

Şirket/Fiyat Bilgileri ve Tavsiye

Hisse Kodu	:	ULKER
Sektör	:	Gıda, İçecek
Halka Açıklık Oranı	:	39.00
Piyasa Değeri(Bin TL)	:	₺44,276,175.01
Halka Açık Piyasa Değeri(Bin TL)	:	₺21,020,490.02
Firma Değeri(Bin TL)	:	₺78,296,452.01
Son Kapanış Fiyatı(TL)	:	119.90
Hedef Fiyat(TL)	:	174.30
Tavsiye	:	AL
Potansiyel Getiri(%)	:	45.37

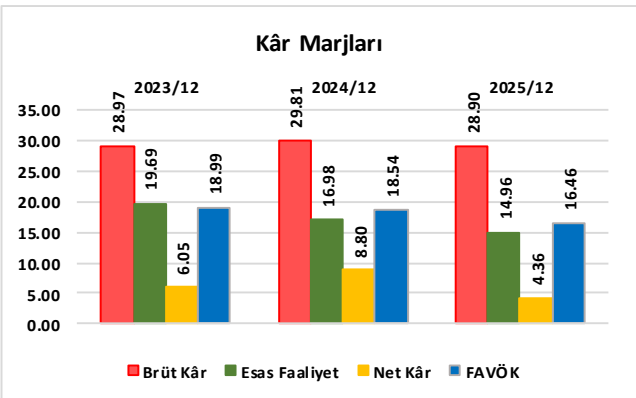
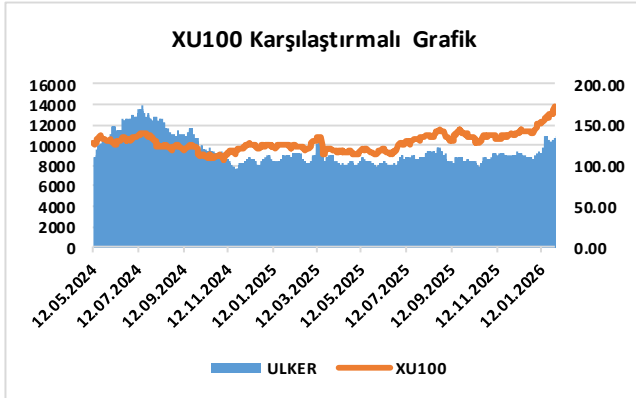
Özet Finansal Bilgiler(Bin TL)

Dönen Varlıklar	:	₺84,906,085.00
Duran Varlıklar	:	₺41,960,678.00
Kısa Vadeli Yükümlülükler	:	₺35,289,768.00
Uzun Vadeli Yükümlülükler	:	₺45,701,313.00
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	:	₺43,301,842.00
Hasılat	:	₺111,904,601.00
Satışların Maliyeti	:	₺79,559,084.00
Brüt Kar (Zarar)	:	₺32,345,517.00
FAVÖK	:	₺18,416,037.00
Dönem Net Kârı(Ana Ortaklık Payları)	:	₺4,874,523.00

Çarpanlar

FD/FAVÖK	:	4.25
F/K	:	9.08
PD/DD	:	1.02
Öz Sermaye Kârlılığı	:	11.57

BİST100 Karşılaştırması ve Kâr Marjları



Ülker Bisküvi

Maliyet ve Gider Artışları, Faaliyet Kârlarını Baskılamıştır!

➤ Şirketin, 2025/12 döneminde elde ettiği **Hasılat**; geçen yılın aynı dönemine(2024/12) göre 1,83 Milyar TL(yüzde 1,66) civarında sınırlı artış göstererek, **111,90 Milyar TL** olarak gerçekleşmiştir. **Satışların Maliyeti** ise; aynı dönemler arasında 2,29 Milyar TL civarında(yüzde 2,97) artmış ve **79,56 Milyar TL** olmuştur. Hasılat tarafında görülen artışın Maliyet tarafında ortaya çıkan artışa nazaran zayıf(-) olması sonrasında; şirketin **Brüt Kâr** rakamı, senelik bazda 464,4 Milyon TL azalmış ve cari dönemde **32,34 Milyar TL** düzeyinde yer almıştır. Şirketin Brüt Kâr Marjı da; geçen seneki yüzde 13,03 seviyesinden yüzde 29,81 düzeyinden yüzde 28,90'a gerilemiştir.

➤ Şirketin **Faaliyet Giderleri**; "Pazarlama Faaliyet Giderleri" öncülüğünde 1,60 Milyar TL(yüzde 10,84) artış gösterirken, cari dönem finansallarında **16,38 Milyar TL** olmuştur. **Diğer Net Esas Faaliyet Gelirleri** ise; 113,4 Milyon TL tutarında (yüzde 17,23) artışla 771,7 Milyon TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu iki ana kalemden ortaya çıkan 1,49 Milyar TL tutarındaki negatif etkinin, Brüt Kârdan gelen 464,4 Milyon TL'lik olumsuzlukla birleşmesi sonrasında; şirketin **Esas Faaliyet Kârı**, geçen yılın aynı dönemine göre 1,95 Milyar TL(yüzde 10,45) civarındaki azalışla **16,73 Milyar TL** olarak gerçekleşmiştir. Amortisman giderlerinin dahil edilip, kur farkları gibi tek seferlik esas faaliyet kalemlerinin dahil edilmediği **FAVÖK** rakamı ise; senelik bazda 2,00 Milyar TL(yüzde 9,79) civarında azalmış ve finansallarda **18,42 Milyar TL** tutarında yer almıştır. Bu gelişmeler üzerine, şirketin Esas Faaliyet Kârı ve FAVÖK Marjları; sırasıyla yüzde 16,98'den yüzde 14,96'ya ve yüzde 18,54'den yüzde 16,46'e gerilemiştir.

Faaliyet Dışı Kısımda Oluşan Negatiflik, de, Şirketin Net Kârını Baskılamıştır!

➤ Şirketin, cari dönemdeki **Yatırım Faaliyet Gelirleri**; "Net Kambiyo ve Faiz Gelirleri" öncülüğünde senelik bazda 2,73 Milyar TL(yüzde 35,64)'lik artış kaydetmiştir. **Net Finansman Giderleri** ise; "Net Faiz ve Kambiyo Giderleri"nin etkisiyle 6,51 Milyar TL tutarında(yüzde 38,64) artış göstermiştir. Ayrıca, TMS 29 Enflasyon Muhasebesi uygulamasından kaynaklı **Net Parasal Pozisyon Kazancı**; geçen yıla göre 1,94 Milyar TL azalmıştır. 2024/12 döneminde 3,86 Milyar TL tutarında yer alan **Vergi Giderleri** ise; senelik bazda 2,39 Milyar TL'lik iyileşmeyle cari dönemde **1,47 Milyar TL** civarında gelmiştir.

➤ Özetle; yukarıda saydığımız faaliyet dışı kalemlerde görülen 3,33 Milyar TL tutarındaki kötüleşmenin, Esas Faaliyet Kârından gelen negatiflikle birleşmesi sonrasında; şirketin **Dönem Net Kârı**, senelik bazda 4,81 Milyar TL(yüzde 49,68) civarında azalmış ve cari dönem sonunda **4,87 Milyar TL** olmuştur. Böylece, şirketin Net Kâr Marjı da; yüzde 8,80'den yüzde 4,36'e hızla gerilemiştir.

Operasyonel Gelişmeler, Beklentiler ve Hedef Fiyatımız;**➤ Şirketin operasyonel gelişmelerine baktığımızda;**

- Yurt içi brüt satışlar; 3,39 Milyar TL(yüzde 3,40) tutarında artış kaydederken, yurt dışı brüt satışlar ise; 897,7 Milyon TL(yüzde 4,39) tutarında artış göstermiştir. 2024 yılında brüt satışlardan yüzde 83,00 oranında pay alan yurt içi satış hasılatı, son rakamlarla birlikte yüzde 82,86'lık paya sahip olmuştur.
- Dünya genelinde 13 fabrikada 10 Bin'in(10 Bin 285) üzerindeki çalışan sayısı ile 100'den fazla ülkeye ihracat yapan şirket, hasılatının büyük bölümünü elde ettiği Türkiye pazarında yüzde 34'lük oran ile Pazar lideri konumundadır. Kategorilere göre ciro bazında pazar payları ise; 'Bisküvi'de yüzde 38, 'Kek'de yüzde 21 ve 'Çikolata'da yüzde 39 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'de yıllık 1,3 Milyon Tonluk üretim kapasitesine sahip olan şirket, ayrıca Suudi Arabistan'da 70 Bin Ton, Kazakistan'da 35 Bin Ton ve Mısır'da 51 Bin Tonluk kapasitelere sahiptir.
- Kategori bazında satış hacimlerini incelediğimizde; 'Bisküvi'nin hacmi 338 Bin Ton'dan 346 Bin Ton'a yükselirken, bu kategorinin toplam satış hacminden aldığı pay da yüzde 54,43'den yüzde 56,35'e yükselmiştir. 'Çikolata' kategorisinin satış hacmi, 227 Bin Ton'dan 209 Bin Ton'a düşerken, son olarak 'Kek' kategorisinde 56 Bin Ton'dan 59 Bin Ton'a artış görülmüştür. Kategorilerin Net Satışlar üzerindeki dağılımına baktığımızda ise; 'Bisküvi' Hasılatı, 40,95 Milyar TL civarından 39,26 Milyar TL'ye gerilerken, 'Çikolata' ve 'Kek' hasılatları ise; sırasıyla 55,36 Milyar TL'den 58,47 Milyar TL'ye ve 8,42 Milyar TL'den 8,64 Milyar TL'ye yükselmiştir.

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

- ✓ 2025 yılında oldukça sınırlı bir hasılat büyümesi elde eden şirketin, ilerleyen yıllarda hasılat büyümesini kademeli olarak iyileştirmesini öngörmekteyiz. Bunun yanı sıra, şirketin finansman giderlerinin yüksek oluşu; Net Kâr üzerinden nakit akışını baskılamaktadır. Şirketin önümüzdeki 5 yıl içerisinde temettü ödemesi yapmasını öngörmüyoruz. Buna karşın, 2027 yılına yakın oranda yatırım harcamalarının devamını beklemekteyiz. Projeksiyonlarımızın detaylarını aşağıdaki finansal tahminler tablosundan inceleyebilirsiniz;

Özet Finansallar	2025/12	FİNANSAL TAHMİNLER(1000 TL)				
		2026/12T	2027/12T	2028/12T	2029/12T	2030/12T
Hasılat	111,904,601	128,690,291	154,428,349	185,314,019	203,845,421	224,229,963
Satılan Malın/Hizmetin Maliyeti	79,559,084	91,370,107	109,644,128	131,572,954	144,730,249	159,203,274
SM(H)M Oranı	71.10%	71.00%	71.00%	71.00%	71.00%	71.00%
Brüt Kar	32,345,517	37,320,184	44,784,221	53,741,066	59,115,172	65,026,689
Brüt Kâr Marjı	28.90%	29.00%	29.00%	29.00%	29.00%	29.00%
Faaliyet Giderleri	15,609,912	17,373,189	20,075,685	23,164,252	25,480,678	28,028,745
Faaliyet Giderleri Oranı	13.95%	13.50%	13.00%	12.50%	12.50%	12.50%
Esas Faaliyet Karı	16,735,605	19,946,995	24,708,536	30,576,813	33,634,494	36,997,944
Esas Faaliyet Kârı Marjı	14.96%	15.50%	16.00%	16.50%	16.50%	16.50%
Amortisman Giderleri	2,452,097	2,895,532	3,551,852	4,354,879	4,892,290	5,493,634
Net Vergi Giderleri(Gelirleri)	-1,473,115	-1,659,389	-2,066,883	-2,633,077	-3,202,032	-3,869,991
Net Kâr(Ana ortaklığa ait)	4,874,523	6,637,554	8,267,533	10,532,308	12,808,129	15,479,965
Net Kâr Marjı	4.36%	5.16%	5.35%	5.68%	6.28%	6.90%
Sermaye Harcamaları	1,737,059	2,059,045	2,470,854	2,965,024	3,261,527	3,587,679
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0	0
Net İşletme Sermayesi	49,616,317	65,175,411	78,198,382	93,337,130	110,917,141	123,888,062
Firmaya Serbest Nakit Akımları	3,966,171	13,326,805	16,371,849	20,350,143	23,709,671	27,583,776
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları		10,965,321	11,083,792	11,335,832	10,866,928	10,402,322
					Terminal	9,710,396

➤ Değerleme:

- ✓ Şirket değerlemesi için İNA(İndirgenmiş Nakit Akımları) yöntemini yüzde 100 ağırlık ile kullandık. Buna göre; 64,36 Milyar TL civarında hedef piyasa değerine ulaşılmış olup, bu kapsamda hisse başına hedef fiyatımız; daha önce belirlediğimiz 164,30 TL seviyesinden **174,30 TL**'ye revize ediyoruz ve "AL" olan tavsiyemizi koruyoruz.

Değerleme Bileşenleri(1000 TL)		
Yöntem	Ağırlık	Değerleme Sonucu
İndirgenmiş Nakit Akımları	100.0%	₺64,364,591.70
Uç Değer İskontosu		0.00%
Hedef Piyasa Değeri		₺64,364,591.70
Ödenmiş Sermaye		₺369,275.86
Hisse Başı Hedef Fiyat		₺174.30
Son Fiyat		₺119.90
Yükseliş Potansiyeli		45.37%

ÖZET BİLANÇO(Bin TL)	2025/12	2024/12	2025/2024 Yıllık Değişim(%)	2023/12	2024/2023 Yıllık Değişim(%)
DÖNEN VARLIKLAR	84,906,085.00	85,224,468.00	-0.37	53,401,735.00	59.59
Nakit ve Nakit Benzerleri	23,318,683.00	34,435,342.00	-32.28	16,830,554.00	104.60
Ticari Alacaklar	29,319,910.00	28,665,008.00	2.28	17,421,913.00	64.53
Stoklar	23,671,382.00	15,485,420.00	52.86	12,115,210.00	27.82
Peşin Ödenmiş Giderler	1,812,998.00	1,371,762.00	32.17	1,079,816.00	27.04
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	90,598.00	163,100.00	-44.45	219,320.00	-25.63
Diğer Dönen Varlıklar	1,603,267.00	1,052,644.00	52.31	1,748,438.00	-39.80
DURAN VARLIKLAR	41,960,678.00	42,313,662.00	-0.83	35,520,636.00	19.12
Maddi Duran Varlıklar	31,331,326.00	30,441,770.00	2.92	23,496,675.00	29.56
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4,957,617.00	5,107,850.00	-2.94	4,747,018.00	7.60
Ertelenmiş Vergi Varlığı	316,962.00	201,650.00	57.18	1,168,117.00	-82.74
TOPLAM VARLIKLAR	126,866,763.00	127,538,130.00	-0.53	88,922,371.00	43.43
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	35,289,768.00	37,231,541.00	-5.22	22,302,898.00	66.94
Kısa Vadeli Borçlanmalar	12,491,954.00	5,502,715.00	127.01	1,646,185.00	234.27
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5,045,649.00	14,490,330.00	-65.18	6,237,833.00	132.30
Ticari Borçlar	14,206,723.00	13,440,665.00	5.70	11,023,403.00	21.93
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	640,301.00	685,627.00	-6.61	411,390.00	66.66
Diğer Borçlar	1,863.00	11,532.00	-83.84	7,693.00	49.90
Türev Araçlar	-	-	#SAYI/0!	-	0.00
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	245,107.00	348,524.00	-29.67	725,141.00	-51.94
Kısa Vadeli Karşılıklar	2,022,147.00	1,901,323.00	6.35	1,530,792.00	24.21
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	567,711.00	718,689.00	-21.01	603,695.00	19.05
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	45,701,313.00	46,488,943.00	-1.69	38,029,627.00	22.24
Uzun Vadeli Borçlanmalar	39,807,777.00	42,847,532.00	-7.09	36,242,814.00	18.22
Uzun Vadeli Karşılıklar	2,411,558.00	2,195,068.00	9.86	1,490,659.00	47.25
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3,481,978.00	1,446,343.00	140.74	296,154.00	388.38
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	-	#SAYI/0!	-	0.00
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	80,991,081.00	83,720,484.00	-3.26	60,332,525.00	38.77
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	45,875,682.00	43,817,646.00	4.70	28,589,846.00	53.26
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	43,301,842.00	40,946,740.00	5.75	25,946,933.00	57.81
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)	5,865,029.00	6,167,172.00	-4.90	5,016,029.00	22.95
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	- 2,330,981.00 -	3,929,536.00	-40.68	- 1,241,820.00 -	216.43
Yeniden Değerleme Artışı	4,268,646.00	2,933,736.00	45.50	2,095,654.00	39.99
Kar Yedekleri	- 5,696,980.00 -	7,313,890.00	-22.11	- 25,009,615.00 -	-70.76
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	3,219,852.00	2,887,610.00	11.51	2,206,096.00	30.89
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	19,045,516.00	13,506,881.00	41.01	24,861,335.00	-45.67
Net Dönem Karı veya Zararı	4,874,523.00	9,686,710.00	-49.68	4,878,383.00	98.56
KONTROL GÜCÜ OLMAYAN PAYLAR	2,573,840.00	2,870,906.00	-10.35	2,642,913.00	8.63
TOPLAM KAYNAKLAR	126,866,763.00	127,538,130.00	-0.53	88,922,371.00	43.43
Kaynak: Finnet					

ÖZET GELİR TABLOSU(Bin TL)	2025/12	2024/12	2025/2024 Yıllık Değişim(%)	2023/12	2024/2023 Yıllık Değişim(%)
HASILAT	111,904,601.00	110,077,710.00	1.66	80,615,534.00	36.55
SATIŞLARIN MALİYETİ	79,559,084.00	77,267,768.00	2.97	57,260,016.00	34.94
BRÜT KAR (ZARAR)	32,345,517.00	32,809,942.00	-1.42	23,355,518.00	40.48
GENEL YÖNETİM GİDERLERİ(-)	2,990,173.00	2,978,490.00	0.39	2,004,377.00	48.60
PAZARLAMA, SATIŞ VE DAĞITIM GİDERLERİ(-)	12,762,944.00	11,257,232.00	13.38	7,411,104.00	51.90
ARAŞTIRMA VE GELİŞTİRME GİDERLERİ(-)	628,460.00	543,371.00	15.66	344,639.00	57.66
ESAS FAALİYETLERDEN DİĞER GELİRLER	3,025,401.00	2,719,952.00	11.23	3,964,120.00	-31.39
ESAS FAALİYETLERDEN DİĞER GİDERLER	2,253,736.00	2,061,723.00	9.31	1,688,082.00	22.13
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	16,735,605.00	18,689,078.00	-10.45	15,871,436.00	17.75
FAVÖK	18,416,037.00	20,413,909.00	-9.79	15,304,999.00	33.38
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN GELİRLER	11,057,857.00	7,995,382.00	38.30	11,006,892.00	-27.36
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN GİDERLER	679,996.00	344,443.00	97.42	604,641.00	-43.03
ÖZKAYNAK YÖNTEMİYLE DEĞERLENEN YATIRIMLARIN KARLARINDAN (ZARARLARINDAN) PAYLAR	0.00	0.00	#SAYI/0!	0.00	0.00
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)	27,113,466.00	26,340,017.00	2.94	26,273,687.00	0.25
FİNANSMAN GELİRLERİ	5,600.00	340,709.00	-98.36	459,638.00	-25.87
FİNANSMAN GİDERLERİ	23,361,989.00	17,187,100.00	35.93	26,297,323.00	-34.64
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	6,679,327.00	14,352,574.00	-53.46	6,897,173.00	108.09
DÖNEM VERGİ GİDERİ GİDERİ/GELİRİ	1,092,526.00	822,302.00	32.86	1,872,594.00	-56.09
ERTELENMİŞ VERGİ GELİRİ/GİDERİ	380,589.00	3,037,805.00	-87.47	-1,072,196.00	-383.33
DÖNEM NET KÂRİ (Ana Ortaklık Payları)	4,874,523.00	9,686,710.00	-49.68	4,878,383.00	98.56
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 İçecek 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 şekil 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