

Ülker Bisküvi

Net kâr beklentiyi aştı;
Ancak operasyonel görünüm zayıf ...

Osman Furkan Özdemir
Analist
oozdemir@sekeryatirim.com

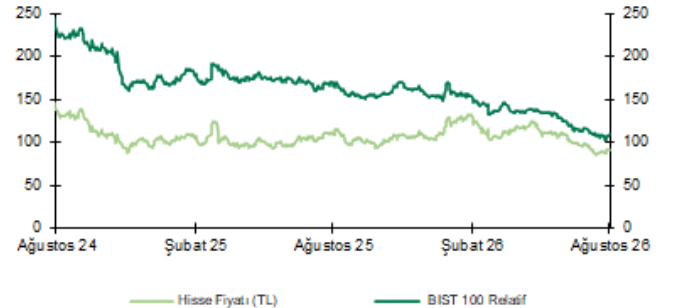
Ülker, 2Ç26'da TMS 29 etkisi dâhil 1.387mn TL ana ortaklık net kârı açıkladı; Net kar 225mn TL'lik piyasa medyan beklentisinin %516 üzerinde gerçekleşti. Beklenti aşımında, net finansman giderinin 2Ç26'da yıllık bazda %54,2 azalarak 3.552mn TL'ye gerilemesi ve 1.314mn TL'lik net parasal pozisyon kazancı belirleyici oldu. Esas faaliyet kârının yıllık %48,5 azalarak 1.945mn TL'ye gerilediği göz önüne alındığında, net kârın büyük ölçüde operasyonel olmayan kalemlerden oluşması kâr kalitesini sınırlamaktadır. Net satışlar 2Ç26'da yıllık %11,4 azalarak 26.993mn TL'ye gerilerken, 26.084mn TL'lik piyasa medyan beklentisinin %3,5 üzerinde kaldı. FAVÖK yıllık %37,1 ve çeyreklik %49,0 azalarak 2.801mn TL'ye geriledi; buna karşın 2.672mn TL'lik piyasa medyan beklentisinin %4,8 üzerinde kaldı. FAVÖK marjı yıllık bazda 420 baz puan daralarak %10,4 seviyesinde gerçekleşirken, brüt kâr marjı, Türkiye operasyonlarında enflasyon muhasebesinin de etkisiyle yükselen girdi maliyetleri nedeniyle 270 baz puan daralarak %24,6'ya geriledi. Faaliyet giderleri/satışlar oranının %17,4'e yükselmesi (2Ç25: %14,8) brüt kâr marjındaki baskının FAVÖK marjına yansımaları daha da belirginleştirdi. **2Ç26 finansalları sonrası, Ülker Bisküvi için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 159,80 TL seviyesinde koruyoruz. Hedef fiyatımızı son kapanış fiyatına göre %75 getiri potansiyeli sunarken, Şirket payları için "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz.**

Operasyonel Gelişmeler ve Sektörel Görünüm...
Coğrafi kısırlımda, 1Y26'da yurtiçi hasılat yıllık %9,0 azalarak 44.757mn TL'ye, uluslararası hasılat ise %2,8 gerileyerek 18.520mn TL'ye düşmüştür. Marj daralması konsolide bazda tek bir coğrafyaya özgü olmayıp, her iki bölgede de belirginleşmiştir. 1Y26 FAVÖK marjı yurtiçinde %14,2'ye (1Y25: %18,3), yurtdışında ise %10,3'e (1Y25: %16,5) gerilerken; yurtiçi faaliyet kârı 5.107mn TL'ye (1Y25: 7.992mn TL), uluslararası faaliyet kârı ise 1.381mn TL'ye (1Y25: 2.735mn TL) düşmüştür. Şirket, 2026 yıl sonu FAVÖK marjı beklentisini %13,5 (+/-%1,5) seviyesinde korurken, 1Y26'da gerçekleşen %13,1'lik marj söz konusu beklenti aralığında kalmaktadır.

AL

Hedef Fiyat: 159,80 TL
Önceki Hedef Fiyat: 159,80 TL
Kazandırma Potansiyeli: %75

	TL	US\$	
Fiyat	91,50	1,91	
BİST 100	14.128	295	
US\$ (MB Alış):	47,92		
52 Hafta Yüksek:	132,28	3,04	
52 Hafta Düşük:	86,30	1,82	
Bloomberg/Reuters Kodu:	ULKER.TI /ULKER.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	369,3		
	(TL Mn)	(US\$ Mn)	
Piyasa Değeri (TL Mn):	33.789	706	
Halka Açık PD (TL Mn):	14.867	311	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-6,6	-17,3	-10,9
US\$ Getiri (%):	-8,2	-29,6	-20,1
BIST 100 Göreceli Getiri (%):	-7,6	-36,1	-29,0
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	700,92		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	16,05		
Beta	1,04		
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,31		
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,23		
Ortaklık Yapısı	%		
PLADIS FOODS LIMITED	47,23		
Diğer	52,77		
Toplam	100,00		



Bilanço, Nakit Akışı ve Kaldıraç... Net borç 2025 yıl sonundaki ~40,1 milyar TL'den 2Ç26 sonunda ~42,1 milyar TL'ye yükselmiştir (+%5,1 YTD); artışın büyük kısmı döviz cinsi borcun (ağırlıklı USD/EUR) TL karşılığındaki değişiminden ve 1Y26'da ödenen 2.430mn TL nakit temettüden kaynaklanmaktadır.

Şirket, net borç/FAVÖK oranının ~2,89x seviyesinde gerçekleşmesiyle kaldıraç kovenantına (net borç/FAVÖK $\leq 3,0x$) uyumlu görünmektedir; ayrıca faiz karşılama kovenantına ($\geq 2,0x$) da uyumlu olduğunu beyan etmiştir. Şirket'in 2025 yılı içerisinde gerçekleştirdiği kredi refinansmanları, vade yapısını uzatarak kısa vadeli refinansman riskini sınırlamıştır. İşletme sermayesi tarafında ise belirgin bir iyileşme görülmektedir: faaliyetlerden elde edilen nakit, 1Y26'da +2.840mn TL ile 1Y25'teki -4.521mn TL'ye kıyasla pozitif dönmüştür. Bu iyileşmede, esas olarak stok artışının önceki döneme kıyasla önemli ölçüde yavaşlaması etkili olmuştur (1Y26: -5.207mn TL; 1Y25: -13.619mn TL). Yatırım tutarı 1Y26'da 661mn TL ile 1Y25'teki 663mn TL seviyesine kıyasla nominal olarak yatay kalmıştır. Yatırımlar/satışlar oranındaki %0,97'den %1,04'e sınırlı yükseliş ise yatırım harcamalarındaki bir hızlanmadan ziyade satış hasılatındaki daralmanın yarattığı payda etkisinden kaynaklanmaktadır.

Genel Değerlendirme... 2Ç26 sonuçlarını sınırlı pozitif değerlendiriyoruz. Şirket'in net kâr, FAVÖK ve ciro rakamları piyasa medyan beklentisinin üzerinde gerçekleşse de, net kârdaki belirgin sapma ağırlıklı olarak operasyonel olmayan kalemlerden (finansman giderindeki düşüş ve parasal kazanç) kaynaklanırken, esas faaliyet kârı yıllık %48,5 gerilemiştir. FAVÖK marjının hem yurtiçinde hem de yurtdışında eş zamanlı olarak daralması, marj baskısının tek bir coğrafyaya veya geçici bir etkene indirgenemeyeceğine ve kısmen yapısal/rekabetçi nitelik taşıyabileceğine işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde fiyatlama gücü, girdi maliyetlerinin seyri ve döviz cinsi borcun net borçluluk üzerindeki etkisi temel izleme başlıkları olacaktır.

Tablo 1: Finansallar (TMS 29 Etkisi Dahil)

Milyon TL	1Y25	1Y26	Yıllık	2Ç25	2Ç26	Yıllık
Satış Gelirleri	68.221	63.277	-7,2%	30.462	26.993	-11,4%
Brüt Kar	20.924	16.743	-20,0%	8.298	6.629	-20,1%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>30,7%</i>	<i>26,5%</i>		<i>27,2%</i>	<i>24,6%</i>	
Operasyonel Kar	10.727	6.489	-39,5%	3.776	1.945	-48,5%
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>15,7%</i>	<i>10,3%</i>		<i>12,4%</i>	<i>7,2%</i>	
FAVÖK	12.135	8.290	-31,7%	4.455	2.801	-37,1%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>17,8%</i>	<i>13,1%</i>		<i>14,6%</i>	<i>10,4%</i>	
Net Kar	4.333	3.084	-28,8%	953	1.387	45,5%
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>6,4%</i>	<i>4,9%</i>		<i>3,1%</i>	<i>5,1%</i>	

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Temel Finansallar (TMS 29 Etkisi Dahil)

BİLANÇO (TL Mn)	2025/12K	2026/06K	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	36.896	35.451	(4)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.838	5.346	(8)
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	6.679	6.816	2
Ticari Alacaklar	34.527	32.027	(7)
Hazır Değerler	27.460	22.361	(19)
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	37.998	41.823	10
Toplam Aktifler	149.398	143.825	(4)
Uzun Vadeli Borçlar	46.878	45.046	(4)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	6.940	7.107	2
Kısa Vadeli Borçlar	20.652	19.424	(6)
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	16.730	13.978	(16)
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.175	4.574	10
Toplam Yükümlülükler	95.375	90.129	(6)
Toplam Özsermaye	54.023	53.696	(1)
Toplam Pasifler	149.398	143.825	(4)

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2025/06K	2026/06K	%Değ
Net Satışlar	68.221	63.277	(7)
SMM	47.297	46.534	(2)
Brüt Kâr	20.924	16.743	(20)
Faaliyet Giderleri	10.197	10.255	1
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	11.385	7.066	(38)
Esas Faal. Diğer Gel./Gid.	658	577	(12)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	8.026	3.134	(61)
Finansman Gelir/(Gider)	(15.374)	(7.765)	A.D.
Parasal Kazanç/Kayıp	2.072	2.486	20
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/(Zarar) Payları	-	-	A.D.
Vergi Öncesi Kâr	6.109	4.921	(19)
Vergi	1.498	1.626	8
Net Kâr/(Zarar)	4.611	3.295	(29)
Azınlık Payları	278	212	(24)
Ana Ortaklık Payları	4.333	3.084	(28,8)

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

ULKER

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 dayanarak 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 34330 Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com