

## Cazip Değerleme ile İşlem Görüyor

1 Ekim 2025

**İkinci Çeyrek Sonuçları Güncellemesi:** 2Ç25'te şirketin FAVÖK'ü yıllık bazda %14,9 azalırken, FAVÖK marjı %14,6 (yıllık: -455bp) olarak gerçekleşmiştir. Bu düşüşün bir kısmının geçen yılki yüksek bazdan ve azalan TL/enflasyon korrelasyonundan kaynaklandığına dikkat çekmek gerekir. Net kar, temel olarak daha düşük parasal kazançlar ve TL'nin USE ve EUR'ya karşı değer kaybı nedeniyle yıllık bazda %58 azalmıştır. Diğer yandan, Şirketin net döviz kısa pozisyonu çeyreklik bazda %87, net borcu ise yıllık bazda %80 artış göstermiştir. Net Borç/FAVÖK bir önceki yılın aynı dönemi 1,1x'ten 2,2x'e yükselerek düşük seviyede kalmıştır. Bu rakamlardaki artışın nedeni, Şirketin hammadde (özellikle kakao) stoklaması sonucu stok devir hızının çeyreklik bazda 30 gün ve yıl başından bu yana %88 artması nedeniyle stratejik bir karar alınmasıdır.

**Görünüm ve Beklentiler:** Şirket, enflasyona göre ayarlanmış %3'lük satış geliri büyümesi (+/-100bp) ve FAVÖK marjının geçen yıla göre 100bp'lık azalışla %17,5 (+/- %0,5) olmasını öngörmektedir.

**Tahminlerimiz ve Finansal Analiz:** 2025 yılı tahminlerimizi koruyor ve tahminlerimizin şirket beklentilerinden daha muhafazakar olduğuna dikkat çekiyoruz. Görüşümüze göre, Şirketin bu yılki gelir artışı beklentisini aşma ihtimali yüksekken, FAVÖK marjı tahminimiz beklentilerin alt sınırında yer almaktadır. Ayrıca, işletme sermayesi tahminlerimiz aracılığıyla serbest nakit üretimi konusunda da muhafazakar bir yaklaşım sergiliyoruz. Tüm kakao ve yağ maliyetlerinin 2025 yılı için hedge edildiğini hatırlatmakta fayda görüyoruz. Şirketin, güçlendirilmiş stoklarını karlı satışlara dönüştürebileceğini, 2Y25'te güçlü nakit akışı üretebileceğini ve FAVÖK'te de kademeli iyileşme sağlanabileceğine inanıyoruz. Önümüzdeki dönem için, modelimizde %15,5'lik sürdürülebilir FAVÖK marjı varsayıyor ve potansiyel artırımlar için alan bırakıyoruz.

**Gerçeğe uygun değer tahmini, hisse başına 161 TL'den 180 TL'ye yükseltilmiş, %69'luk bir artış potansiyeli olduğunu göstermektedir.** Hisse, 2025T için 3,9x FD/FAVÖK ve 5,1x F/K ile makul seviyelerde işlem görmektedir. Önümüzdeki birkaç yıl içinde, şirketin yüksek tek haneli enflasyon varsayımıyla orta %20'lerde özvarlık karlılığı elde edebileceğini düşünüyoruz. 2Y25'te FAVÖK ve nakit akışında beklenen iyileşmenin, son 1 yıllık yaklaşık %30'luk düşük performansın ardından hisse için orta vadeli bir katalizör olabileceğini düşünüyoruz. Bu raporla birlikte, tavsiyemiz "Endekse Paralel Getiri"den "Endeksin Üzerinde Getiri"ye yükseltiyoruz.

| milyon TL           | 2023   | 2024   | 2025T   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|---------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| Net Satışlar        | 80,616 | 84,098 | 111,847 | 139,585 | 177,783 | 221,602 |
| FAVÖK               | 15,305 | 15,596 | 18,966  | 22,385  | 28,221  | 35,208  |
| Net Kar             | 3,454  | 6,791  | 6,481   | 9,057   | 12,923  | 16,090  |
| Brüt Kar Marjı      | 27.3%  | 29.8%  | 28.1%   | 27.3%   | 27.2%   | 27.3%   |
| FAVÖK Marjı         | 19.0%  | 18.5%  | 17.0%   | 16.0%   | 15.9%   | 15.9%   |
| Net Kar Marjı       | 4.3%   | 8.1%   | 5.8%    | 6.5%    | 7.3%    | 7.3%    |
| F/K (x)             | 11.1   | 5.3    | 6.1     | 4.3     | 3.0     | 2.4     |
| PD/DD (x)           | 1.4    | 0.9    | 1.0     | 0.8     | 0.7     | 0.5     |
| FD/FAVÖK (x)        | 3.9    | 3.7    | 4.2     | 4.1     | 3.8     | 3.5     |
| FD/Satışlar (x)     | 0.7    | 0.7    | 0.7     | 0.7     | 0.6     | 0.6     |
| Özsermaye Karlılığı | 13.3%  | 18.6%  | 16.3%   | 19.0%   | 21.8%   | 22.0%   |
| Nakit Akış Verimi   | 18.4%  | 0.9%   | 15.1%   | 17.5%   | 16.1%   | 22.9%   |
| Temettü Verimi      | 0.4%   | 8.4%   | 8.7%    | 3.3%    | 4.6%    | 6.6%    |

## ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ



## Şirket Raporu

## Hisse Bilgileri

|                                   |                     |
|-----------------------------------|---------------------|
| Sektör                            | GIDA                |
| Bloomberg / Reuters Kodu          | ULKER.TI / ULKER.IS |
| Fiyat (TL/hisse)                  | 105,40              |
| Hedef Fiyat (TL/hisse)            | 180,00              |
| Potansiyel Getiri (%)             | 71%                 |
| 52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)    | 92,36-131,14        |
| Piyasa Değeri (milyon TL)         | 38.922              |
| Firma Değeri (milyon TL)          | 76.812              |
| Fili Dolanım PD (milyon TL)       | 15.179              |
| Ödenmiş Sermaye (milyon TL)       | 369                 |
| Dolaşımdaki Paylar                | %39                 |
| Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %) |                     |
| En Son                            | %13,72              |
| 3 Ay Önce                         | %10,94              |

| İşlem Hacmi                  | 1H            | 1A            | 3A            | 1Y           |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Ortalama İşlem Miktarı (000) | 5.054         | 6.367         | 7.225         | 8.113        |
| Ortalama İşlem Hacmi (000TL) | 551.242       | 685.400       | 801.641       | 884.542      |
| Fiyat Aralığı (TL/hisse)     | 105,40-111,20 | 101,90-114,60 | 100,90-121,00 | 92,36-133,08 |

| Hisse Performansı              | 1A  | 3A   | 6A   | 12A  |
|--------------------------------|-----|------|------|------|
| Nominal Getiri                 | -%7 | %4   | -%6  | -%21 |
| BİST-100'e Göre Rölatif Getiri | -%5 | -%11 | -%17 | -%30 |

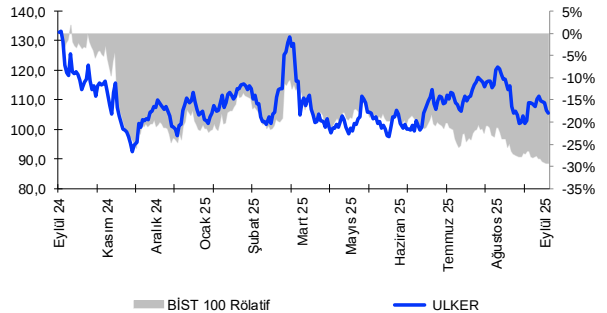
| Ortaklık Yapısı      | Sermayedeki Payı (%) |
|----------------------|----------------------|
| PLADIS FOODS LIMITED | 47,23                |
| Diğer                | 52,77                |

## Şirket Özeti

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

## Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



\* 29/09/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Ali Kerim Akkoyunlu

Araştırma Direktörü

aakkoyunlu@gedik.com

+90 216 453 00 00

## İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

| İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi (milyon TL) | 2025T         | 2026T         | 2027T         | 2028T         | 2029T         | 2030T         | 2031T         | 2032T         | 2033T         |
|---------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Net Satışlar                                | 111,847       | 139,585       | 177,783       | 221,602       | 271,664       | 330,435       | 399,872       | 481,528       | 578,732       |
| Büyüme %                                    | 33%           | 25%           | 27%           | 25%           | 23%           | 22%           | 21%           | 20%           | 20%           |
| FAVÖK                                       | 18,966        | 22,385        | 28,221        | 35,208        | 42,867        | 51,769        | 62,192        | 74,790        | 89,871        |
| Büyüme %                                    | 22%           | 18%           | 26%           | 25%           | 22%           | 21%           | 20%           | 20%           | 20%           |
| FAVÖK Marjı                                 | 17.0%         | 16.0%         | 15.9%         | 15.9%         | 15.8%         | 15.7%         | 15.6%         | 15.5%         | 15.5%         |
| FVÖK                                        | 16,643        | 19,392        | 24,402        | 30,615        | 37,474        | 45,525        | 55,019        | 66,688        | 80,737        |
| Borçsuz Vergi                               | -3,787        | -4,413        | -5,552        | -6,966        | -8,527        | -10,359       | -12,519       | -15,174       | -18,371       |
| Efektif Vergi Oranı                         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>VSNFK</b>                                | <b>12,856</b> | <b>14,980</b> | <b>18,850</b> | <b>23,649</b> | <b>28,947</b> | <b>35,166</b> | <b>42,500</b> | <b>51,514</b> | <b>62,366</b> |
| VSNFK Marjı                                 | 11.5%         | 10.7%         | 10.6%         | 10.7%         | 10.7%         | 10.6%         | 10.6%         | 10.7%         | 10.8%         |
| Yatırım Harcamaları                         | -3,355        | -4,188        | -5,334        | -6,648        | -8,150        | -9,913        | -11,996       | -14,446       | -17,362       |
| Amortisman                                  | 2,322         | 2,993         | 3,819         | 4,593         | 5,393         | 6,244         | 7,173         | 8,102         | 9,134         |
| NİS Değişimi                                | 5,878         | 6,904         | 10,994        | 12,575        | 14,354        | 16,836        | 19,878        | 23,341        | 27,771        |
| <b>Serbest Nakit Akımı</b>                  | <b>5,945</b>  | <b>6,882</b>  | <b>6,341</b>  | <b>9,019</b>  | <b>11,836</b> | <b>14,661</b> | <b>17,799</b> | <b>21,829</b> | <b>26,367</b> |
| AOSM                                        | 39%           | 31%           | 25%           | 22%           | 20%           | 19%           | 20%           | 20%           | 20%           |
| İndirgeme Faktörü                           | 0.72          | 0.55          | 0.44          | 0.36          | 0.30          | 0.25          | 0.21          | 0.17          | 0.15          |
| <b>İNA</b>                                  | <b>4,282</b>  | <b>3,787</b>  | <b>2,789</b>  | <b>3,247</b>  | <b>3,553</b>  | <b>3,705</b>  | <b>3,743</b>  | <b>3,816</b>  | <b>3,828</b>  |

|                               |         |
|-------------------------------|---------|
| <b>Toplam İNA</b>             | 36,490  |
| Terminal Büyüme Oranı         | 5.0%    |
| Terminal Değer                | 209,319 |
| <b>Şimdiki Terminal Değer</b> | 42,660  |
| Finansal Varlıklar (Godiva)   | 4,148   |
| Azınlık Payları               | 2,559   |
| <b>Firma Değeri</b>           | 85,858  |
| Net Borç (Nakit)              | 24,205  |
| <b>Şimdiki Değer</b>          | 61,653  |
| Hisse Başı Şimdiki Değer      | 180.27  |
| Hisse Fiyatı                  | 105.4   |
| Getiri Potansiyeli            | 71%     |

|                                              |      |
|----------------------------------------------|------|
| 2020T'deki Zımni Adil Değerli F/K Oranı      | 10.4 |
| 2020T'deki Zımni Adil Değerli FD/FAVÖK Oranı | 7.2  |
| 2021T'deki Zımni Adil Değerli F/K Oranı      | 7.4  |
| 2021T'deki Zımni Adil Değerli FD/FAVÖK Oranı | 7.1  |

Kaynak: Gedik Yatırım Tahminleri, Rasyonet

| Gelir Tablosu (milyon TL)         | 2023    | 2024T   | 2025T   | 2026T    | 2027T    | 2028T    | 2029T    |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| Net Satışlar                      | 80,616  | 84,098  | 111,847 | 139,585  | 177,783  | 221,602  | 271,664  |
| Yurt İçi                          | 92,193  | 76,190  | 82,507  | 102,844  | 131,950  | 166,161  | 206,517  |
| Yurt Dışı                         | 15,976  | 15,607  | 29,340  | 36,740   | 45,834   | 55,440   | 65,147   |
| Satışların Maliyeti               | -57,260 | -59,032 | -80,418 | -101,478 | -129,515 | -161,215 | -197,635 |
| Brüt Kar                          | 23,356  | 25,066  | 31,429  | 38,107   | 48,268   | 60,386   | 74,028   |
| Faaliyet Giderleri                | -12,036 | -11,794 | -14,786 | -18,714  | -23,866  | -29,771  | -36,554  |
| Faaliyet Geliri                   | 11,319  | 13,272  | 16,643  | 19,392   | 24,402   | 30,615   | 37,474   |
| FAVÖK                             | 15,305  | 15,596  | 18,966  | 22,385   | 28,221   | 35,208   | 42,867   |
| Diğer Faaliyet Dışı Gelirler      | 3,964   | 2,078   | 2,091   | 2,288    | 2,551    | 2,935    | 3,319    |
| Diğer Faaliyet Dışı Giderler      | -1,688  | -1,575  | -1,139  | -1,295   | -1,496   | -1,760   | -2,039   |
| Diğer Faaliyet Dışı Gelirler, Net | 2,276   | 503     | 951     | 993      | 1,055    | 1,175    | 1,280    |
| Finansal Gelir, Net               | -15,435 | -7,025  | -9,458  | -7,729   | -6,816   | -8,244   | -7,436   |
| Parasal Kazanç/Kayıp              | 6,461   | 3,712   | 2,057   | 1,284    | 905      | 660      | 529      |
| Vergi Gideri                      | -800    | -2,949  | -2,112  | -2,951   | -4,211   | -5,243   | -6,958   |
| Net Kar                           | 3,821   | 7,513   | 7,170   | 10,019   | 14,296   | 17,800   | 23,620   |
| Azınlık Payları                   | 367     | 722     | 689     | 963      | 1,374    | 1,710    | 2,269    |
| Ana Ortalık Net Kar               | 3,454   | 6,791   | 6,481   | 9,057    | 12,923   | 16,090   | 21,350   |
| Pay Başına Kazanç                 | 10      | 20      | 19      | 27       | 39       | 48       | 64       |
| Pay Başına Temettü                | 0.4     | 7.5     | 9.3     | 3.5      | 4.9      | 7.0      | 8.7      |

| Büyüme Oranları | 2023  | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Satışlar        | 55%   | 4%    | 33%   | 25%   | 27%   | 25%   | 23%   |
| FAVÖK           | 128%  | 2%    | 22%   | 18%   | 26%   | 25%   | 22%   |
| Net Kar         | -187% | 97%   | -5%   | 40%   | 43%   | 25%   | 33%   |

| Bilanço (milyon TL)           | 2023   | 2024T   | 2025T   | 2026T   | 2027T   | 2028T   | 2029T   |
|-------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri     | 16,831 | 28,955  | 32,694  | 27,515  | 31,059  | 37,171  | 46,853  |
| Ticari Alacaklar              | 17,422 | 24,103  | 30,643  | 38,242  | 48,708  | 60,713  | 74,428  |
| Stoklar                       | 12,115 | 13,021  | 17,626  | 20,852  | 26,613  | 33,126  | 40,610  |
| Maddi Duran Varlıklar         | 23,497 | 25,597  | 32,649  | 42,082  | 53,690  | 64,573  | 75,819  |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 2,050  | 1,867   | 2,381   | 3,069   | 3,916   | 4,710   | 5,530   |
| Diğer Varlıklar               | 17,008 | 20,140  | 24,200  | 30,516  | 37,743  | 45,262  | 53,478  |
| Toplam Varlıklar              | 88,922 | 113,684 | 140,194 | 162,275 | 201,729 | 245,556 | 296,720 |
| Finansal Borçlar              | 44,127 | 52,840  | 74,139  | 81,557  | 101,061 | 121,368 | 142,613 |
| Ticari Borçlar                | 11,023 | 11,302  | 15,017  | 18,938  | 24,171  | 30,115  | 36,960  |
| Diğer Yükümlülükler           | 5,182  | 10,484  | 8,125   | 10,159  | 12,446  | 14,932  | 17,776  |
| Toplam Yükümlülükler          | 60,333 | 74,626  | 97,280  | 110,654 | 137,678 | 166,415 | 197,349 |
| Azınlık Payları               | 2,643  | 2,559   | 2,780   | 3,342   | 4,148   | 5,127   | 6,441   |
| Özkaynaklar                   | 25,947 | 34,431  | 39,647  | 47,670  | 59,157  | 73,119  | 91,864  |
| Net Borç / (Nakit)            | 23,554 | 24,805  | 40,765  | 53,193  | 68,962  | 82,949  | 94,273  |

| Nakit Akış Tablosu (milyon TL) | 2023    | 2024T   | 2025T   | 2026T   | 2027T   | 2028T   | 2029T   |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Vergi Oncesi Kar               | 4,621   | 10,462  | 9,242   | 12,947  | 18,491  | 23,031  | 30,567  |
| Amortisman                     | 1,710   | 1,821   | 2,322   | 2,993   | 3,819   | 4,593   | 5,393   |
| İşletme Sermayesi Δ            | 4,680   | 8,860   | 5,878   | 6,904   | 10,994  | 12,575  | 14,354  |
| Vergiler                       | -800    | -2,949  | -2,112  | -2,951  | -4,211  | -5,243  | -6,958  |
| Yatırım Harcamaları            | -1,604  | -2,549  | -3,355  | -4,188  | -5,334  | -6,648  | -8,150  |
| Temettü Ödemeleri              | 135     | 2,760   | 3,436   | 1,296   | 1,811   | 2,585   | 3,218   |
| Sermaye Artırımı               | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Borçlanma Δ                    | 4,992   | 8,714   | 21,298  | 7,418   | 19,504  | 20,307  | 21,244  |
| Toplam Nakit Giriş/Çıkış       | -12,152 | -14,993 | -32,971 | -29,599 | -41,530 | -45,087 | -49,987 |
| Sene İçinde Nakit Oluşumu      | 1,581   | 12,125  | 3,739   | -5,180  | 3,545   | 6,112   | 9,682   |
| Serbest Nakit Akımı            | 6,666   | 304     | 5,945   | 6,882   | 6,341   | 9,019   | 11,836  |

| Finansal Göstergeler           | 2023  | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Özsermaye Karlılığı            | 13.3% | 19.7% | 16.3% | 19.0% | 21.8% | 22.0% | 23.2% |
| FAVÖK Marjı                    | 19.0% | 18.5% | 17.0% | 16.0% | 15.9% | 15.9% | 15.8% |
| Net Kar Marjı                  | 4.3%  | 8.1%  | 5.8%  | 6.5%  | 7.3%  | 7.3%  | 7.9%  |
| Net Borç/Özsermaye (x)         | 0.9   | 0.7   | 1.0   | 1.1   | 1.2   | 1.1   | 1.0   |
| Net Borç/FAVÖK (x)             | 1.5   | 1.6   | 2.1   | 2.4   | 2.4   | 2.4   | 2.2   |
| KV Borçlar / Toplam Borçlar    | 20%   | 33%   | 36%   | 33%   | 33%   | 33%   | 33%   |
| Özkaynaklar / Toplam Varlıklar | 29%   | 30%   | 28%   | 29%   | 29%   | 30%   | 31%   |
| Cari Oran (x)                  | 2.4   | 2.3   | 2.0   | 2.0   | 2.0   | 2.0   | 2.0   |
| Nakit Temettü Ödemesi          | -3%   | 79.9% | 50.6% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |

Kaynak: Gedik Yatırım Tahminleri, Rasyonet

**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.