

2026'da yeniden dengelenme, 2027'de toparlanma

2026 dengelenme yılı; 2027'de kar büyümesinin yeniden ivme kazanmasını bekliyoruz.

ÜLKER için hedef fiyatımızı 126,00 TL'den 150,80 TL'ye yükseltirken tavsiyemizi "Endekse Paralel Getiri"den "Endeksin Üzerinde Getiri"ye revize ediyoruz. Ülker'in 1Y26 sonuçları, talebin dirençli kaldığını ancak fiyatlama ve marjlarda sert bir yeniden dengelenme yaşandığını gösterdi. Satış hacmi yıllık bazda %0,7 artarken, TMS 29'a göre düzeltilmiş gelirler %7,2 geriledi ve FAVÖK marjı 4,7 puan daralarak %13,1'e indi. Yönetim, 2026 yılı reel gelir büyümesi beklentisini yatay seviyeden düşük tek haneli daralmaya revize ederken, %13,5 (+/-1,5 puan) FAVÖK marjı beklentisini korudu. 2026T için 137,2 milyar TL gelir, 18,8 milyar TL FAVÖK ve 6,8 milyar TL net kâr öngörüyoruz. Fiyatlama, ürün karması ve girdi maliyeti baskılarının normalleşmesiyle birlikte, 2027T'de gelirlerin %27,7, FAVÖK'ün ise %41,2 büyümesini ve FAVÖK marjının %15,2'ye toparlanmasını bekliyoruz.

Kategori liderliği, inovasyon ve bölgesel ölçek şirketin güçlü pazar konumunu koruyor.

Ülker, promosyon faaliyetlerinin yoğun olduğu bir çeyrekte Türkiye'de %34'lük hacim payıyla lider konumunu korudu. Şirketin açıkladığı verilere göre pazar payı Orta Doğu bisküvi pazarında %27, Kuzey Afrika bisküvi pazarında %13 ve Orta Asya çikolata pazarında %14 seviyesinde bulunuyor. Dokuzu Türkiye'de, dördü yurt dışında olmak üzere toplam 13 üretim tesisinden oluşan ağı; yerel tedariki, pazara daha kısa erişim kanallarını ve bölgesel büyümeyi destekliyor. Konsolide satış hacmi 2Ç26'da %1,3 artarken, büyümeye uluslararası operasyonlardaki %6'luk artış öncülük etti. Yeni ürünler ise çeyreklik gelirin %9'unu oluşturdu. Güçlü markalar, düzenli inovasyon ve dikey entegre kakao işleme kapasitesi, toparlanma için daha sağlam bir temel sunuyor.

Girdi maliyetlerindeki gerileme, 2027'deki toparlanma beklentisini güçlendiriyor.

Kakao ve şeker gösterge fiyatları 2026'nın ilk yedi ayında yıllık ortalamada sırasıyla yaklaşık %52 ve %20 geriledi. Bununla birlikte sözleşmeler, döviz kurları ve stok devir süreleri, satılan malın maliyetine yansıyacak olumlu etkiyi geciktiriyor. Bu nedenle normalleşmenin ağırlıklı olarak 2027'de katalizör olmasını bekliyoruz. Baz senaryomuzda 2027T için %27,0 brüt kâr marjı ve %15,2 FAVÖK marjı öngörüyoruz. Önem Gıda, tedarik kontrolünü artırsa da ham kakao çekirdeği fiyatlarına olan maruziyeti ortadan kaldırmıyor. Kakao ve şekerin satılan malın maliyeti içindeki payının %15-25 olduğu varsayımıyla, temsili kakao-şeker sepetinde meydana gelecek %10'luk bir değişimin 2027T baz senaryomuza göre FAVÖK'ü yaklaşık %7-12 oranında etkileyebileceğini hesaplıyoruz.

Değerleme cazip; ancak nakit yaratımı temel koşul olmaya devam ediyor.

Tahminlerimize göre ÜLKER, 2026T için 4,4x F/K ve 4,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor. Bu çarpanlar 2027T'de sırasıyla 2,4x ve 3,1x'e geriliyor. İskonto cazip olmakla birlikte, yeniden değerlendirme için brüt kâr marjlarının dip seviyeyi gördüğüne, işletme sermayesindeki iyileşmenin kalıcı olduğuna ve yabancı para cinsinden borcun yönetilebilir nakit kaldıraç seviyelerine dönüştüğüne ilişkin kanıt gerekiyor. Haziran 2026 itibarıyla standart net borç 42,1 milyar TL ve son 12 aylık FAVÖK'ün 2,4 katı seviyesindeyken, şirketin sözleşmesel borçluluk oranı 1,17x düzeyindeydi. Ayrıca Ülker, küresel benzerlerine kıyasla belirgin bir iskontoyla işlem görmektedir. Şirketin 2026T/2027T FD/FAVÖK çarpanları olan 4,2x/3,1x, benzer şirket ortalamasının sırasıyla %51/%63 altında; 4,4x/2,4x seviyesindeki F/K çarpanları ise %70/%81 daha düşüktür.

milyon TL	2025	2026E	2027E	2028E
Net Satışlar	111.905	137.188	175.237	218.702
FAVÖK	18.416	18.834	26.593	34.845
Net Kar	4.875	6.849	12.683	17.029
Brüt Kar Marjı	28,9%	25,3%	27,0%	28,0%
FAVÖK Marjı	16,5%	13,7%	15,2%	15,9%
Net Kar Marjı	4,4%	5,0%	7,2%	7,8%
F/K (x)	7,9	4,4	2,4	1,8
PD/DD (x)	0,8	0,5	0,5	0,4
FD/FAVÖK (x)	4,1	4,2	3,1	2,5
FD/Satışlar (x)	0,7	0,6	0,5	0,4
Özsermaye Karlılığı	9,6%	12,3%	19,1%	21,6%
Nakit Akış Verimi	-4,3%	5,3%	27,3%	32,1%
Temettü Verimi	7,7%	7,0%	9,4%	16,6%

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri	GIDA
Sektör	ULKER.TI / ULKER.IS
Bloomberg / Reuters Kodu	89,95
Fiyat (TL/hisse)	150,80
Hedef Fiyat (TL/hisse)	68%
Potansiyel Getiri (%)	52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	86,30-132,28
Piyasa Değeri (milyon TL)	33.216
Firma Değeri (milyon TL)	75.318
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	14.615
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	369
Dolaşımdaki Paylar	%44
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%13,95
3 Ay Önce	%15,79

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	7.852	7.850	6.499	6.546
Ortalama İşlem Hacmi (mnTL)	722	720	638	707
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	89,95-92,65	86,30-97,75	86,30-112,22	86,30-132,28

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%4	-%18	-%23	-%17
BIST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%2	-%22	-%27	-%34

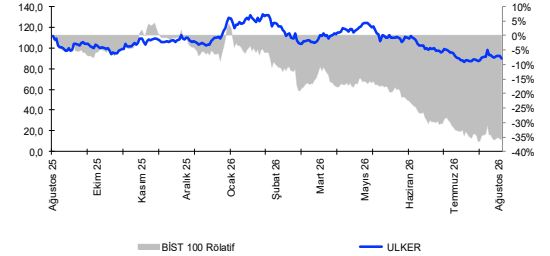
Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı (%)
PLADIS FOODS LIMITED	47,23
Diğer	52,77

Şirket Özeti

Gıda Üretimi (Bisküvi, çikolata, çikolata kaplamalı bisküvi, gofret, kraker ve kek)

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



* 31/08/2026 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Dr. Övünç Gürsoy

Araştırma Direktörü

arastirma@gedik.com

+90 216 453 00 00

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Değerleme

TL bazlı İNA modelimiz, 42,1 milyar TL net borç sonrasında 84,0 milyar TL firma değerine ve 41,9 milyar TL özsermaye değerine işaret ediyor. Godiva ile ilişkili 4,3 milyar TL tutarındaki varlıklar dâhil edildiğinde, mevcut hisse başına adil değer 113,41 TL olarak hesaplanıyor. Bu değer 2027T için %33,0 özsermaye maliyetiyle ileri taşınması sonucunda, 89,95 TL'lik referans fiyatın %68 üzerinde bulunan 150,80 TL hedef fiyata ulaşıyoruz. Tavsiyemizi "Endekse Paralel Getiri"den "Endeksin Üzerinde Getiri"ye yükseltiyoruz.

Tahminlerimiz, 2026T için 137,2 milyar TL gelir, 18,8 milyar TL FAVÖK ve 6,8 milyar TL net kâr; 2027T için ise sırasıyla 175,2 milyar TL, 26,6 milyar TL ve 12,7 milyar TL öngörüyor. İNA modelinde %8,0 terminal büyüme oranı ve uzun vadede yaklaşık %15,5 FAVÖK marjı varsayıyoruz. Buna bağlı olarak hedef fiyat; reel fiyatlama performansına, kakao ve diğer girdi maliyetlerine, uluslararası operasyonların kârlılığına, işletme sermayesi ihtiyacına ve sermaye maliyetine oldukça duyarlıdır. Marjlardaki toparlanmanın gecikmesi hem tahmini nakit akışlarını hem de çarpanların normalleşme potansiyelini aşağı çekecektir.

Tablo 1: Değerleme

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Net Satışlar	111.905	137.188	175.237	218.702	267.970	326.822	397.931	483.214	587.760
Büyüme %	2%	23%	28%	25%	23%	22%	22%	21%	22%
FAVÖK	18.416	18.834	26.593	34.845	42.298	51.149	61.801	75.010	91.370
Büyüme %	-10%	2%	41%	31%	21%	21%	21%	21%	22%
FAVÖK Marjı	16,5%	13,7%	15,2%	15,9%	15,8%	15,7%	15,5%	15,5%	15,5%
FVÖK	15.964	16.257	23.775	31.882	39.018	47.568	57.922	70.876	86.971
Borçsuz Vergi	-3.521	-4.064	-5.944	-7.970	-9.754	-11.892	-14.480	-17.719	-21.743
Efektif Vergi Oranı	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VSNFK	12.443	12.193	17.831	23.911	29.263	35.676	43.441	53.157	65.228
VSNFK Marjı	11,1%	8,9%	10,2%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	11,0%	11,1%
Yatırım Harcamaları	-1.577	-1.934	-2.470	-3.083	-3.777	-4.607	-5.609	-6.811	-8.285
Amortisman	2.452	2.624	2.914	3.113	3.471	3.819	4.172	4.484	4.814
NİS Değişimi	14.963	11.288	10.050	14.158	19.692	22.078	26.665	31.922	39.115
Serbest Nakit Akımı	-1.645	1.594	8.225	9.784	9.265	12.811	15.339	18.908	22.642
AOSM	40%	31%	25%	22%	20%	19%	20%	20%	20%
İndirgeme Faktörü	1,00	0,76	0,61	0,50	0,42	0,35	0,29	0,25	0,20
İNA	-1.645	1.218	5.026	4.901	3.878	4.525	4.520	4.646	4.636
Toplam İNA	37.762								
Terminal Büyüme Oranı	8,0%								
Terminal Değer	228.572								
Şimdiki Terminal Değer	38.917								
Finansal Varlıklar (Godiva)	4.271								
Azınlık Payları	3.031								
Firma Değeri	83.981								
Net Borç (Nakit)	42.102								
Özkaynak Değeri	41.879								
Hisse Başına Adil Değer	113,41								
Hedef Fiyat	150,80								
Hisse Fiyatı	89,95								
Getiri Potansiyeli	68%								

Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Katalizörler

Önümüzdeki 6-12 aya ilişkin başlıca katalizörler; gelir beklentisinin aşağı yönlü revize edilmesine rağmen korunan %13,5 (+/-1,5 puan) FAVÖK marjı hedefinin tutturulması; yurt içi ve uluslararası operasyonlarda brüt kâr marjlarının çeyrekse bazda toparlanması; uluslararası satış hacmindeki büyümenin sürmesi ve kur-enflasyon ilişkisinin iyileşmesi; pazar payındaki dirençli görünümün ve yeni ürün katkısının devam etmesi; kakao ve diğer girdi maliyetlerindeki karşılaştırma bazının normalleşmesi; işletme sermayesi çözülmesinin sürmesi ve serbest nakit akışının pozitif dönmeye; standart net borç/FAVÖK oranının gerilemesi ve gelir büyümesi yönetimi, yalın verimlilik uygulamaları ile şirketin yapay zekâ girişimlerinden ölçülebilir fayda sağlanmasıdır. Godiva ile ilişkili finansal varlıkların daha belirgin şekilde nakde dönüştürülmesi veya değerlerinde artış sağlanması da ilave bir yükseliş potansiyeli sunacaktır.

Riskler

Başlıca riskler arasında kakao, fındık, şeker, buğday, ambalaj, enerji veya ücret enflasyonunun yeniden hızlanması; promosyon faaliyetlerinin yoğun olduğu yurt içi pazarda fiyatlama gücünün yetersiz kalması; tüketici talebinin zayıflaması; özel markalı ve markalı ürünlerden kaynaklanan rekabet; olumsuz ürün karması ve uluslararası operasyonlardaki marjların toparlanamaması yer almaktadır. Orta Doğu ve Kuzey Afrika'daki jeopolitik gelişmeler, tedarik zinciri kesintileri, düzenleyici değişiklikler veya vergi değişiklikleri, satın alma ve dağıtım faaliyetlerinde ilişkili taraf yoğunlaşması ve TMS 29 kaynaklı oynaklık da kâr tahminlerinde revizyonlara yol açabilir. Özellikle 2027T için öngördüğümüz FAVÖK marjı toparlanmasının veya işletme sermayesi çözülmesinin gerçekleşmemesi, değerlememiz üzerinde belirgin aşağı yönlü risk oluşturacaktır.

Kur, finansman ve nakit akışı riski: Ülker, korunma işlemlerine rağmen önemli miktarda yabancı para cinsinden borç ve açık döviz pozisyonu taşımaktadır. Şirket, Haziran 2026 itibarıyla açık pozisyonun %64'ünün koruma altına alındığını açıklamıştır. Bununla birlikte türev işlemler; baz, zamanlama, karşı taraf veya vade yenileme risklerini tamamen ortadan kaldırmamaktadır. Türk lirasının beklenenden daha güçlü seyretmesi, uluslararası operasyonlardan elde edilen gelirlerin TL karşılığını azaltabilirken; ani değer kayıpları borcun TL karşılığını ve finansman giderlerini artırabilir. Yükümlülüklerin %70'inin uzun vadeli ve sözleşmesel borçluluk oranının 1,17x olmasına karşın, 42,1 milyar TL tutarındaki standart net borç ve son 12 aylık 2,4x kaldıraç oranı; özsermaye değerini faiz oranlarına, işletme sermayesi kullanımına, temettülere ve nakit dönüşümünün kalitesine duyarlı hâle getirmektedir.

Tablo 2: Finansallar

Gelir Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Net Satışlar	111.905	137.188	175.237	218.702	267.970	326.822	397.931	483.214	587.760
Satışların Maliyeti	-79.559	-102.479	-127.923	-157.465	-192.938	-235.312	-286.511	-347.431	-422.012
Brüt Kar	32.346	34.709	47.314	61.237	75.032	91.510	111.421	135.783	165.748
Faaliyet Giderleri	-16.382	-18.452	-23.539	-29.355	-36.014	-43.942	-53.499	-64.907	-78.778
Faaliyet Geliri	15.964	16.257	23.775	31.882	39.018	47.568	57.922	70.876	86.971
FAVÖK	18.416	18.834	26.593	34.845	42.298	51.149	61.801	75.010	91.370
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler, Net	772	1.185	1.284	1.445	1.623	1.826	2.076	2.224	2.715
Finansal Gelir, Net	-12.979	-8.414	-7.143	-8.639	-7.453	-7.246	-6.747	-5.871	-4.565
Parasal Kazanç/Kayıp	2.922	2.048	1.686	1.352	1.109	909	744	610	499
Vergi Gideri	-1.473	-2.473	-4.579	-6.149	-8.169	-10.308	-12.980	-16.404	-20.726
Net Kar	5.206	7.419	13.738	18.446	24.506	30.923	38.939	49.211	62.179
Azınlık Payları	332	570	1.055	1.417	1.882	2.375	2.990	3.779	4.775
Ana Ortalık Net Kar	4.875	6.849	12.683	17.029	22.624	28.549	35.949	45.432	57.404
Pay Başına Kazanç	14,1	20,1	37,2	50,0	66,4	83,7	105,4	133,3	168,4
Pay Başına Temettü	8,07	5,73	7,68	13,68	17,63	22,44	27,08	32,54	39,16
Büyüme Oranları	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Satışlar	2%	23%	28%	25%	23%	22%	22%	21%	22%
FAVÖK	-10%	2%	41%	31%	21%	21%	21%	21%	22%
Net Kar	-50%	41%	85%	34%	33%	26%	26%	26%	26%
Bilanço (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Nakit ve Nakit Benzerleri	27.460	28.863	43.145	58.125	69.764	85.015	97.674	105.799	114.079
Ticari Alacaklar	34.527	42.472	54.251	67.708	84.429	102.971	125.376	152.246	185.185
Stoklar	27.875	33.692	36.800	43.141	52.860	64.469	78.496	95.187	115.620
Maddi Duran Varlıklar	36.896	35.666	38.679	40.472	45.144	49.659	54.194	58.151	62.281
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.459	5.704	6.550	7.089	7.492	7.807	8.072	8.205	8.325
Diğer Varlıklar	20.181	27.356	32.443	37.632	43.790	50.685	58.256	66.312	75.142
Toplam Varlıklar	149.398	173.752	211.868	254.167	303.479	360.606	422.066	485.899	560.632
Finansal Borçlar	67.530	81.557	101.061	121.368	142.613	165.360	189.963	214.492	242.062
Ticari Borçlar	16.730	19.203	24.040	29.681	36.429	44.502	54.269	65.908	80.165
Diğer Yükümlülükler	11.115	13.812	16.921	20.299	24.165	28.524	33.384	38.738	44.603
Toplam Yükümlülükler	95.375	114.572	142.023	171.348	203.206	238.386	277.616	319.138	366.829
Azınlık Payları	3.031	3.320	3.492	3.893	4.713	5.255	5.489	5.837	6.395
Özkaynaklar	50.992	55.860	66.353	78.927	95.560	116.965	138.962	160.924	187.407
Net Borç / (Nakit)	36.587	48.340	52.582	56.844	65.231	71.353	81.766	96.483	113.924
Nakit Akış Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Vergi Öncesi Kar	6.679	9.891	18.317	24.595	32.674	41.231	51.918	65.614	82.905
Amortisman	2.452	2.578	2.818	2.963	3.280	3.581	3.880	4.135	4.399
İşletme Sermayesi Δ	14.963	11.288	10.050	14.158	19.692	22.078	26.665	31.922	39.115
Vergiler	-1.473	-2.473	-4.579	-6.149	-8.169	-10.308	-12.980	-16.404	-20.726
Yatırım Harcamaları	-1.577	-1.934	-2.470	-3.083	-3.777	-4.607	-5.609	-6.811	-8.285
Temettü Ödemeleri	2.980	2.117	2.837	5.052	6.510	8.287	10.001	12.018	14.461
Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Borçlanma Δ	4.689	14.027	19.504	20.307	21.244	22.747	24.603	24.529	27.570
Toplam Nakit Giriş/Çıkış	-35.688	-34.092	-32.196	-42.863	-59.816	-67.758	-85.820	-106.878	-131.159
Sene İçinde Nakit Oluşumu	-6.975	1.403	14.282	14.980	11.639	15.251	12.659	8.125	8.280
Serbest Nakit Akımı	-1.645	1.594	8.225	9.784	9.265	12.811	15.339	18.908	22.642
Finansal Göstergeler	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Özsermaye Karlılığı	9,6%	12,3%	19,1%	21,6%	23,7%	24,4%	25,9%	28,2%	30,6%
FAVÖK Marjı	16,5%	13,7%	15,2%	15,9%	15,8%	15,7%	15,5%	15,5%	15,5%
Net Kar Marjı	4,4%	5,0%	7,2%	7,8%	8,4%	8,7%	9,0%	9,4%	9,8%
Net Borç/Özsermaye (x)	0,7	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Net Borç/FAVÖK (x)	2,0	2,6	2,0	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2
KV Borçlar / Toplam Borçlar	32%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Özkaynaklar / Toplam Varlıklar	34%	32%	31%	31%	31%	32%	33%	33%	33%
Cari Oran (x)	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7
Nakit Temettü Ödemesi	30,8%	43,4%	41,4%	39,8%	38,2%	36,6%	35,0%	33,4%	31,8%

Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.