

ÜLKER BİSKÜVİ ULKER Tİ

Endekse Paralel Getiri

Hedef fiyat	142.90 TL
Kapanış	116.40 TL
Getiri	22.8%

2Ç25 Sonuçları

Ülker Bisküvi 2Ç25'te zayıflayan operasyonel karlılık ve artan finansal giderler sebebiyle yıllık %58 ve çeyreklik bazda %72 düşüşle TRY722m net kar açıkladı. Beklenenden daha güçlü operasyonel performans sayesinde net kar bizim beklentimiz olan TRY197m'yi aştı. Piyasa beklentisi ise TRY494m seviyesindeydi.

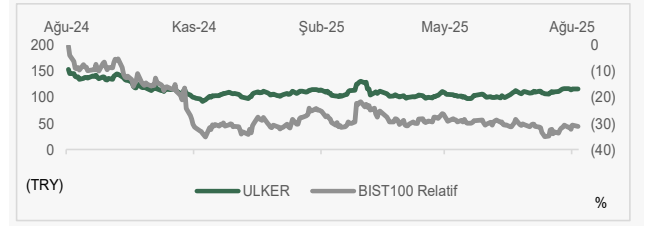
Ciro geçen yıla göre %12 artarak TRY23 milyar oldu ve hem bizim beklentimiz hem de piyasa tahmini olan TRY23 milyara paralel gerçekleşti. Bu çeyrekte hem yurt içinde hem de yurt dışı satışlarda benzer daralmalar yaşandı.

FAVÖK geçen yıla göre %15 düşerek TRY3,4 milyar oldu ve bizim beklentimizin (TRY2,9 milyar) üzerinde ancak piyasa tahminine paralel gerçekleşti. FAVÖK marjı son çeyreklerin en düşük seviyesine gerileyerek %14,8 oldu. Hem Türkiye'de hem de yurt dışı operasyonlarda gerileyen brüt marj, karlılıktaki azalmanın ana sebepleri oldular. Diğer yandan net borç bir önceki çeyreğe göre TRY3 milyar artarak TRY38 milyara ulaştı. Net borç/FAVÖK ise 2,5x oldu.

Sonuçların ULKER için nötr olacağını düşünüyoruz. Artan girdi maliyetleri ile gerileyen operasyonel performans hisse fiyatına baskı yapmaya devam edebilir.

Hisse Detayları

Milyon TL	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Satışlar (diğer hariç)	55,836	84,098	112,928	147,988	181,606
VAFÖK	10,601	15,596	18,361	25,762	31,949
Net kar	3,379	7,401	7,076	12,148	16,029.3
Kar marjı (%)	8.9	10.4	9.2	10.8	11.52
VAFÖK marjı (%)	19.0	18.5	16.3	17.4	17.6
Satış büyümesi (%)	7.4	50.6	34.3	31.0	22.7
F/K (x)	4.6	5.8	4.8	3.0	2.3
FD/VAFÖK (x)	3.5	4.4	3.5	2.1	1.4
PD/DD (x)	1.1	1.5	0.9	0.6	0.5
Net borç/VAFÖK (x)	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d
Net borç/Özsermaye (x)	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d
Özsermaye verimliliği (%)	23.1	26.0	19.3	20.7	19.6



Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	5.5	9.9	(20.2)
BIST100 relatif getiri (%)	0.1	(2.7)	(28.3)
Son kapanış fiyatı			116.40
12 Aylık yüksek/düşük			154.56/92.27
Piyasa değeri (Milyon TL)			42,984
3 Aylık ortalama hacim (Milyon TL)			736.3
Halka açıklık (%)			39.0
Hisse sayısı (Milyon)			369
Pazar			Yıldız Pazar

Kaynak: ULKER, TEB Yatırım Hesaplamaları

Tablo 1: ULKER 2Ç25 sonuçları

ULKER	2024/2Ç	2025/1Ç	2025/2Ç	Değişim		TEB/BNPP	Fark	Konsensus	Fark	6A24	6A25	Yıllık, %
	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)	Yıllık, %	Çeyrek, %	(TRY m)	%	(TRY m)	%	(TRY m)	(TRY m)	
Net satışlar	20,675	28,582	23,058	12	(19)	23,214	(1)	23,055	0	49,371	51,640	5
FAVÖK	3,995	5,814	3,403	(15)	(41)	2,948	15	3,404	(0)	9,882	9,186	(7)
FAVÖK marjı (%)	19.3	20.3	14.8	-456 b. puan	-558 b. puan	12.7	206 b. puan	14.8	0 b. puan	20.0	17.8	-223 b. puan
Net kar	1,702	2,558	722	(58)	(72)	197	266	494	46	4,875	3,280	(33)

Kaynak: ULKER, Rasyonet beklenti anketi, TEB Yatırım Hesaplamaları



FINANSAL TABLOLAR & ÇARPANLAR

Fiyat (12/2018 - 12/2024 arası yıllık ortalama)	52.0	126.7	116.4	116.4	116.4
Hisse başına (TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Hisse başına kar	9.15	20.04	19.16	32.90	43.41
% değişim * (enflasyondan arındırılmış)	280.3%	35.8%	(14.6%)	27.3%	9.7%
Hisse başı Defter Değeri	48.7	84.7	126.9	186.3	256.5
Net Temettü	0.00	5.41	5.17	8.88	11.72
Piyasa Çarpanları	2023	2024	2025T	2026T	2027T
F / K	4.6x	5.8x	4.8x	3.0x	2.3x
F / Nakit akımı	2.3x	2.7x	2.7x	1.8x	1.5x
Serbest Nakit Akışı Getiri Oranı	21.2%	10.7%	13.5%	35.0%	38.4%
F/DD	1.07x	1.50x	0.92x	0.62x	0.45x
Net getiri	0.0%	4.3%	4.4%	7.6%	10.1%
Temettü ödeme oranı	0.0%	24.6%	21.2%	23.0%	23.2%
FD / Satışlar	0.66x	0.81x	0.56x	0.37x	0.24x
FD / Düzeltilmiş FAVÖK	3.5x	4.4x	3.5x	2.1x	1.4x
FD / Düzeltilmiş FVÖK	3.9x	4.9x	3.9x	2.4x	1.5x
FD / Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı	5.2x	6.6x	5.3x	3.2x	2.1x
FD / Faaliyetlerden Sağlanan Serbest Nakit Akışı	4.5x	8.8x	8.3x	3.1x	2.4x
FD / Kullanılan Sermaye (brüt şerefiye dahil)	1.0x	1.3x	0.9x	0.6x	0.4x
Firma Değeri (milyon TL)	37,069	68,180	63,794	54,181	43,541
Piyasa değeri	19,190	46,801	42,984	42,984	42,984
+ Düzeltilmiş net borç	18,902	21,696	21,772	12,805	2,744
+ Diğer yükümlülükler ve taahhütler	1,032	1,677	2,254	2,821	3,383
+ Yeniden değerlendirilmiş azınlık payları	1,955	2,913	2,913	2,913	2,913
- Yeniden değerlendirilmiş yatırımlar	4,010	4,906	6,129	7,341	8,483
Kar - Zarar Detayları (milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Satışlar (diğer hariç)	55,836	84,098	112,928	147,988	181,606
Düzeltilmiş FAVÖK **	10,601	15,596	18,361	25,762	31,949
Amortisman	(1,184)	(1,821)	(2,164)	(2,892)	(3,696)
Düzeltilmiş FVÖK **	9,416	13,775	16,197	22,871	28,253
Raporlanan faaliyet karı (zararı)	10,993	14,278	17,085	23,849	29,303
Net finansal gelir (gider)	(6,216)	(3313)	(4329)	(3,443)	(2,660)
İştirakler	0	0	0	0	0
Diğer					
Vergi	(554)	(2949)	(4310)	(6,477)	(8,299)
Azınlık hakları	(844)	(616)	(1370)	(1781)	(2315)
Ana ortaklık payına düşen	3,379	7,401	7,076	12,148	16,029
Nakit Akım Detayları (Milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
FAVÖK	12,177	16,099	19,250	26,740	32,999
FAVÖK düzeltmesi **	(1,576)	(503)	(889)	(978)	(1,051)
Diğer kalemler	3,086	5,368	1,284	1,874	1,447
İşletme sermayesi ihtiyacı değişimi	(4,281)	(10,641)	(8,480)	(5,976)	(9,518)
Faaliyetlerden sağlanan nakit akışı	9,405	10,323	11,165	21,660	23,878
Sermaye harcamaları	(1,111)	(2,549)	(3,518)	(4,424)	(5,419)
Faaliyetlerden sağlanan serbest nakit akışı	8,294	7,774	7,647	17,236	18,459
Net finansal kalemler + ödenmiş vergi	(3,817)	(2,474)	(1,442)	(1,178)	(816)
Serbest nakit akışı	4,477	5,300	6,206	16,058	17,643
Net finansal yatırımlar & astın almalar	682	2893	3578	4433	5411
Diğer	(9,576)	(10,622)	(2,347)	(1,444)	1,572
Sermaye artırımları (azaltımları)					
Dağıtılan temettü	(200)	(365)	(1,850)	(1,769)	(3,037)
Finansal borçlardaki artış (azalış)	4,617	2,794	(5,587)	(17,278)	(21,589)
Nakit akışı, grup hisseleri	8,201	17,189	15,805	23,519	28,976

(*) Büyüme oranları yıl sonu enflasyonuna göre düzeltilmiştir. (**) Sermaye kazanç/kayıpları, olağanüstü yeniden yapılandırma giderleri, aktifleştirilmiş Ar-Ge, maddi olmayan duran varlık değer düşüklüğü ve ifaları ile birleşme ve satın alma etkileri düzeltilmiş FVÖK.

FINANSAL TABLOLAR & ÇARPANLAR

Bilanço (Milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Net işletme varlıkları	19,562	27,159	36,379	46,349	56,618
İşletme sermayesi ihtiyacı değişimi	16,399	27,079	35,559	41,536	51,053
Düzenlenmiş kullanılan sermaye (şerefiye dahil)	35,961	54,239	71,938	87,885	107,671
Özkaynak, grup hisseleri	17,971	31,283	46,843	68,786	94,734
Azınlıklar	1,831	2,193	4,318	7,186	10,931
Karşılıklar / Diğer yükümlülükler	2,298	4,235	11,130	20,837	33,743
Net finansal borç (nakit)	18,902	21,696	16,109	(1,169)	(22,759)
FINANSAL ORANLAR (%)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Satışlar (% değişim) *	7.4%	4.3%	3.3%	5.7%	3.1%
Organik satış büyümesi *					
Düzenlenmiş FVÖK (% değişim) **	70.1%	1.3%	(9.5%)	13.9%	3.8%
Yeniden düzenlenmiş paydaşlara düşen net kar (% değişim) *	280.3%	35.8%	(14.6%)	27.3%	9.7%
Personel giderleri / Satışlar	8.8%	11.5%	8.3%	8.0%	7.7%
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	19.0%	18.5%	16.3%	17.4%	17.6%
Düzeltilmiş FVÖK marjı	16.9%	16.4%	14.3%	15.5%	15.6%
Vergi oranı	11.6%	26.9%	33.8%	31.7%	31.1%
Net kar marjı	8.9%	10.4%	9.2%	10.8%	11.5%
Sermaye Harcamaları / Satışlar	2.0%	3.0%	3.1%	3.0%	3.0%
Faaliyetlerden sağlanan serbest nakit akışı / Satışlar	14.9%	9.2%	6.8%	11.6%	10.2%
İşletme sermayesi ihtiyacı / Satışlar	29.4%	32.2%	31.5%	28.1%	28.1%
Düzenlenmiş kullanılan sermaye (şerefiye ve maddi duran varlıklar hariç) / Satışlar	58.5%	59.9%	50.1%	40.3%	36.1%
Özkaynak karlılığı	23.1%	26.0%	19.3%	20.7%	19.6%
Borçluluk oranı	95%	65%	43%	17%	3%
FAVÖK / Finansal değişimler	3.8x	7.4x	7.9x	17.2x	92.0x
Düzeltilmiş finansal borç / FAVÖK	1.8x	1.4x	1.2x	0.5x	0.1x
Kullanılan sermaye karşılığı, şerefiye ve maddi duran varlıklar hariç	21.6%	20.5%	21.5%	28.7%	32.4%
Kullanılan sermaye karşılığı, şerefiye ve maddi duran varlıklar dahil	19.6%	19.0%	16.9%	19.5%	19.7%
Türkiye TÜFE (yıl sonu)	1,859	2,685	3,490	4,326	5,150
Türkiye TÜFE (yıl sonu) % değişim	64.8%	44.4%	30.0%	24.0%	19.0%

Son güncelleme: 11.08.2025

(*) Büyüme oranları yıl sonu enflasyonuna göre düzeltilmiştir. ' (**) Sermaye kazanç/kayıpları, olağanüstü yeniden yapılandırma giderleri, aktifleştirilmiş Ar-Ge, maddi olmayan duran varlık değer düşüklüğü ve itfaları ile birleşme ve satın alma etkileri düzeltilmiş FVÖK.

Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına herhangi bir kimseye, herhangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporda belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyayı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.