

Ülker Bisküvi

Operasyonel marjlar daraldı

Başak Kamber

Analist

bkamber@sekeryatirim.com

Ülker 1Ç26'da piyasa medyan beklentisi olan 1.150mn TL ve beklentimiz olan 1.125mn TL'nin üzerinde 1.586mn TL net dönem karı açıkladı (1Ç25: 3.158mn TL net kar). 1Ç26 döneminde azalan satış gelirleri ve artan maliyet baskısının operasyonel marjlar üzerinde yarattığı daralma net kârı baskılayan temel unsurlar olmuştur. Bununla birlikte, yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelirlerdeki azalma ve artan vergi gideri de net kâr üzerinde baskı yaratmıştır. Buna karşın, azalan net finansman gideri ve artan parasal pozisyon kazancı net kârı destekleyen başlıca kalemler olarak öne çıkmıştır.

Şirket'in 1Ç26'da net satış gelirleri yıllık bazda %3,9 düşüşle 33.906mn TL seviyesinde gerçekleşti (1Ç25: 35.285mn TL). Ülker'in net satış gelirleri piyasa medyan beklentisi olan 33.861mn TL ve 33.800mn TL seviyesinde bulunan beklentimize paralel gerçekleşti. Şirket'in 1Ç26 döneminde toplam 33.906mn TL seviyesindeki hasılatının 24.480mn TL'lik kısmı yurt içi operasyonlardan, 9.426mn TL'lik kısmı ise uluslararası operasyonlardan elde edilmiştir. Aynı dönemde toplam 9.452mn TL brüt kârın yaklaşık %67'si yurt içi faaliyetlerden sağlanırken, faaliyet kârı tarafında yurt içi operasyonlar 3.103mn TL, uluslararası operasyonlar ise 1.143mn TL katkı sağlamıştır.

TMS-29 etkisi dahil FAVÖK 1Ç26'da yıllık bazda %28,5 düşüşle 5.130mn TL seviyesinde gerçekleşti. Satış gelirlerindeki daralmanın yanı sıra artan maliyet baskısı ve zayıflayan operasyonel kârlılık nedeniyle FAVÖK marjında gerileme yaşanmıştır. Açıklanan FAVÖK rakamı beklentimiz olan 4.560mn TL ve piyasanın medyan beklentisi olan 4.358mn TL'nin üzerinde gerçekleşti. FAVÖK tarafında toplam 5.130mn TL'lik performansın 3.750mn TL'lik kısmı yurt içi operasyonlardan, 1.380mn TL'lik kısmı ise uluslararası operasyonlardan gelirken, FAVÖK marjı yurt içinde %15,3, uluslararası operasyonlarda %14,6 seviyesinde gerçekleşmiştir. Böylece şirketin konsolide FAVÖK marjı 1Ç26'da %15,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Öte yandan, 1Ç26 döneminde toplam yatırım harcamaları 233mn TL seviyesinde gerçekleşirken, bunun 171mn TL'lik kısmı yurt içi operasyonlara yönlendirilmiştir. Ülker'in 1Ç26'da Brüt kâr marjı %27,9 seviyesine ve net kâr marjı ise %4,68 seviyesine geriledi (1Ç25'te sırasıyla %33,4 ve %9,0).

Net borç arttı... Şirketin net borcu 2025/12 sonundaki 37.436mn TL seviyesinden, 41.084mn TL seviyesine yükseldi. Net Borç/FAVÖK çarpanı ise 1Ç26 itibarıyla 2.26x seviyesinde gerçekleşti.

Temettü- 19 Haziran 2026 tarihinde hak kullanımı olmak üzere hisse başına net 4,8729 TL temettü ödeme kararı aldı (Brüt temettü: 5,7328 TL). Şirket payının 11 Mayıs 2026 tarihli kapanış fiyatına göre brüt %4,40 temettü verimliliğine işaret etmektedir.

Sonuç olarak, 1Ç26 döneminde satış gelirlerindeki daralma, artan maliyet baskısı ve operasyonel marjlardaki zayıflama kârlılık üzerinde baskı yaratmıştır. Açıklanan FAVÖK rakamı beklentilerin üzerinde gerçekleşmiş olsa da yıllık bazda gerileyen operasyonel marjlar zayıf operasyonel görünüme işaret etmiştir. Dolayısıyla operasyonel marjlardaki gerilemenin kısa vadede hisse performansını üzerinde baskı yaratabileceğini düşünüyoruz. 1Ç26 finansal sonuçlarının ardından, 159,80 TL seviyesindeki hedef pay fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Mevcut pay fiyatına göre hedef değerimiz, %22,9 oranında getiri potansiyeli taşımaktadır.

AL
Hedef Fiyat: 159,80 TL
Önceki Hedef Fiyat: 159,80 TL
Getiri Potansiyeli: %22,9

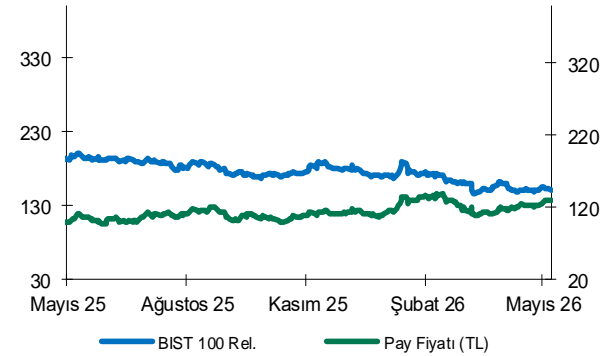
	TL	US\$
Fiyat	130,00	2,87
BIST 100	15.134	334
US\$ (MB Alış):	45,2951	
52 Hafta Yüksek:	139,10	3,19
52 Hafta Düşük:	97,64	2,37
Bloomberg/Reuters Kodu:	ULKER.TI / ULKER.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	369	
	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri:	48.006	1.062
Halka Açık PD:	18.722	414

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	8	25	20
US\$ Getiri (%):	7	6	14
BIST 100 Göreceli Getiri (%):	1	-23	-10
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	741		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	17,6		

Beta	0,97
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,48
Yıllık Volatilite (BIST 100)	0,24

Ortaklık Yapısı	%
Pladis Foods Limited	47,23
Diğer	52,77
Toplam	100,0



Tablo 1: Özet Gelir Tablosu (TMS 29 Etkisi Dahil)

Milyon TL	1Ç25	1Ç26	Yıllık	4Ç25	Çeyreklik
Satış Gelirleri	35.285	33.906	-3,9%	30.211	12,2%
Brüt Kar	11.798	9.452	-19,9%	7.509	25,9%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>33,4%</i>	<i>27,9%</i>		<i>24,9%</i>	
Operasyonel Kar	6.496	4.246	-34,6%	3.085	37,7%
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>18,4%</i>	<i>12,5%</i>		<i>10,2%</i>	
FAVÖK	7.177	5.130	-28,5%	3.749	36,8%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>20,3%</i>	<i>15,1%</i>		<i>12,4%</i>	
Net Kar	3.158	1.586	-49,8%	89	A.D.
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>9,0%</i>	<i>4,7%</i>		<i>0,3%</i>	

Tablo 2: Temel Finansallar (TMS 29 Etkisi Dahil)

BİLANÇO (TL Mn)	2025/12	2026/03	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	34.478	33.522	-2,8%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.455	5.102	-6,5%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	6.241	5.887	-5,7%
Ticari Alacaklar	32.264	34.688	7,5%
Hazır Değerler	25.660	17.161	-33,1%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	35.508	38.241	7,7%
Toplam Aktifler	139.607	134.601	-3,6%
Uzun Vadeli Borçlar	43.805	40.868	-6,7%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	6.485	6.653	2,6%
Kısa Vadeli Borçlar	13.746	12.235	-11,0%
Ticari Yükümlülükler	15.633	12.112	-22,5%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9.454	10.918	15,5%
Toplam Yükümlülükler	89.124	82.786	-7,1%
Toplam Özsermaye	50.483	51.815	2,6%
Toplam Pasifler	139.607	134.601	-3,6%
GELİR TABLOSU (TL Mn)	2025/03	2026/03	%Değ
Net Satışlar	35.285	33.906	-3,9%
SMM	23.487	24.455	4,1%
Brüt Kâr	11.798	9.452	-19,9%
Faaliyet Giderleri	5.303	5.206	-1,8%
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	6.496	4.246	-34,6%
Net Diğer Gelir/(Gider)	538	351	-34,7%
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider	3.683	1.332	-63,8%
Finansman Gelir/(Gider)	-7.116	-3.937	A.D.
Net Parasal Pozisyon Kazanç/Kayıp	925	1.095	18,3%
Vergi Öncesi Kâr	4.526	3.087	-31,8%
Vergi	-1.151	-1.252	A.D.
Net Kâr/(Zarar)	3.375	1.835	-45,6%
Azınlık Payları	217	249	15,0%
Ana Ortaklık Payları	3.158	1.586	-49,8%

Şeker Yatırım

UYARI 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5
ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com