

Ülker Bisküvi

Risklere rağmen değer yaratıyor...

Başak KAMBER
Analist
bkamber@sekeryatirim.com

Atıştırmalık pazarında Türkiye ve Kuzey Afrika'da lider konumda bulunan Şirket, Orta Asya'da 2. sırada yer almaktadır... Ülker Bisküvi Türkiye'de 9 lokasyonda (kapasite: 1,3 milyon ton) Suudi Arabistan'da 2 lokasyonda (kapasite: 73 bin ton), Mısır'da 1 lokasyonda (kapasite: 37 bin ton) ve Kazakistan'da 1 lokasyonda (kapasite: 35 bin ton) olmak üzere toplam 13 lokasyonda üretim faaliyetlerine devam etmektedir. Ülker Bisküvi ürünlerini, Türkiye'nin yanı sıra Ortadoğu, Orta Asya, Avrupa, Afrika gibi dünyanın çeşitli bölgelerindeki tüketicilere ulaştırmaktadır. Mevcut durum itibarı ile Şirket gelirlerinin yaklaşık %74'ünü yurt içinden %26'sını ise ihracat ve yurt dışı operasyonlarından elde etmektedir.

Kakao fiyatları Şirket'in finansalları üzerinde önemli bir etki yaratıyor... Küresel kakaozun yaklaşık %70'ini üreten Fildişi Sahili ve Gana'da aşırı sıcaklıklar, hastalıklar ve düzensiz yağışlar, kakao fiyatlarını olumsuz etkilemektedir. Kakao fiyatlarındaki dalgalanma maliyetler üzerinde baskı yaparken Şirket, bu baskıyı elimine etmek için hedge politikaları kullanmaktadır.

2025 yılında artan yurt içi ve yurt dışı risklere rağmen Şirket'in operasyonel performansını koruyacağını düşünüyoruz... Şirket maliyetler konusunda proaktif bir satın alma süreci yürüterek kakao, şeker, fındık gibi temel hammaddelerini sürekli olarak hedge etmektedir. Buna bağlı olarak hammadde fiyatlarındaki olası artışların FAVÖK marjına etkisinin sınırlı olmasını bekliyoruz. 2025 yılı için devam eden satış kampanyalarının etkisi ile ton bazında artışın gelir tarafındaki büyümeyi desteklemesini bekliyoruz. Şirketin; i) 2025 yılında artan riskleri, global bir oyuncu olmanın verdiği ölçek ekonomisi ve kullandığı hedge mekanizmaları ile başarı bir şekilde yönetmesini, ii) atıştırmalık pazarında lider konumunda oluşu, serbest nakit akışının güçlü olmaya devam etmesi, iii) Türkiye'deki fiyat avantajı, yeni lansmanlar ve defansif bir iş modeli sunması, nedeniyle orta ve uzun vadede değer yaratmaya devam etmesini bekliyoruz.

Temettü kararı... Şirket, 19.06.2025 tarihinde hak kullanımı olmak üzere, 23 Haziran 2025'te hisse başına brüt 8,06 TL, net 6,85 TL nakit temettü dağıtma kararı aldı. Rapor tarihi itibarıyla %6,50 temettü verimine işaret etmektedir.

Şirket'in 2025 yılı beklentileri... Şirket 2025 yılında yıllık bazda 3% (+/- 1%) oranında net satış büyümesi hedeflerken, FAVÖK marjının ise 17,5% (+/- 0,5%) olmasını beklemektedir.

Riskler... Emtia fiyatlarındaki artış, global tedarik zincirindeki olası problemler, küresel iklim sorunları nedeniyle yaşanan kuraklık ve kurdaki dalgalı seyir, değerlememiz açısından başlıca risk unsurlarını oluşturmaktadır.

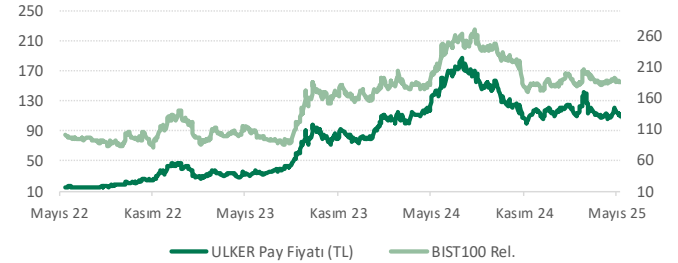
Şirket'i "AL" önerisi ile takip listemize ekliyoruz... Ülker Bisküvi'nin pay başına değer tespitinde, Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (INA) yöntemlerine yer verilmiştir. Değerlememizde İndirgenmiş Nakit Akımları analizine %60, çarpan analizine ise %40 ağırlık verilmiştir. İndirgenmiş nakit akımları ve çarpan analizi kullanarak Şirket için 62.777mn TL hedef özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre ULKER için birim pay başına hedef fiyat 170,00 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket, 2025T F/K 3.1x ve 2025T FD/FAVÖK 3.5x çarpanları ile sektörün cari (medyan F/K 7.3x, FD/FAVÖK 7.7x) çarpanları ile kıyaslandığında oldukça iskontolu işlem görmektedir. Ülker'i, hedef pay fiyatımızın 02.06.2025 tarihli 105,50 TL kapanış fiyatına göre %61,14 kazandırma potansiyeli taşıması nedeniyle "AL" önerisi vererek takip listemize ekliyoruz.

AL

Hedef Fiyat: 170,00 TL

Getiri Potansiyeli: % 61,14

Kod	ULKER.IS	Kapanış	105,50	
Piyasa Değeri (Mn TL)	38.959	Son 12 Ay En Yüksek	188,70	
Piyasa Değeri (Mn \$)	996	Son 12 Ay En Düşük	99,70	
Firma Değeri (Mn TL)	70.437	Beta	0,90	
Firma Değeri(Mn \$)	1.830	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	25,6	
Halka Açıklık Oranı (%)	39,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	9,2%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	2024	2025T
Satış Gelirleri	82.602	88.728	92.561	112.859
Büyüme		7,4%	4,3%	21,9%
FAVÖK	10.651	16.845	17.165	20.301
FAVÖK Marjı	12,9%	19,0%	18,5%	18,0%
Net Kar (Mn TL)	1.565	5.369	8.145	12.446
Pay Başına Kar	4,58	14,54	22,06	33,70
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	6,50%
Net Borç / FAVÖK (x)	2,21	1,62	1,39	1,24
Net Borç / Özsermaye (x)	1,23	0,96	0,07	0,45
Ort. Özsermaye Karlılığı		22,5%	25,9%	27,7%
Ortalama Aktif Karlılığı		5,3%	7,9%	11,0%
Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	2024	2025T
F/K	24,9	7,3	4,8	3,1
FD/FAVÖK	1,4	4,2	4,1	3,5
FD/Satışlar	0,2	0,8	0,8	0,6
F/DD	2,0	1,4	1,1	0,7
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-2,9	-4,4	-10,4	-22,7
\$ Getiri (%)	-4,6	-11,0	-19,2	-36,2
BIST-100 Relatif (%)	-1,1	2,5	-2,2	-10,8



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Şirket'e Tarihsel Bakış

1944	İstanbul Eminönü'nde küçük bir atölyede bisküvi üretimi ile faaliyetlerine başladı.
1965	Topkapı'daki fabrikası açıldı ve modern üretim tesisleri ile kapasitesini artırdı.
1974	Orta Doğu pazarı seçilerek ilk bisküvi ihracatı yapıldı.
1989	Yıldız Holding kuruldu ve tüm şirketler holding altında toplandı.
1994	19 şirketten oluşan, 35 ülkeye ihracat yapan ve 3 binden fazla kişiye istihdam sağlayan bir büyüklüğe ulaştı.
2003	1996 yılından beri İMKB'de işlem görmekte olan Anadolu Gıda Sanayi A.Ş. ile kendi ismi altında birleşerek halka açıldı.
2007	Ülker Gıda olan unvan Ülker Bisküvi olarak değiştirildi.
2008	Premium çikolata markası olan Godiva'nın %25,23'üne iştirak edildi. Godiva, globalleşme sürecinin en önemli halkası oldu.
2016	- Yıldız Holding Godiva, United Biscuits ve Ülker markalarını Pladis çatısı altında topladı. - FMC, Hi Food ve İstanbul Gıda Dış Ticaret A.Ş. gibi şirketler satın aldı.
2017	Hamle (Kazakistan), UI Mena- Amir Global ve IBC (Suudi Arabistan) şirketleri satın aldı.
2021	Ülker Bisküvi Önem Gıda'yı satın aldı.
2023	Ülker Bisküvi, Önem Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile birleşti.
2024	- Özbekistan'da Foreign Enterprise Pladis Confectionery adlı yeni bir şirket kuruldu. - Taygeta Gıda Kuruluşu

bayilikleri ve tüm satış kanalları aracılığıyla ürünlerini tüketicilerle buluşturmayı hedeflenmektedir. Aynı yıl Ülker Bisküvi, Taygeta Gıda Üretim ve Pazarlama şirketini kurdu. Yurt dışı iştiraklerini tek bir çatı altında toplamak ve operasyonel verimliliği artırmak için aktifinde bulunan yurt dışı bağlı ortaklıklarından sermayesine %100 iştirak ettiği Sabourne Investments Ltd., pladis Kazakistan LLP., UI Mena BV. ve pladis Arabia International Manufacturing Company (eski ünvanı: International Biscuits Company) ile sermayesine %51 iştirak ettiği UI Egypt B.V. ve sermayesine %12,95 iştirak ettiği Godiva Belgium BVBA'de sahip olduğu payların tamamını, kısmi bölünmeyle %100 sahibi olduğu sahibi olduğu Taygeta Gıda'ya devretti.

İstanbul Eminönü'nde küçük bir atölyede 1944 yılında bisküvi üretimi ile faaliyetlerine başlayan Ülker, 1965 yılında Topkapı'daki fabrikasının açılması ile modern üretim tesisleri ile kapasitesini artırmıştır. 1974 yılında ilk kez Orta Doğu pazarı hedef seçilerek ilk bisküvi ihracatı yapıldı. Aynı yıl kurulan Ar-Ge bölümüyle uluslararası rekabet olanakları artırıldı. Kasım 1989 yılında Yıldız Holding kuruldu ve tüm şirketler holding altında toplandı. Grup 1994 yılında 19 şirketten oluşan, 35 ülkeye ihracat yapan ve 3 binden fazla kişiye istihdam sağlayan bir büyüklüğe ulaştı. 2003 yılında 1996 yılından beri Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmekte olan Anadolu Gıda Sanayi A.Ş. ile kendi ismi altında birleşerek halka açıldı. 2007 yılında ise faaliyet alanının daha net tanımlanması amacıyla Ülker Gıda olan unvan Ülker Bisküvi olarak değiştirildi.

2016 yılına geldiğimizde Yıldız Holding, Godiva, United Biscuits ve Ülker markalarını Pladis çatısı altında topladı. Aynı yıl Ülker Bisküvi, pladis Arabia Food Manufacturing Company (FMC), pladis Egypt for food Industries(Hi Food) ve İstanbul Gıda Dış Ticaret A.Ş. gibi şirketleri satın aldı. Bu satın alımlarla birlikte şirketin üretim ve pazarlama kapasitesi daha da genişledi. 2017 yılında Ülker Bisküvi, pladis Kazakistan(Hamle) (Kazakistan), pladis Gulf FZE (UI Mena-Amir Global) ve pladis Arabia International Manufacturing Company (IBC) (Suudi Arabistan) şirketlerini satın aldı. Bu satın alımlarla birlikte şirketin uluslararası varlığı ve pazar payı daha da güçlendi. 2021 yılında ise Ülker Bisküvi, Önem Gıda'yı satın aldı. Bu satın alma ile şirketin büyüme stratejisi ve ürün yelpazesi genişlemeye başladı.

2023 yılında, Ülker Bisküvi, kendi bünyesinde bulunan Önem Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile birleşti. Bu birleşme ile Ülker, hem iç pazarda hem de uluslararası arenada rekabet avantajını artırdı.

Bu stratejik birleşmenin, şirketlerin operasyonel verimliliklerine ve finansal performanslarına olumlu katkıda bulunması beklenmektedir. 2024 yılında ise Şirket, ürün portföyünün Özbekistan'da satış, dağıtım ve pazarlama faaliyetlerini yürütmek amacıyla 2.53 Milyar UZS sermayeli Foreign Enterprise Pladis Confectionery adlı yeni bir şirket kurdu. Özbekistan'ın 12 farklı şehrindeki bölge

Şirkete İlişkin Genel Bilgiler

Ülker Bisküvi bisküvi, çikolata ve kek kategorilerinde üretim yapmaktadır. Ülker Bisküvi Türkiye’de 9, Suudi Arabistan’da 2, Mısır’da ve Kazakistan’da bulunan üretim tesisleri ile toplam 13 lokasyonda üretim faaliyetlerine devam etmektedir. Ülker, dünya genelindeki 13 fabrikası ile 100’ün üzerinde ülkeye ihracat yapmaya devam etmektedir. Türkiye’nin tek çatı altında 2 Ar-Ge merkezine sahip tek gıda markasıdır. Ülker Bisküvi, ürünlerini Türkiye’nin yanı sıra Ortadoğu, Orta Asya, Avrupa, Afrika ve Amerika gibi dünyanın çeşitli bölgelerindeki tüketicilere ulaştırmaktadır.

Üretim ve Kapasite

Bisküvi

Ankara Fabrikası- Ankara Fabrikası 1969 yılında 76 bin m² kapalı alan üzerine kurulmuştur. Bisküvi, Kraker ve Gofret çeşitleri üretilmektedir. Fabrikada 2024 yılında 114 bin ton bisküvi üretimi gerçekleştirilmiştir. Ankara fabrikasında 16. hat yatırımı 2024 yılı içinde tamamlanmış ve 2025 Ocak ayında üretim başlamıştır. Uçtan uca tamamen otomatik ekipmanlarla kurulan hat, yıllık 7.800 ton ilave kapasite sağlayacak olup Çizici ve Ülker Çubuk kraker üretimleri bu fabrikada yapılabilecektir.

Gebze Fabrikası- Gebze Fabrikası, 1997 yılında Gebze Organize Sanayi Bölgesi’nde kurulmuştur. Toplamda 85.330 m²’lik bir alanda faaliyet gösteren fabrikanın 80 bin m²’si kapalı alandan oluşmaktadır. Fabrikada 2024 yılında 103.878 ton bisküvi üretimi gerçekleştirilmiştir. 2023 yılında hizmete giren 20 otonom mobil robot hizmet vermektedir. 2.600 çeşit malzeme taşıyabilen robotlar, özellikle hammadde ve ambalaj taşımada fabrikadaki üretim verimliliği ve maliyet avantajını büyük ölçüde artırmıştır. 2025 yılı için Ankara fabrikasında da benzer bir proje başlatılmıştır. Üretilen Başlıca Markalar, Ülker Pötibör, Biskrem, Ülker Bebe, Hanımeller, Saklıköy, İkrar, Ülker Kremalı, Çokoprens, 9 Kat Tat, 9 Kat Rulokat, 9 Kat İnce İnce, Probis, Çokomel, Altınbaşak, Rondo, Canpare, Haylayf, Ülker Finger, Ülker Gofret, Dore, Ülker Kakaolu Bisküvi Kat Kat Tat, Çizi, Çiziviç, Ülker Çubuk Krakerdir.

Çikolata

Topkapı Fabrikası 1- 1974 yılında kurulan Topkapı Çikolata Fabrikası, 84 bin m²’lik bir alan üzerinde faaliyet göstermekte olup bunun 67 bin m²’si kapalı alandır. 2024 yıl sonu itibarıyla fabrikanın üretimi 182 bin tona ulaşmıştır. Üretilen Başlıca Markalar, Ülker Çikolatalı Gofret, Albeni, Dido, Laviva, Çokonat, Metro, Cocostar, Piko, Çokomilk, Alpella, Çokokrem, Ülker Çikolata, Napoliten, Caramio, Kanky, Buklet, Select, Lalezar, Beylerbeyi, Godiva, Alpella, Laviva, Go Ahead, Rodeo’dur.

Topkapı Fabrikası 2- 15.275 m² kapalı alanda hizmet veren fabrika, 1965 yılında faaliyete başlamıştır. Kakao çekirdeğinden kakao yağı, kakao tozu, kakao kütlesi ve çikolata hamuru gibi çok çeşitli ürünlerin üretildiği fabrikada, 2024 yılı sonunda 124 bin ton üretime ulaşılmıştır. Önem Gıda’nın kakao çekirdeğini işleme konusundaki uzmanlığı ve sahip olduğu ileri düzey otomasyon sistemleri, Ülker’i rakiplerinden ayıran önemli bir unsurdur.

Silivri Fabrikası- 1998’de kurulan Silivri Fabrikası, 43.500 m²’lik kapalı alanında bayramlık ve hediyelik çikolatalı ürünler ile çikolata kaplamalı drajeler üretmektedir. 2024 yıl sonunda toplam üretim miktarı 20 bin ton olmuştur. Üretilen başlıca markalar, Albeni, Ece, Çikolatin, Buklet, Godiva, Metro, Truffle, Fındık Rüyası Dido, Be Happy, Muzlu Pasta Tadında, Lovells Laviva Muzlu Magnolya, İstanbul Serisi, Select, McVitie’s’dir.

Giresun Fabrikası- 1995 yılında faaliyete başlayan Giresun Fabrikası, 5.400 m²’lik kapalı alana sahiptir. Ülker Bisküvi, tüm fındık, kıyılmış fındık ve fındık püresi ihtiyaçlarını bu fabrikadan temin etmektedir. 2008 yılında yenilenen fabrika, yıllık 4.800 ton kabuklu fındık kırma ve 5.933 ton iç fındık işleme kapasitesine ulaşmıştır. Yapılan kapasite artırımı yatırımları doğrultusunda, 2024 yılında fabrikada toplam 2 bin ton üretim gerçekleştirilmiştir.

Kek

Gebze Fabrikası- Ülker Gebze Fabrikası, 2024 yılı itibarıyla porsiyon, mini ve aile segmentlerinde inovatif ve öncü ürünleriyle bir portföy sunmaktadır. Bu yıl, fabrikanın toplam üretimi 26 bin tona ulaşmış ve dankek baton tam tahıllı kek, ülker magma hindistan cevizli ve vişneli 3 yeni ürün de portföylerine dahil etmiştir.

Karaman Fabrikası- Üretilen Başlıca Markalar; Dankek, O’lala Gurme, O’lala Sufle, O’lala Waffle Kek, O’lala Bar Kek, Dankek Çikolatalım, 8 Kek, Kekstra, Pöti, Albeni, Alpella, Dostino (PL), Dankek Çay Saati, Dankek Rulo Pasta, Kekstra Bar Kek, Kekstra Konfeti, Dankek Islak Kek, Dankek Pöti Muffin, Peki Muffin, Dankek Lokmalık çeşitleri, Halk-Alpella Kapkek, O’lala Bold, Alpella Barkek, O’lala Bold Mini Bar Kek, O’lala Tiramisu Kek, Kekstra XL Kek, Dankek Mousse Kek, Dankek Magma, Dankek Tart Kek, Dankek Çikolata Soslu Baton Kek ve Ülker Magma Dolgulu Kek’dir.

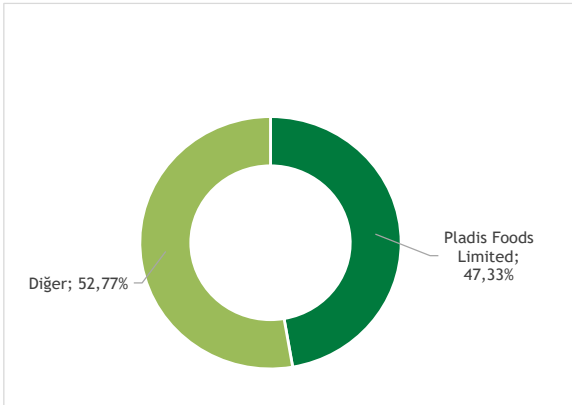
Un

Ülker Bisküvi Ankara Fabrikası- 2012 yılında faaliyete geçmiştir. 51.531 m²'lik bir arsa üzerine inşa edilmiş olan fabrika, 22.418 m²'lik kapalı alana sahiptir. Fabrikada B1, B2 ve B3 bisküvilik unları, tam un çeşitleri, taş değirmen unları, özel kepek, soya unu ve yulaf flake gibi ürünler üretilmekte ve grup şirketlerine satış yapılmaktadır. 2024 yılı itibarıyla fabrikada 188 bin ton bitmiş ürün (son ürün) üretimi gerçekleştirilmiştir.

Ülker Bisküvi Karaman Fabrikası- 2012 yılında kurulan ve 2.934 m² alana sahip olan Karaman Fabrikası'nda B1, B2 ve B3 unları üretilmektedir ve bu unlar sadece Ülker Bisküvi grup şirketlerine satılmaktadır. 2024 yılında 52 bin ton bitmiş ürün (son ürün) üretimi gerçekleştirilmiştir. Karaman Fabrikası, günlük 250 ton buğday öğütme kapasitesi ve 30.000 tonluk buğday depolama alanı ile bisküvi üretimi için gerekli olan buğdayı yıl boyunca sürekli olarak temin etmektedir. Tesis bünyesindeki 6 adet 5.000 tonluk dikey çelik silo, buğdayın güvenli bir şekilde depolanmasını sağlayarak üretim sürecinin kesintisiz devam etmesini garantilemektedir.

Ortaklık Yapısı

Grup'un ana ortağı ve aynı zamanda kontrolü elinde tutan taraf Pladis Foods Limited'tir. Şirketin sermayesinin %47,23'ü Pladis Foods Limited şirketine ait olurken, %52,77'si halka açıktır. Şirket'in çıkarılmış sermayesi 396,3 milyon TL seviyesinde bulunmaktadır. Grup'un nihai ortağı ise Yıldız Uluslararası Gıda Yatırımları A.Ş.'dir. Yıldız Uluslararası Gıda Yatırımları A.Ş., pladis Foods Limited'in nihai ana ortağıdır. Yıldız Uluslararası Gıda Yatırımları A.Ş., Ülker Ailesi tarafından yönetilmektedir.

Ortaklık Yapısı

Kaynak: Şirket

Bağlı Ortaklıklar

Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.'nin 31 Aralık 2024 ve 31 Mart 2025 tarihleri itibarıyla tam konsolidasyon kapsamındaki bağlı ortaklıkları temel faaliyet konuları ile Şirket'in doğrudan ve etkin sahiplik oranları aşağıda belirtilmiştir:

Bağlı Ortaklıklar	31 Mart 2025		31 Aralık 2024		Faaliyet Konusu
	Doğrudan Sahiplik Oranı	Etkin Sahiplik Oranı	Doğrudan Sahiplik Oranı	Etkin Sahiplik Oranı	
Atlas Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.	%100	%100	%100	%100	Ticaret
Reform Gıda Paz. San. ve Tic. A.Ş.	%100	%100	%100	%100	Ticaret
UI Egypt B.V.	%51	%51	%51	%51	Yatırım
pladis Egypt for Food Industries S.A.E.		%51,40		%51,40	İmalat-Satış
Sabourne Investments Ltd.	%100	%100	%100	%100	Yatırım
pladis Arabia Food Manufacturing Company		%55		%55	İmalat-Satış
pladis Kazakhstan	%100	%100	%100	%100	İmalat-Satış
Ulker Star LLC		%99		%99	Satış
UI Mena B.V.	%100	%100	%100	%100	Yatırım
pladis Gulf FZE		%100		%100	Satış
pladis Egypt for Trading and Marketing S.A.E.		%99,80		%99,80	Satış
pladis Arabia International Manufacturing Company	%100	%100	%100	%100	İmalat-Satış
Taygeta Gıda Üretim ve Pazarlama A.Ş.	%100	%100	%100	%100	Ticaret-Danışmanlık
F.E. pladis Confectionary LLC	%100	%100	%100	%100	Satış

Kaynak: Şirket

Kısaca Finansallar

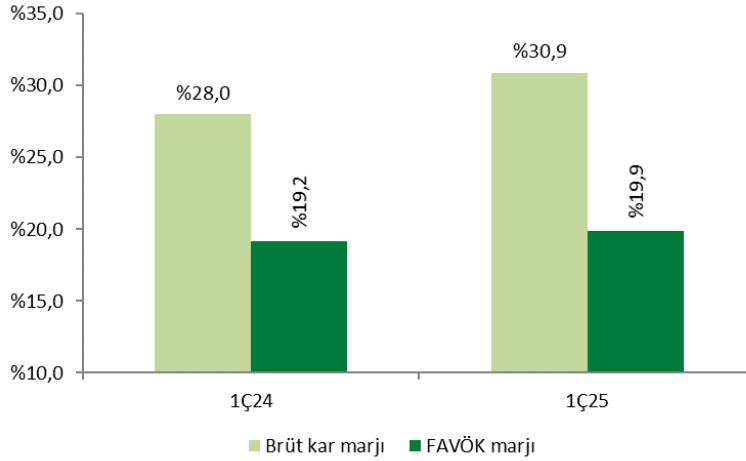
Ramazan ayı bu yıl ilk çeyreğe denk geldi. Bu nedenle pazardaki daralma ve yüksek baz etkisiyle birlikte Ülker'in toplam satış hacmi 1Ç25 itibarıyla yıllık bazda %9, satış gelirleri ise %0,4 azalarak 26.962mn TL seviyesine geriledi (1Ç24: 27.070mn TL). Yurtiçi satış gelirleri %7 artışla 19.865mn TL seviyesine yükselirken, uluslararası satış gelirleri %17 azalışla 7.097mn TL seviyesine geriledi (1Ç24: 18.529mn TL, 8.540mn TL). 2025 yılının ilk çeyreğinde brüt kar kakao, fındık ve şeker gibi hammadde fiyatlarındaki artışa ve perakende piyasasındaki dalgalanmalara rağmen, etkili maliyet yönetimiyle yıllık %4,2 artış, çeyrek bazda %25 artış göstererek 9.015mn TL seviyesine yükseldi (1Ç24: 8.652mn TL). Yurtiçi operasyonlarından elde edilen brüt kar yıllık %18 artışla 6.141mn TL seviyesine yükselirken, uluslararası operasyonlarından elde edilen brüt kar yıllık %17 azalışla 2.875mn TL seviyesine gerilemiştir (1Ç24: 5.187mn TL, 3.465mn TL). 2025 yılının ilk çeyreğinde zorlu piyasa koşullarına rağmen FAVÖK yıllık %1,9 sınırlı düşüşle, 5.484mn TL seviyesine gerilemesine karşın çeyrek bazda %23,3 artış gösterdi (1Ç24: 5.583mn TL). Yurtiçi operasyonlarından elde edilen FAVÖK yıllık %11 artışla 3.960mn TL seviyesine yükselirken, uluslararası operasyonlarından elde edilen FAVÖK yıllık %24 düşüşle 1.524mn TL seviyesine geriledi (1Ç24: 3.565mn TL, 2.017mn TL). 2025 yılının ilk çeyreğinde, Türkiye operasyonlarının toplam satış gelirlerindeki ağırlığı %74 seviyesine yükselirken (1Ç24: %68), uluslararası gelirin toplam satış gelirlerindeki ağırlığı ise %26 seviyesine gerilemiştir (1Ç24: %32).

Özet Finansallar (TMS29 Etkisi Dahil)

Milyon TL	1Ç24	1Ç25	Yıllık	4Ç24	Çeyreklik
Satış Gelirleri	27.070	26.962	-0,4%	24.704	9,1%
Brüt Kar	8.652	9.015	4,2%	7.210	25,0%
Brüt Kar Marjı	32,0%	33,4%		29,2%	
Operasyonel Kar	5.062	4.963	-1,9%	3.877	28,0%
Operasyonel Kar Marjı	18,7%	18,4%		15,7%	
FAVÖK	5.583	5.484	-1,8%	4.449	23,3%
FAVÖK Marjı	20,6%	20,3%		18,0%	
Net Kar	2.993	2.413	-19,4%	2.996	-19,5%
Net Kar Marjı	11,1%	9,0%		12,1%	

Kaynak: Finnet

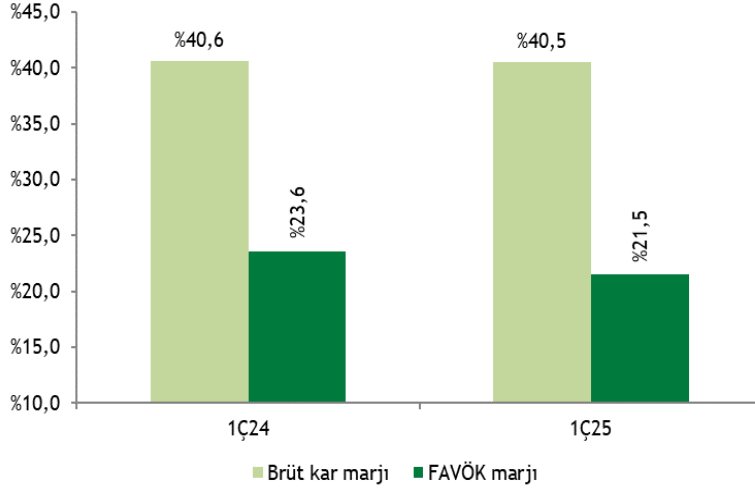
Türkiye Operasyonlarının Brüt kar ve FAVÖK marjı gelişimi



Kaynak: Şirket

2025 yılının ilk çeyreğinde Türkiye operasyonlarında brüt kar marjı %30,9 seviyesine (1Ç24: %28) yükselirken, FAVÖK marjı ise %19,9 seviyesine yükseldi (1Ç24: %19,2).

Uluslararası Operasyonlarının Brüt kar ve FAVÖK marjı gelişimi



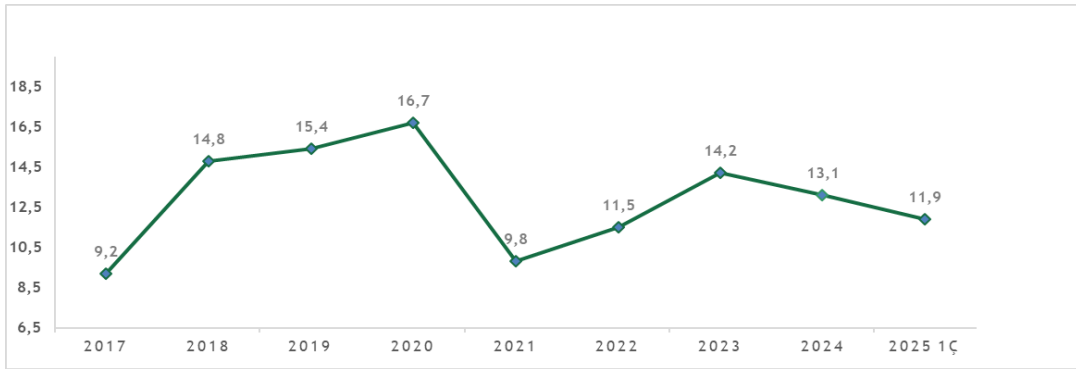
Kaynak: Şirket

2025 yılının ilk çeyreğinde uluslararası operasyonlarında brüt kar marjı %40,5 seviyesine (1Ç24: %40,6) gerilemiş olup, FAVÖK marjı ise %21,5 seviyesine gerilemiştir (1Ç24: %23,6).

Uluslararası operasyonlarının yıllar itibarıyla FAVÖK katkısı

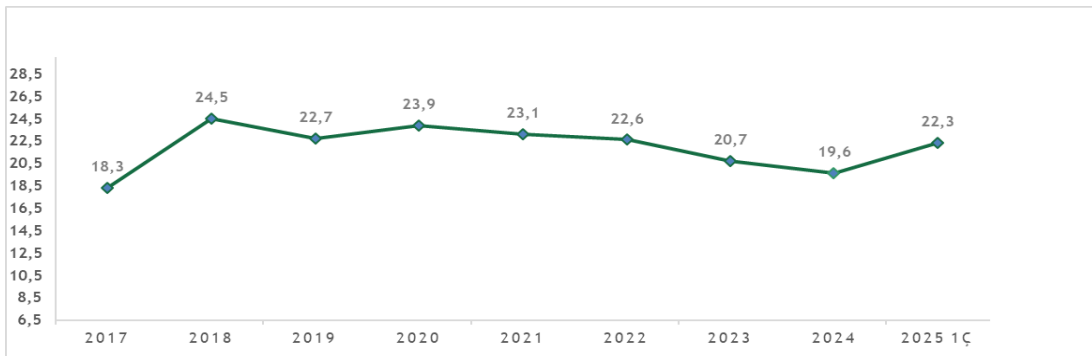
Bölgesel olarak bakıldığında, Kuzey Afrika operasyonlarının FAVÖK katkısı %1,5 , FAVÖK marjı %11,9 seviyesine geriledi (1Ç24: toplam FAVÖK katkısı %2,3, güncel FAVÖK %14,4). Orta Doğu operasyonlarının toplam FAVÖK'e %13,8 oranı ile en yüksek katkı sağlarken, FAVÖK marjı %22,3 seviyesinde gerçekleşmiştir (1Ç24: toplam FAVÖK katkısı %13,1, güncel FAVÖK %22,4).Orta Asya bölgesi %12,8'lik FAVÖK marjıyla toplam FAVÖK'ün %1,7'sini oluşturdu (1Ç24: toplam FAVÖK katkısı %2,4, güncel FAVÖK %14).

Kuzey Afika operasyonlarının yıllar itibarıyla FAVÖK Marjı gelişimi



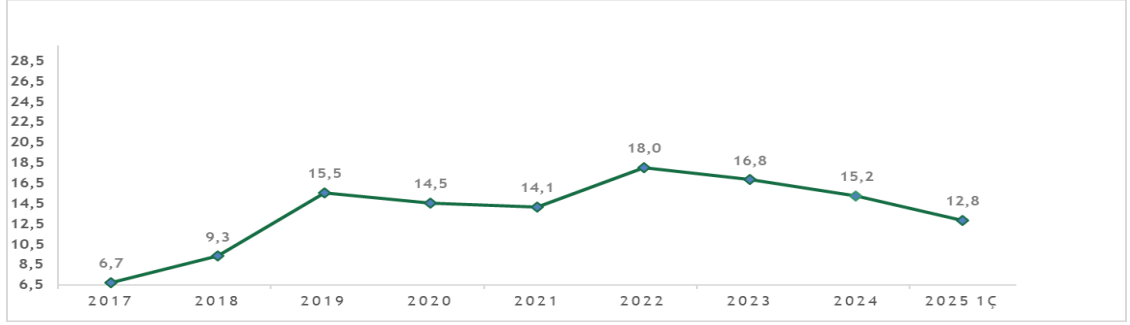
Kaynak: Şirket

Ortadoğu operasyonlarının yıllar itibarıyla FAVÖK Marjı gelişimi



Kaynak: Şirket

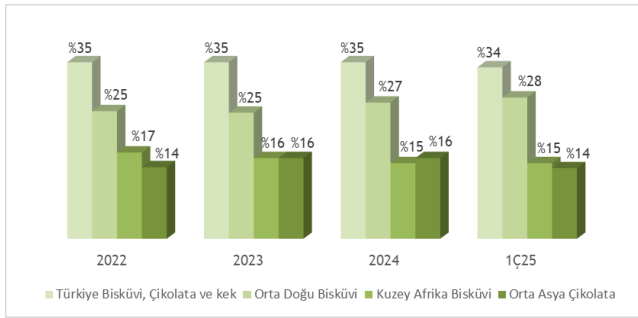
Orta Asya operasyonlarının yıllar itibarıyla FAVÖK Marjı gelişimi



Kaynak: Şirket

Global Pazar payları ve Gelir Dağılımı

Bölgesel Pazar Payları

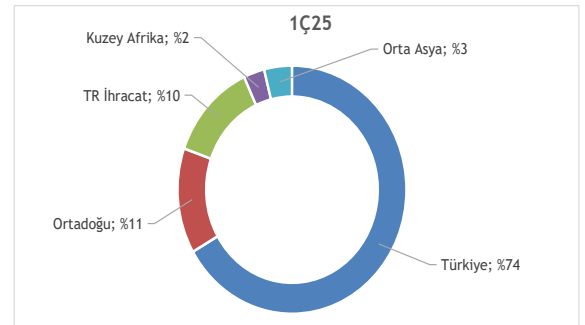
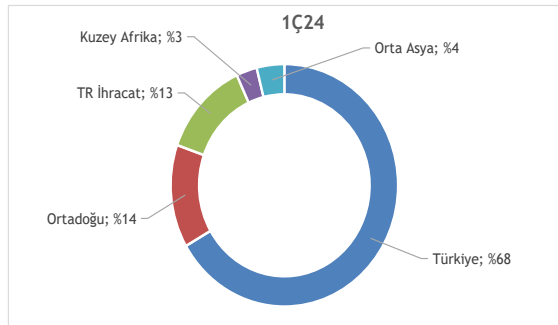


Şirket Türkiye bisküvi, çikolata ve kek kategorisinde 2022, 2023 ve 2024'te %35 pazar payı ile ana atıştırmalık kategorilerinde liderliğini korumayı başardı. 1Ç25 döneminde ise pazar payı %34 seviyesinde gerçekleşti (1Ç24: %34).

Şirket'in Ortadoğu'da bisküvi kategorisinde pazar payı 2022 ve 2023 yıllarında %25 seviyesinde iken, 2024 yılında %27 seviyesine yükselmiştir. 2025 yılının ilk çeyreğinde ise %28 seviyesine yükselmiştir (1Ç24: %28).

Kuzey Afrika'da bisküvi kategorisinde pazar payı ise sırasıyla 2022 yılında %17, 2023 yılında %16 ve 2024 yılında ve 2025 yılının ilk çeyreğinde pazar payını %15 seviyesinde korumayı başarmıştır (1Ç24:%15). Şirket'in Orta Asya'da kaplama çikolata kategorisinde pazar payı ise 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla %14 ve %16 seviyesinde gerçekleşirken, 2024 yılında %16 seviyesinde pazar payını korurken, 2025 yılının ilk çeyreğinde %14 seviyesine gerilemiştir (1Ç24: %16).

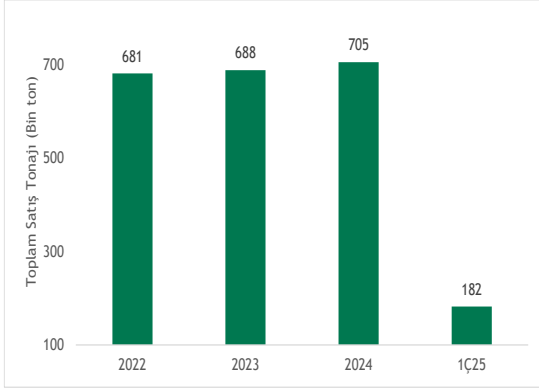
Gelirlerin Bölgesel Kırılımı (1Ç24 ve 1Ç25)



Kaynak: Şirket

Gelirin bölgesel kırılımına baktığımızda grafikten de görüleceği üzere 2025 yılının ilk çeyreğinde Türkiye operasyonlarının payı %74 (1Ç24: %68), Ortadoğu %11 (1Ç24:%14), TR İhracat %10 (1Ç24: %13), Kuzey Afrika operasyonlarının payı %2 (1Ç24: %3) ve Orta Asya operasyonlarının payı %3 (1Ç24: %4) olarak gerçekleşmiştir.

Yıllar İtibarıyla Toplam Satış Tonajı (Bin ton)

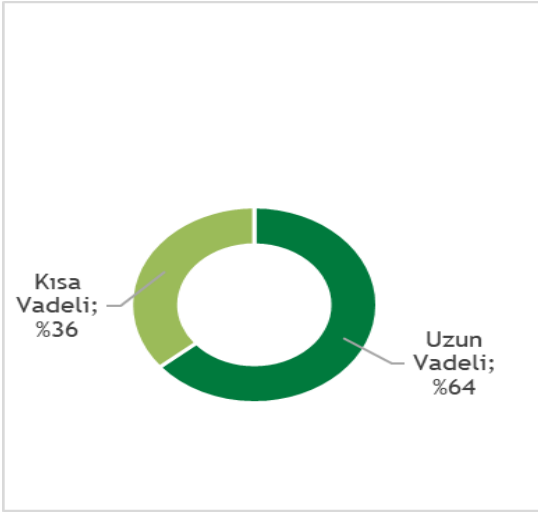


Şirket'in toplam satış tonajı 2022 yılında 681 bin ton iken, 2023 yılında 688 bin ton seviyesine, 2024 yılında ise 705 bin ton seviyesine yükselmiştir. 2025 yılının ilk çeyreğinde ise 182 bin ton gerçekleşmiştir (1Ç24: 200 bin ton).

Kaynak: Şirket

Borç yapısı

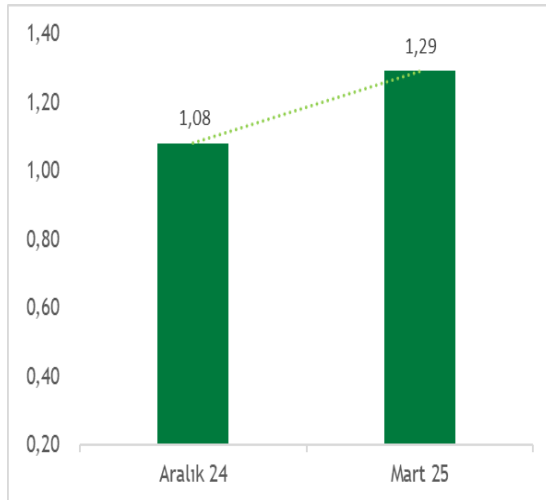
Finansal Yükümlülüklerin Vade Kırılımı



Şirketin ana borç kalemleri sendikasyon kredileri ve eurobond tahvil ihracı olduğundan döviz bazlıdır. 2025 yılının ilk çeyreği itibarıyla finansal yükümlülüklerin %64'ü uzun vadeli, %36'sı ise kısa vadeli.

Kaynak: Şirket

Net Borç/FAVÖK (Kovenanta Baz)



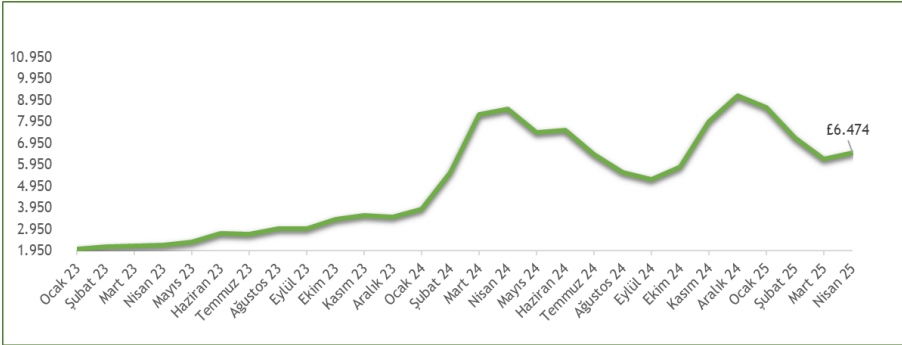
Şirketin net borç / FAVÖK (Kovenant hesaplamasına baz olan net borç/FAVÖK oranı sendikasyon anlaşması kapsamındaki enflasyon muhasebeli rakamlar baz alınarak yapılmıştır) Mart 2025 sonunda net borç/FAVÖK (kovenanta baz) oranı %1,29x gerçekleşmiştir (Aralık 2024: 1,08x). Şirketin açık pozisyonunun yaklaşık %60'ı kapatılmıştır. Mart 2025 itibarıyla 409mn USD açık pozisyon hedge edilmiştir. Şirket bu oranı %60-80 bandında koruma hedefiyle yıl genelinde volatiliteye karşı korunma sağlamayı hedeflemektedir. Ayrıca 2026 Nisan vadesi bulunan sendikasyon kredisi için yeniden finansman opsiyonları değerlendirilmektedir.

Kaynak: Şirket

Yatırım Teması

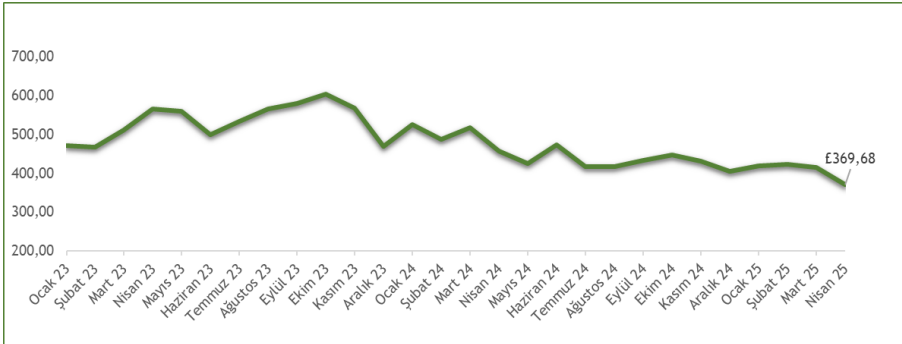
Hammadde maliyet yönetimini beğeniyoruz. Sektörün en büyük riski hammadde maliyetlerinin artış göstermesidir. Özellikle çikolatanın hammadde olan kakao fiyatları 2024 yılında hastalıklar ve hava koşulları etkisiyle rekoltenin düşmesiyle birlikte Londra’da işlem gören vadeli kakao kontratları 3.883 GBP/MT seviyesinden 9.143 GBP/MT seviyesine hızla tırmanmıştır. Ancak, Şirket maliyetler konusunda proaktif bir satın alma süreci yürüterek başta kakao olmak üzere şeker, fındık gibi temel hammadde maliyetini yönetmek için sürekli olarak hedge politikaları izlemektedir. 2023 ve 2024’te yüksek kakao fiyatlarına rağmen tedarik süreci Şirket tarafından iyi yönetildiğini düşünüyoruz. 2025 yılı için maliyetler büyük ölçüde hedgelenmiş durumda olurken, 2026’nın bir kısmı için de hedge yapılmıştır. Diğer yandan Ülker Bisküvi, Topkapı tesisinde çikolata hamuru üretmekte, Giresun tesisinde fındık işlemekte ve Ankara ile Karaman tesislerinde un üretmektedir. Gana ve Fildişi sahillerinden kakao çekirdeği temin edip kendi kakao işleme tesislerindeki teknolojik altyapı, hammadde kalitesi, titiz ve hijyenik üretim ortamları ile yüksek kalitede kakao, çikolata ve bunların türevi ürünleri üretmektedir.

Londra Kakao Fiyatları (GBP/MT)



Kaynak: Bloomberg

Londra Şeker Fiyatları (GBP/MT)



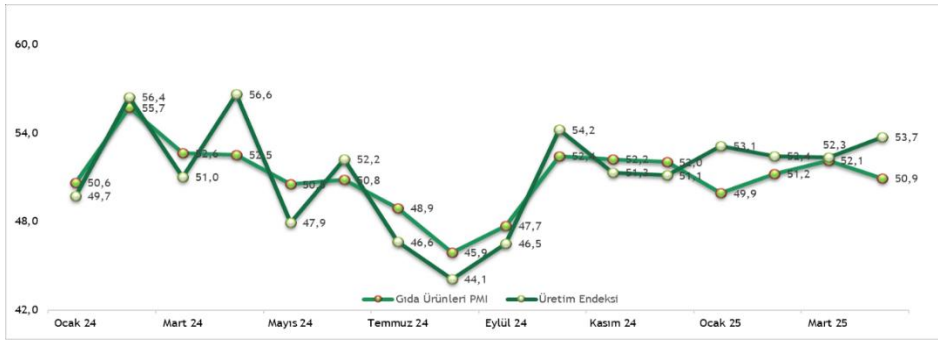
Kaynak: Bloomberg

2025 yılında da başarılı operasyonel performansını koruyabileceğini düşünüyoruz. 2024 yılında küresel kakaonun yaklaşık %70'ini üreten Fildişi Sahili ve Gana, Kamerun ve Nijerya'daki çiftçiler, aşırı sıcaklıklar, hastalıklar ve düzensiz yağışlarla mücadele etti. Bu olumsuz koşullar nedeniyle üretim düşerken, kakao fiyatlarındaki rekor artış yaşanması atıştırmalık üreticisi firmaları olumsuz olarak etkiledi. Geçen yıl kakao fiyatlarında rekorlar söz konusu olurken, 2025 yılının başında arz fazlası oluşabileceğine yönelik beklentiler nedeniyle gerilemişti. Ancak, bu seneki rekolte 2024 yılına kıyasla nispeten daha fazla olmasına karşın Batı Afrika'daki son yağışlara rağmen Gana ve Fildişi Sahili'nin üçte birinden fazlası hala kuraklık altında bulunuyor. Dolayısıyla Fildişi Sahili'nde hasadı yapılan kakaonun kalitesine yönelik endişelerin fiyatların yükselmesinde etkili olmaya devam etmesini bekliyoruz. Ancak, başta kakao ve diğer hammadde maliyetlerinde(şeker, fındık) gibi fiyatlarındaki artışa ve perakende piyasasındaki dalgalanmalara rağmen Şirket'in etkili maliyet optimizasyonu, verimli tedarik zinciri yönetimi ve başarılı fiyatlandırma stratejileri izlemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Diğer yandan, 2025 yılında da ürün portföyü optimizasyonu ve yenilikçi ürün lansmanlarının büyümeyi destekleyen temel stratejiler olmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

Tesis ve modernizasyon yatırımlarının devam etmesini bekliyoruz. Şirket tesis ve modernizasyon yatırımı gerçekleştirerek üretim süreçlerini güçlendirmeye devam etmektedir. Bu yatırımlar, fabrikalarda kapasite artışı, üretim hatlarının yenilenmesi, hijyen koşullarının iyileştirilmesi ve depolama süreçlerinin geliştirilmesini kapsamaktadır. Şirketin temel hedefi, ürün kalitesini ve müşteri memnuniyetini artırarak maliyet yapısını daha rekabetçi konuma getirmektir. Dolayısıyla yapılan yatırımların, Ülker'in pazardaki liderliğini sürdürme stratejisinin önemli bir parçası olarak öne çıkacağını düşünüyoruz.

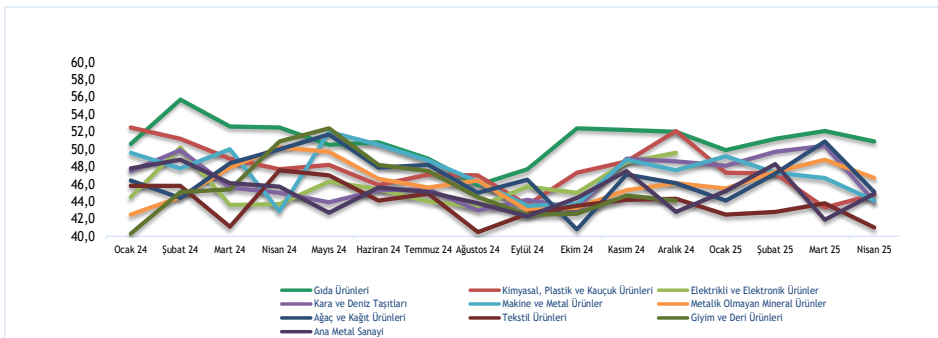
PMI rakamları gıda sektörünü destekliyor. Satınalma Yöneticileri Endeksleri (Purchasing Managers' Indices - PMI), ekonomik faaliyet koşullarının ölçümü konusunda gerek küresel piyasalar gerekse ekonomi basını tarafından yakından takip edilen göstergeler arasında yer almaktadır. Ekonomik faaliyet koşullarına ilişkin olarak ilgili ay içerisinde açıklanan ilk verilerden biri olması, resmi verilerden önce yayınlanması ve gerçekleşen verilerle gösterdiği korelasyon, PMI'lara önemli bir öncü gösterge niteliği kazandırmaktadır. PMI'ların 50'den büyük olması önceki aya kıyasla bir iyileşmeye ya da artışa işaret ederken 50'den küçük rakamlar önceki aya göre kötüleşme ya da düşüş olarak değerlendirilmektedir. Endeksler, esas alınan ekonomi ya da sektörün faaliyet koşullarındaki değişimin nicel büyüklüğünü değil, yönünü göstermesi açısından bir eğilim göstergesi özelliği taşımaktadır. İstanbul Sanayi Odası Türkiye sektörel raporu verilerine baktığımızda 2024 yılı genelinde takip edilen on sektörden dokuzu zayıf görünüm sergiledi. Ancak, 2024 yılı genelinde piyasa koşullarının ve zayıf talep ortamının devam etmesine karşın gıda ürünleri en yüksek artış sağlayan sektör oldu. 2024 yılında ortalama sektörel PMI rakamlarını incelediğimizde gıda ürünleri üretimdeki genişleme, yeni siparişlerde devam eden artış nedeniyle 50,0 eşik değerinin üzerinde kalmayı başaran tek sektör konumunda yer aldı. 2025 yılının geri kalanında da gıda ürünlerinin, güçlü üretim artışını sürdürerek en hızlı büyüyen sektör olma özelliğini korumaya devam edeceğini düşünmekteyiz.

Gıda Ürünleri PMI & Üretim Endeksi



Kaynak: S&P Global, ISO

Türkiye Sektörel PMI Verileri



Kaynak: S&P Global, ISO

Küresel Kakao Pazarı



Küresel kakao pazarı oldukça rekabetçi ve çok sayıda oyuncu pazar payının çoğunluğu için yarışıyor. Bu oyuncular arasında çok uluslu şirketlerin yanı sıra yerel ve bölgesel oyuncular da yer alıyor. Bu şirketlerin pazarda rekabet avantajı kazanmak için benimsediği temel stratejilerdir. Yüksek kaliteli ve yenilikçi kakao ve çikolata ürünlerine yönelik artan tüketici talebinin önümüzdeki yıllarda büyümeye devam etmesini bekliyoruz. Harcanabilir gelirin artması gibi çeşitli faktörler tüketiciler değişen beslenme tercihleri ve birinci sınıf ve organik çikolataların artan popülaritesi pazarın genişlemesine yön vermektedir. Ayrıca kakao ve bitter çikolatanın sağlık açısından faydalarına ilişkin farkındalığın artması da pazarın büyümesini hızlandırıyor. Diğer yandan, özellikle bayram dönemlerinde ve özel günlerde çikolata hediye etme eğiliminin artması ve sosyal medyanın çikolata markalarının tanıtımında artan etkisi pazarın ilerlemesinde katalist etki yarattığını söyleyebiliriz. Bitter çikolata ve yakut çikolata gibi yeni farklı aromalı çikolata türlerinin kilit üreticilerin portföylerine eklenmesinin kakao ve çikolata endüstrisinin büyümesine yardımcı olması beklenmektedir. Çikolata, ürün lansmanlarında popüler bir tat olmaya devam etmektedir. Bu eğilimin önümüzdeki dönemde kakao yağı ve kakao tozuna olan talebi artırması beklenmektedir.

Dünyada En Çok Kakao Üreten Ülkeler



Kaynak: ICCO

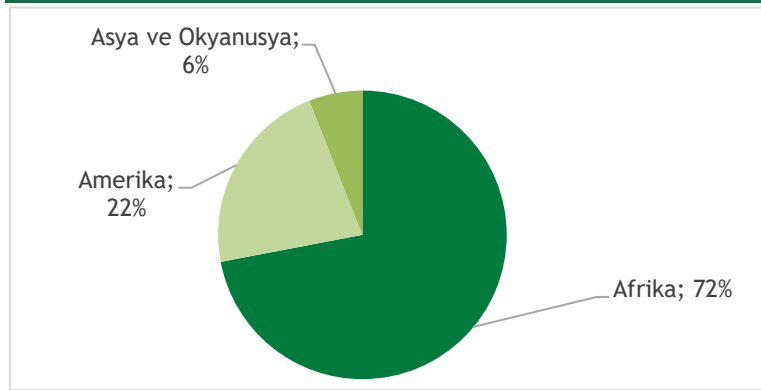
Kakao üretiminin çoğu Batı Afrika'da yapılıyor. Afrika dünya çapında kakao üretimi için önde gelen bölgedir. Fildişi Sahili ve Gana dünyanın toplam üretiminin yaklaşık %50'sine katkıda bulunarak küresel olarak en büyük kakao üreticisi olarak öne çıkmaktadır. Fildişi Sahili, dünya genelinde en büyük kakao üreticisidir. Gana ise Fildişi Sahili'nden sonra ikinci büyük kakao üreticisi olup dünya çapında yüksek kaliteli kakao çekirdekleriyle tanınmaktadır. Bu iki ülkenin kakao ekonomisi, büyük oranda yerel çiftçilere ve küçük aile işletmelerine dayanmaktadır. Bu çiftçiler, kakao yetiştiriciliğinde geleneksel yöntemlerle yüksek kaliteli çekirdekler üretirler. Ek olarak, Nijerya küresel kakao manzarasında önemli bir rol oynamakta ve dünya kakao çekirdeği üretiminin yaklaşık %6,5'ini temsil etmektedir. Küresel sıralamada dördüncü sırada yer alan Nijerya, sadece Fildişi Sahili, Gana ve Endonezya'nın gerisinde kalmaktadır. Ülke yalnızca çeşitli kakao türleri yetiştirmekle kalmaz, aynı zamanda kakao yağı, tozu ve keki gibi bir dizi kakao ürünü de üretmektedir. Ayrıca, çikolatanın temel bir bileşeni olan kakao, Kamerun ekonomisinin merkezinde yer almaktadır.

Özellikle Forastero çeşidi olmak üzere birinci sınıf kakao çekirdekleriyle ünlenen Kamerun, Afrika'nın dördüncü, dünyanın ise beşinci büyük kakao üreticisidir. Kakao sektörü, Kamerun'da 500.000'den fazla insanın geçim kaynağı için hayati önem taşımaktadır. Endonezya, Asya kıtasında en büyük kakao üreticisi olarak öne çıkmaktadır.

Özellikle Sulawesi Adası, Endonezya'nın kakao üretim merkezidir. Güney Amerika'da ise Ekvador, kakao üretiminde önemli bir paya sahiptir ve "Arriba Nacional" adı verilen yüksek aromalı kakao türüyle tanınmaktadır. Ekvador'un yanı sıra Brezilya da Güney Amerika'nın diğer önde gelen kakao üretici ülkeleridir ve hem yerel pazara hem de uluslararası pazara önemli miktarda kakao sağlamaktadır.

Dünya çapında, kakao çiftçileri yılda yaklaşık beş milyon ton kakao çekirdeği üretmektedir. 2024/25 sezonunda Afrika (Fildişi Sahili, Gana, Kamerun, Nijerya ve diğer) 3.462.000 ton (küresel kakao üretiminin %72'sini) kakao çekirdeği üretirken, Amerika (Brezilya, Ekvador ve diğer) 1.079.000 ton (küresel kakao üretiminin %22'sini) kakao üretimi gerçekleştirmiştir.

Küresel kakao çekirdeği üretiminde kıtaların payı (%) 2024/25

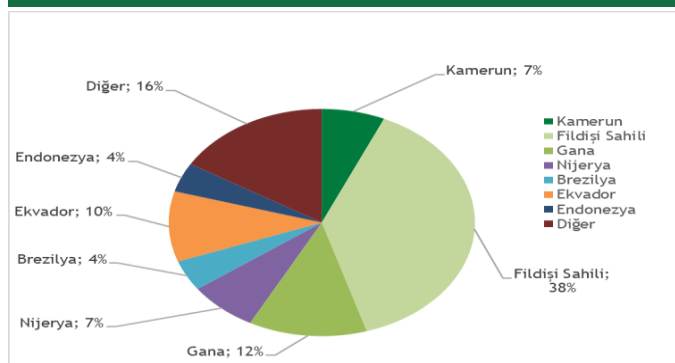


Kaynak: ICCO

Ülkelere göre kakao çekirdeği üretim verileri (bin ton)	2022/23	2023/24	2024/25
Kamerun	270	320	320
Fildişi Sahili	2.241	1.674	1.850
Gana	654	530	600
Nijerya	315	350	350
Brezilya	220	200	210
Ekvador	454	430	480
Endonezya	160	180	200
Diğer	687	760	786

Kaynak: ICCO

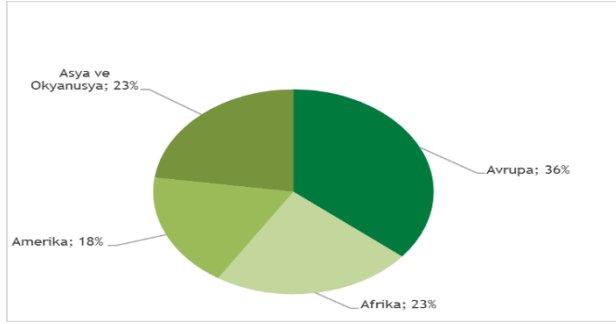
Küresel kakao çekirdeği üretiminde ülkelerin payı (%) 2024/25



Kaynak: ICCO

Kakao çekirdeklerinin üçte birinden fazlası Avrupa'da işleniyor. Avrupa, kakao çekirdeğine yönelik endüstriyel talepte dünyada lider konumundadır. Bu nedenle kakao çekirdeği öğütme, pazar talebi için iyi bir göstergedir. 2024/25 sezonunda Avrupa, 1.669.000 ton (küresel kakao öğütmenin %36'sı) ile dünyanın en büyük öğütme bölgesidir. Afrika 1.076.000 tonla (%23) onu takip ederken, 846.000 tonla (%18) Amerika gelmektedir.

Küresel kakao çekirdeği öğütmede kıtaların payı (%) 2024/25

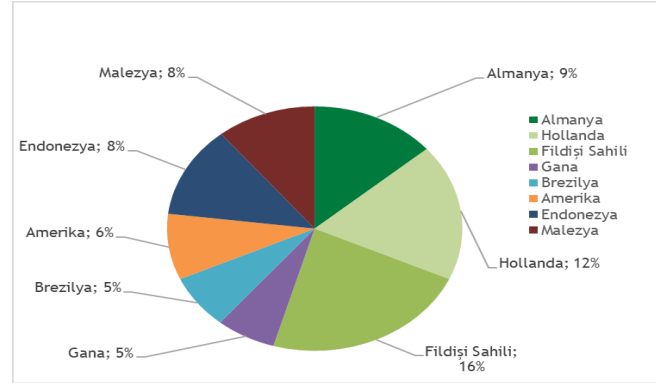


Kaynak: ICCO

Ülkelere göre kakao çekirdeği öğütme verileri (bin ton)	2022/23	2023/24	2024/25
Almanya	440	460	440
Hollanda	600	600	580
Fildişi Sahili	793	744	730
Gana	250	205	210
Brezilya	260	240	230
Amerika	350	340	280
Endonezya	402	380	390
Malezya	364	383	350

Kaynak: ICCO

Küresel kakao çekirdeği öğütmede ülkelerin payı (%) 2024/25



Kaynak: ICCO

Küresel kakao pazarının zorlukları

Hava koşulları ve iklim değişikliği- Uzun süren kurak mevsimler, daha az yağış, aşırı sıcaklıklar hem kakao verimini hem de kalitesini düşürebilmektedir.

Bitki hastalıklarının etkisi- Hava sorunlarına ek olarak, dünyanın en büyük üreticileri olan Fildişi Sahili ve Gana'daki kakao mahsulleri, Kakao Şişkin Sürgün Virüsü (CSSV) tarafından sert bir şekilde etkileniyor. Bu hastalık kakao ağaçlarının ömrünü önemli ölçüde kısaltıyor ve plantasyonlar arasında hızla yayılarak arzı daha da kısıtlıyor.

Tedarik zinciri sorunları- Kakao çiftliklerine yetersiz yatırım, siyasi istikrarsızlık ve lojistik zorluklar tedarik zincirinde sorun yaratmaktadır.

Değerleme

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı)

İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi kapsamında Şirket'in 2025-2034 yıllarına ait nakit akışlarının projeksiyonu yapılmış ve AOSM yöntemi kullanarak bu değerler indirgenmiştir. Türkiye'de dönem itibarıyla uygulanmakta olan kademeli normalleşme politikası çerçevesinde tahvil faizlerinde önümüzdeki yıllarda enflasyondaki gerilemeye bağlı olarak kademeli bir iyileşme görülmeye beklenmektedir. Bu bağlamda risksiz faiz oranında 2025 yılından sonra kademeli azalış öngörülmüştür. Risksiz faiz oranının 2025 yılı için %28,5, 2026 yılında %26, 2027 yılında %24, 2028 yılında %22, 2029-2030 yılları için %20, 2031-2032 yılları için %18 ve 2033-2034 yılında %16 olacağı varsayılmıştır. Sonsuz büyüme oranı ise %5 kullanılmıştır. Bu oranda yapılan hesaplama sonrasında elde edilen değer 2034 yılındaki indirgeme faktörü kullanılarak bugüne indirgenmiştir. Kurumlar vergisi oranının 2025-2034 projeksiyon dönemi boyunca %25 olarak kalacağı varsayılmıştır. Değerlememizde piyasa risk primi %5,5, beta 0,90 varsayılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları modelimizde, Şirket'in 2025 yılında net satış gelirlerinin 112.859mn TL seviyesine yükselmesini tahmin ediyoruz. Şirket'in 2025 yılında ise 20.301mn TL FAVÖK rakamı açıklayacağını tahmin ediyoruz. 2025 yılında enflasyon, döviz kuru hareketleri, hammadde fiyatlarındaki dalgalanmalar, yerel ve küresel makroekonomik gelişmeler göz önünde bulundurularak FAVÖK marjının %18,0 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

İNA Analizi

İNA (TL Mn)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Satış Gelirleri	112.859	135.996	156.395	178.650	201.215	222.946	245.241	267.313	288.698	303.133
FAVÖK	20.301	26.991	30.774	33.831	39.560	42.234	46.361	50.380	54.197	56.582
FAVÖK Marjı	18,0%	19,8%	19,7%	18,9%	19,7%	18,9%	18,9%	18,8%	18,8%	18,7%
Vergi (-)	3.432	3.336	3.406	3.588	3.852	4.180	4.564	5.000	5.487	6.029
Sabit Sermaye Yatırımları (-)	5.539	9.884	13.222	16.437	20.044	23.973	27.062	30.005	32.807	32.386
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	2.683	3.012	3.350	3.686	4.069	4.498	4.959	5.472	6.041	6.710
Serbest Nakit Akımları	14.013	16.784	17.496	17.493	19.732	18.579	19.695	20.848	21.943	24.877
Rf	28,5%	26,0%	24,0%	22,0%	20,0%	20,0%	18,0%	18,0%	16,0%	16,0%
Beta	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Hisse Senedi Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Vergi Oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Kd*(1-Vergi Oranı)	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)	25,0%	24,1%	23,3%	22,5%	21,6%	21,7%	20,8%	20,8%	19,9%	19,9%
İNA	12.717	9.001	8.688	7.344	5.994	5.558	4.300	3.774	3.307	2.904

Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri (2025T-2034T)	63.587
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	5,0%
Sonsuz Değer	155.097
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	20.524
Net Borç Pozisyonu	31.478
Özsermaye Değeri	52.632

İndirgenmiş nakit akımları analizi sonucunda 52.632mn TL hedef şirket değerine ulaşılmıştır.

Çarpan Analizi

Şirket'in çarpan analizinde aşağıda gösterilmiş 1Ç25 itibarıyla yıllıklandırılmış net kar, FAVÖK rakamları kullanılmıştır.

	TL
Net Kar (Yıllıklandırılmış) (01.04.2024-31.03.2025)	7.565.448.851
FAVÖK (Yıllıklandırılmış) (01.04.2024-31.03.2025)	17.067.273.546
Net Borç (31/03/2025)	31.478.464.000

Kaynak: Finnet

Çarpan analizinde değerlendirmeye; BİST'de işlem gören seçilmiş BIST GIDA ve İçecek (XGIDA) kapsamında işlem gören şirketler dikkate alınmıştır. Bu şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları (02.06.2025) tarihi itibarıyla kullanılmıştır. BIST GIDA ve İçecek Şirketlerinin son 12 aylık yıllıklandırılmış FAVÖK ve Kar rakamları kullanılmıştır. Söz konusu çarpanlar hesaplanırken, FAVÖK ve net kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK ve F/K çarpanı 20'den büyük şirketler uç değer kabul edilerek değerlendirme dışı bırakılmıştır.

Şirket Adı	Piyasa Değeri mn TL	FD/FAVÖK	F/K
ULUUN	4.462,50	1,46	-12,57
AEFES	81.177,63	3,85	6,86
BANVT	19.194,52	2,65	6,34
TBORG	53.891,13	5,01	10,87
FRIGO	916,45	55,30	31,44
KRSTL	1.163,52	3,64	6,44
GOKNR	8.022,00	4,60	6,64
OFSYM	5.747,63	4,20	12,30
DARDL	3.774,48	5,02	-14,8
PETUN	2.569,33	4,21	33,8
KERVIT	9.228,28	3,21	7,35
OYLUM	601,80	6,39	-12,67
COLLA	136.770,08	6,90	9,89
ALKLC	4.444,16	10,57	289,10
ELITE	4.536,00	7,46	10,71
KRVGD	4.168,80	7,30	-15,08
TUKAS	10.125,00	8,29	6,95
DURKN	1.894,75	12,01	14,55
FADE	1.057,08	8,08	-23,52
ATAKP	5.453,58	9,39	27,64
CEMZY	6.464,16	14,78	-36,29
PINSU	1.634,66	5,27	35,16
ORCAY	564,00	8,69	-6,33
SEGMN	4.031,08	10,02	16,78
YYLGD	9.924,13	16,32	6,22
SOKE	4.004,14	14,03	-20,93
GUNDG	2.086,50	23,92	-22,90
MERKO	1.354,07	7,99	22,00
AVOD	699,30	25,12	-2,54
ARMGD	9.212,93	10,81	9,38
ERSU	523,44	-27,66	-36,43
SELVA	819,00	14,86	4,43
BORSK	4.920,00	14,60	12,06
KTSKR	2.589,80	-38,29	7,27
EFORC	37.243,80	35,81	82,49
PENGD	1.277,50	-8,09	-3,37
OBAMS	23.328,66	12,72	221,42
PNSUT	2.658,85	-197,12	-1,53
Medyan		7,7	7,3

Kaynak: Finnet (02/06/2025 kapanış itibarıyla)

Yurt İçi Benzer	
Çarpan Analizi FD/FAVÖK Medyan Çarpanı (x)	7,7
Ülker FAVÖK -Yıllıklandırılmış (TL)	17.067.273.546
Firma Değeri (TL)	131.887.916.373
Net Borç Pozisyonu- 2025/03 (TL)	31.478.464.000
Özsermaye Değeri	100.409.452.373
Çarpan Analizi F/K Medyan Çarpanı (x)	7,3
Ülker Net Kar- Yıllıklandırılmış (TL)	7.565.448.851
Özsermaye Değeri (TL)	55.580.156.391
Yurt İçi Benzer Şirketleri Çarpanlarına göre Hesaplanan Özsermaye Değeri (Eşit Ağırlık)	77.994.804.382

Yurt içi benzer Şirketleri çarpan analizinde FD/ FAVÖK çarpanına göre Şirket'in özsermaye değeri 100.409 milyon TL ve F/K çarpanlarına göre ise özsermaye değeri ise 55.580 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

TL	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Yurtiçi FD/FAVÖK	100.409.452.373	50,00%	50.204.726.187
Yurtiçi F/K	55.580.156.391	50,00%	27.790.078.195
Özsermaye Değeri (TL)			77.994.804.382

Çarpan analizinde yurtiçi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanına %50 ve yurtiçi benzer şirketlerin F/K çarpanına ise %50 eşit ağırlık verilmesi sonrası Şirket'in özsermaye değeri 77.994 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Sonuç

Ülker Bisküvi'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) yaklaşımı yöntemine yer verilmiştir. Değerlememizde İndirgenmiş Nakit Akımları analizine %60, çarpan analizine %40 ağırlık verilmiştir. İndirgenmiş Nakit Akımları ve çarpan analizi kullanarak Şirket için 62.777mn TL hedef özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre ULKER için birim pay başına hedef değer 170,00 TL seviyesinde hesaplanmıştır.02.06.2025 tarihli kapanış fiyatı 105,50 TL seviyesinde olup, hedef pay değerimiz %61,14 yukarı yönlü potansiyel taşımaktadır. Şirket 2025T F/K 3.1x ve 2025T FD/FAVÖK 3.5x çarpanları ile sektörün cari (medyan F/K 7.3x, FD/FAVÖK 7.7x) çarpanları ile kıyaslandığında oldukça iskontolu işlem görmektedir. Sonuç olarak hedef pay fiyatımıza göre %61,14 yukarı yönlü kazandırma potansiyeli taşıması nedeniyle ULKER'i "AL" önerisi vererek takip listemize ekliyoruz.

Değerleme Yöntemleri (TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Çarpan Analizi	77.994.804.382	40,0%	31.197.921.753
İNA Analizi	52.632.282.833	60,0%	31.579.369.700
Hedef Özsermaye Değeri (TL)			62.777.291.453
Çıkarılmış Sermaye (TL)			369.276.000
Hedef Pay Başına Değer (TL)			170,00
Kapanış Fiyatı (TL)			105,50
Getiri Potansiyeli			%61,14

Temel Finansallar (TMS29 Etkisi Dahil)			
BİLANÇO (TL Mn)	2024/12	2025/03	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	25.597	25.200	-2%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4.295	4.262	-1%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	5.688	5.533	-3%
Ticari Alacaklar	24.103	27.379	14%
Hazır Değerler	28.955	23.937	-17%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	18.603	25.969	40%
Toplam Aktifler	107.242	112.280	5%
Uzun Vadeli Borçlar	36.029	35.522	-1%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.062	3.599	18%
Kısa Vadeli Borçlar	4.627	7.796	68%
Ticari Yükümlülükler	11.302	9.861	-13%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	15.378	16.325	6%
Toplam Yükümlülükler	70.398	73.103	4%
Toplam Özsermaye	36.845	39.177	6%
Toplam Pasifler	107.242	112.280	5%
GELİR TABLOSU (TL Mn)	2024/03	2025/03	%Değ
Net Satışlar	27.070	26.962	0%
SMM	18.417	17.947	-3%
Brüt Kâr	8.652	9.015	4%
Faaliyet Giderleri	3.590	4.052	13%
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	5.062	4.963	-2%
Net Diğer Gelir/(Gider)	724	411	-43%
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider	1.829	2.814	54%
Finansman Gelir/(Gider)	-4.421	-5.438	A.D.
Net Parasal Pozisyon Kazanç /Kayıp	1.818	707	-61%
Vergi Öncesi Kar	5.011	3.458	-31%
Vergi	-1.585	-879	A.D.
Net Kâr/(Zarar)	3.426	2.579	-25%
Azınlık Payları	433	166	-62%
Ana Ortaklık Payları	2.993	2.413	-19%

**UYARI NOTU:**

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5
ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com