

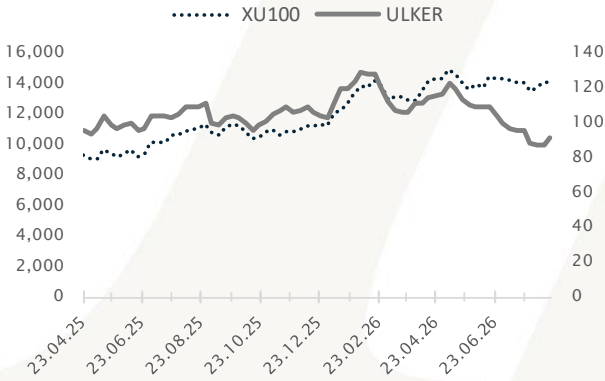
Hisse Bilgileri

Bloomberg / Bist Kodu	ULKER:TI	ULKER
Rapor Adı:	Finansal Değerlendirme	
Şirket Adı	Ülker Bisküvi	
Hisse Sektör	Gıda	
Rapor Tarihi	19.08.2026	
Kapanış Fiyatı - TL	91.50	
Öneri		
Hedef Fiyat - TL		
Önceki Hedef Fiyat - TL		
Getiri Potansiyeli - %		

Piyasa Bilgileri

Piyasa Değeri - Milyon TL	33,789
Firma Değeri - Milyon TL	75,890
Hacim - Milyon TL	747
Halka Açıklık - %	44.00

Hisse ve Endeks Karşılaştırması



Finansal Bilgiler - Yıllık	2024/6	2025/6	2026/6
Hasılat - Milyon TL	49,371	68,221	63,277
Brüt Kâr - Milyon TL	15,489	20,924	16,743
FAVÖK - Milyon TL	9,882	12,135	8,290
Net Kâr - Milyon TL	4,875	4,333	3,084

Finansal Bilgiler - Çeyrek	2024/6	2025/6	2026/6
Hasılat - Milyon TL	20,675	30,462	26,993
Brüt Kâr - Milyon TL	6,317	8,298	6,629
FAVÖK - Milyon TL	3,995	4,502	2,863
Net Kâr - Milyon TL	1,702	953	1,387

Çarpanlar	2024/6	2025/6	2026/6
F/K (x)	6.40	4.26	10.11
FD/FAVÖK (x)	4.54	3.39	5.41

Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.

Ülker Bisküvi 2Ç26'da 26.992 mn TL net satış, 2.800 mn TL FAVÖK ve 1.386 mn TL ana ortaklık net kârı açıkladı. Ciro piyasa beklentisinin %2,7, FAVÖK %1,5 ve net kâr %203,3 üzerinde gerçekleşti. Yıllık bazda ciro reel %11,4, FAVÖK %37,1 gerilerken net kâr %45,4 arttı. FAVÖK marjı 425 baz puan düşüşle %10,4'e, faaliyet marjı %7,9'a indi.

Olumlu Gördüğümüz Noktalar

- Ciro ve FAVÖK beklentilere yakın gerçekleşirken net kâr belirgin pozitif sürpriz yaptı. Operasyonel zayıflığın önemli ölçüde beklentilere yansımış olması sonuçların piyasa etkisini sınırlayabilir.
- Finansman yükü belirgin hafifledi. Net finansman gideri yıllık %54 azalarak 3.551 mn TL'ye, faiz gideri reel %61 düşüşle 744 mn TL'ye geriledi. Refinansman adımları ve daha düşük finansman maliyetleri net sonuç üzerinde destekleyici oldu.
- Bilanço kovenant açısından rahat. Net borç yaklaşık 36,5 mlr TL, Net Borç/FAVÖK 2,05x seviyesinde ve 3,0x sözleşme limitinin altında. Borcun %70'inin uzun vadeli olması refinansman riskini azaltıyor.
- Kur riski aktif şekilde yönetiliyor. 40.126 mn TL parasal net açık pozisyon türev işlemler sonrası 13.886 mn TL'ye düşürülmüş durumda. Kakao fiyatlarındaki belirgin gerileme de stok etkisinin gecikmeli yansımalarıyla 2027 marjları açısından destekleyici olabilir.

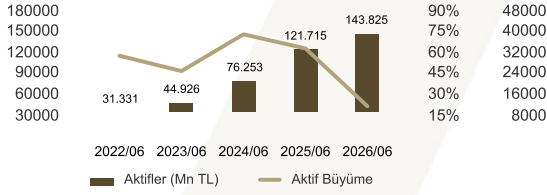
Olumsuz Gördüğümüz Noktalar

- Net kârın operasyonel kalitesi zayıf. Vergi öncesi sonuçtan yatırım faaliyetleri katkısı ve parasal kazanç çıkarıldığında yaklaşık 1.405 mn TL zarar oluşuyor. Bu nedenle manşet net kâr artışı çekirdek faaliyetlerdeki iyileşmeyi yansıtmıyor.
- İskonto ve iadeler marjları baskıladı. Satış iade ve iskonto %22,8 artışla 4.114 mn TL'ye yükselirken brüt satışlara oranı %13,2'ye çıktı. Brüt marj %27,2'den %24,6'ya geriledi.
- Negatif operasyonel kaldıraç sürdü. Ciro daralmasına rağmen pazarlama giderleri reel artarken bu giderlerin ciroya oranı %13,3'e, genel yönetim giderlerinin oranı %3,4'e yükseldi.
- Türkiye şekerleme pazarındaki daralma ve bayram etkisinin ilk çeyreğe kayması hacim görünümünü baskılıyor. İlk yarıda reel ciro %7,2 gerilerken %13,1 FAVÖK marjı, yatay reel ciro ve %13,5 (±1,5) marj hedeflerinin yakalanmasını zorlaştırıyor.

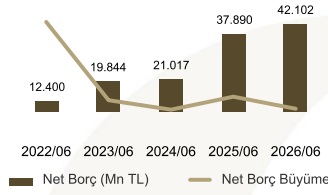
Genel Görüşümüz: Ülker'in 2Ç26 sonuçlarını olumsuz değerlendiriyoruz. Finansman giderlerindeki sert düşüş, rahat kovenant yapısı, aktif kur riski yönetimi ve düşük değerleme çarpanları destekleyici. Buna karşılık çekirdek faaliyetlerin zarar üretmesi, iskonto kaynaklı marj erozyonu, zayıf pazar görünümü ve yıl sonu hedefleri üzerindeki aşağı yönlü riskler temel endişe kaynakları. Net kârın finansal ve parasal kalemlerden güçlü destek alması nedeniyle manşet sürprizi operasyonel toparlanma olarak okumuyoruz. Kakao maliyetlerindeki düşüş orta vadede olumlu olsa da yakın vadede belirgin bir katalizör görmüyoruz.

Aktifler (Mn TL)	2025/12	2026/03	2025/06	2026/06	Değ.	Dikey
Dönen Varlıklar	99.985	90.090	84.668	96.212	14%	67%
Nakit ve Benzerleri	27.460	17.161	27.391	22.361	-18%	16%
Ticari Alacaklar	34.527	34.688	26.522	32.027	21%	22%
Stoklar	27.875	28.470	23.571	31.480	34%	22%
Duran Varlıklar	49.413	44.511	37.047	47.613	29%	33%
Finansal Yatırımlar	6.066	5.320	5.593	5.568	0%	4%
Maddi Duran Varlıklar	36.896	33.522	26.432	35.451	34%	25%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.838	5.102	4.656	5.346	15%	4%
Toplam Varlıklar (Aktifler)	149.398	134.601	121.715	143.825	18%	100%
Pasifler (Mn TL)	2025/12	2026/03	2025/06	2026/06	Değ.	Dikey
Kısa Vadeli Yükümlülükler	41.557	35.265	58.459	37.976	-35%	26%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	14.711	12.235	14.005	16.062	15%	11%
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5.942	5.149	30.403	3.362	-89%	2%
Ticari Borçlar	16.730	12.112	10.030	13.978	39%	10%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	53.818	47.521	24.883	52.153	110%	36%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	46.878	40.868	20.879	45.046	116%	31%
Toplam Yükümlülükler	95.375	82.786	83.342	90.129	8%	63%
Toplam Özkaynaklar	50.992	49.024	36.117	51.022	41%	35%
Ödenmiş Sermaye	369	369	369	369	0%	0%
Geçmiş Yıl Karları veya Zararları	22.428	26.322	17.398	25.841	49%	18%
Net Dönem Karı veya Zararı	5.206	1.835	4.611	3.295	-29%	2%
Toplam Kaynaklar (Pasifler)	149.398	134.601	121.715	143.825	18%	100%

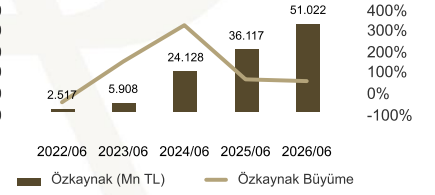
Aktifler ve Aktif Büyüme



Net Borç ve Net Borç Büyüme

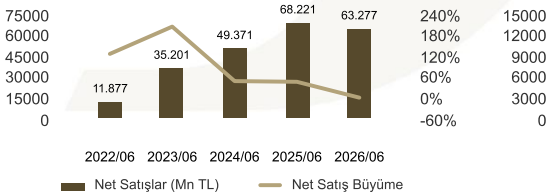


Özkaynak ve Özkaynak Büyüme

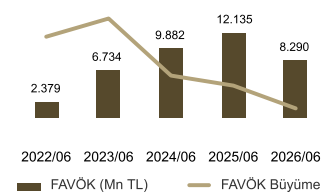


Gelir Tablosu (Mn TL)	2025/12	2026/03	2025/06	2026/06	Değ.	Dikey
Net Satışlar	111.905	33.906	68.221	63.277	-7%	100%
Satışların Maliyeti	79.559	24.455	47.297	46.534	-2%	74%
Brüt Kar (Zarar)	32.346	9.452	20.924	16.743	-20%	26%
Faaliyet Giderleri	16.382	5.206	10.197	10.255	1%	16%
Genel Yönetim Giderleri	2.990	929	1.776	1.911	8%	3%
Pazarlama Giderleri	12.763	4.109	8.048	7.988	-1%	13%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	628	167	373	355	-5%	1%
Net Esas Faaliyet Karı veya Zararı	15.964	4.246	10.727	6.489	-40%	10%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.025	838	2.150	1.442	-33%	2%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	2.254	487	1.492	865	-42%	1%
Esas Faaliyet Karı veya Zararı	16.736	4.597	11.385	7.066	-38%	11%
FAVÖK (Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar)	18.416	5.130	12.135	8.290	-32%	13%
Finansman Gelirleri	6	3	3	3	-14%	0%
Finansman Giderleri	23.362	3.940	15.378	7.768	-49%	12%
Vergi Öncesi Kar veya Zarar	6.679	3.087	6.109	4.921	-19%	8%
Ana Ortaklık Dönem Karı veya Zararı	4.875	1.586	4.333	3.084	-29%	5%

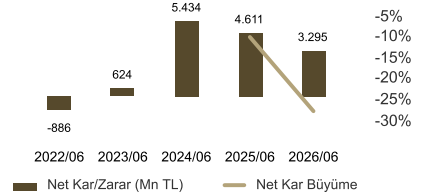
Net Satışlar ve Net Satış Büyüme



FAVÖK ve FAVÖK Büyüme

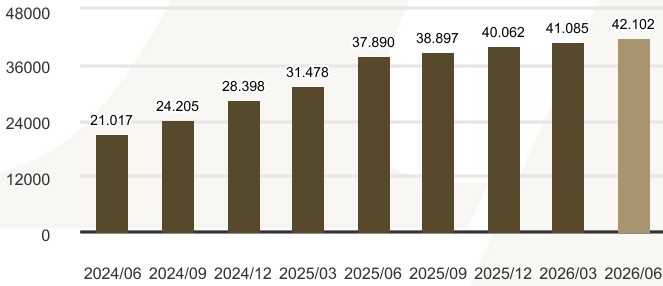


Net Kar/Zarar ve Net Kar/Zarar Büyüme

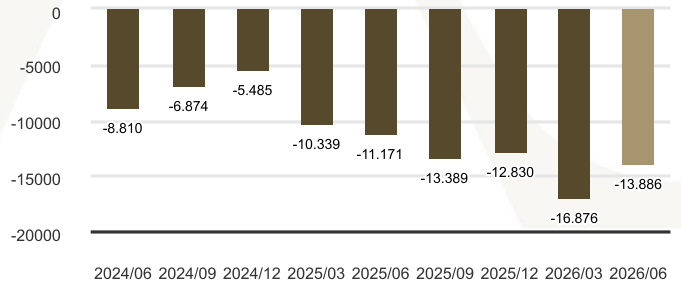


Finansal Oranlar	2025/12	2026/03	2025/06	2026/06
Likidite Oranları				
Nakit Oran	66,1	48,7	46,9	58,9
Cari Oran	2,4	2,6	1,4	2,5
Faaliyet Oranları				
Stok Devir Süresi (Gün)	107,3	116,7	69,6	128,4
Alacak Devir Süresi (Gün)	96,3	103,5	71,5	111,6
Ticari Borç Devir Süresi (Gün)	69,2	49,8	34,8	55,6
Nakit Döndürme Süresi (Gün)	134,4	170,4	106,3	184,4
Finansal Yapı Oranları				
Dönen Varlıklar / Aktifler	66,9	66,9	69,6	66,9
Duran Varlıklar / Aktifler	33,1	33,1	30,4	33,1
Toplam Borç / Aktifler	63,8	61,5	68,5	62,7
Toplam Borç / Özsermaye	187,0	168,9	230,8	176,6
Yabancı Para Net Pozisyonu (Mn TL)	-12.830,3	-16.876,1	-11.171,1	-13.886,1
Yabancı Para Net Pozisyonu / FAVÖK	-69,7	-103,1	-49,3	-95,3
Net Borç (Milyon TL)	40.062,2	41.084,7	37.890,1	42.101,6
Net Borç / FAVÖK (Yıllık)	2,2	2,5	1,7	2,9
İhracat Oranı (%)	17,1	13,7	15,2	15,6
Karlılık Oranları				
Aktif Karlılığı	3,5	1,3	4,4	2,3
Aktif Karlılığı (Yıllık)	3,5	2,7	9,2	2,7
Özsermaye Karlılığı	10,6	3,7	14,4	7,1
Özsermaye Karlılığı (Yıllık)	10,6	7,7	30,4	8,3
Esas Faaliyet Kar Marjı	14,3	12,5	15,7	10,3
Esas Faaliyet Kar Marjı (Yıllık)	14,3	12,4	15,5	11,0
FAVÖK Marjı	16,5	15,1	17,8	13,1
FAVÖK Marjı (Yıllık)	16,5	14,8	17,6	13,6
Net Kar Marjı	4,4	4,7	6,4	4,9
Net Kar Marjı (Yıllık)	4,4	3,0	7,1	3,4

Net Borç (Mn TL)



Yabancı Para Net Pozisyonu (Mn TL)



Değerleme Oranları

Karlılık Oranları

	Piyasa Değeri (Mn TL)	Defter Değeri (TL)	PD / DD	F / K	FD / FAVÖK	FD / Net Satış	Esas Faaliyet Kar Marjı	FAVÖK Marjı	Net Kar Marjı	Özser. Karlılığı	Aktif Karlılık	FAVÖK Yıllık (Mn TL)	FAVÖK Çeyrek (Mn TL)	Net Kar Yıllık (Mn TL)	Net Kar Çeyrek (Mn TL)
ULKER	33.788,74	145,41	0,66	9,32	5,21	0,71	11%	14%	3%	7%	2%	14.571	2.863	3.625	1.387
ARMGD	54.380,05	33,91	6,08	23,30	28,05	4,03	13%	14%	16%	29%	13%	2.133	834	2.334	1.441
DMRGD	15.491,08	1,43	7,33	88,24	61,83	10,86	10%	18%	13%	4%	3%	246	68	176	1
BALUS	11.320,16	0,00	2,57	17,60	9,23	1,35	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CEMZY	34.063,00	1,89	7,84	-	56,30	12,98	20%	23%	-12%	-7%	-6%	604	141	-326	-372
TUKAS	8.865,00	4,46	0,44	-	5,92	1,61	14%	27%	-3%	-3%	-2%	2.478	918	-238	-607
OBAMS	15.619,56	4,49	1,21	-	24,76	0,55	0%	2%	-8%	0%	0%	478	299	-1.744	932
GOKNR	6.611,50	0,00	0,61	16,26	6,43	0,60	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KAYSE	11.370,00	0,00	0,26	-	-	1,10	-	-	-	-	-	-	-	-	-
YYLGD	11.011,11	16,67	0,61	5,02	10,28	0,93	8%	9%	9%	17%	7%	2.237	604	2.194	1.546
Gıda Ort.		1,45	17,12	9,98	1,09		6%	11%	6%	10%	2%	-	-	-	-
XU100		1,32	18,69	13,04	1,14		6,0%	10,4%	5,7%	11,1%	-	-	-	-	-

Ahlatcı Yatırım Araştırma Departmanı Tarafından Hazırlanmıştır.

Bizi seçtiğiniz için teşekkürler.

GENEL MÜDÜRLÜK

İstanbul Genel Müdürlük Merkez Ofis

Yamanevler Mahallesi Ahmet Tevfik İleri Caddesi
No:22-26 İç Kapı No:49 Ümraniye / İstanbul

ŞUBELERİMİZ

İstanbul Sarıyer Şube

Sarıyer Mahallesi Meserburnu Caddesi No: 25 Sarıyer / İSTANBUL

Çorum Şube

Gülübey Mahallesi, Eğridere Sokak No:17 Merkez / ÇORUM

İRTİBAT BÜROLARIMIZ

Ankara İrtibat Bürosu

Söğütözü Caddesi No:2 Koç Kuleleri B Blok No:16 Söğütözü Çankaya/
ANKARA

Denizli İrtibat Bürosu

Gazi Mustafa Kemal Bulvarı Bina No: 53 Kat:4 Bağımsız Bölüm
Pamukkale/DENİZLİ

Isparta İrtibat Bürosu

Çelebiler Mahallesi, Cadde 112, No:7, İç Kapı No: 11, 32000 Merkez/
İSPARTA

İstanbul Bağdat Caddesi İrtibat Bürosu

Feneryolu Mahallesi Gazi Muhtar Paşa Sk. No:59 Feneryolu Sitesi
D:204 K:2 Kadıköy/İstanbul

İstanbul Göktürk İrtibat Bürosu

Göktürk Merkez Mah. İstanbul Cad. Telekom Sk. No:2 İç Kapı No: 36
34077 Eyüpsultan/İSTANBUL

İstanbul Maslak İrtibat Bürosu

Maslak Mahallesi, Taşyoncası Sokak T4a Blok
Kat: -1 NO: 256 Maslak 34485 Sarıyer / İSTANBUL

İzmir İrtibat Bürosu

Mansuroğlu Mah. 1593/1 Sok. Lider Centrio C Blok No:6 K2:D17
Bayraklı/İZMİR

Gaziantep İrtibat Bürosu

Batıkent Mah. Kürşat Tüzmen Bulvarı 9075 Sok. Trio Terrace Kat : 1 B
Blok NO:31 Şehitkamil/GAZİANTEP

Konya İrtibat Bürosu

Musella Bağları Mah. Kule Cad. Kule Plaza İş Merkezi K:13 N:2/18
Selçuklu/KONYA

Mersis No: 0010056453000026

Sermaye Piyasası Kurulunun "Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar" Hakkında Tebliği
Uyarınca Yayınlanması Zorunlu Olan

Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeler 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.