Finansal Değerlendirme Raporu

Ülker Bisküvi <ULKER>

Gıda

Ülker Bisküvi (ULKER), 2026 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık bazda %12,2 azalışla 28,95 milyar TL satış geliri, %59,1 azalışla 2,39 milyar TL FAVÖK ve geçen yılın aynı dönemindeki 1,38 milyar TL net kara karşılık 546 milyon TL zarar açıkladı. Piyasa medyan beklentisi ise 28,48 milyar TL ciro, 2,30 milyar TL FAVÖK ve 125 milyon TL net kar yönündeydi.

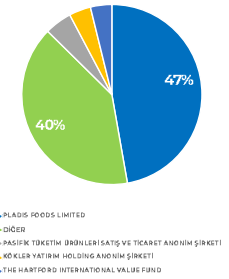
Operasyonel karlılık üçüncü çeyrekte belirgin şekilde zayıfladı. Brüt kar yıllık bazda %36 azalarak 6,17 milyar TL'ye gerilerken brüt kar marjı %29,2'den %21,3'e düştü. Operasyonel giderlerin ciroya oranı aynı dönemde yaklaşık %14,0'ten %16,3'e yükseldi. FAVÖK marjı ise geçen yılın aynı çeyreğindeki %17,7 seviyesinden %8,3'e geriledi. Faaliyet karlılığı da benzer şekilde yıllık %65,8 azalarak 1,81 milyar TL'ye geriledi. Buna karşılık net finansman giderlerinde iyileşme kaydedildi; esas faaliyet dışı finansman giderleri geçen yılki 7,19 milyar TL'den 4,82 milyar TL'ye düştü. Yatırım faaliyetlerinden gelirler 3,45 milyar TL'den 2,21 milyar TL'ye, net parasal pozisyon kazancı ise 993 milyon TL'den 717 milyon TL'ye geriledi. Finansman giderlerindeki düşüş operasyonel kardaki sert daralmayı karşılamakta yetersiz kalırken şirket üçüncü çeyreği zararla tamamladı.

9A26 operasyonel verilerine göre toplam satış hacmi yıllık bazda yaklaşık %0,6 artarak 520 bin tona yükseldi. Aynı dönemde Türkiye atıştırmalık pazarı hacim bazında %2,5, bisküvi kategorisi %1,4, kek %2,2 ve çikolata %5,4 büyüdü. Yılın ilk dokuz ayında ise satış gelirleri yıllık %8,8 azalışla 95,75 milyar TL, FAVÖK %40,3 azalışla 11,15 milyar TL ve ana ortaklık net karı %54,5 azalışla 2,71 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Brüt kar marjı %30,2'den %24,9'a, FAVÖK marjı ise %17,8'den %11,6'ya geriledi. Dokuz aylık tabloda FAVÖK düşüşünün ciro daralmasından belirgin ölçüde yüksek olması 2026 yılında karlılık üzerindeki ana baskının gelir büyümesinden ziyade marj tarafında yoğunlaştığını ortaya koyuyor.

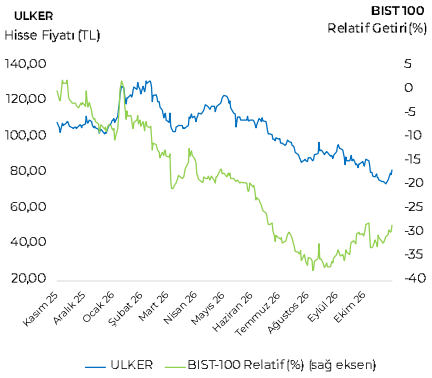
Bilanço tarafında ise net finansal borç 2025 yıl sonundaki 36,40 milyar TL'den 38,91 milyar TL'ye yükselerek %6,9 artış gösterdi. Ülker ilk dokuz ayda üretim hatlarının yenilenmesi, modernizasyon, verimlilik ve hijyen yatırımları kapsamında yaklaşık 1,58 milyar TL yatırım harcaması gerçekleştirdi. Borçluluğun artmasına rağmen şirketin 2024–2025 döneminde gerçekleştirdiği uzun vadeli tahvil ve kredi refinansmanları kısa vadeli yeniden finansman riskini azaltan bir unsur olmaya devam ediyor.

Genel değerlendirmemizde açıklanan sonuçların piyasa beklentilerinin altında kalması, marjlardaki daralma, hacim artışının reel ciroya dönüşmemesi ve net finansal borçtaki artış bilanço kalitesini sınırlıyor. Finansman giderlerindeki düşüş operasyonel baskıyı kısmen hafifletse de üçüncü çeyrekte çekirdek karlılıktaki gerileme belirgin. Bu çerçevede 3Ç26 sonuçlarının hisse performansı üzerinde **olumsuz** etki yaratmasını bekliyoruz.

Hisse Kodu	**ULKER**
Şirket Pazarı	Yıldız Pazar
Hisse Fiyatı (TL)	82,15
S1Y En Yüksek	134,76
S1Y En Düşük	72,95
Hisse Adedi (mn)	369
HAO	44%
Piyasa Değeri (TL mn)	30.336
Piyasa Değeri (USD mn)	607
Finansal Borç (TL mn)	66.665
Finansal Borç (USD mn)	1.363
3AOİH (USD mn)	9,43
3AOİH/HA Piyasa Değ.	3,53%
F / K	
Güncel	18,67
6 Aylık Ortalama	12,30
1 Yıllık Ortalama	10,45
PD/DD	
Güncel	0,57
6 Aylık Ortalama	0,97
1 Yıllık Ortalama	1,05



ULKER (mn TL)	2025	9A25	9A26
Net Satışlar	111.905	137.734	102.666
FAVÖK	22.894	18.659	11.147
Net Kar	6.060	5.959	2.709
Özkaynaklar	53.832	52.089	53.528



Finansal Değerlendirme Raporu

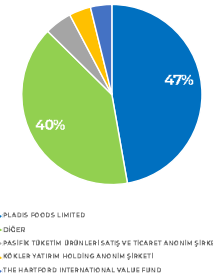
Ülker Bisküvi <ULKER>

Gıda

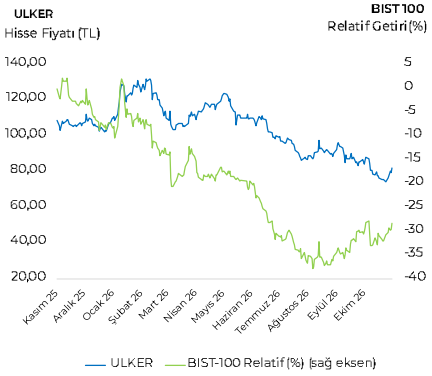
GELİR TABLOSU	2026/3Q	2025/3Q	Değişim (%)	2026/9M	2025/9M	Değişim (%)
Satış Gelirleri (net)	**28.947**	**32.966**	**-12%**	**95.748**	**104.987**	**-9%**
Satışların Maliyeti (-)	-22.780	-23.327	-2%	-71.905	-73.258	-2%
Hizmet Gelirleri (net)	0	0	a.d.	0	0	a.d.
Esas Faaliyetlerden Gelirler/faiz+temettü+kira (net)	0	0	a.d.	0	0	a.d.
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Brüt Kar (Zarar)	0	0	a.d.	0	0	a.d.
Diğer Gelir ve Giderler	0	0	a.d.	0	0	a.d.
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	**6.167**	**9.639**	**-36%**	**23.842**	**31.728**	**-25%**
Faaliyet Giderleri (-)	-4.727	-4.602	3%	-15.553	-15.367	1%
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	**1.440**	**5.037**	**-71%**	**8.290**	**16.361**	**-49%**
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	373	266	40%	982	961	2%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	0	0	a.d.	0	0	a.d.
Finansman Giderleri (-)	-4.098	-6.193	-34%	-9.670	-20.236	-52%
Net Parasal Pozisyon Kar/Zararı	0	0	a.d.	0	0	a.d.
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	2.196	3.354	-35%	5.505	11.827	-53%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	**-89**	**2.464**	**a.d.**	**5.106**	**8.913**	**-43%**
Vergiler	-376	-1.033	-64%	-2.092	-2.615	-20%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	**-465**	**1.431**	**a.d.**	**3.014**	**6.299**	**-52%**
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı (Zararı)	0	0	a.d.	0	0	a.d.
DÖNEM KARI (ZARARI)	**-465**	**1.431**	**a.d.**	**3.014**	**6.299**	**-52%**
Azınlık Payları	81	46	75%	304	339	-10%
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	**-546**	**1.385**	**a.d.**	**2.709**	**5.959**	**-55%**

BİLANÇO	2026/3Q	2025/3Q	Değişim (%)	2026/9M	2026/9M	Değişim (%)
Cari/Dönen Varlıklar	**99.934**	**90.084**	**11%**	**99.934**	**90.084**	**11%**
Hazır Değerler	22.088	29.570	-25%	22.088	29.570	-25%
Menkul Kıymetler (net)	7	6	15%	7	6	15%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	35.673	29.618	20%	35.673	29.618	20%
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	2.203	2.531	-13%	2.203	2.531	-13%
Stoklar	30.717	23.046	33%	30.717	23.046	33%
Diğer Dönen Varlıklar	9.246	5.312	74%	9.246	5.312	74%
Cari Olmayan/Duran Varlıklar	**50.693**	**39.125**	**30%**	**50.693**	**39.125**	**30%**
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0	a.d.	0	0	a.d.
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0	a.d.	0	0	a.d.
Finansal Duran Varlıklar	5.856	5.842	0%	5.856	5.842	0%
Maddi Duran Varlıklar	37.362	28.268	32%	37.362	28.268	32%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.627	4.806	17%	5.627	4.806	17%
Diğer Duran Varlıklar	1.848	209	783%	1.848	209	783%
TOPLAM VARLIKLAR	**150.627**	**129.209**	**17%**	**150.627**	**129.209**	**17%**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**39.278**	**60.835**	**-35%**	**39.278**	**60.835**	**-35%**
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	19.453	46.959	-59%	19.453	46.959	-59%
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	14.992	9.726	54%	14.992	9.726	54%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	2.172	1.863	17%	2.172	1.863	17%
Kısa Vadeli Borç ve Gider Karşılıkları	2.662	2.287	16%	2.662	2.287	16%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**54.974**	**25.790**	**113%**	**54.974**	**25.790**	**113%**
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	47.212	21.514	119%	47.212	21.514	119%
Uzun Vadeli Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	0	a.d.
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	7.762	2.122	266%	7.762	2.122	266%
Uzun Vadeli Borç ve Gider Karşılıkları	0	2.154	-100%	0	2.154	-100%
Özsermaye	**56.375**	**42.584**	**32%**	**56.375**	**42.584**	**32%**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	**53.528**	**40.151**	**33%**	**53.528**	**40.151**	**33%**
Sermaye	369	369	0%	369	369	0%
Karşılıklı İştirak Sermayesi Düzeltmesi	0	0	a.d.	0	0	a.d.
Emisyon Primi	7.835	6.040	30%	7.835	6.040	30%
Yeniden Değerleme Fonu	0	0	a.d.	0	0	a.d.
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	27.177	18.704	45%	27.177	18.704	45%
Dönem Net Kar/Zararı	2.709	4.594	-41%	2.709	4.594	-41%
Yedekler ve Diğer Sermaye Kalemleri	15.437	10.445	48%	15.437	10.445	48%
Azınlık Payları	2.847	2.432	17%	2.847	2.432	17%
TOPLAM ÖZ SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	**150.627**	**129.209**	**17%**	**150.627**	**129.209**	**17%**

Hisse Kodu	**ULKER**
Şirket Pazarı	Yıldız Pazar
Hisse Fiyatı (TL)	82,15
S1Y En Yüksek	134,76
S1Y En Düşük	72,95
Hisse Adedi (mn)	369
HAO	44%
Piyasa Değeri (TL mn)	30.336
Piyasa Değeri (USD mn)	607
Finansal Borç (TL mn)	66.665
Finansal Borç (USD mn)	1.363
3A OİH (USD mn)	9,43
3A OİH/HA Piyasa Değ.	3,53%
F / K	
Güncel	18,67
6 Aylık Ortalama	12,30
1 Yıllık Ortalama	10,45
PD/DD	
Güncel	0,57
6 Aylık Ortalama	0,97
1 Yıllık Ortalama	1,05



ULKER (mn TL)	2025	9A25	9A26
Net Satışlar	111.905	137.734	102.666
FAVÖK	22.894	18.659	11.147
Net Kar	6.060	5.959	2.709
Özkaynaklar	53.832	52.089	53.528



Çekince Metni

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah., Ihlamur Blv., N3, Ağaoğlu My Newwork, Ataşehir/İstanbul
Mersis No:0478003678700011, Tel: 444 46 36, Web: www.infoyatirim.com
arastirma@infoyatirim.com.tr

Çekince: Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.