

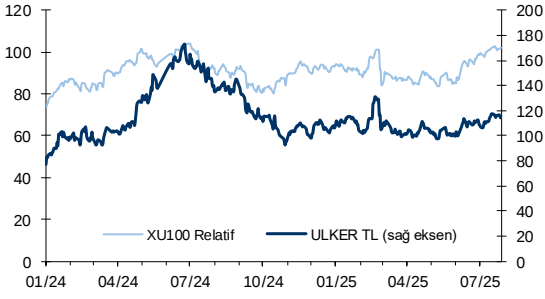
Ülker Bisküvi (ULKER TI)

2Ç25 Telekonferans notları

Ülker Bisküvi'nin gerçekleştirdiği 2Ç25 sonuçlarına ilişkin telekonferanstan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- **Toplam atırtırmalık hacmi; 2Ç25'te %5,5 artış, 1Y25 döneminde %2,6 düşüş göstermiştir.** Azalan hacim rakamına rağmen satış geliri, 1Y25 döneminde %4,6 artmıştır. Satış geliri, her bölgede büyüme göstererek, 1Y25 döneminde 51.640 milyon TL'ye ulaşmıştır.
- **2Ç25 döneminde FAVÖK yıllık bazda %15 azalışla 3.372 milyon TL seviyesinde, FAVÖK marjı çeyrekse bazda 4,5 puan azalışla %14,6 seviyesinde gerçekleşmiştir.** 1Y25 döneminde ise FAVÖK %7 azalış göstermiştir. FAVÖK'teki azalışta yüksek girdi maliyetlerinin etkili olduğu ifade edilmiştir. Orta Doğu bölgesi ve Türkiye'den ihracat, FAVÖK daralmasının en yüksek olduğu alanlar olarak dikkat çekmektedir. Türkiye'den gerçekleşen ihracatta gerçekleşen FAVÖK daralmasında enflasyon ve kur korelasyonunun; Orta Doğu bölgesinde ise yüksek girdi ve enerji maliyetlerinin neden olduğu açıklanmıştır.
- Gelen sorular üzerine, yılın ilk yarısında FAVÖK'ün; artan rekabet, kakao etkisi ve mevsimsellik nedeniyle zayıflama gösterdiği, yılın ikinci yarısında ise FAVÖK marjının ikinci çeyrekte iyi olmasını belediklerini ifade ettiler.
- Net işletme sermayesi gün sayısı 6A24'te 95 iken 6A25'te 132 güne çıkmıştır. Şirket, sevkiyatların 2Ç25 dönemine birikmesi dolayısıyla stoklarda artış olduğunu bu etkinin 3.ve 4 çeyrekte normalleşeceğini belirtirken, alacaklar tarafında da yılın geri kalanında normalleşme olmasını belediklerini söylediler.
- Şirket, J.P. Morgan'ın lider banka olduğu yeni bir sendikasyon kredisi başlattıklarını, detaylarının yakında paylaşılacağını açıkladı.
- Şirket'in kovenant baz net borç/FAVÖK rasyosu 1,24x olarak gerçekleşmiştir (2024: 1,08x). Şirket, net borç/FAVÖK rasyosunun, sektör ortalamasına göre sağlıklı olduğunu ifade etti.
- **Şirket, 2025 yıl sonuna ait beklentilerini korumaya devam etti.** Konsolide ciro beklentisi %3 (+/-1) büyüme yönünde iken FAVÖK marjı beklentisi %17,5 (+/-%0,5) seviyesindedir.
- **Genel değerlendirme:** İkinci çeyrek finansalları ardından makro tahminlerimizde yaptığımız değişiklikler modelimizde yukarı yönlü potansiyel oluştururken, artan borç pozisyonunun bu etkiyi sınırlandırdığını görmekteyiz. Makro tahminlerimiz ve net borç pozisyonunu modelimize yansıtmamız neticesinde **Ülker için 12-aylık hedef fiyatımızı 171,93 TL'den 174,10 TL'ye revize ediyor, önerimizi ise AL olarak sürdürüyoruz.** Modelimizi kısaca özetleyecek olursak:
 - 107 milyon TL olan satış geliri ve %17,8 FAVÖK marjıyla 19 milyar TL beklentimizi koruyoruz.
 - 11 milyar TL olan net kar beklentimizi ise zayıf gelen 2Ç25 finansalları ardından 8,3 milyar TL seviyesine revize ediyoruz.
- Hisse, yıl başından itibaren BIST 100 Endeksi'nin %6 gerisinde performans göstermiştir. Geriye dönük verilere göre hisse 6,0x F/K ve 4,6x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. **2025 tahminlerimize göre ULKER hissesi 5,1x F/K ve 4,3x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.**

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	ULKER			
Mevcut Fiyat (TL)	114.20			
Hedef Fiyat (TL)	174.10			
Getiri Potansiyeli (%)	52%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	92.27	147.80		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	742			
Sermaye (mln TL)	369			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	42,171			
Hedeflenen Piyasa Değeri	64,277			
Net Borç	37,890			
Firma Değeri	82,318			
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	4%	8%	5%	5%
BIST100 Rölatif Getiri	-2%	-6%	-7%	-6%
Özet Veriler (mln TL)	2023	2024	2025	2026
Satış Gelirleri	80,616	84,098	107,414	133,804
FAVÖK	15,305	15,596	19,039	23,527
Net Kar	4,878	7,401	8,262	12,457
Tahminler ve Rasyolar	2023	2024	2025	2026
FD/Ciro	0.6x	0.9x	0.8x	0.6x
FD/FAVÖK	3.0x	4.6x	4.3x	3.5x
F/K	3.8x	6.3x	5.1x	3.4x
PD/DD	0.8x	0.4x	0.2x	0.2x
Net Borç/FAVÖK	1.8x	1.6x	1.5x	1.1x
Hisse Performansı				



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Fiyatlar 18 Ağustos 2025 tarihi itibarıyla.

*Ana ortaklık paylarına ait net kar (zarar) ifade edilmektedir.

Seçilmiş şirket finansalları

Seçilmiş Kalemler	TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil	Çeyreksele Değişim	Yıllık Değişim	TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil	Yıllık Değişim
	2Ç25	1Ç25	2Ç24			6A25	6A24	
Satışlar (mio TL)	23,058	28,582	20,675	-19%	12%	51,640	49,371	5%
Brüt kar (mio TL)	6,281	9,557	6,317	-34%	-1%	15,838	15,489	2%
Brüt kar marjı	27.2%	33.4%	30.6%	-6.2 puan	-3.3 puan	30.7%	31.4%	-0.7 puan
Faaliyet giderleri (mio TL)	3,423	4,295	2,848	-20%	20%	7,719	6,654	16%
Faaliyet giderleri/satışlar	14.8%	15.0%	13.8%	-0.2 puan	1.1 puan	14.9%	13.5%	1.5 puan
Esas faaliyet karı (mio TL)	2,858	5,262	3,469	-46%	-18%	8,120	8,835	-8%
Esas faaliyet kar marjı	12.4%	18.4%	16.8%	-6 puan	-4.4 puan	15.7%	17.9%	-2.2 puan
FAVÖK (mio TL)	3,372	5,814	3,964	-42%	-15%	9,186	9,882	-7%
FAVÖK marjı	14.6%	20.3%	19.2%	-5.7 puan	-4.5 puan	17.8%	20.0%	-2.2 puan
Net diğer gelir/gider (mio TL)	3,154	3,419	843	-8%	274%	6,573	3,549	85%
Net finansman gelir/gideri (mio TL)	-5,873	-5,764	-3,125	2%	88%	-11,637	-7,812	49%
Parasal kazanç/kayıp (mio TL)	819	749	1,153	9%	-29%	1,569	3,080	-49%
Vergi öncesi kar (mio TL)	958	3,666	2,338	-74%	-59%	4,624	7,651	-40%
Vergi gideri/geliri (mio TL)	-202	-932	-536	-78%	-62%	-1,134	-2,216	-49%
Net kar (mio TL)	722	2,558	1,702	-72%	-58%	3,280	4,875	-33%
Net kar marjı	3.1%	9.0%	8.2%	-5.8 puan	-5.1 puan	6.4%	9.9%	-3.5 puan
Net borç* (mio TL)	37,890	33,369	21,017	14%	80%	37,890	28,383	33%
Net borç/FAVÖK	2.2	1.8	1.1	0.3	1.0	2.2	1.5	0.6
Net borç/özsermaye	1.0	0.8	0.8	0.2	0.2	1.0	0.8	0.2
Özsermaye karlılığı (yıllık)	19.5%	20.6%	44.1%	-1.2 puan	-24.6 puan	19.5%	32.7%	-13.2 puan
Aktif karlılık (yıllık)	5.8%	6.7%	14.0%	-1 puan	-8.2 puan	5.8%	10.3%	-4.6 puan
Dönen varlıklar (mio TL)	84,668	81,927	47,886	3%	77%	84,668	64,669	31%
Duran varlıklar (mio TL)	37,047	37,097	28,367	0%	31%	37,047	38,309	-3%
Özkaynaklar (mio TL)	38,374	41,530	26,010	-8%	48%	38,374	35,126	9%
Stoklar (mio TL)	23,571	20,246	10,415	16%	126%	23,571	14,065	68%

* Rakamın pozitif olması Şirket'in net borç pozisyonunda olduğunu ifade etmektedir.

Bilanço

Şirket	ÜLKER		
Periyot Sonu	30.06.2025	31.12.2024	31.12.2023
Açıklanma Tarihi	18.08.2025	10.03.2025	10.03.2025
BİLANÇO (milyon TL)	6A25	2024	2023
Dönen Varlıklar	84,668	75,967	53,402
Nakit ve Nakit Benzerleri	27,391	30,695	16,831
Finansal Yatırımlar	6	6	6
Ticari Alacaklar	26,522	25,551	17,422
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	0.00	0.00	0.00
Diğer Alacaklar	2,651	3,097	3,125
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	0.00	0.00	0.00
Stoklar	23,571	13,803	12,115
Canlı Varlıklar	0.00	0.00	0.00
Diğer Dönen Varlıklar	4,526	2,815	3,903
(Ara Toplam)	84,668	75,967	53,402
Ortaklara Dağıtılmak Üzere ve Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	0.00	0.00	0.00
Duran Varlıklar	37,047	37,717	35,521
Ticari Alacaklar	0.00	0.00	0.00
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	0.00	0.00	0.00
Diğer Alacaklar	0	0	0
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	0.00	0.00	0.00
Finansal Yatırımlar	5,593	5,725	5,789
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0
Canlı Varlıklar	0.00	0.00	0.00
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0.00	0.00	0.00
Stoklar	0.00	0.00	0.00
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	26,432	27,135	23,497
Şerefiye	2,713	2,574	2,697
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,942	1,979	2,050
Ertelenmiş Vergi Varlığı	221	180	1,168
Diğer Duran Varlıklar	146	125	320
TOPLAM VARLIKLAR	121,715	113,684	88,922
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	58,459	33,187	22,303
Finansal Borçlar	44,408	17,821	7,884
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0
Ticari Borçlar	10,030	11,981	11,023
Diğer Borçlar	2	10	8
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	0.00	0.00	0.00
Devlet Teşvik ve Yardımları	0.00	0.00	0.00
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	80	118	117
Dönem Kar Vergi Yükümlülüğü	224	311	725
Borç Karşılıkları	2,269	1,695	1,531
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,445	1,252	1,015
(Ara Toplam)	58,459	33,187	22,303
Ortaklara Dağıtılmak Üzere ve Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklara İlişkin Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00
Uzun Vadeli Yükümlülükler	24,883	41,439	38,030
Finansal Borçlar	20,879	38,193	36,243
Diğer Finansal Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00
Ticari Borçlar	0.00	0.00	0.00
Diğer Borçlar	0	0	0
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	0.00	0.00	0.00
Devlet Teşvik ve Yardımları	0.00	0.00	0.00
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	0	0	0
Uzun vadeli karşılıklar	2,087	1,957	1,491
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar (veya Kıdem Tazminatı Karşılığı)	0.00	0.00	0.00
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1,917	1,289	296
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00
Özkaynaklar	38,374	39,058	28,590
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	36,117	36,499	25,947
Ödenmiş Sermaye	369	369	369
Karşılıklı İştirak Sermayesi Düzeltmesi (-)	0.00	0.00	0.00
Hisse Senedi İhraç Primleri	5,617.99	5,617.99	4,815.12
Değer Artış Fonları	0.00	0.00	0.00
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2,870	2,574	2,206
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	17,398	12,040	24,861
Dönem Net Kar/Zararı	3,280	8,634	4,878
Yabancı Para Çevrim Farkları	-1,826	-2,056	-1
Diğer Özsermaye Kalemleri	8,408	9,319	-11,183
Azınlık Payları	2,257	2,559	2,643
TOPLAM KAYNAKLAR	121,715	113,684	88,922

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

Gelir tablosu

Şirket	ÜLKER			
Periyot Sonu	30.06.2024	30.06.2025	30.06.2024	30.06.2025
Açıklanma Tarihi	18.08.2025	18.08.2025	18.08.2025	18.08.2025
GELİR TABLOSU (milyon TL)	6A24	6A25	2Ç24	2Ç25
Sürdürülen Faaliyetler				
Satış Gelirleri	49,371	51,640	20,675	23,058
Satışların Maliyeti (-)	-33,882	-35,801	-14,358	-16,776
Ticari Faaliyetlerden Diğer Kar (Zarar)	0.00	0.00	0.00	0.00
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	15,489	15,838	6,317	6,281
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler	0.00	0.00	0.00	0.00
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Giderler (-)	0.00	0.00	0.00	0.00
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Diğer Kar (Zarar)	0.00	0.00	0.00	0.00
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Brüt Kar (Zarar)	0.00	0.00	0.00	0.00
Diğer Gelir ve Giderler	0.00	0.00	0.00	0.00
BRÜT KAR (ZARAR)	15,489	15,838	6,317	6,281
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-5,202	-6,092	-2,214	-2,645
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1,246	-1,345	-541	-645
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-206	-282	-93	-134
Diğer Faaliyet Gelirleri	1,983	1,627	4	428
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-1,214	-1,129	-3	-366
Faaliyet Karı Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	0.00	0.00	0.00	0.00
FAALİYET KARI (ZARARI)	9,603	8,618	3,470	2,920
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	2,780	6,075	841	3,092
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2,793	6,692	848	3,099
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-13	-617	-7	-7
Diğer Gelir ve Giderler	0.00	0.00	0.00	0.00
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	0	0	0	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	12,383	14,693	4,311	6,012
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	69	3	48	1
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	-7,881	-11,640	-3,174	-5,055
Parasal Kazanç / (Kayıp)	3,080	1,569	1,153	819
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	7,651	4,624	2,338	958
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-2,216	-1,134	-536	-202
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	-618	-327	-319	-23
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	-1,598	-807	-217	-179
Diğer Vergi Geliri (Gideri)	0.00	0.00	0.00	0.00
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	5,434	3,490	1,802	756
DURDURULAN FAALİYETLER				
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı (Zararı)	0.00	0.00	0.00	0.00
DÖNEM KARI (ZARARI)	5,434	3,490	1,802	756
Dönem Kar/Zararının Dağılımı				
Ana Ortaklık Payları	4,875	3,280	1,702	722
Azınlık Payları	559	210	100	35
Seyreltilmiş Hisse Başına Kazanç	13.20	8.88	4.61	1.95
Sürdürülen Faaliyetlerden Seyreltilmiş Hisse Başına Kazanç	13.20	8.88	4.61	1.95
Hisse Başına Kazanç	13.20	8.88	4.61	1.95
Sürdürülen Faaliyetlerden Hisse Başına Kazanç	13.20	8.88	4.61	1.95

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak genel nitelikte hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz 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 etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekilde ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

© DENİZ INVEST 2025

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin en az %20 ve üzerinde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin %0-20 aralığında oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin %0'dan daha düşük seviyelerde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri, hisse senetlerini; potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz, genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takibe devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler. Olası Gözden Geçirme (GG) durumunda, analistlerimiz açısından derecelendirme ve/öneri güncelleme noktasında herhangi bir zaman kısıtlaması kesinlikle söz konusu değildir. Kimi durumlarda, değerlendirme açısından, matematiksel olarak yükseliş potansiyeli veya düşüş riskinin doğması durumunda, analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerinin dışında, sektör ve şirket ile ilgili genel gidişatı ve son gelişmeleri gözeterek derecelendirmeye temel oluşturan potansiyel getiri seviyelerinin dışında önerilerde bulunma haklarını saklı tutarlar. Bu gibi durumlarda, bahse konu şirket(ler)in, içerisinde bulundukları sektörün genel koşulları, muhtemel risk ve getiri başlıkları, açıklanan son finansallarındaki parametreler, politik ve jeopolitik gibi farklı birçok girdi gözetilerek değerlendirilme bulunulabilir. Analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerini belirlerken, sadece matematiksel değerlerin gözetildiği, mekanik bir süreç yürütmemektedirler.