

## Şirket/Fiyat Bilgileri ve Tavsiye

Hisse Kodu	:	ULKER
Sektör	:	Gıda, İçecek
Halka Açıklık Oranı	:	39.00
Piyasa Değeri(Bin TL)	:	₺47,304,237.03
Halka Açık Piyasa Değeri(Bin TL)	:	₺18,448,652.44
Firma Değeri(Bin TL)	:	₺88,388,947.03
Son Kapanış Fiyatı(TL)	:	128.10
Hedef Fiyat(TL)	:	168.85
Tavsiye	:	AL
Potansiyel Getiri(%)	:	31.81

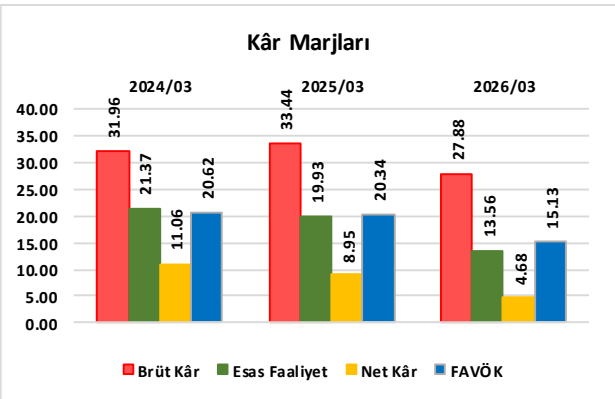
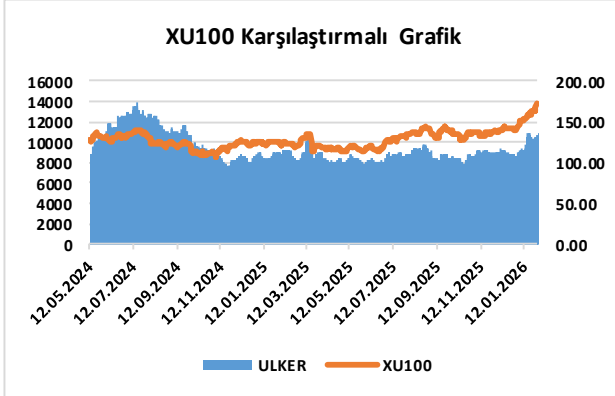
## Özet Finansal Bilgiler(Bin TL)

Dönen Varlıklar	:	₺90,089,780.00
Duran Varlıklar	:	₺44,511,138.00
Kısa Vadeli Yükümlülükler	:	₺35,265,258.00
Uzun Vadeli Yükümlülükler	:	₺47,520,949.00
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	:	₺49,023,532.00
Hasılat	:	₺33,906,421.00
Satışların Maliyeti	:	₺24,454,617.00
Brüt Kar (Zarar)	:	₺9,451,804.00
FAVÖK	:	₺5,129,759.00
Dönem Net Kârı(Ana Ortaklık Payları)	:	₺1,585,688.00

## Çarpanlar

FD/FAVÖK	:	5.40
F/K	:	14.33
PD/DD	:	0.96
Öz Sermaye Kârlılığı	:	7.71

## BİST100 Karşılaştırması ve Kâr Marjları



## Ülker Bisküvi

## Hasılattaki Azalışa Karşın, Maliyetlerde Ortaya Çıkan Artış; Faaliyet Kârlarını Baskılamıştır!

Şirketin, 2026/03 döneminde elde ettiği **Hasılat**; geçen yılın aynı dönemine(2025/03) göre 1,38 Milyar TL(yüzde 3,91) civarında azalış göstererek, **33,91 Milyar TL** olarak gerçekleşmiştir. **Satışların Maliyeti** ise; aynı dönemler arasında 967,9 Milyon TL civarında(yüzde 4,12) artmış ve **24,45 Milyar TL** olmuştur. Maliyetlerde artış yaşanmasına karşın, Hasılat tarafında düşüş meydana gelmesi(-) sonrasında; şirketin **Brüt Kâr** rakamı, senelik bazda 2,35 Milyar TL azalmış ve cari dönemde **9,45 Milyar TL** düzeyinde yer almıştır. Şirketin Brüt Kâr Marjı da; geçen seneki yüzde 33,44 seviyesinden yüzde 27,88 düzeyine gerilemiştir.

Şirketin **Faaliyet Giderleri**; "Pazarlama Faaliyet Giderleri" öncülüğünde 97,2 Milyon TL(yüzde 1,83) tutarında sınırlı düşüş gösterirken, cari dönem finansallarında **5,20 Milyar TL** olmuştur. **Diğer Net Esas Faaliyet Gelirleri** ise; 187,0 Milyon TL düzeyinde(yüzde 34,75) azalışla 351,1 Milyon TL civarında gerçekleşmiştir. Bu iki ana kalemden ortaya çıkan 89,8 Milyon TL tutarındaki negatif etkinin, Brüt Kârdan gelen 2,34 Milyar TL'lik olumsuzlukla birleşmesi sonrasında; şirketin **Esas Faaliyet Kârı**, geçen yılın aynı dönemine göre 2,44 Milyar TL(yüzde 34,64) civarındaki azalışla **4,60 Milyar TL** olarak gerçekleşmiştir. Amortisman giderlerinin dahil edilip, kur farkları gibi tek seferlik esas faaliyet kalemlerinin dahil edilmediği **FAVÖK** rakamı ise; senelik bazda 2,05 Milyar TL(yüzde 28,53) civarında azalmış ve finansallarda **5,13 Milyar TL** tutarında yer almıştır. Bu gelişmeler üzerine, şirketin Esas Faaliyet Kârı ve FAVÖK Marjları; sırasıyla yüzde 19,93'den yüzde 13,56'ya ve yüzde 20,34'den yüzde 15,13'e gerilemiştir.

## Faaliyet Dışı Kısımda Oluşan İyileşmeye Karşın, Hasılattan Gelen Negatif Etki Şirketin Net Kârını da Baskılamıştır!

Şirketin, cari dönemdeki **Yatırım Faaliyet Gelirleri**; senelik bazda 2,35 Milyar TL(yüzde 63,80) civarında sert azalış göstermiştir. **Net Finansman Giderleri** ise; "Finansmandan Kaynaklanan Kambiyo Zararları" alt kalemindeki azalışın etkisiyle 3,18 Milyar TL tutarında(yüzde 44,67) iyileşme göstermiş ve cari dönemde **3,94 Milyar TL** olmuştur (2025/03'te 7,12 Milyar TL). Ayrıca, TMS 29 Enflasyon Muhasebesi uygulamasından kaynaklı **Net Parasal Pozisyon Kazancı**; geçen yıla göre 169,8 Milyon TL artışla Net Kâr üzerindeki baskıyı kısmen hafifletmiştir. 2025/03 döneminde 1,15 Milyar TL tutarında yer alan **Vergi Giderleri** ise; senelik bazda 101,1 Milyon TL'lik artışla, cari dönemde **1,25 Milyar TL** civarında gelmiştir.

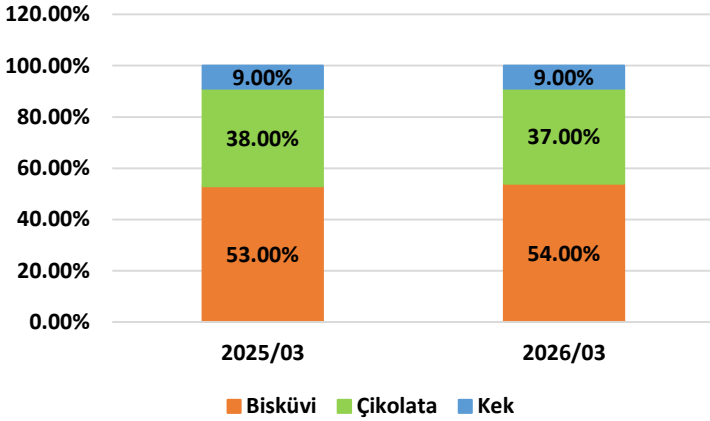
Özetle; yukarıda saydığımız faaliyet dışı kalemlerde görülen iyileşmenin, Esas Faaliyet Kârından gelen 2,44 Milyar TL'lik negatiflikten mahsup edilmesi sonrasında; şirketin **Dönem Net Kârı**, senelik bazda 1,57 Milyar TL(yüzde 49,79) civarında azalmış ve cari dönem sonunda **1,58 Milyar TL** olmuştur. Böylece, şirketin Net Kâr Marjı da; yüzde 8,95'den yüzde 4,68'e hızla gerilemiştir.

## Operasyonel Gelişmeler, Beklentiler ve Hedef Fiyatımız;

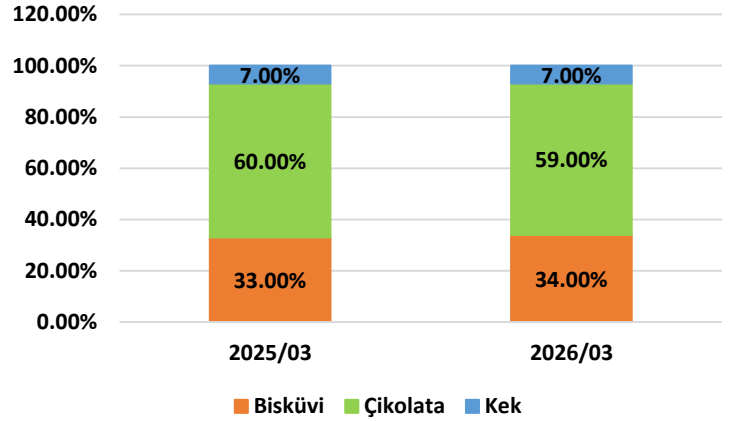
### ➤ Şirketin operasyonel gelişmelerine baktığımızda;

- Yurt içi brüt satışlar; atıştırmalık pazarındaki daralma eğilimine paralel olarak 291,3 Milyon TL(yüzde 0,87) tutarında azalış kaydederken, ihracat tutarı ise; 115,6 Milyon TL(yüzde 2,25) tutarında artış göstermiştir. 2025/3 döneminde brüt satışlardan yüzde 94,80 oranında pay alan yurt içi satış hasılatı, son rakamlarla birlikte yüzde 97,79'lık paya sahip olmuştur. Net Hasılatın dağılımında ise; iç pazarın payı yüzde 72 olurken, uluslararası operasyonların payı ise yüzde 28 olmuştur. Uluslararası operasyonların payını detaylandırdığımızda; Türkiye'den yapılan ihracatın ve Orta Doğu'nun payları 11'er puan olurken, Orta Asya ve Kuzey Afrika ise 3'er puanlık paylar almıştır.
- Dünya genelinde 13 fabrikada 10 Bin 343 çalışan sayısı ile 100'den fazla ülkeye ihracat yapan şirket, hasılatının büyük bölümünü elde ettiği Türkiye pazarında 'Bisküvi', 'Çikolata' ve 'Kek' kategorileriyle yüzde 34'lük oranda pazar payına sahiptir. Orta Doğu'da 'Bisküvi' kategorisiyle yüzde 28'lik bir Pazar payı elde eden şirket, Kuzey Afrika'da 'Bisküvi' kategorisiyle yüzde 13 ve Orta Asya'da 'Çikolata' kategorisiyle yüzde 14'lük pay edinmiştir. Şirketin toplam hacmi 2025 yılının ilk çeyreğine göre paralel olarak 182 Bin Ton olmuştur.

### Atıştırmalık Satış Hacmi Kırılımı



### Atıştırmalık Satış Cirosu Kırılımı



### ➤ Beklentiler;

- 2026 yılı için, bir önceki yıla göre yatay bir satış büyümesi öngörülmektedir.
- FAVÖK marjının yüzde 12,0 ila yüzde 15,0 aralığında(yüzde 13,5 +/-1,5) gerçekleşmesi tahmin edilmektedir.

**Değerleme kapsamındaki hedef fiyat ve tavsiyemiz;****➤ Finansal Tahminler:**

Özet Finansallar	2025/12	FİNANSAL TAHMİNLER(1000 TL)				
		2026/12T	2027/12T	2028/12T	2029/12T	2030/12T
<b>Hasılat</b>	<b>111,904,601</b>	<b>128,690,291</b>	<b>151,854,544</b>	<b>173,114,180</b>	<b>192,156,739</b>	<b>205,607,711</b>
Satılan Malın/Hizmetin Maliyeti	79,559,084	92,657,010	108,575,999	122,911,068	136,431,285	145,981,475
SM(H)M Oranı	71.10%	72.00%	71.50%	71.00%	71.00%	71.00%
<b>Brüt Kar</b>	<b>32,345,517</b>	<b>36,033,282</b>	<b>43,278,545</b>	<b>50,203,112</b>	<b>55,725,454</b>	<b>59,626,236</b>
Brüt Kâr Marjı	28.90%	28.00%	28.50%	29.00%	29.00%	29.00%
Faaliyet Giderleri	15,609,912	18,274,021	21,259,636	23,889,757	26,517,630	28,373,864
Faaliyet Giderleri Oranı	13.95%	14.20%	14.00%	13.80%	13.80%	13.80%
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>16,735,605</b>	<b>17,759,260</b>	<b>22,018,909</b>	<b>26,313,355</b>	<b>29,207,824</b>	<b>31,252,372</b>
Esas Faaliyet Kârı Marjı	14.96%	13.80%	14.50%	15.20%	15.20%	15.20%
Amortisman Giderleri	2,452,097	3,217,257	4,100,073	4,847,197	5,764,702	6,579,447
Net Vergi Giderleri(Gelirleri)	-1,473,115	-1,441,331	-1,882,996	-2,319,730	-2,882,351	-3,001,873
<b>Net Kâr(Ana ortaklığa ait)</b>	<b>4,874,523</b>	<b>5,765,325</b>	<b>7,531,985</b>	<b>9,278,920</b>	<b>11,529,404</b>	<b>12,007,490</b>
Net Kâr Marjı	4.36%	4.48%	4.96%	5.36%	6.00%	5.84%
Sermaye Harcamaları	1,737,059	2,573,806	3,037,091	3,462,284	3,843,135	10,280,386
Temettü Ödemeleri	2,117,000	3,247,407	3,572,148	4,176,905	4,886,070	5,486,962
Net İşletme Sermayesi	54,598,889	60,993,103	77,463,424	90,988,018	105,294,466	120,470,716
Firmaya Serbest Nakit Akımları	-3,133,401	-8,473,643	446,381	8,858,355	19,620,495	9,297,640
<b>İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları</b>		<b>-6,997,141</b>	<b>304,374</b>	<b>4,987,748</b>	<b>9,122,456</b>	<b>3,569,645</b>

**➤ Değerleme:**

- ✓ Şirket değerlemesi için İNA(İndirgenmiş Nakit Akımları) yöntemini yüzde 100 ağırlık ile kullandık. Buna göre; 62,35 Milyar TL civarında hedef piyasa değerine ulaşılmış olup, bu kapsamda hisse başına hedef fiyatımızı; daha önce belirlediğimiz 174,30 TL seviyesinden **168,85 TL**'ye revize ediyoruz. Aşağı yönlü revizeye karşın, halen yüksek olan getiri potansiyeli nedeniyle "AL" olan tavsiyemizi koruyoruz.

Değerleme Bileşenleri(1000 TL)		
Yöntem	Ağırlık	Değerleme Sonucu
<i>İndirgenmiş Nakit Akımları</i>		
<b>Serbest Nakit Akımları Toplamı</b>		<b>₺10,987,081.46</b>
Terminal Büyüme Oranı		3.00%
<b>Terminal SNA Değeri</b>		<b>₺51,363,905.46</b>
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>		<b>₺62,350,986.92</b>
Ödenmiş Sermaye		₺369,275.86
<b>Hisse Başı Hedef Fiyat</b>		<b>₺168.85</b>
Son Fiyat		₺128.10
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>		<b>31.81%</b>

ÖZET BİLANÇO(Bin TL)	2026/03	2025/03	2026-2025		2025-2024	
			Yıllık Değişim(%)	2024/03	Yıllık Değişim(%)	
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>90,089,780.00</b>	<b>77,284,896.00</b>	<b>16.57</b>	<b>43,524,184.00</b>	<b>77.57</b>	
Nakit ve Nakit Benzerleri	17,161,084.00	23,936,928.00	-28.31	12,662,493.00	89.04	
Ticari Alacaklar	34,687,717.00	27,378,948.00	26.69	16,356,844.00	67.39	
Stoklar	28,469,837.00	19,099,042.00	49.06	8,999,055.00	112.23	
Peşin Ödenmiş Giderler	1,723,235.00	962,304.00	79.07	756,766.00	27.16	
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	116,517.00	47,182.00	146.95	153,988.00	-69.36	
Diğer Dönen Varlıklar	2,205,047.00	1,151,778.00	91.45	1,011,706.00	13.85	
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>44,511,138.00</b>	<b>34,994,743.00</b>	<b>27.19</b>	<b>26,729,474.00</b>	<b>30.92</b>	
Maddi Duran Varlıklar	33,521,791.00	25,199,949.00	33.02	18,307,403.00	37.65	
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5,101,922.00	4,261,536.00	19.72	3,585,514.00	18.85	
Ertelemiş Vergi Varlığı	307,606.00	110,485.00	178.41	245,128.00	-54.93	
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>134,600,918.00</b>	<b>112,279,639.00</b>	<b>19.88</b>	<b>70,253,658.00</b>	<b>59.82</b>	
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>35,265,258.00</b>	<b>33,982,639.00</b>	<b>3.77</b>	<b>17,102,472.00</b>	<b>98.70</b>	
Kısa Vadeli Borçlanmalar	12,235,408.00	7,796,383.00	56.94	1,668,098.00	367.38	
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5,148,752.00	12,103,215.00	-57.46	4,770,280.00	153.72	
Ticari Borçlar	12,112,004.00	9,861,088.00	22.83	6,946,481.00	41.96	
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1,064,666.00	687,281.00	54.91	665,329.00	3.30	
Diğer Borçlar	2,036.00	2,244.00	-9.27	5,639.00	-60.21	
Türev Araçlar	-	-	#SAYI/0!	10,385.00	-100.00	
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1,236,636.00	423,464.00	192.03	663,934.00	-36.22	
Kısa Vadeli Karşılıklar	2,758,457.00	2,536,582.00	8.75	1,732,310.00	46.43	
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	621,174.00	513,017.00	21.08	547,914.00	-6.37	
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>47,520,949.00</b>	<b>39,120,533.00</b>	<b>21.47</b>	<b>29,664,747.00</b>	<b>31.88</b>	
Uzun Vadeli Borçlanmalar	40,868,248.00	35,521,562.00	15.05	27,876,010.00	27.43	
Uzun Vadeli Karşılıklar	2,577,024.00	1,803,119.00	42.92	1,281,941.00	40.66	
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	4,075,677.00	1,795,852.00	126.95	506,796.00	254.35	
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	-	#SAYI/0!	-	0.00	
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>82,786,207.00</b>	<b>73,103,096.00</b>	<b>13.25</b>	<b>46,767,219.00</b>	<b>56.31</b>	
<b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>51,814,711.00</b>	<b>39,176,543.00</b>	<b>32.26</b>	<b>23,486,439.00</b>	<b>66.80</b>	
<b>ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>49,023,532.00</b>	<b>36,650,682.00</b>	<b>33.76</b>	<b>21,407,330.00</b>	<b>71.21</b>	
Ödenmiş Sermaye	369,276.00	369,276.00	0.00	369,276.00	0.00	
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	6,190,854.00	4,885,944.00	26.71	3,765,085.00	29.77	
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	- 2,514,368.00	- 3,197,759.00	-21.37	- 2,195,761.00	45.63	
Yeniden Değerleme Artışı	4,740,827.00	2,554,153.00	85.61	1,659,761.00	53.89	
Kar Yedekleri	- 5,781,638.00	- 6,189,250.00	-6.59	- 20,136,559.00	-69.26	
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	3,543,196.00	2,428,090.00	45.93	1,758,162.00	38.10	
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	26,322,139.00	19,502,679.00	34.97	23,701,266.00	-17.71	
Net Dönem Karı veya Zararı	1,585,688.00	2,413,368.00	-34.30	2,167,307.00	11.35	
<b>KONTROL GÜCÜ OLMAYAN PAYLAR</b>	<b>2,791,179.00</b>	<b>2,525,861.00</b>	<b>10.50</b>	<b>2,079,109.00</b>	<b>21.49</b>	
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>134,600,918.00</b>	<b>112,279,639.00</b>	<b>19.88</b>	<b>70,253,658.00</b>	<b>59.82</b>	

Kaynak: Finnet

ÖZET GELİR TABLOSU(Bin TL)	2026/03	2025/03	2026-2025		2025-2024	
			Yıllık Değişim(%)	2024/03	Yıllık Değişim(%)	
<b>HASILAT</b>	<b>33,906,421.00</b>	<b>35,285,011.00</b>	<b>-3.91</b>	<b>27,069,643.00</b>	<b>30.35</b>	
SATIŞLARIN MALİYETİ	24,454,617.00	23,486,668.00	4.12	18,417,380.00	27.52	
<b>BRÜT KAR (ZARAR)</b>	<b>9,451,804.00</b>	<b>11,798,343.00</b>	<b>-19.89</b>	<b>8,652,263.00</b>	<b>36.36</b>	
GENEL YÖNETİM GİDERLERİ(-)	928,803.00	864,186.00	7.48	664,690.00	30.01	
PAZARLAMA, SATIŞ VE DAĞITIM GİDERLERİ(-)	4,109,488.00	4,254,963.00	-3.42	2,818,513.00	50.96	
ARAŞTIRMA VE GELİŞTİRME GİDERLERİ(-)	167,290.00	183,605.00	-8.89	107,188.00	71.29	
ESAS FAALİYETLERDEN DİĞER GELİRLER	837,683.00	1,481,012.00	-43.44	1,866,214.00	-20.64	
ESAS FAALİYETLERDEN DİĞER GİDERLER	486,609.00	942,970.00	-48.40	1,142,493.00	-17.46	
<b>ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>4,597,297.00</b>	<b>7,033,631.00</b>	<b>-34.64</b>	<b>5,785,593.00</b>	<b>21.57</b>	
<b>FAVÖK</b>	<b>5,129,759.00</b>	<b>7,177,396.00</b>	<b>-28.53</b>	<b>5,582,526.00</b>	<b>28.57</b>	
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN GELİRLER	1,605,987.00	4,435,840.00	-63.80	1,834,284.00	141.83	
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN GİDERLER	274,304.00	752,613.00	-63.55	5,220.00	14317.87	
ÖZKAYNAK YÖNTEMİYLE DEĞERLENEEN YATIRIMLARIN KARLARINDAN (ZARARLARINDAN) PAYLAR	0.00	0.00	#SAYI/0!	0.00	0.00	
<b>FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>5,928,980.00</b>	<b>10,716,858.00</b>	<b>-44.68</b>	<b>7,614,657.00</b>	<b>40.74</b>	
FİNANSMAN GELİRLERİ	2,626.00	1,576.00	66.62	19,260.00	-91.82	
FİNANSMAN GİDERLERİ	3,939,852.00	7,117,974.00	-44.65	4,440,533.00	60.30	
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)</b>	<b>3,086,757.00</b>	<b>4,525,685.00</b>	<b>-31.79</b>	<b>5,011,090.00</b>	<b>-9.69</b>	
DÖNEM VERGİ GİDERİ GİDERİ/GELİRİ	1,130,934.00	375,638.00	201.07	281,770.00	33.31	
ERTELENMİŞ VERGİ GELİRİ/GİDERİ	120,696.00	774,905.00	-84.42	1,302,849.00	-40.52	
<b>DÖNEM NET KÂRİ (Ana Ortaklık Payları)</b>	<b>1,585,688.00</b>	<b>3,158,323.00</b>	<b>-49.79</b>	<b>2,993,134.00</b>	<b>5.52</b>	

Kaynak: Finnet

## AÇIKLAMALAR

- **NÖTR önerisi;** kurumumuz tarafından yapılan değerlendirme sonucunda, yüzde 0,01-14,99 aralığında getiri potansiyeli ortaya çıkan şirketler için verilmektedir.
- **TUT önerisi;** kurumumuz tarafından yapılan değerlendirme sonucunda yüzde 15,00-24,99 aralığında getiri potansiyeli ortaya çıkan şirketler için verilmektedir.
- **AL önerisi;** kurumumuz tarafından yapılan değerlendirme sonucunda yüzde 25,00 ve üzerinde getiri potansiyeli ortaya çıkan şirketler için verilmektedir.

## KAYNAKLAR

- ✓ Şirketin Finansal Tabloları ve Dipnotları,
- ✓ Şirketin Faaliyet Raporu
- ✓ Finnet(finansal veri ve tabloların çekilmesi hususunda)

## YASAL UYARI

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir.

Burada yer alan yorum ve 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.

Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

### **Alnus Yatırım Araştırma Ekibi**

Yusuf Kavak  
**Araştırma Müdürü**

Ömürcan Arık  
**Araştırma Uzmanı**