklemesini bekliyoruz (2026T: 240 baz puan iyileşme). Ülker, 2026 tahminlerimize göre dolar bazında 5,3x F/K çarpanı ile işlem görmekte olup uluslararası benzerlerine göre %75 iskonto sunmaktadır.

Endeks Üzeri Getiri

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

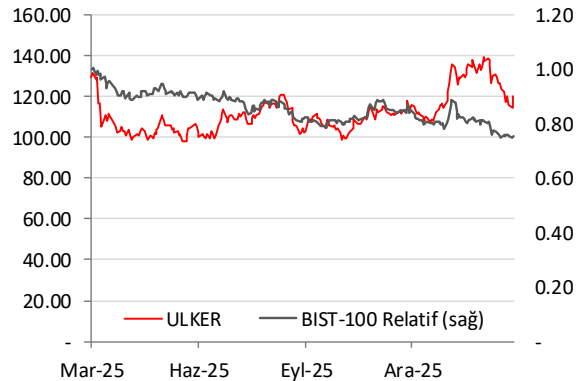
Bloomberg Kodu	ULKER TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	203.00
Güncel Fiyat, TL	119.90
Getiri Potansiyeli	69%
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri, mn TL	44,276
Firma Değeri, mn TL	80,870

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	111,905	142,031	173,885	211,176
FAVÖK, mn TL	18,416	23,871	30,760	37,390
Net Kâr, mn TL	4,875	9,694	13,987	16,578
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	31,888	37,274	36,478	41,377
Net Borç/FAVÖK	1.7	1.6	1.2	1.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	16.5%	16.8%	17.7%	17.7%
Net Marj	4.4%	6.8%	8.0%	7.9%
Temettü Verimi	7.2%	-	4.2%	6.0%

Büyüme				
Ciro, y/y	33.1%	26.9%	22.4%	21.4%
FAVÖK, y/y	18.1%	29.6%	28.9%	21.6%
Net Kâr, y/y	-34.1%	98.9%	44.3%	18.5%

Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	8.5	4.6	3.2	2.7
FD/FAVÖK	4.1	3.6	2.8	2.4
FD/Ciro	0.7	0.6	0.5	0.4

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-9.6%	4.3%	5.3%	11.0%
BİST-100 Relatif	-5.3%	-11.4%	-16.7%	-5.1%
AOİH, mn TL	761	775	815	861



Piyasa verileri 10 Mart 2026 tarihli dir.

Çeyrek Özet							
milyon TL	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma		
	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç	Piyasa	AK Piyasa Fark
Net Satışlar	27,454	29,379	-7%	26,518	4%	28,738	-27%
FAVÖK	3,407	5,291	-36%	4,704	-28%	4,786	-29%
FAVÖK Marjı	12.4%	18.0%	-560 bps	17.7%	-533 bps	16.7%	-424 bps
Net Kar	81	3,563	-98%	1,114	-93%	1,124	-93%

Ülker 2025 yılını %2 gelir büyümesi ve %16,5 FAVÖK marjı ile tamamladı; bu sonuçlar şirketin 2025 yılı için verdiği %3 ($\pm 1\%$) gelir büyümesi ve %17,5 ($\pm 0,5\%$) FAVÖK marjı hedefinin alt bandına yakın gerçekleşti. 2025 yılında Orta Doğu'nun satışlar içindeki payının yaklaşık %10 olduğunu tahmin ediyoruz.

Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma			2025	2024	y/y
	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark			
Net Satışlar	27,454	29,379	-7%	26,518	4%	28,738	27,698	-4%	111,905	110,078	2%
FAVÖK	3,407	5,291	-36%	4,704	-28%	4,786	4,563	-29%	18,416	20,414	a.d.
FAVÖK Marjı	12.4%	18.0%	-560 bps	17.7%	-533 bps	16.7%	16.5%	-424 bps	16.5%	18.5%	-209 bps
Net Kar	81	3,563	-98%	1,114	-93%	1,124	2,146	-93%	4,875	9,687	a.d.

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

TRY milyon	Eski Tahminler			Yeni Tahminler		Fark	
	2025	2026B	2027B	2026B	2027B	2026B	2027B
Net Satışlar	111,905	142,340	174,266	142,031	173,885	0%	0%
FAVÖK	18,416	24,992	30,825	23,871	30,760	-4%	0%
Net Kar	4,875	9,931	13,565	9,694	13,987	-2%	3%
FAVÖK Marjı	16.5%	17.6%	17.7%	16.8%	17.7%	-0.8pp	0.0pp
Net Marj	4.4%	7.0%	7.8%	6.8%	8.0%	-0.2pp	0.3pp

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

TMS29 Sonrası	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Net Satışlar	19,601	15,309	18,196	22,445	26,962	23,058	25,411	27,454
Büyüme	90%	60%	53%	55%	38%	51%	40%	22%
Büyüme - Reel	13%	-7%	2%	7%	0%	12%	5%	-7%
Türkiye	13,417	10,792	13,308	15,153	19,865	16,166	17,196	18,629
Büyüme	101%	74%	65%	57%	48%	50%	29%	23%
Yurtdışı	6,184	4,518	4,889	7,293	7,097	6,892	8,215	8,825
Büyüme	79%	36%	12%	42%	15%	53%	68%	21%
Hacim (bin ton)	200	153	172	180	182	161	174	179
Büyüme	31%	14%	11%	-4%	-9%	6%	1%	-1%
Türkiye	147	112	126	123	136	118	123	126
Büyüme	40%	18%	11%	-8%	-8%	6%	-3%	2%
Yurtdışı	53	41	46	57	46	43	51	53
Büyüme	11%	4%	12%	9%	-12%	5%	10%	-6%
Brüt Kar	6,265	4,677	4,931	6,551	9,015	6,281	7,430	6,823
Faaliyet Gideri	-2,600	-2,109	-2,409	-3,028	-4,052	-3,423	-3,548	-4,020
Faaliyet Karı	3,665	2,568	2,522	3,523	4,963	2,858	3,882	2,803
Diğer Gelir/Gider	524	1	-81	-70	411	62	205	-1
Finansal Gelir/Gider	-1,877	-1,692	-1,819	-779	-2,623	-2,781	-2,954	-3,656
Parasal Kazanç/Kayıp	1,316	854	630	403	707	819	765	364
VÖK	3,628	1,732	1,253	3,077	3,458	958	1,899	-490
Vergi	-1,147	-397	-744	-259	-879	-202	-796	630
Azınlık Payı	314	74	38	95	166	35	36	59
Net Kar	2,167	1,260	470	2,722	2,413	722	1,067	81
FAVÖK	4,042	2,935	2,902	4,043	5,484	3,372	4,507	3,407
Marj	21%	19%	16%	18%	20%	15%	18%	12%
Türkiye	2,582	2,062	2,144	2,895	3,960	2,605	3,379	2,436
Marj	19%	19%	16%	19%	20%	16%	20%	13%
Yurtdışı	1,461	873	758	1,148	1,524	767	1,128	972
Marj	24%	19%	16%	16%	21%	11%	14%	11%
İşletme Sermayesi	18,409	18,293	22,408	23,462	36,617	40,063	42,938	38,785
Yatırım Harcaması	-270	-321	-611	-1,190	-176	-269	-597	-444
Net Borç	18,785	18,663	21,686	19,042	28,482	35,239	36,366	31,888
Brüt Marj	32.0%	30.6%	27.1%	29.2%	33.4%	27.2%	29.2%	24.9%
Faaliyet Gideri/Satış	-13.3%	-13.8%	-13.2%	-13.5%	-15.0%	-14.8%	-14.0%	-14.6%
Faaliyet Kar Marjı	18.7%	16.8%	13.9%	15.7%	18.4%	12.4%	15.3%	10.2%
VÖK Marjı	18.5%	11.3%	6.9%	13.7%	12.8%	4.2%	7.5%	-1.8%
Net Marj	11.1%	8.2%	2.6%	12.1%	9.0%	3.1%	4.2%	0.3%
İşletme Sermayesi/Satış	27.7%	25.5%	28.8%	28.0%	39.8%	39.6%	39.3%	34.8%
Yatırım/Satış	-1.4%	-2.1%	-3.4%	-5.3%	-0.7%	-1.2%	-2.3%	-1.6%
Net Borç/FAVÖK	1.5	1.3	1.5	1.2	1.7	2.0	1.9	1.7

Kaynak: Şirket Verisi, AK Yatırım Araştırma

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

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.