

## Sektöre kıyasla dirençli ancak VAFÖK baskı altında

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	119,90	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	190,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	44.276 / 1.007	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	5 / -18				
Halka Açıklık Oranı	39	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	774,9				
TMS/TFRS - TL milyon	4Ç25	4Ç24	Yıllık Δ	3Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	27.454	29.379	-%6,6	26.518	%3,5	28.786	28.646
VAFÖK	3.407	5.291	-%35,6	4.704	-%27,6	4.786	4.841
Net Kar	81	3.563	-%97,7	1.114	-%92,7	594	1.112
VAFÖK Marjı	%12,4	%18,0	-5,6pp	%17,7	-5,3pp	%16,6	%16,9

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

## 4Ç25 Sonuçları

- Net kâr daralması operasyonel kalemlerden kaynaklandı.** Ülker 4Ç25'te 81 milyon TL net kâr açıkladı (4Ç24: 3,6 milyar TL). Bu rakam hem bizim 594 milyon TL tahminimizin hem de 1,1 milyar TL piyasa beklentisinin belirgin şekilde altında kaldı. Kapsamımızdaki diğer FMCG şirketlerinin aksine ertelenmiş vergi tarafında negatif bir etki gözlemlemiyoruz. Aksine, ertelenmiş vergi kalemi +661 milyon TL katkı sağladı; buna rağmen vergi öncesi kâr geçen yılki 4 milyar TL seviyesinden negative 490 milyon TL'ye geriledi. Net kârdaki bozulma temel olarak yıllık bazda daralan VAFÖK ve artan kur farkı zararlarından kaynaklandı.
- Türkiye'de zayıf fiyatlama; uluslararası pazarlarda zayıf hacimler.** Şirket yıllık %7 daralmayla 27,4 milyar TL gelir elde etti ve bu rakam hem bizim tahminimiz hem de piyasa beklentileriyle büyük ölçüde uyumludur. Bu daralma iki ana faktörden kaynaklandı: (i) Türkiye'de birim fiyatların yıllık %8 gerilemesi (geçen yıl güçlü çikolata satışlarının yarattığı yüksek bazın etkisiyle) ve (ii) özellikle Suudi Arabistan (KSA) kaynaklı olmak üzere uluslararası hacimlerin yıllık %6 düşmesi. Artan yaşam maliyetleri, özellikle gıda ve kişisel bakım ürünlerinde, KSA FMCG sektöründe yıllık %4,6 daralmaya yol açtı.
- Ülker, yurtiçi benzerlerine kıyasla görece dirençli kaldı.** 4Ç25'te Türkiye toplam atıştırmalık pazarı yıllık %0,1 ile yatay seyretti. Bisküvi ve kek segmentleri sırasıyla yıllık %3,1 ve %7,6 büyürken, çikolata segmenti %7,5 daraldı. Bu ortamda Ülker'in çikolata hacimleri yıllık %12 ile pazarın altında kalırken, bisküvi ve kek hacimleri sırasıyla %10 ve artı %9 ile pazarın üzerinde büyüdü. Bu performans ürün karmasındaki iyileşme ve etkili kampanyalar sayesinde elde edildi.
- VAFÖK ürün karması etkisiyle geriledi.** VAFÖK yıllık %36 düşüşle 3,4 milyar TL'ye geriledi ve marjı %12,4 oldu. Bu seviye hem bizim tahminimizin hem de piyasa beklentisinin ~%30 altındadır. Bu zayıflamanın temel nedeni, fiyatlama baskısı ve en yüksek marjlı kategori olan çikolatadaki hacim düşüşü nedeniyle gelirlerde yaşanan gerilemedir. Ayrıca, 4Ç25'te küresel kakao fiyatlarının USD bazında yıllık ~%30 düşmesi dikkate alındığında, şirketin kakao ihtiyacının büyük kısmını 1Y25'te ön alım yoluyla karşılaması nedeniyle stok zararlarının muhasebeleştirilmiş olması muhtemeldir.
- Nakit yaratımı en öne çıkan unsur.** Ülker'in net işletme sermayesi ihtiyacı 3Ç25'teki 44,8 milyar TL'den 38,8 milyar TL'ye geriledi ve bu gelişmede özellikle ticari borç ödeme aüresineki artış etkili oldu. Bunun sonucunda şirket 8,5 milyar TL serbest nakit akışı yarattı ve net borcunu 3Ç25'teki 40,6 milyar TL'den 34 milyar TL'ye düşürdü. Böylece Net Borç / VAFÖK oranı çeyrek bazda 1,9x'ten 1,8x'e geriledi.

## Özet Görüşümüz

Sonuçları, beklentilerin altında kalan VAFÖK ve net kâr nedeniyle negatif olarak değerlendiriyoruz ve piyasa tarafında da benzer bir ilk reaksiyon bekliyoruz. Bununla birlikte, 2026 atıştırmalık pazarı görünümüne yönelik olumlu beklentilerimiz nedeniyle Ülker'e yönelik yapıcı görüşümüzü koruyoruz. Bu beklentimizi destekleyen faktörler arasında tüketici alım

gücünde kademeli toparlanma ve şirketin önemli hacim kaybı yaşamadan fiyatlama yapabilme kabiliyeti yer alıyor. Yönetim henüz 2026 yılına ilişkin bir beklenti paylaşmadı; bu konunun bugün yapılacak telekonferansta ele alınmasını bekliyoruz. Görüşme sonrasında tahminlerimizi güncelleyeceğiz. Şimdilik AL tavsiyemizi ve 12 aylık 190 TL/hisse hedef fiyatımızı koruyoruz. 2026 tahminlerimize göre hisse 2,7x FD/VAFÖK çarpanı ile işlem görmekte olup bu seviye uluslararası benzerlerine göre ~%65 iskonto anlamına geliyor.

**ÜLKER - Çeyreksel Finansal Sonuçlar**

Gelir Tablosu (çeyreksel)					
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
<b>Gelirler</b>	<b>29.379</b>	<b>32.065</b>	<b>25.868</b>	<b>26.518</b>	<b>27.454</b>
Brüt Kar	8.575	10.722	7.047	7.754	6.823
Faaliyet Giderleri	-3.964	-4.819	-3.840	-3.702	-4.020
Net Faaliyet Karı	4.611	5.903	3.206	4.052	2.803
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)</b>	<b>5.291</b>	<b>6.522</b>	<b>3.783</b>	<b>4.704</b>	<b>3.407</b>
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)</b>	<b>5.199</b>	<b>7.011</b>	<b>3.853</b>	<b>4.918</b>	<b>3.406</b>
Net Finansman Gelir (Gider)****	-2.264	-5.626	-5.669	-4.982	-4.157
Vergi Öncesi Kar Zarar	4.027	4.113	1.075	1.982	-490
Vergi	-339	-1.046	-227	-831	630
Azınlık Hissedarları	125	197	39	37	59
<b>Net Kar</b>	<b>3.563</b>	<b>2.870</b>	<b>810</b>	<b>1.114</b>	<b>81</b>

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
<b>Gelirler</b>	<b>110.078</b>	<b>109.950</b>	<b>112.623</b>	<b>113.830</b>	<b>111.905</b>
Brüt Kar	32.810	33.242	33.202	34.097	32.346
Faaliyet Giderleri	-14.779	-15.328	-15.974	-16.325	-16.382
Net Faaliyet Karı	18.031	17.914	17.229	17.772	15.964
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)</b>	<b>20.414</b>	<b>20.297</b>	<b>19.633</b>	<b>20.300</b>	<b>18.416</b>
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)</b>	<b>21.072</b>	<b>20.584</b>	<b>19.988</b>	<b>20.981</b>	<b>19.188</b>
Net Finansman Gelir (Gider)	-11.987	-14.517	-17.974	-18.542	-20.434
Vergi Öncesi Kar Zarar	14.353	12.506	10.958	11.197	6.679
Vergi	-3.860	-3.021	-2.646	-2.442	-1.473
Azınlık Hissedarları	806	487	414	397	332
<b>Net Kar</b>	<b>9.687</b>	<b>8.997</b>	<b>7.897</b>	<b>8.357</b>	<b>4.875</b>

Bilanço					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>85.224</b>	<b>91.911</b>	<b>94.986</b>	<b>94.007</b>	<b>84.906</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	34.435	28.467	30.729	30.858	23.319
Ticari Alacaklar	28.665	32.560	29.754	30.908	29.320
Stoklar	15.485	22.714	26.444	24.050	23.671
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>42.314</b>	<b>41.618</b>	<b>41.562</b>	<b>40.829</b>	<b>41.961</b>
Finansal Varlıklar	6.422	6.277	6.275	6.096	5.151
Maddi Duran Varlıklar	30.442	29.969	29.653	29.499	31.331
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	0	0	0	0
Serfiye	2.887	2.896	3.044	2.901	2.870
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>127.538</b>	<b>133.529</b>	<b>136.548</b>	<b>134.836</b>	<b>126.867</b>
<b>KV Yükümlülükler</b>	<b>37.232</b>	<b>40.414</b>	<b>65.583</b>	<b>63.485</b>	<b>35.290</b>
KV Finansal Borçlar	19.993	23.666	49.820	49.005	17.538
KV Kiralama Borçları	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	13.441	11.727	11.252	10.150	14.207
<b>UV Yükümlülükler</b>	<b>46.489</b>	<b>46.524</b>	<b>27.916</b>	<b>26.913</b>	<b>45.701</b>
UV Finansal Borçlar	42.848	42.244	23.424	22.451	39.808
UV Kiralama Borçları	0	0	0	0	0
<b>Azınlık Hissedarları</b>	<b>2.871</b>	<b>3.004</b>	<b>2.532</b>	<b>2.538</b>	<b>2.574</b>
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>40.947</b>	<b>43.587</b>	<b>40.518</b>	<b>41.900</b>	<b>43.302</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>127.538</b>	<b>133.529</b>	<b>136.548</b>	<b>134.836</b>	<b>126.867</b>

Nakit Akım Tablosu (çeyreksel)					
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Faaliyetlerden Nakit	5.837	-6.828	1.801	2.558	8.372
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	141	654	1.257	947	102
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-3.038	3.353	977	-1.316	-14.868
Toplam Nakit Girişi	2.941	-2.820	4.035	2.189	-6.394
Serbest Nakit Akımı (SNA)	5.979	-6.173	3.058	3.505	8.474
Gelirlere Oranı	20%	-19%	12%	13%	31%

Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Faaliyetlerden Nakit	7.576	2.248	-820	3.368	5.903
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	449	1.401	2.262	3.000	2.961
Finansal Faaliyetlerden Nakit	11.152	11.057	11.273	-23	-11.854
Toplam Nakit Girişi	19.177	14.706	12.714	6.345	-2.989
Serbest Nakit Akımı (SNA)	8.025	3.649	1.441	6.369	8.864
Gelirlere Oranı	7%	3%	1%	6%	8%

Çeyreksel Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
<b>Gelirler</b>	7	0	12	5	-7
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	12	-2	-15	17	-36
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	2	-7	-13	25	-34
Net Kar	60	-19	-58	70	-98
<b>Çeyreksel Marjlar (%)</b>	<b>4Ç24</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>
Brüt Kar Marjı	29,2	33,4	27,2	29,2	24,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	18,0	20,3	14,6	17,7	12,4
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	17,7	21,9	14,9	18,5	12,4
Net Faaliyet Karı	15,7	18,4	12,4	15,3	10,2
Vergi Öncesi Kar Marjı	13,7	12,8	4,2	7,5	-1,8
Net Kar Marjı	12,1	9,0	3,1	4,2	0,3

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
<b>Gelirler</b>	4,3	0,7	4,7	5,3	1,7
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	1,9	-2,4	-6,1	2,3	-9,8
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-8,4	-16,2	-9,2	0,0	-8,9
Net Kar	51,7	43,1	-33,9	0,1	-49,7
<b>Son 4Ç Marjlar (%)</b>	<b>2024/12</b>	<b>2025/03</b>	<b>2025/06</b>	<b>2025/09</b>	<b>2025/12</b>
Brüt Kar Marjı	29,8	30,2	29,5	30,0	28,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	18,5	18,5	17,4	17,8	16,5
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	19,1	18,7	17,7	18,4	17,1
Net Faaliyet Karı	16,4	16,3	15,3	15,6	14,3
Vergi Öncesi Kar Marjı	13,0	11,4	9,7	9,8	6,0
Net Kar Marjı	8,8	8,2	7,0	7,3	4,4

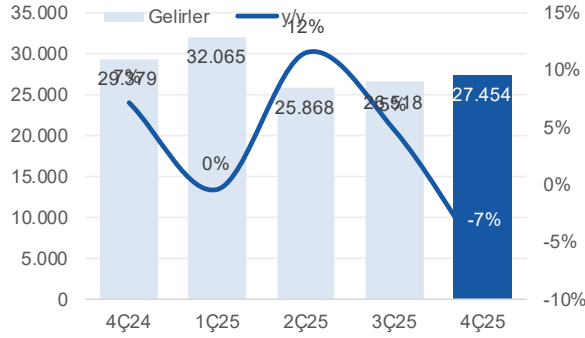
Nakit Döngü & NİS					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Net Nakit Döngüsü (Gün)	105	160	166	163	139
Ticari Alacak Tahsilat	95	108	96	99	96
Stok Döngü	73	108	122	110	109
Ticari Borç Ödeme	63	56	52	46	65
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	30.710	43.547	44.946	44.808	38.785
Gelirlere Oranı	28%	40%	40%	39%	35%
<b>Borçluluk</b>	<b>2024/12</b>	<b>2025/03</b>	<b>2025/06</b>	<b>2025/09</b>	<b>2025/12</b>
Net Borç (Nakit)	28.398	37.436	42.508	40.591	34.020
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0,6x	0,8x	1x	0,9x	0,7x
Net Borç / VAFÖK (x)	1,3x	1,8x	2,1x	1,9x	1,8x
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	1,1x	1x	0,8x	0,8x	0,7x
Borç / (Borç + Özkaynak)	61%	60%	64%	63%	57%
<b>Getiri Metrikleri</b>	<b>2024/12</b>	<b>2025/03</b>	<b>2025/06</b>	<b>2025/09</b>	<b>2025/12</b>
<b>Özkaynak Karlılığı</b>	<b>24%</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>11%</b>
Net Kar Marjı	9%	8%	7%	7%	4%
Varlık Devir Hızı (x)	86,3	82,3	82,5	84,4	88,2
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	311,5	306,4	337,0	321,8	293,0
<b>ROIC (**)</b>	<b>28%</b>	<b>23%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>21%</b>

YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	Son 4Ç	2026T	reel Δ	2027T	reel Δ
<b>Gelirler</b>	111.905	148.424	7%	179.581	2%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	18.416	28.078	23%	33.988	2%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	8.864	3.260	-70%	8.443	119%
Net Kar	4.875	16.516	174%	22.496	15%
Toplam Özkaynaklar	43.302	68.259	27%	100.655	24%
<b>Piyasa Çarpanları (x) (***)</b>	<b>Son 4Ç</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>		
FD / Gelirler	0,68	0,5	0,4		
FD / VAFÖK	4,11	2,7	2,2		
FD / SNA	8,54	23,2	9,0		
F/K	9,08	2,7	2,0		
F/DD	1,02	0,6	0,4		

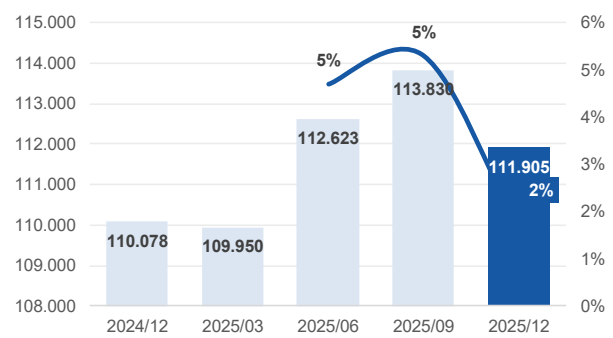
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (\*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (\*\*) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (\*\*\*) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır (\*\*\*\*) Net finansman gelir/gider kalemi parasal kazanç/kayıp içermektedir.

**ÜLKER - Çeyreksel ve Son 12 Aylık Finansallar**

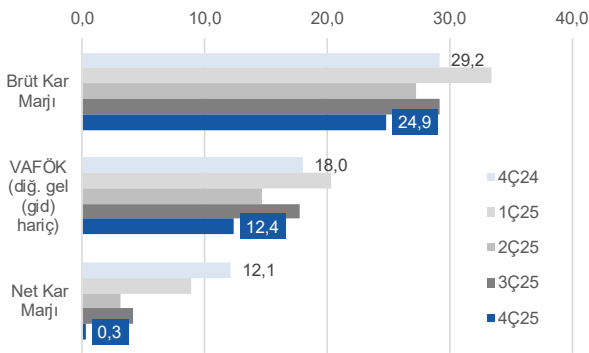
**Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)**



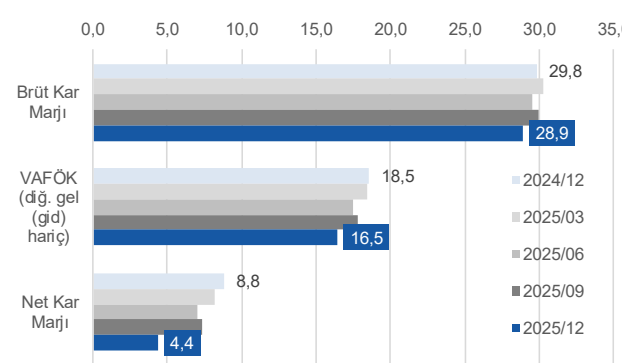
**Son 4Ç Büyüme (%)**



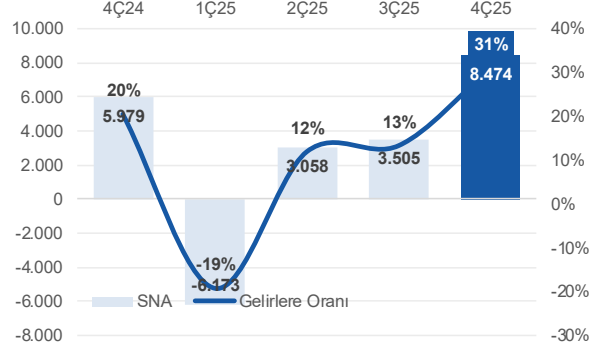
**Çeyreksel Marjlar (%)**



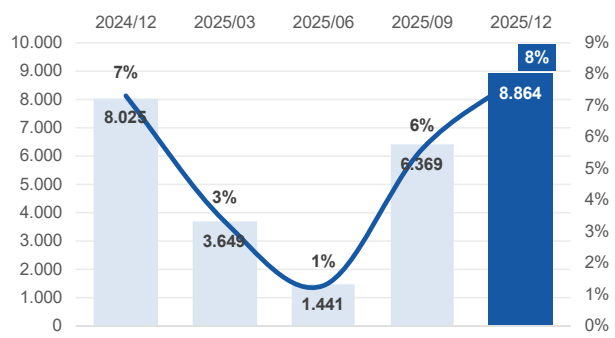
**Son 4Ç Marjlar (%)**



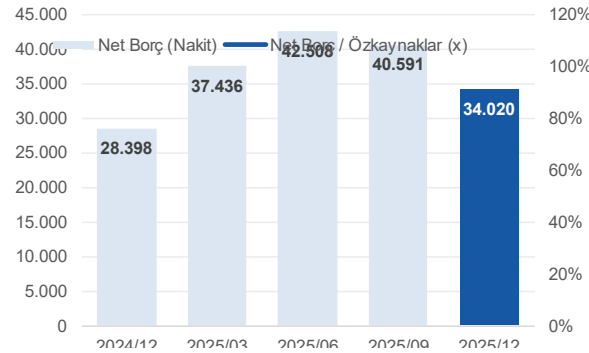
**Çeyresel SNA (TLmn) & SNA Marjı**



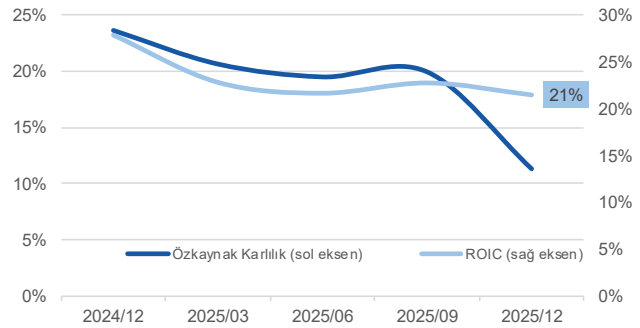
**Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı**



**Borçluluk**



**Getiri Metrikleri**



Kaynak: KAP, YKY Araştırma

## ÇEKİNCE:

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi 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 önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, 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. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.