Analist Toplantı Notu

Ülker Bisküvi <ULKER>

Gıda

Ülker Bisküvi (ULKER), TMS 29 dahil finansallarda 2026 yılının üçüncü çeyreğinde beklentilerin hafif üstünde 28,9 milyar TL ciro, beklentilerin hafif üstünde 2,4 milyar TL FAVÖK, 125 milyon TL kar olan beklentilerin altında 546 milyon TL zarar açıkladı. Açıklanan finansallar geçen yılın aynı dönemi ile karşılaştırıldığında ciro %12, FAVÖK %59 geriledi. 3Ç25'te net kar 1,4 milyar TL açıklanmıştı. Dokuz aylık dönemler karşılaştırıldığında 9A26'da 9A25'e göre ciro %9, FAVÖK %40, net kar %55 geriledi. TMS 29 hariç finansallarda ise üçüncü çeyrekte ciro 29,1 milyar TL, FAVÖK 3,3 milyar TL net kar 584 milyon TL; 9A26'da ciro 89,4 milyar TL, FAVÖK 13,0 milyar TL net kar 4,0 milyar TL açıklandı.

Operasyonel sonuçlarda satış hacminin korunmasına rağmen fiyatlama ve marj tarafındaki baskı belirginleşti. Konsolide satış hacmi üçüncü çeyrekte yıllık %0,3 artışla 174,1 bin tona yükseldi. 2025'in ikinci yarısından itibaren kakao fiyatlarında yaşanan döngüsel hareketler ve yıl sonu enflasyon beklentilerindeki yukarı yönlü revizyonlar, şirketin FAVÖK marjı üzerinde baskı yarattı. Enflasyon muhasebesi etkisinin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi, kakao stoklarının tüketim zamanlaması ve 2026'ya taşınan maliyet bazının yanı sıra Türkiye ve uluslararası pazarlarda artan rekabet, yoğun promosyon faaliyetleri ve fiyat hassasiyeti operasyonel karlılığı olumsuz etkiledi. Gerileyen kakao fiyatlarına rağmen sınırlı fiyatlama esnekliği, maliyet baskılarının fiyat artışlarıyla telafi edilmesini zorlaştırdı. 2026 yılında TMS 29 kaynaklı FAVÖK etkisinin ilk çeyrekte 4,0 puan, ikinci çeyrekte 1,9 puan ve üçüncü çeyrekte 3,2 puan olması bekleniyordu. Düzeltme öncesi %14,5 olan FAVÖK marjı düzeltme sonrası %11,6'ya geriledi. 9A26'da Orta Asya'da ciro büyümesi %2, FAVÖK büyümesi ise %117 geriledi. Promosyon satış payı tuzlu bisküvide 7,4 puan artışla %28,4'e, tatlı bisküvide 7,8 puan artışla %38'e, keklerde 7,6 puan artışla %32,6'ya, çikolata kaplı ürünlerde 4,5 puan artışla %39,6'ya, tablet çikolatada 3,4 puan artışla %46,9'a, barlarda %33,6'dan %38,0'e yükseldi. **Şirketin Türkiye'deki rekabetçi konumu güçlü kalmaya devam etti.** Dokuz aylık dönemde Ülker'in Türkiye atıştırmalık pazarındaki hacim payı %34 seviyesinde bulunurken şirket pazar payını artırdı. Yeni ürün lansmanlarının atıştırmalık cirosuna katkısı Türkiye'de %10, uluslararası operasyonlarda %6 ve konsolide bazda %9 seviyesine ulaştı.

3Ç26'da atıştırmalık satış hacmi, ihracat, uluslararası operasyonlar ve yeni ürün lansmanlarının desteğiyle yıllık bazda %1,2 arttı ve 155.000 tona yükseldi. Bunun %59'unu bisküvi, %31'ini çikolata, %10'unu kek oluşturdu. Atıştırmalık cirosu ise Türkiye'de zayıflayan talep, yüksek baz etkisi, MENA bölgesinde devam eden savaş koşulları ve uluslararası operasyonlarda kur değişimi ile enflasyon arasındaki zayıf ilişki nedeniyle %10,6 azalarak 28,0 milyar TL'ye geriledi. 9A26'da toplam cironun %30'u uluslararası operasyonlardan geldi. Uluslararası operasyonlardaki ciro 9A25'e göre %6 geriledi.

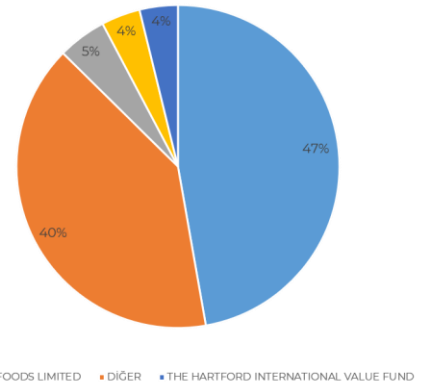
Şirket, sonuçlarla birlikte 2026 yılı beklentilerini aşağı yönlü revize etti. Daha önce düşük tek haneli reel daralma öngörülen net satışlarda, beklenti tek haneli daralmaya çekilirken, %13,5 ±1,5 puan olan FAVÖK marjı hedefi %9–11 aralığına indirildi. Revizyonda yüksek enflasyon beklentisi, Türkiye ve uluslararası pazarlardaki artan rekabet ve promosyonlar, kakao fiyatlarındaki düşüş nedeniyle fiyatlama esnekliğinin azalması, kakao stoklarının TMS 29 etkisi, MENA bölgesindeki jeopolitik koşullar ve Orta Asya'daki kur oynaklığı belirleyici oldu. Yapılan revizyon, operasyonel performans üzerinde baskı oluşturan koşulların önceki öngörülere kıyasla daha belirgin hale geldiğini gösteriyor.

2026 Beklentiler		
	Önceki Beklenti	Revize Beklenti
Net Satışlar Değişimi	Düşük tek haneli daralma	Tek haneli daralma
FAVÖK Marjı	%13,5 (+/-1,5 puan)	%9 - 11

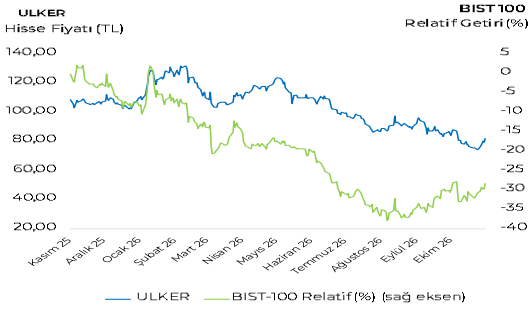
Genel olarak TMS 29 etkisi hariç sonuçların daha iyi bir tablo ortaya koymasına rağmen çekirdek karlılıkta da yıllık daralma devam ediyor. 3Ç26 sonuçlarını **negatif** olarak değerlendiriyoruz.

Şirket 2026T beklentilerimize göre 4,6x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

Hisse Kodu	**ULKER**
Şirket Pazarı	Yıldız Pazar
Hisse Fiyatı (TL)	82,15
S1Y En Yüksek	134,76
S1Y En Düşük	72,95
Hisse Adedi (mn)	369
HAO	44%
Piyasa Değeri (TL mn)	30.336
Piyasa Değeri (USD mn)	607
Finansal Borç (TL mn)	66.665
Finansal Borç (USD mn)	1.363
3A OİH (USD mn)	9,43
3A OİH/HA Piyasa Değ.	3,53%
F/K	
Güncel	18,67
6 Aylık Ortalama	12,30
1 Yıllık Ortalama	10,45
PD/DD	
Güncel	0,57
6 Aylık Ortalama	0,97
1 Yıllık Ortalama	1,05



ULKER (mn TL)	2025	9A25	9A26
Net Satışlar	139.117	104.987	95.748
FAVÖK	22.894	18.659	11.147
Net Kar	6.060	5.959	2.709
Özkaynaklar	53.832	52.089	53.528



Çekince Metni

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah., Ihlamur Blv., N3, Ağaoğlu My Newwork, Ataşehir/İstanbul
Mersis No:0478003678700011, Tel: 444 46 36, Web: www.infoyatirim.com
arastirma@infoyatirim.com.tr

Çekince: Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. 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. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.