

Ülker Bisküvi

Beklentilerin altında sonuçlar...

Başak Kamber

Analist

bkamber@sekeryatirim.com

Ülker 4Ç25'te, piyasa medyan beklentisi olan 1.112mn TL ve beklentimiz olan 1.100mn TL'nin oldukça altında 81mn TL net dönem karı açıkladı (4Ç24: 3.563mn TL net kar). 4Ç25'te artan maliyetler nedeniyle zayıflayan operasyonel performansın yanı sıra yüksek finansman gideri kârlılığı baskıladı.

Şirket'in 4Ç25'te net satış gelirleri yıllık bazda %6,6 düşüşle 27.454mn TL seviyesinde gerçekleşti (4Ç24: 29.379mn TL). Ülker'in net satış gelirleri piyasa medyan beklentisi olan 28.646mn TL ve 29.081mn TL seviyesinde bulunan beklentimizin altında gerçekleşti. Şirket'in net satış gelirleri, TMS-29 enflasyon muhasebesi etkisi dâhil edildiğinde yıllık bazda %1,7 artış göstererek YS25 döneminde 111.905mn TL seviyesine ulaşmıştır. Buna karşın, aynı dönemde TMS-29 etkisi dahil FAVÖK rakamı yıllık bazda %9,8 gerileyerek 18.416mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Satış gelirlerindeki sınırlı artışa rağmen brüt kârlılıktaki gerileme, şirketin dönem içerisinde maliyet baskısıyla karşı karşıya kaldığına işaret etmektedir. Bu görünüm, özellikle hammadde maliyetlerindeki artış ya da fiyatlama stratejisinde yaşanan zorluklar nedeniyle marj yönetiminde sınırlı bir performans sergilendiğini düşündürmektedir. Kategori bazında incelendiğinde, YS25 döneminde bisküvi segmentinde net satış gelirleri yıllık bazda %4,1 düşüşle 39.261mn TL seviyesine gerilemiştir. Çikolata kategorisinde ise daha güçlü bir performans gözlenmiş ve net satış gelirleri yıllık bazda %5,6 artarak 58.468mn TL'ye yükselmiştir. Kek kategorisinde de sınırlı bir büyüme görülmüş olup net satış gelirleri yıllık bazda %2,6 artışla 8.643mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. YS25'te Satış hacimleri tarafında ise bisküvi kategorisinde satış hacmi 346 bin ton seviyesine yükselirken (YS24: 338 bin ton), çikolata kategorisinde satış hacmi 209 bin tona gerilemiş (YS24: 227 bin ton) ve kek kategorisinde satış hacmi 59 bin ton ile geçen yılın aynı dönemine paralel gerçekleşmiştir. Bu görünüm, ürün grupları bazında talep dinamiklerinin farklılaştığını ve özellikle çikolata segmentinde değer bazlı büyümenin hacim tarafındaki daralmaya rağmen sürdürülebildiğini göstermektedir.

TMS-29 etkisi dahil FAVÖK 4Ç25'te yıllık bazda %35,6 düşüşle 3.407mn TL seviyesinde gerçekleşti. Aynı dönemde maliyetlerde ve operasyonel giderlerde gözlenen artış, operasyonel kârlılık üzerinde baskı yaratmış ve FAVÖK'teki düşüşün temel nedenlerinden biri olmuştur. Özellikle üretim maliyetleri ve faaliyet giderlerindeki yükseliş, şirketin marjlarını olumsuz etkileyerek operasyonel kârlılığın zayıflamasına yol açmıştır. Açıklanan FAVÖK rakamı beklentimiz olan 5.291mn TL ve piyasanın medyan beklentisi olan 4.841mn TL'nin altında gerçekleşti. Ülker'in 4Ç25'te Brüt kâr marjı %24,9 seviyesine, FAVÖK marjı %12,4 ve net kâr marjı ise %0,3 seviyesine geriledi (4Ç24'te sırasıyla %29,2, %18,0, %12,1).

Net borç azaldı... Şirketin net borcu 2025/09 sonundaki 40.590mn TL seviyesinden, 34.020mn TL seviyesine geriledi. Net Borç/FAVÖK çarpanı ise 2025 itibarıyla 1.85x seviyesine geriledi.

4Ç25'te artan üretim maliyetleri ve operasyonel giderler şirketin operasyonel performansını zayıflatırken, yüksek finansman giderleri de kârlılık üzerinde önemli bir baskı oluşturmıştır. Satış gelirlerinde sınırlı bir gerileme görülürken, kârlılık tarafında daha belirgin bir bozulma yaşanmış ve marjlar düşüş kaydetmiştir. Öte yandan operasyonel kârlılıktaki zayıflamaya rağmen şirketin borçluluk göstergelerinde bir miktar iyileşme görülmüş, net borç seviyesinde gerileme kaydedilmiştir. Genel olarak sonuçlar, maliyet baskısı ve finansman giderlerinin şirket kârlılığı üzerinde belirleyici olmaya devam ettiğini göstermektedir. Bu çerçevede açıklanan sonuçların hisse performansı üzerinde kısa vadede piyasa tarafından negatif karşılanmasını bekliyoruz. 4Ç25 finansal sonuçlarının ardından, 159,80 TL seviyesindeki hedef pay fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Mevcut pay fiyatına göre hedef değerimiz, %33,3 oranında getiri potansiyeli taşımaktadır.

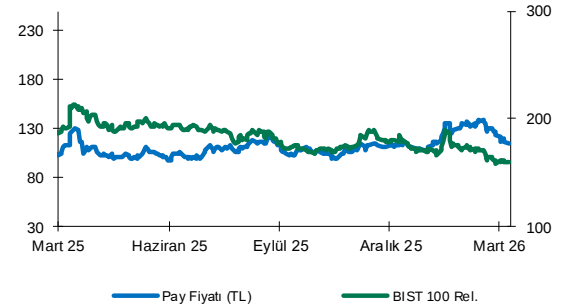
AL

Hedef Fiyat: 159,80 TL

Önceki Hedef Fiyat: 159,80 TL

Getiri Potansiyeli: %33,3

	TL	US\$	
Fiyat	119,90	2,73	
BIST 100	13.176	300	
US\$ (MB Alış):	43,9826		
52 Hafta Yüksek:	139,10	3,59	
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:	44.276	1.006	
Halka Açık PD:	17.268	392	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-10	5	11
US\$ Getiri (%):	-11	-13	8
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-5	-17	-5
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	813		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	20,1		
Beta	0,76		
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,48		
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,24		
Ortaklık Yapısı	%		
Pladis Food Limited	47,23		
Diğer	52,77		
Toplam	100		



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

Milyon TL	YS24	YS25	Yıllık	4Ç24	4Ç25	Yıllık
Satış Gelirleri	110.078	111.905	1,7%	29.379	27.454	-6,6%
Brüt Kar	32.810	32.346	-1,4%	8.575	6.823	-20,4%
Brüt Kar Marjı	29,8%	28,9%		29,2%	24,9%	
Operasyonel Kar	18.031	15.964	-11,5%	4.611	2.803	-39,2%
Operasyonel Kar Marjı	16,4%	14,3%		15,7%	10,2%	
FAVÖK	20.414	18.416	-9,8%	5.291	3.407	-35,6%
FAVÖK Marjı	18,5%	16,5%		18,0%	12,4%	
Net Kar	9.687	4.875	-49,7%	3.563	81	-97,7%
Net Kar Marjı	8,8%	4,4%		12,1%	0,3%	

Tablo 2: Temel Finansallar (TMS 29 Etkisi Dahil)

BİLANÇO (TL Mn)	2024/12	2025/12	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	30.442	31.331	2,9%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.108	4.958	-2,9%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	6.764	5.672	-16,1%
Ticari Alacaklar	28.665	29.320	2,3%
Hazır Değerler	34.435	23.319	-32,3%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	22.124	32.267	45,8%
Toplam Aktifler	127.538	126.867	-0,5%
Uzun Vadeli Borçlar	42.848	39.808	-7,1%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.641	5.894	61,8%
Kısa Vadeli Borçlar	5.503	12.492	127,0%
Ticari Yükümlülükler	13.441	14.207	5,7%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	18.288	8.591	-53,0%
Toplam Yükümlülükler	83.720	80.991	-3,3%
Toplam Özsermaye	43.818	45.876	4,7%
Toplam Pasifler	127.538	126.867	-0,5%
GELİR TABLOSU (TL Mn)	2024/12	2025/12	%Değ
Net Satışlar	110.078	111.905	1,7%
SMM	77.268	79.559	3,0%
Brüt Kâr	32.810	32.346	-1,4%
Faaliyet Giderleri	14.779	16.382	10,8%
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	18.031	15.964	-11,5%
Net Diğer Gelir/(Gider)	658	772	17,2%
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider	7.651	10.378	35,6%
Finansman Gelir/(Gider)	-16.846	-23.356	A.D.
Net Parasal Pozisyon Kazanç/Kayıp	4.859	2.922	-39,9%
Vergi Öncesi Kâr	14.353	6.679	-53,5%
Vergi	-3.860	-1.473	A.D.
Net Kâr/(Zarar)	10.492	5.206	-50,4%
Azınlık Payları	806	332	-58,8%
Ana Ortaklık Payları	9.687	4.875	-49,7%

**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

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