

**Ülker Bisküvi / ULKER – 3Ç25 BİLANÇO ANALİZ**

## Çeyreklik güçlü performans!

Ülker Bisküvi (ULKER) 2025 yılı 3.çeyrek döneminde 1.067 milyon TL net kar elde etti. Net kar yıllık bazda %70 artış gösterirken, bir önceki çeyreğe göre %38 arttı. Net kar marjı yıllık bazda 1.6 puan artış göstererek %4.2 seviyesinde gerçekleşti. Ciroda yaşanan reel artışla birlikte brüt kar geçen yılın aynı dönemine göre %13 yükseldi. Operasyonel giderlerde artış yaşansa da net diğer faaliyet karının katkısıyla faaliyet karı %26 artarak 4.087 milyon TL oldu. Diğer kalemlerde ise net yatırım geliri sınırlı düşüş gösterdi ancak pozitif katkısı devam etti. Net finansman giderindeki artış ve vergi yükümlülüğü ise net kar üzerinde baskı yaratan unsurlar oldu.

### Olumlu Gelişmeler

- **Ciroda reel büyüme:** Şirket 3Ç25 döneminde yıllık bazda %5 artışla 25.411 milyon TL satış geliri elde etti (3Ç24: 24.254 milyon TL).
- **Esas faaliyet kalemleri pozitif:** Şirketin esas faaliyetleri geçen yılın üzerinde seyretti. Ciro artışıyla brüt kar %13 yükseldi. Operasyonel gider artsa da net diğer faaliyet karının katkısıyla faaliyet kar marjında %20'lik artış görüldü.
- **Devam eden yatırım gelirleri:** Net yatırım geliri 3Ç25 döneminde 2.585 milyon TL oldu (3Ç24: 2.645 milyon TL).
- **Net parasal kazanç:** Şirketin net parasal pozisyon kazancı karlılığa pozitif etki etmeye devam ediyor. 3Ç25 döneminde 765,2 milyon TL kazanç sağlandı (3Ç24: 840,0 milyon TL).
- **Net borçta gerileme:** Şirketin net borcu 2025 eylül ayı itibariyle bir önceki çeyreğe göre %5 azalarak 38.897 milyon TL oldu. Net borç/FAVÖK rasyosu ise 2,5x seviyesinde bulunuyor.

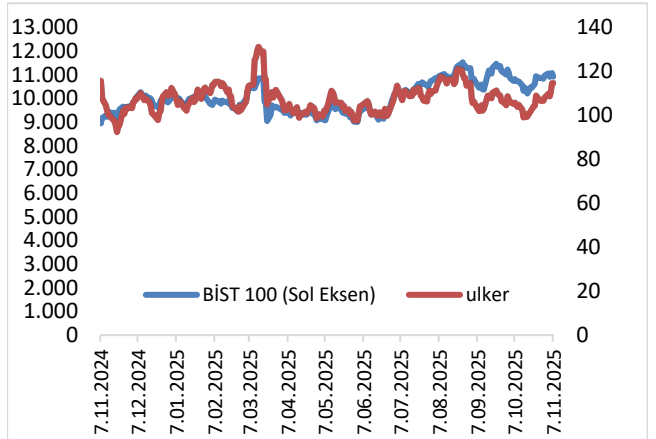
### Olumsuz Gelişmeler

- **Net finansman gideri artıyor:** Şirketin bu dönemde net finansman gideri 5.539 milyon TL oldu (3Ç24: 5.069 milyon TL).
- **Şirketin nakit değerleri azaldı:** Şirketin nakit değerleri 2024 yıl sonuna göre 3.428 milyon TL azalarak 29.570 milyon TL oldu. İşletme faaliyetlerinden 2.366 milyon TL nakit çıkışı sağlandı. Yatırım faaliyetlerinden 2.739 milyon TL nakit girişi olurken finansman faaliyetlerinden 2.183 milyon TL nakit çıkışı oldu.

## SINIRLI POZİTİF

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| Hedef Fiyat, TL             | 240 TL    |
| Güncel Fiyat, TL            | 114,60 TL |
| Getiri Potansiyeli %        | 110       |
| Bugünkü Sermaye (bin TL)    | 369.276   |
| Halka Açık Sermaye (bin TL) | 144.018   |
| Halka Açıklık Oranı         | %39       |
| <b>Piyasa Çarpanları</b>    |           |
| F/K                         | 5,28      |
| PD/DD                       | 1,05      |
| FD/NS                       | 0,93      |

| Özet Gelir Tablosu (bin TL)        | 3Ç25       | 3Ç24       | Değ. (%) |
|------------------------------------|------------|------------|----------|
| Net Satışlar                       | 25.411.133 | 24.254.718 | 4,8      |
| Brüt satış karı                    | 7.430.013  | 6.572.637  | 13,0     |
| Faaliyet Giderleri                 | 3.547.556  | 3.210.646  | 10,5     |
| Finansal Gelir/Gider               | -5.539.003 | -5.069.505 | a.d.     |
| Esas Faaliyet Karı                 | 3.882.457  | 3.361.991  | 15,5     |
| Net parasal pozisyon kaybı/kazancı | 882.946    | 1.071.136  | -17,6    |
| FAVÖK                              | 4.587.446  | 3.946.781  | 16,2     |
| Ana Ortaklık Net Kar               | 1.067.466  | 627.122    | 70,2     |
| Oranlar                            | 3Ç25       | 3Ç24       | Fark     |
| Brüt Kar Marjı (%)                 | 29,24      | 27,10      | 2,1      |
| Esas Faa.Kar Marjı (%)             | 15,28      | 13,86      | 1,4      |
| FAVÖK Marjı (%)                    | 18,05      | 16,27      | 1,8      |
| Net Kar Marjı (%)                  | 4,20       | 2,59       | 1,6      |



**Değerlendirme & Hedef Fiyat**

Ülker Bisküvi (ULKER), 2025 yılı üçüncü çeyreğinde açıklamış olduğu finansallarda beklentilerin bir miktar üzerinde satış geliri ve net kar açıkladı. Piyasa beklentisi ortalama 25,1 milyar TL satış geliri ve 994,22 milyon TL net kar gelmesi yönündeydi. Çeyreksele rakamlara baktığımızda güçlü bir performans sergilediğini söylemek mümkün. Faaliyet kalemlerinde yıllık bazda pozitif ivme hakim. Marjlarda ise toparlanma sürüyor. Ancak 9 aylık rakamlarda karlılık üzerindeki baskı sürmeye devam ediyor. Bilançoda reel ciro artışını, faaliyet karındaki artışı, net borç pozisyonundaki gerilemeyi ve açıklanan net kar rakamını olumlu karşılıyoruz. Çeyreksele bazda bilançoda toparlanma devam ediyor. Buna karşın finansal gider baskının karlılık üzerinde önemli ölçüde baskı yaratmaya devam etmesi ve devam eden vergi yükümlülüğü, bilançoda negatif gördüğümüz unsurlar. Genel olarak şirketin açıklamış olduğu 3.çeyrek finansallarını sınırlı pozitif olarak değerlendiriyoruz. ULKER için İNA modelimize göre hesapladığımız hedef fiyatımızı 240 TL seviyesinde koruyoruz.

| Özet Gelir Tablosu (bin TL)        | 3Ç25       | 3Ç24       | Değ.(%) | 2Ç25       | Değ.(%) | 9A25        | 9A24        | Değ.(%) |
|------------------------------------|------------|------------|---------|------------|---------|-------------|-------------|---------|
| Net Satışlar                       | 25.411.133 | 24.254.718 | 4,8     | 24.788.022 | 2,5     | 80.925.915  | 77.330.367  | 4,6     |
| Brüt satış karı                    | 7.430.013  | 6.572.637  | 13,0    | 6.752.780  | 10,0    | 24.456.981  | 23.223.495  | 5,3     |
| Faaliyet Giderleri                 | 3.547.556  | 3.210.646  | 10,5    | 3.680.179  | -3,6    | 11.845.458  | 10.363.982  | 14,3    |
| Finansal Gelir/Gider               | -5.539.003 | -5.069.505 | a.d.    | 6.313.612  | a.d.    | -18.049.691 | -13.468.064 | a.d.    |
| Esas Faaliyet Karı                 | 3.882.457  | 3.361.991  | 15,5    | 3.072.601  | 26,4    | 12.611.523  | 12.859.513  | -1,9    |
| Net parasal pozisyon kaybı/kazancı | 882.946    | 1.071.136  | -17,6   | 861.720    | 2,5     | 2.451.658   | 4.150.778   | -40,9   |
| FAVÖK                              | 4.587.446  | 3.946.781  | 16,2    | 3.624.864  | 24,3    | 14.382.507  | 14.491.393  | -0,8    |
| Ana Ortaklık Net Kar               | 1.067.466  | 627.122    | 70,2    | 775.731    | 37,6    | 4.593.516   | 5.867.970   | -21,7   |

| Oranlar                | 3Ç25  | 3Ç24  | Fark | 2Ç25  | Fark | 9A25  | 9A24  | Fark |
|------------------------|-------|-------|------|-------|------|-------|-------|------|
| Brüt Kar Marjı (%)     | 29,24 | 27,10 | 2,1  | 27,24 | 2,0  | 30,22 | 30,03 | 0,2  |
| Esas Faa.Kar Marjı (%) | 15,28 | 13,86 | 1,4  | 12,40 | 2,9  | 15,58 | 16,63 | -1,0 |
| FAVÖK Marjı (%)        | 18,05 | 16,27 | 1,8  | 14,76 | 3,3  | 17,77 | 18,74 | -1,0 |
| Net Kar Marjı (%)      | 4,20  | 2,59  | 1,6  | 3,13  | 1,1  | 5,68  | 7,59  | -1,9 |

**Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:**

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

**Çekince:** Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

**Sorumluluğun Sınırlandırılması:** İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.