

ÜLKER

Endeks Üzeri Getiri

Tahminlerimizi Aşağı Revize Ediyoruz

Ülker, TMS29 sonrası finansallara göre 1Ç26'da 1,6 mlr TL net kâr açıkladı. Sonuç, 1,1 mlr TL seviyesindeki piyasa beklentisinin ve 233 mn TL'lik tahminimizin üzerinde gerçekleşti. Beklentilerin üzerindeki performansın temel nedenleri, piyasa beklentisi ve bizim %13 seviyesindeki tahminimize kıyasla daha güçlü gerçekleşen %15'lik FAVÖK marjı (yıllık 520 baz puan daralma) ile tahminlerimizin altında gerçekleşen kur farkı zararları oldu. Ülker ayrıca hisse başına 5,73 TL temettü açıkladı; bu da %4,4 temettü verimine işaret ediyor. Bunun yanı sıra şirket, 2026 yılı için reel bazda yatay gelirler ve %13,5 (+/-1,5) FAVÖK marjı beklentisi açıkladı. Bu beklenti, 2025 yılındaki %16,5 FAVÖK marjına kıyasla belirgin bir daralmaya işaret etmektedir.

Ülker, 1Ç26'da gelirlerinde yıllık bazda %3,9 daralma ile 33,9 mlr TL ciro elde etti. Bu daralmanda yüksek baz etkisi (Dubai çikolata etkisi) ve Türkiye operasyonlarındaki zayıf talep etkili oldu. Çikolata, bisküvi ve kek gelirleri sırasıyla yıllık %4,8, %0,9 ve %6,7 geriledi. Konsolide hacimler ise 182 bin ton seviyesinde yıllık bazda yatay seyretti. Türkiye gelirleri (24,5 mlr TL), ürün karmasındaki değişim ve %2,8 hacim daralması nedeniyle yıllık %5,8 geriledi. Türkiye atıştırmalık pazarı ise yıllık %2,4 daraldı. Uluslararası gelirler, ağırlıklı olarak Kuzey Afrika ve Orta Asya kaynaklı %8,8 hacim büyümesinin desteğiyle yıllık %1,5 artarak 9,4 mlr TL'ye ulaştı.

Konsolide bazda FAVÖK, yıllık %28,5 daralarak 5,1 mlr TL'ye geriledi ve marjda yıllık 520 baz puan daralma ile %15,1 seviyesine işaret etti. Bu daralma, Türkiye ve uluslararası operasyonlarda sırasıyla 460 baz puan ve 680 baz puanlık marj daralmasından kaynaklandı; bunda artan kakao maliyetleri ve devam eden promosyon faaliyetleri etkili oldu.

12 aylık hedef fiyatımızı 171 TL'ye düşürüyoruz (önceki: 203 TL): Zayıf marj beklentilerini yansıtabilecek şekilde 2026 yılı FAVÖK ve net kâr tahminlerimizi sırasıyla %11 ve %31 aşağı yönlü revize ediyoruz. 2026 yılı için %14,9 seviyesindeki FAVÖK marjı tahminimiz, şirket beklenti aralığının üst banda yakın seyretmektedir. Yönetim ayrıca Türkiye ve MENA bölgesindeki atıştırmalık pazarında süregelen zayıflığa dikkat çekti. Revize tahminlerimiz sonrasında Ülker için 2026T F/K çarpanını (dolar) 8x olarak hesaplıyoruz; bu da uluslararası benzerlerine göre %58 iskonto anlamına geliyor. Benzerlerine kıyasla devam eden yüksek iskonto ve hissenin son 12 aylık dönemde %24 daha zayıf performans göstermesi nedeniyle Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Bloomberg Kodu	ULKER TI
Tavsiye	Endeks Ü. Getiri
Hedef Fiyat, TL	171.00 (önceki 203.00)
Güncel Fiyat, TL	128.10
Getiri Potansiyeli	33%
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri, mn TL	47,304
Firma Değeri, mn TL	91,180

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	111,905	142,450	182,574	224,863
FAVÖK, mn TL	18,416	21,154	30,771	39,031
Net Kâr, mn TL	4,875	6,724	12,586	16,666

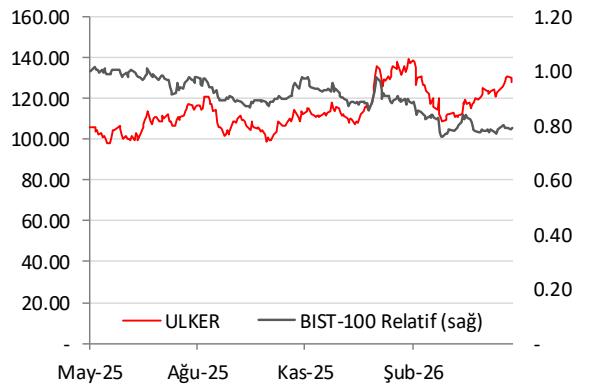
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	31,888	37,500	41,416	50,571
Net Borç/FAVÖK	1.7	1.8	1.3	1.3

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	16.5%	14.9%	16.9%	17.4%
Net Marj	4.4%	4.7%	6.9%	7.4%
Temettü Verimi	7.2%	4.5%	6.0%	11.2%

Büyüme				
Ciro, y/y	33.1%	27.3%	28.2%	23.2%
FAVÖK, y/y	18.1%	14.9%	45.5%	26.8%
Net Kâr, y/y	-34.1%	38.0%	87.2%	32.4%

Değerleme Verisi				
F/K	8.5	7.0	3.8	2.8
FD/FAVÖK	4.1	4.1	3.0	2.6
FD/Ciro	0.7	0.6	0.5	0.5

Hisse Verileri				
Nominal Getiri	6.7%	-7.9%	15.2%	18.6%
BİST-100 Relatif	1.6%	-11.6%	-24.0%	-9.6%
AOİH, mn TL	906	821	743	858



Piyasa verileri 12 Mayıs 2026 tarihlidir.

Çeyrek Özet	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma			
	1Ç26	1Ç25	y/y	4Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	33,906	35,285	-4%	30,211	12%	33,861	33,882	0%
FAVÖK	5,130	7,177	-29%	3,749	37%	4,358	4,405	18%
FAVÖK Marjı	15.1%	20.3%	-521 bps	12.4%	272 bps	12.9%	13.0%	226 bps
Net Kar	1,586	3,158	-50%	89	a.d.	1,125	233	41%

Net karj: Daha düşük gelirler ve marj daralması, net kârın yıllık bazda %50 gerileyerek 1,6 mlr TL'ye düşmesine neden oldu.

Ülker'in net borcu, işletme sermayesi ihtiyacındaki mevsimsel artış nedeniyle çeyrek bazda %24 artarak 925 mn USD'ye yükseldi. Net borç/FAVÖK oranı ise 4Ç25'teki 1,6x seviyesinden 1Ç26'da 2,0x'e çıktı. Şirketin kısa döviz pozisyonu 1Ç26 itibarıyla 380 mn USD seviyesinde gerçekleşirken, bu rakam 4Ç25'te 340 mn USD idi.

USD bazında uluslararası gelirler yıllık %13 büyüdü. Gelir dağılımı %72 Türkiye, %11 ihracat, %3 Orta Asya, %3 Kuzey Afrika ve %11 MENA bölgesi şeklinde gerçekleşti. İhracat gelirleri ise TL bazında yıllık bazda %1,4 geriledi.

Ülker, toplam 2,1 mlr TL brüt nakit temettü dağıtacağını açıkladı. Bu tutar hisse başına 5,73 TL temettüye ve %4,4 temettü verimine karşılık geliyor. Temettü hak kullanım tarihi 19 Haziran'dır.

TRY milyon	2025	Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Fark	
		2026B	2027B	2026B	2027B	2026B	2027B
Net Satışlar	111,905	142,031	173,885	142,450	182,574	0%	5%
FAVÖK	18,416	23,871	30,760	21,154	30,771	-11%	0%
Net Kar	4,875	9,694	13,987	6,724	12,586	-31%	-10%
FAVÖK Marjı	16.5%	16.8%	17.7%	14.9%	16.9%	-2.0pp	-0.8pp
Net Marj	4.4%	6.8%	8.0%	4.7%	6.9%	-2.1pp	-1.2pp

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

Çeyrek Özet -TRYm¹

TMS29 Sonrası	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Net Satışlar	19,601	15,309	18,196	22,445	26,962	23,058	25,411	27,454	33,906
Büyüme	90%	60%	53%	55%	38%	51%	40%	22%	26%
Büyüme - Reel	13%	-7%	2%	7%	0%	12%	5%	-7%	-4%
Türkiye	13,417	10,792	13,308	15,153	19,865	16,166	17,196	18,629	24,480
Büyüme	101%	74%	65%	57%	48%	50%	29%	23%	23%
Yurtdışı	6,184	4,518	4,889	7,293	7,097	6,892	8,215	8,825	9,426
Büyüme	79%	36%	12%	42%	15%	53%	68%	21%	33%
Hacim (bin ton)	200	153	172	180	182	161	174	179	182
Büyüme	31%	14%	11%	-4%	-9%	6%	1%	-1%	0%
Türkiye	147	112	126	123	136	118	123	126	132
Büyüme	40%	18%	11%	-8%	-8%	6%	-3%	2%	-3%
Yurtdışı	53	41	46	57	46	43	51	53	50
Büyüme	11%	4%	12%	9%	-12%	5%	10%	-6%	9%
Brüt Kar	6,265	4,677	4,931	6,551	9,015	6,281	7,430	6,823	9,452
Faaliyet Gideri	-2,600	-2,109	-2,409	-3,028	-4,052	-3,423	-3,548	-4,020	-5,206
Faaliyet Karı	3,665	2,568	2,522	3,523	4,963	2,858	3,882	2,803	4,246
Diğer Gelir/Gider	524	1	-81	-70	411	62	205	-1	351
Finansal Gelir/Gider	-1,877	-1,692	-1,819	-779	-2,623	-2,781	-2,954	-3,656	-2,606
Parasal Kazanç/Kayıp	1,316	854	630	403	707	819	765	364	1,095
VÖK	3,628	1,732	1,253	3,077	3,458	958	1,899	-490	3,087
Vergi	-1,147	-397	-744	-259	-879	-202	-796	630	-1,252
Azınlık Payı	314	74	38	95	166	35	36	59	249
Net Kar	2,167	1,260	470	2,722	2,413	722	1,067	81	1,586
FAVÖK	4,042	2,935	2,902	4,043	5,484	3,372	4,507	3,407	5,130
Marj	21%	19%	16%	18%	20%	15%	18%	12%	15%
Türkiye	2,582	2,062	2,144	2,895	3,960	2,605	3,379	2,436	3,750
Marj	19%	19%	16%	19%	20%	16%	20%	13%	15%
Yurtdışı	1,461	873	758	1,148	1,524	767	1,128	972	1,380
Marj	24%	19%	16%	16%	21%	11%	14%	11%	15%
İşletme Sermayesi	18,409	18,293	22,408	23,462	36,617	40,063	42,938	38,785	51,046
Yatırım Harcaması	-270	-321	-611	-1,190	-176	-269	-597	-444	-232
Net Borç	18,785	18,663	21,686	19,042	28,482	35,239	36,366	31,888	41,085
Brüt Marj	32.0%	30.6%	27.1%	29.2%	33.4%	27.2%	29.2%	24.9%	27.9%
Faaliyet Gideri/Satış	-13.3%	-13.8%	-13.2%	-13.5%	-15.0%	-14.8%	-14.0%	-14.6%	-15.4%
Faaliyet Kar Marjı	18.7%	16.8%	13.9%	15.7%	18.4%	12.4%	15.3%	10.2%	12.5%
VÖK Marjı	18.5%	11.3%	6.9%	13.7%	12.8%	4.2%	7.5%	-1.8%	9.1%
Net Marj	11.1%	8.2%	2.6%	12.1%	9.0%	3.1%	4.2%	0.3%	4.7%
İşletme Sermayesi/Satış	27.7%	25.5%	28.8%	28.0%	39.8%	39.6%	39.3%	34.8%	42.1%
Yatırım/Satış	-1.4%	-2.1%	-3.4%	-5.3%	-0.7%	-1.2%	-2.3%	-1.6%	-0.7%
Net Borç/FAVÖK	1.5	1.3	1.5	1.2	1.7	2.0	1.9	1.7	2.3

Kaynak: Şirket Verisi, AK Yatırım Araştırma

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

Gelir Tablosu - TRY mn ¹	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	111,905	142,450	182,574	224,863
Brüt Kar	32,346	38,676	52,315	64,440
Operasyonel Giderler	-16,382	-20,798	-25,560	-30,356
Faaliyet Karı	15,964	17,878	26,754	34,084
FAVÖK	18,416	21,154	30,771	39,031
Diğer Gelir / (Gider)	772	0	0	0
Yat./Finans. Faaliyet. Gelir / (Gider)	-12,979	-11,564	-11,753	-13,034
Parasal Gelir / (Gider)	2,922	3,262	2,921	2,684
Vergi Öncesi Kar	6,679	9,576	17,923	23,734
Vergi Geliri / (Gideri)	-1,473	-2,394	-4,481	-5,933
Efektif Vergi Oranı	-22%	-25%	-25%	-25%
Azınlık Payları	332	458	856	1,134
Net Kar	4,875	6,724	12,586	16,666
Ödenmiş Sermaye (m)	369	369	369	369
Hisse Başına Net Kar	13.2	18.2	34.1	45.1
Hisse Başına Temettü	8.1	5.7	7.6	14.3
Temettü Dağıtım Oranı	61%	31%	22%	32%

Bilanço - TRY mn	2025	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	84,906	113,460	145,527	174,577
Nakit ve Nakit Benzerleri	23,325	34,327	47,522	56,072
Ticari Alacaklar	29,320	37,323	46,519	57,294
Diğer Alacaklar	2,132	2,714	3,479	4,284
Stoklar	23,671	30,876	37,472	43,951
Diğer Dönen Varlıklar	6,458	8,220	10,536	12,976
Duran Varlıklar	41,961	53,410	67,496	82,796
Uzun Vadeli Finans Alacakları	31,331	40,299	51,424	63,522
Maddi Duran Varlıklar	2,088	2,685	3,427	4,233
Diğer Duran Varlıklar	8,542	10,426	12,646	15,041
Toplam Varlıklar	126,867	166,870	213,024	257,373

Kısa Vadeli Yükümlülükler	35,290	45,790	57,245	69,617
Finansal Borçlar	17,538	22,796	28,263	33,924
Ticari Borçlar	14,207	18,480	23,197	28,568
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,545	4,513	5,784	7,124
Uzun Vadeli Yükümlülükler	45,701	59,247	73,769	88,845
Finansal Borçlar	39,808	51,745	64,154	77,003
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,894	7,502	9,615	11,843
Özkaynaklar	45,876	61,833	82,010	98,911
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	43,302	58,885	78,231	94,257
Azınlık Payları	2,574	2,949	3,779	4,655
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	126,867	166,870	213,024	257,373

Nakit Akım Tablosu - TRY mn	2025	2026T	2027T	2028T
Faaliyetlerden Nakit Akışı	-428	5,750	13,007	18,627
Faaliyet Karı	15,964	17,878	26,754	34,084
Amortisman	2,452	3,276	4,017	4,947
Vergi Gideri	-3,521	-4,469	-6,689	-8,521
İşletme Sermayesindeki Değişim	-15,323	-10,934	-11,075	-11,883
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,716	-2,849	-5,477	-6,746
Yatırım/Satış	-1.5%	-2.0%	-3.0%	-3.0%
	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	-2,143	2,901	7,530	11,881
Serbest Nakit Akış Marjı	-1.9%	2.0%	4.1%	5.3%
Temettü	0	0	2,980	2,117
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	2,304	12,846	5,612	3,915

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	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	33%	27%	28%	23%
Brüt Kar	29%	20%	35%	23%
Operasyonel Giderler	45%	27%	23%	19%
Faaliyet Karı	16%	12%	50%	27%
FAVÖK	18%	15%	45%	27%
VÖK	-39%	43%	87%	32%
Net Kar	-34%	38%	87%	32%

Karlılık	2025	2026T	2027T	2028T
Brüt Kar Marjı	28.9%	27.2%	28.7%	28.7%
Operasyonel Gider Marjı	-14.6%	-14.6%	-14.0%	-13.5%
Faaliyet Kar Marjı	14.3%	12.6%	14.7%	15.2%
FAVÖK Marjı	16.5%	14.9%	16.9%	17.4%
VÖK Marjı	6.0%	6.7%	9.8%	10.6%
Net Kar Marjı	4.4%	4.7%	6.9%	7.4%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	30.1%	11.6%	18.2%	20.1%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	23.6%	17.6%	16.7%	18.4%

Borçluluk	2025	2026T	2027T	2028T
Net Borç (Nakit)	19,042	31,888	37,500	41,416
Net Borç / FAVÖK	1.2	1.7	1.8	1.3
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri	1.2	1.5	2.3	2.6

Satış Hacmi (bin ton)	2025	2026T	2027T	2028T
Konsolide	696	696	710	725
Türkiye	502	496	506	516
Yurtdışı	193	200	204	208
Yıllık Büyüme				
Konsolide	-1%	0%	2%	2%
Türkiye	-1%	-1%	2%	2%
Yurtdışı	-2%	4%	2%	2%

Gelirler	2025	2026T	2027T	2028T
Türkiye	78,335	99,808	129,275	160,876
Yurtdışı	33,570	42,642	53,300	63,987
FAVÖK Marjı	16.5%	14.9%	16.9%	17.4%
Türkiye	17.4%	15.0%	17.0%	17.5%
Yurtdışı	14.4%	14.5%	16.5%	17.0%

Değerleme	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	9.4	8.0	5.0	4.3
FD/FAVÖK	4.3	4.5	3.5	3.3
FD/Net Satışlar	0.7	0.7	0.6	0.6

Makro Tahminler	2025	2026T	2027T	2028T
USD/TL Yılsonu	43.0	50.7	59.2	68.3
EUR/TL Yılsonu	50.7	59.8	71.0	81.9
TÜFE Yılsonu	31%	30%	24%	20%

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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 dayanarak 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 İnternet 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.