# Ülker Bisküvi

## Net kâr beklentilerin altında;
## Operasyonel görünümde zayıflık devam ediyor…

**Osman Furkan Özdemir**
**Analist**
oozdemir@sekeryatirim.com

**AL**
**Hedef Fiyat: 159,80 TL**
Önceki Hedef Fiyat: 159,80 TL
Kazandırma Potansiyeli: %104

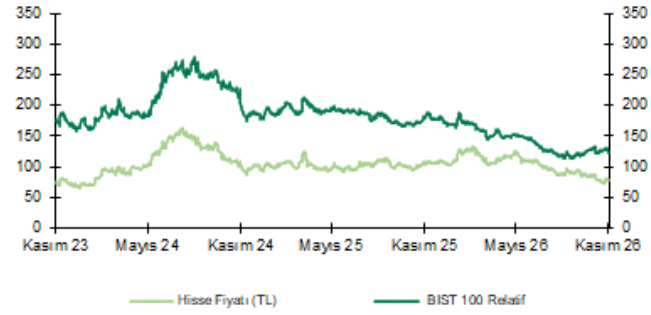
**Ülker, 3Ç26'da TMS 29 etkisi dâhil 546mn TL ana ortaklık net zararı açıklamıştır (3Ç25: 1.385mn TL net kâr). Şirket'in açıkladığı zarar, 1.275mn TL olan net kâr beklentimizin ve 125mn TL olan piyasa medyan net kar beklentisinin altında gerçekleşmiştir.** Net zararda, operasyonel kârlılıktaki zayıflamanın yanı sıra yatırım faaliyetlerinden gelirlerin yıllık %34,5 azalarak 2.196 mn TL'ye gerilemesi ve net parasal pozisyon kazancındaki düşüş etkili olmuştur. Şirket'in net satış gelirleri yıllık %12,2 azalarak 28.947 mn TL ile beklentimizin %8,5 altında, piyasa beklentisinin ise %1,6 üzerinde gerçekleşmiştir. FAVÖK yıllık %59,1 azalarak 2.395 mn TL'ye gerilerken, beklentimizin %22,7 altında, piyasa beklentisinin ise %4,3 üzerinde oluşmuştur. FAVÖK marjı yıllık 947 baz puan daralarak %8,3 seviyesine gerilemiştir (3Ç25: %17,7). Marjlardaki daralmada artan promosyon yoğunluğu, fiyatlama üzerindeki baskı ve yüksek maliyetli kakao stoklarının enflasyon muhasebesi kapsamında giderlere yansıması etkili olmuştur. Şirket, 2026 yılı FAVÖK marjı beklentisini %13,5 (±1,5 puan) seviyesinden %9-11 aralığına aşağı yönlü revize etmiştir. Ülker için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı **159,80 TL** seviyesinde koruyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %104 getiri potansiyeli sunarken, Şirket payları için **"AL"** tavsiyemizi sürdürüyoruz.

**Operasyonel Gelişmeler ve Sektörel Görünüm...**
Coğrafi kırılımda, 3Ç26'da Türkiye operasyonlarının net satış gelirleri yıllık %12,1 azalarak 19.614 mn TL'ye, uluslararası operasyonların net satış gelirleri ise %12,4 gerilemiştir. Türkiye'de satış hacmi yıllık %1,6 artmasına karşın, artan promosyon yoğunluğu ve fiyatlama üzerindeki baskı operasyonel kârlılığı olumsuz etkilemiştir. Türkiye operasyonlarının FAVÖK marjı yıllık 970 baz puan daralarak %10,0'a, uluslararası operasyonların FAVÖK marjı ise %13,7'den %4,7'ye gerilemiştir. Uluslararası operasyonlarda Orta Doğu'daki jeopolitik gelişmelerin talep ve maliyetler üzerindeki etkileri ile Orta Asya'daki artan rekabet marjları baskılamıştır. Konsolide bazda TMS 29'un FAVÖK marjına olumsuz etkisi 3Ç26'da 3,2 puana yükselmiştir (3Ç25: 1,6 puan).

| | TL | US$ |
|---|---|---|
| Fiyat | 78,35 | 1,56 |
| BİST 100 | 11.713 | 234 |
| US$ (MB Alış): | 50,18 | |
| 52 Hafta Yüksek: | 132,28 | 3,04 |
| 52 Hafta Düşük: | 74,30 | 1,49 |
| Bloomberg/Reuters Kodu: | ULKER.TI | /ULKER.IS |
| Hisse Senedi Sayısı (Mn): | 369,3 | |
| | (TL Mn) | (US$ Mn) |
| Piyasa Değeri (TL Mn): | 28.933 | 578 |
| Halka Açık PD (TL Mn): | 12.730 | 254 |

| | S1A | S1Y | YB |
|---|---|---|---|
| TL Getiri (%): | -11,0 | -28,1 | -23,7 |
| US$ Getiri (%): | -12,5 | -39,5 | -34,6 |
| BIST 100 Göreceli Getiri (%): | -6,8 | -32,9 | -26,7 |
| Ort. İşlem Hacmi (TL Mn): | 652,35 | | |
| Ort. İşlem Hacmi (US$ Mn): | 14,50 | | |
| Beta | 1,01 | | |
| Yıllık Volatilite (Hisse) | 0,33 | | |
| Yıllık Volatilite (BİST 100) | 0,25 | | |

| Ortaklık Yapısı | % |
|---|---|
| PLADIS FOODS LIMITED | 47,23 |
| Diğer | 52,77 |
| Toplam | 100,00 |



**Bilanço, Nakit Akışı ve Kaldıraç...** Şirket'in açıkladığı net borç/FAVÖK oranı, 2025 yıl sonundaki 0,97x seviyesinden 9A26 itibarıyla 1,45x'e yükselmiştir. Söz konusu artışta son 12 aylık FAVÖK performansındaki zayıflama etkili olmuştur. Finansal yükümlülüklerin %71'inin uzun vadeli olması vade yapısı açısından olumlu değerlendirilirken, Şirket'in açık döviz pozisyonunun %69'u türev finansal işlemlerle korunmaktadır. İşletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışı 9A26 döneminde 2.937 mn TL ile pozitife dönmüştür (9A25: -3.069 mn TL).

**Genel Değerlendirme…** 3Ç26 finansal sonuçlarını olumsuz değerlendiriyoruz. Net satış gelirleri ve FAVÖK piyasa beklentilerine yakın gerçekleşmesine karşın tahminlerimizin altında kalırken, Şirket beklentilerin aksine net zarar açıklamıştır. Özellikle 2026 yılı FAVÖK marjı beklentisinin orta noktada 350 baz puan aşağı revize edilmesi, yılın son çeyreğinde de kârlılık üzerindeki baskının devam edeceğine işaret etmektedir. Yüksek maliyetli kakao stoklarının etkisinin azalmasıyla 2027 yılında operasyonel marjlarda kademeli bir toparlanma beklemekle birlikte, Türkiye'de artan promosyon yoğunluğu ve uluslararası pazarlardaki rekabetin toparlanmayı sınırlayabileceğini düşünüyoruz. Şirket'in pazar liderliğini korumasını, pozitif işletme nakit akışını ve uzun vadeli borç yapısını olumlu değerlendirirken, zayıflayan operasyonel kârlılık ve artan kaldıraç oranlarını yakından izlemeye devam edeceğiz.

**Tablo 1: Finansallar (TMS 29 Etkisi Dahil)**

| Milyon TL | 9A25 | 9A26 | Yıllık | 3Ç25 | 3Ç26 | Yıllık |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Satış Gelirleri** | **104.987** | **95.748** | **-8,8%** | **32.966** | **28.947** | **-12,2%** |
| **Brüt Kar** | **31.728** | **23.842** | **-24,9%** | **9.639** | **6.167** | **-36,0%** |
| *Brüt Kar Marjı* | *30,2%* | *24,9%* | | *29,2%* | *21,3%* | |
| **Operasyonel Kar** | **16.361** | **8.290** | **-49,3%** | **5.037** | **1.440** | **-71,4%** |
| *Operasyonel Kar Marjı* | *15,6%* | *8,7%* | | *15,3%* | *5,0%* | |
| **FAVÖK** | **18.659** | **11.147** | **-40,3%** | **5.848** | **2.395** | **-59,1%** |
| *FAVÖK Marjı* | *17,8%* | *11,6%* | | *17,7%* | *8,3%* | |
| **Net Kar** | **5.959** | **2.709** | **-54,5%** | **1.385** | **-546** | **-139,4%** |
| *Net Kar Marjı* | *5,7%* | *2,8%* | | *4,2%* | *-1,9%* | |

*Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma*

## Tablo 2: Temel Finansallar (TMS 29 Etkisi Dahil)

| BİLANÇO (TL Mn) | 2025/12K | 2026/09K | %Değ |
|---|---|---|---|
| Maddi Duran Varlıklar | 38.950 | 37.362 | (4) |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 6.163 | 5.627 | (9) |
| Diğer Uzun Vadeli Kıymetler | 7.051 | 7.704 | 9 |
| Ticari Alacaklar | 36.450 | 35.673 | (2) |
| Hazır Değerler | 28.989 | 22.088 | (24) |
| Diğer Kısa Vadeli Varlıklar | 40.114 | 42.173 | 5 |
| **Toplam Aktifler** | **157.717** | **150.627** | **(4)** |
| Uzun Vadeli Borçlar | 49.488 | 47.212 | (5) |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 7.327 | 7.762 | 6 |
| Kısa Vadeli Borçlar | 21.802 | 19.453 | (11) |
| Kısa Vadeli Ticari Borçlar | 17.661 | 14.992 | (15) |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 4.408 | 4.834 | 10 |
| Toplam Yükümlülükler | 100.686 | 94.252 | (6) |
| Toplam Özsermaye | 57.031 | 56.375 | (1) |
| **Toplam Pasifler** | **157.717** | **150.627** | **(4)** |

*Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım*

| GELİR TABLOSU (TL Mn) | 2025/09K | 2026/09K | %Değ |
|---|---|---|---|
| Net Satışlar | 104.987 | 95.748 | (9) |
| SMM | 73.258 | 71.905 | (2) |
| Brüt Kâr | 31.728 | 23.842 | (25) |
| Faaliyet Giderleri | 15.367 | 15.553 | 1 |
| Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı) | 17.322 | 9.271 | (46) |
| Esas Faal. Diğer Gel./Gid. | 961 | 982 | 2 |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider) | 11.827 | 5.505 | (53) |
| Finansman Gelir/(Gider) | (23.416) | (13.012) | A.D. |
| Parasal Kazanç/Kayıp | 3.181 | 3.342 | 5 |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/(Zarar) Paylar | - | - | A.D. |
| **Vergi Öncesi Kâr** | **8.913** | **5.106** | **(43)** |
| Vergi | 2.615 | 2.092 | (20) |
| **Net Kâr/(Zarar)** | **6.299** | **3.014** | **(52)** |
| Azınlık Payları | 339 | 304 | (10) |
| Ana Ortaklık Payları | 5.959 | 2.709 | (54,5) |

*ULKER* *Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım*

**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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.**

**Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenirliliğine 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 34330 Şişli / İSTANBUL**
**Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com**