

## ÜLKER

*Düşen kur farkı gideri net karı artırdı, operasyonel zayıflık devam etti*

Ülker, 2Ç26'da 1.387mn TL net kâr açıkladı. Bu rakam, daha düşük kur farkı gideri ve daha yüksek parasal kazanç sayesinde 225mn TL seviyesindeki piyasa beklentisinin (AK: 175mn TL) üzerinde gerçekleşti. 2,8 milyar TL seviyesindeki FAVÖK ve 27 milyar TL gelir ise beklentilerle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşti. Ülker, 2026 yılı için yatay gelirler (1Y26: -7% aşağıda) ve %13,5 (±1,5 puan) (1Y26: 13.1%). Hissede son dönemde görülen rölatif negatif performans sebebiyle sonuçlara piyasa etkisini olumlu bekliyoruz.

Ülker'in gelirleri 2Ç26'da yıllık %11 daralarak 27 milyar TL'ye geriledi. Bu performansın temel nedeni, Türkiye gelirlerindeki yıllık %13,1 düşüşle 18,6 milyar TL'ye gerileme ve uluslararası gelirlerdeki yıllık %7,4 (8,4 milyar TL) oldu. Türkiye'de satış hacmi yıllık %0,5 azalırken, uluslararası satış hacmi %6 arttı. Böylece konsolide bazda satış hacmi yıllık %1,3 artarak 163 bin tona ulaştı. Türkiye'de ton başına ortalama fiyat, tüketici alım gücündeki bozulma nedeniyle artan promosyonların etkisiyle reel bazda yıllık %13 geriledi. Uluslararası operasyonlarda ise TL'nin reel değer kazanması satış büyümesini yavaşlatan temel unsur olurken, Kazakistan'daki fiyat artışları ve güçlü hacim performansı dolar bazında yıllık %4 gelir büyümesini destekledi. Orta Doğu operasyonlarının gelirleri yerel para birimi bazında %5,4 arttı. En yüksek daralma ise yıllık %14 ile çikolata segmentinde gerçekleşti.

**Konsolide FAVÖK yıllık %37 azalarak 2,8 milyar TL'ye gerilerken,** FAVÖK marjı 425 baz puan daralarak %10,4'e düştü. Türkiye FAVÖK marjı yıllık 340 baz puan azalarak %12,7'ye, uluslararası operasyonların FAVÖK marjı ise yıllık 590 baz puan gerileyerek %5,2'ye indi. Türkiye'de brüt marjın yıllık 180 baz puan, uluslararası operasyonlarda ise 480 baz puan daralması ve faaliyet giderlerinin satışlara oranındaki maliyet baskısı, marjlarda belirgin bir daralmaya yol açtı.

**12 aylık hedef fiyatımızı 150 TL'ye düşürüyoruz** (önceki: 171 TL, -%13): Zayıf operasyonel performansı yansıtabilecek şekilde 2026 gelir ve FAVÖK tahminlerimizi sırasıyla %3 ve %8 aşağı yönlü revize ediyoruz. Yönetimin yatay gelir beklentisine karşılık, 2026 yılı için reel bazda %5 gelir daralması öngörüyoruz. %14,2 seviyesindeki 2026 FAVÖK marjı tahminimiz, şirketin %13,5 (±1,5 puan) FAVÖK marjı beklenti aralığı içinde yer almaktadır. Güncellenen tahminlerimize göre Ülker, 2026 tahmini (USD bazlı) 5,3x F/K çarpanı ile işlem görmekte olup uluslararası benzerlerine göre %73 iskontoludur.

## Çeyreklik Özet -TMS29 Sonrası

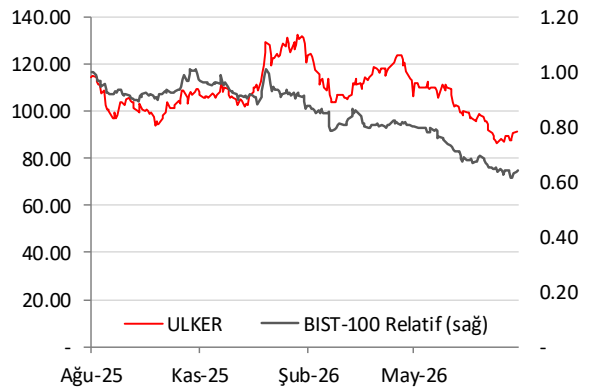
| milyon TL    | Özet Finansallar |        |          |        | Beklentilerle Karşılaştırma |        |                |
|--------------|------------------|--------|----------|--------|-----------------------------|--------|----------------|
|              | 2Ç26             | 2Ç25   | y/y      | 1Ç26   | ç/ç                         | Piyasa | AK Piyasa Fark |
| Net Satışlar | 26,993           | 30,462 | -11%     | 36,284 | -26%                        | 26,084 | 3%             |
| FAVÖK        | 2,801            | 4,455  | -37%     | 5,490  | -49%                        | 2,672  | 5%             |
| FAVÖK Marjı  | 10.4%            | 14.6%  | -425 bps | 15.1%  | -475 bps                    | 10.2%  | 10.5%          |
| Net Kar      | 1,387            | 953    | 45%      | 1,697  | -18%                        | 225    | 175            |
|              |                  |        |          |        |                             |        | 516%           |

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

## Endeksin Üzerinde Getiri

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

| Bloomberg Kodu               | ULKER TI          |         |         |         |
|------------------------------|-------------------|---------|---------|---------|
| Tavsiye                      | Endeks Üz. Getiri |         |         |         |
| Hedef Fiyat, TL              | 150.00            |         |         |         |
| Güncel Fiyat, TL             | 91.50             |         |         |         |
| Getiri Potansiyeli           | 64%               |         |         |         |
| Halka Açıklık Oranı          | 44%               |         |         |         |
| Piyasa Değeri, mn TL         | 33,789            |         |         |         |
| Firma Değeri, mn TL          | 78,565            |         |         |         |
| Finansal Veriler             | 2025              | 2026T   | 2027T   | 2028T   |
| <b>Özet UFRS Finansallar</b> |                   |         |         |         |
| Ciro, mn TL                  | 111,905           | 137,606 | 179,680 | 229,996 |
| FAVÖK, mn TL                 | 18,416            | 19,479  | 29,026  | 38,302  |
| Net Kâr, mn TL               | 4,875             | 6,781   | 11,635  | 15,355  |
| <b>Borçluluk</b>             |                   |         |         |         |
| Net Borç, mn TL              | 31,888            | 39,908  | 47,228  | 63,898  |
| Net Borç/FAVÖK               | 1.7               | 2.0     | 1.6     | 1.7     |
| <b>Kârlılık</b>              |                   |         |         |         |
| FAVÖK Marjı                  | 16.5%             | 14.2%   | 16.2%   | 16.7%   |
| Net Marj                     | 4.4%              | 4.9%    | 6.5%    | 6.7%    |
| Temettü Verimi               | 7.2%              | 6.3%    | 8.4%    | 14.5%   |
| <b>Büyüme</b>                |                   |         |         |         |
| Ciro, y/y                    | 33.1%             | 23.0%   | 30.6%   | 28.0%   |
| FAVÖK, y/y                   | n.m.              | 5.8%    | 49.0%   | 32.0%   |
| Net Kâr, y/y                 | -34.1%            | 39.1%   | 71.6%   | 32.0%   |
| Değerleme Verisi             | 2025              | 2026T   | 2027T   | 2028T   |
| F/K                          | 8.5               | 5.3     | 3.6     | 3.1     |
| FD/FAVÖK                     | 4.1               | 4.0     | 3.2     | 3.0     |
| FD/Ciro                      | 0.7               | 0.6     | 0.5     | 0.4     |
| Hisse Verileri               | 1A                | 3A      | 12A     | YBG     |
| Nominal Getiri               | -6.6%             | -19.8%  | -17.3%  | -10.9%  |
| BİST-100 Relatif             | -7.6%             | -20.3%  | -36.1%  | -29.0%  |
| AOİH, mn TL                  | 503               | 584     | 702     | 746     |



Piyasa verileri 18 Ağustos 2026 tarihlidir.

Değerleme verileri dolar cinsindendir.

**2Ç26 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:**

Net kâr marjı, daha düşük kur farkı zararları ve daha yüksek parasal kazanç sayesinde yıllık 200 baz puan artarak 2Ç26'da %5,1'e yükseldi. Haziran ayında yapılan temettü ödemesine rağmen net borç çeyrekse bazda %2 azalarak 904mn dolara (2.4x net borç/FAVÖK) gerilerken, işletme sermayesi ihtiyacı da çeyrekse bazda iyileşti.

| TRY milyon   | 2025    | Eski Tahminler |         | Yeni Tahminler |         | Fark   |        |
|--------------|---------|----------------|---------|----------------|---------|--------|--------|
|              |         | 2026B          | 2027B   | 2026B          | 2027B   | 2026B  | 2027B  |
| Net Satışlar | 111,905 | 142,450        | 182,574 | 137,606        | 179,680 | -3%    | -2%    |
| FAVÖK        | 18,416  | 21,154         | 30,771  | 19,479         | 29,026  | -8%    | -6%    |
| Net Kar      | 4,875   | 6,724          | 12,586  | 6,781          | 11,635  | 1%     | -8%    |
| FAVÖK Marjı  | 16.5%   | 14.9%          | 16.9%   | 14.2%          | 16.2%   | -0.7pp | -0.7pp |
| Net Marj     | 4.4%    | 4.7%           | 6.9%    | 4.9%           | 6.5%    | 0.2pp  | -0.4pp |

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

**Quarterly Summary -TRYmn<sup>1</sup>**

| Post IAS29                      | 1Q25          | 2Q25          | 3Q25          | 4Q25          | 1Q26          | 2Q26          |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Revenues</b>                 | <b>26,962</b> | <b>23,058</b> | <b>25,411</b> | <b>27,454</b> | <b>33,906</b> | <b>26,993</b> |
| Growth                          | 38%           | 51%           | 40%           | 22%           | 26%           | 17%           |
| Growth - Real                   | 0%            | 12%           | 5%            | -7%           | -4%           | -11%          |
| Türkiye                         | 19,865        | 16,166        | 17,196        | 18,629        | 24,480        | 18,560        |
| Growth                          | 48%           | 50%           | 29%           | 23%           | 23%           | 15%           |
| International                   | 7,097         | 6,892         | 8,215         | 8,825         | 9,426         | 8,433         |
| Growth                          | 15%           | 53%           | 68%           | 21%           | 33%           | 22%           |
| <b>Volume</b>                   | <b>182.2</b>  | <b>161.4</b>  | <b>173.5</b>  | <b>178.5</b>  | <b>182.4</b>  | <b>163.4</b>  |
| Growth                          | -8.8%         | 5.5%          | 0.7%          | -0.8%         | 0.1%          | 1.3%          |
| Türkiye                         | 135.9         | 118.2         | 122.8         | 125.5         | 132.1         | 117.6         |
| Growth                          | -7.7%         | 5.6%          | -2.5%         | 1.9%          | -2.8%         | -0.5%         |
| International                   | 46.3          | 43.2          | 50.7          | 53.0          | 50.4          | 45.8          |
| Growth                          | -11.8%        | 5.2%          | 9.6%          | -6.4%         | 8.8%          | 6.0%          |
| Gross Profit                    | 9,015         | 6,281         | 7,430         | 6,823         | 9,452         | 6,629         |
| OPEX                            | -4,052        | -3,423        | -3,548        | -4,020        | -5,206        | -4,684        |
| EBIT                            | 4,963         | 2,858         | 3,882         | 2,803         | 4,246         | 1,945         |
| Other Income/Expense            | 411           | 62            | 205           | -1            | 351           | 201           |
| Financial Income/Expense        | -2,623        | -2,781        | -2,954        | -3,656        | -2,606        | -1,843        |
| Monetary Gain/Loss              | 707           | 819           | 765           | 364           | 1,095         | 1,314         |
| PBT                             | 3,458         | 958           | 1,899         | -490          | 3,087         | 1,618         |
| Tax                             | -879          | -202          | -796          | 630           | -1,252        | -286          |
| Minority                        | 166           | 35            | 36            | 59            | 249           | -55           |
| <b>Net Profit - Parent Only</b> | <b>2,413</b>  | <b>722</b>    | <b>1,067</b>  | <b>81</b>     | <b>1,586</b>  | <b>1,387</b>  |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>5,484</b>  | <b>3,372</b>  | <b>4,507</b>  | <b>3,407</b>  | <b>5,130</b>  | <b>2,801</b>  |
| Margin                          | 20.3%         | 14.6%         | 17.7%         | 12.4%         | 15.1%         | 10.4%         |
| Türkiye                         | 3,960         | 2,605         | 3,379         | 2,436         | 3,750         | 2,362         |
| Margin                          | 19.9%         | 16.1%         | 19.7%         | 13.1%         | 15.3%         | 12.7%         |
| International                   | 1,524         | 767           | 1,128         | 972           | 1,380         | 439           |
| Margin                          | 21.5%         | 11.1%         | 13.7%         | 11.0%         | 14.6%         | 5.2%          |
| Working Capital                 | 36,617        | 40,063        | 42,938        | 38,785        | 51,046        | 49,529        |
| Capex                           | -176          | -269          | -597          | -444          | -232          | -421          |
| Net Debt                        | 28,482        | 35,239        | 36,366        | 31,888        | 41,085        | 42,102        |
| Gross Margin                    | 33.4%         | 27.2%         | 29.2%         | 24.9%         | 27.9%         | 24.6%         |
| Opex/Sales                      | -15.0%        | -14.8%        | -14.0%        | -14.6%        | -15.4%        | -17.4%        |
| EBIT Margin                     | 18.4%         | 12.4%         | 15.3%         | 10.2%         | 12.5%         | 7.2%          |
| PBT Margin                      | 12.8%         | 4.2%          | 7.5%          | -1.8%         | 9.1%          | 6.0%          |
| Net Margin                      | 9.0%          | 3.1%          | 4.2%          | 0.3%          | 4.7%          | 5.1%          |
| WC/Sales                        | 40%           | 40%           | 39%           | 35%           | 42%           | 39%           |
| Capex/Sales                     | -0.7%         | -1.2%         | -2.3%         | -1.6%         | -0.7%         | -1.6%         |
| Net Debt/EBITDA                 | 1.7           | 2.0           | 1.9           | 1.7           | 2.3           | 2.4           |

Source: Company data, AK Investment Research

<sup>1</sup> Financials are denominated in TL purchasing power as of the quarter-end of each respective quarter.

## 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.