

19 Ağustos 2025

Ülker Bisküvi

AL

Kapanış (TL)	116,40	Hedef fiyat (TL)	170,00		
Piyasa değeri (TL / US\$ mn)	42.984 / 1.053	12 aylık getiri / görece getiri (%)	-20 / -28		
Endeks	BIST-30	Pazar	Yıldız		
(TL mn)	2Ç24	2Ç25	y/y Δ	Konsensüs	Gerçek / Kons.
Net satışlar	20.675	23.057	%12	23.055	%0
FAVÖK	3.964	3.372	%-15	3.404	%-1
FAVÖK marjı	%19,2	%14,6	-460 bp	%14,8	-20 bp
Net Kar	1.702	722	%-58	494	%46

2Ç25 Bilanço Değerlendirmesi

Beklentilerin üzerinde kâr - Ülker Bisküvi, 2Ç25'te 722 milyon TL net kâr açıkladı. Yıllık bazda %58 düşüşe rağmen, piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde gerçekleşti. Gelirler ve FAVÖK marjı ise beklentilerle uyumlu seyretti.

Güçlü gelir - Ülker, 2Ç25'te yıllık bazda %11,5 gelir artışı kaydetti. Hem hacim hem fiyat artışı gelir büyümesini destekledi. Toplam hacim yıllık bazda %5,5 artışla 161 bin tona yükseldi. Türkiye'de hacim %5,6, yurt dışında %5,2 arttı. Yurtiçi gelirler %10,9, uluslararası gelirler ise %13,0 büyüdü. Ortalama fiyatlar Türkiye'de %5,0, yurt dışında %7,4 arttı. Türkiye toplam gelirlerin %70'ini oluşturdu.

Düşük kârlılık - Brüt kâr marjı, yüksek hammadde maliyetleri nedeniyle yıllık bazda 340 baz puan daralarak %27,2'ye geriledi. Operasyonel giderler yıllık bazda 100 baz puan arttı. Personel giderleri yıllık 120 baz puan artışla gelirlerin %3,0'üne, pazarlama giderleri ise 80 baz puan artışla gelirlerin %11,5'ine yükseldi. FAVÖK marjı Türkiye'de yıllık bazda 300 baz puan düşüşle %16,1'e, yurt dışında ise 820 baz puan düşüşle %11,1'e indi. Konsolide FAVÖK marjı böylece yıllık bazda 460 baz puan daralarak %14,6 oldu.

Yükselen borçluluk - Net borç, 2024 yıl sonundaki 25,3 milyar TL'den 37,9 milyar TL'ye yükseldi. Yönetim, kısıt bazlı net borcun FAVÖK'e oranının 2024 yıl sonundaki 1,08x'ten 1,24x'e çıktığını belirtti.

Genel görüşümüz - Türkiye ve yurt dışı operasyonlarda güçlü hacim artışı ve fiyatlamalar gelirleri destekledi. Ancak, yüksek hammadde maliyetleri ve operasyonel giderlerdeki enflasyonist baskılar kârlılığı ciddi şekilde aşağı çekti. 2Ç24'te Türkiye ve uluslararası operasyonlarda FAVÖK marjı yaklaşık %19 seviyesindeyken, 2Ç25'te Türkiye'de %16'ya, yurt dışında ise %11'e geriledi. Operasyon dışı giderler yıllık bazda 770 milyon TL arttı ve net kârı olumsuz etkiledi. Net borç 2024 yıl sonuna göre %50 yükseldi. Tahminlerimizde değişiklik yapmıyoruz; Ülker için AL tavsiyemizi ve 12 aylık 170 TL hedef fiyatımızı koruyoruz.

Değerleme - Hisse son bir yılda %20 düştü ve BIST-100 endeksine görece %28 daha zayıf bir performans gösterdi. 2025 tahminlerimize göre hisse 5,6x F/K ve 4,1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor.

Araştırma

yatirimarastirma@icbcyatirim.com.tr
+90-212-276-2727

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti SPK tarafından yayımlanan tebliğ çerçevesinde, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşterileri arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde sunulur. Burada ulaşılan sonuçlar, tercih edilen hesaplama yöntemi ve veya yorum tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca burada yer alan bilgiler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir.