Hisse Senedi / Büyük Şirket / Gıda

# Ülker Bisküvi

## 2026 3.Ç Mali Tablo Analizi

09/11/2026

**AL**

**Yükselme Potansiyeli 96%**

**Beklentilere paralel operasyonel sonuçlar ancak net zarar kaydedildi:** Ülker, UMS-29 kapsamında 3Ç26'da 546 milyon TL net zarar açıkladı (İş Yatırım: TL126mn, piyasa: TL125mn) Ciro yıllık %12 düşüşle 28,95 milyar TL'ye (İş Yatırım: 28,5 milyar TL, piyasa:28,5 milyar TL ) gerilerken FAVÖK yıllık %59,1 düşüşle 2,39 milyar TL'ye (İş Yatırım: 2,3 milyar TL, piyasa:2,3 milyar TL ) indi ve marjda yıllık bazda belirgin daralma görüldü. Brüt kâr marjındaki ciddi düşüş net kardaki olumsuz etkisini bu çeyrekte de devam ettirdi. Operasyonel sonuçlar beklentilere paralel olsa da tahminlerimizi altında kalan parasal kazanç ve beklentimizi aşan vergi gideri kaynaklı oluşan net zarar rakamına hafif olumsuz tepki bekliyoruz.

Fiyatlama ve stoklar marjları baskıladı: Türkiye hacimleri %1,6 artarken ciro %12,1 düşüşle 19,61 milyar TL oldu, brüt kâr %40,1 geriledi. Promosyon ağırlığının artması ve stok maliyetinin enflasyon muhasebesi etkisi Türkiye marjlarını baskıladı. Yurtdışında hacim %2,6 daralırken ciro %12,4 düşüşle 9,33 milyar TL'ye geriledi. Körfez'de jeopolitik gerilim, navlun ve paketleme maliyetleri ile Orta Asya'da agresif fiyatlama ve enflasyon-kur makası yurtdışı gelirlerini ve marjları baskıladı. 3Ç26'da yıllık bazda net finansman giderlerinde ciddi düşüş olsa da zayıf faaliyet karı, düşen yatırım gelirleri ve parasal kazanç da net karı olumsuz etkiledi.

**Nakit ve kaldıraç:** İşletme sermayesi kaynaklı nakit çıkışı yıllık bazda gerilese de düşük marjlar operasyonel nakit akışının 1,98 milyar TL'ye, serbest nakit akışının ise 1,14 milyar TL'ye gerilemesine sebep oldu. Şirketin net finansal borç pozisyonu geçtiğimiz çeyreğe paralel 44,6 milyar TL seviyesinde.

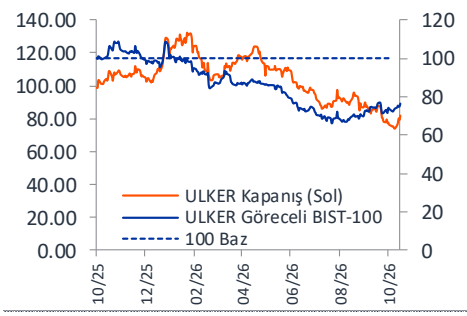
**Değerleme**: Ciro ve marj tahminlerimizde yaptığımız aşağı yönlü revizyon sonrası hedef fiyatımızı 161TL/hisse'ye çekiyoruz ancak AL tavsiyemizi koruyoruz. ULKER sırasıyla 4,4x ve 3,7x olan 2026T ve 27T FD/FAVÖK çarpanları ile uluslararası benzerlerine kıyasla yaklaşık %55 iskonto ile işlem görüyor.

| Fiyat Bilgileri | TL |
|---|---|
| Kapanış | 82.15 |
| 12 Aylık Hedef Fiyat* | 160.70 |
| 12 Aylık Önc.Hedef Fiyat | 209.26 |
| Piyasa Değeri (mn) | 30,336 |
| Halka Açık PD (mn) | 13,363 |
| Ort. İşlem Hacmi (3Ay) | 652.4 |
| Hisse sayısı (Adet mn) | 369 |
| Takas Saklama Oranı (%) | 44 |
| Yabancı Oranı (%) | 76 |
| *Güncelleme tarihi: | 09/11/2026 |

| Çarpanlar ($) | 2026 | 2027 | 2028 |
|---|---|---|---|
| F/K | 8.4 | 9.1 | 5.4 |
| PD/DD | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| FD/FAVÖK | 4.4 | 3.7 | 3.4 |

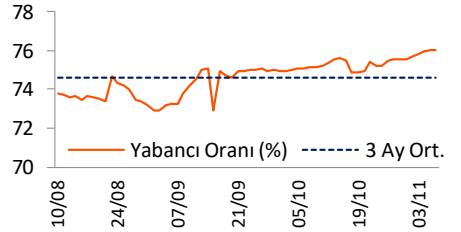
| Fiyat Perf. (%) | 1 Ay | Yılıçi | 12 Ay |
|---|---|---|---|
| TL | -4.2 | -20.0 | -24.6 |
| ABD $ | -5.9 | -31.4 | -36.6 |
| BIST-100 Relatif | 3.2 | -21.6 | -27.3 |

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat




| 3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) | 74.30 | 97.75 |
|---|---|---|

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 76.01




**Özgür Şafak Açıkalın**
oacikalin@isyatirim.com.tr
+90 212 350 25 14

*Lütfen son sayfada yer alan yasal uyarıya bakınız*

## Tablo: Özet Finansallar

| TL mn · UMS 29 | Çeyreksel | | | | | 9 aylık | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 3Ç26 | 3Ç25 | Y/Y | 2Ç26 | Ç/Ç | 9A26 | 9A25 | Y/Y |
| **Ciro** | **28,947** | **32,966** | **-%12** | **28,496** | **+%2** | **95,748** | **104,987** | **-%9** |
| Brüt Kar | 6,167 | 9,639 | -%36 | 6,998 | -%12 | 23,842 | 31,728 | -%25 |
| *Brüt Kar Marjı* | *%21.3* | *%29.2* | *-7.9 ppt* | *%24.6* | *-3.3 ppt* | *%24.9* | *%30.2* | *-5.3 ppt* |
| Faaliyet Giderleri | -4,727 | -4,602 | +%3 | -4,945 | -%4 | -15,553 | -15,367 | +%1 |
| *Faaliyet Gideri/Ciro* | *-%16.3* | *-%14.0* | *-2.4 ppt* | *-%17.4* | *+1.0 ppt* | *-%16.2* | *-%14.6* | *-1.6 ppt* |
| Faaliyet Karı[1] | 1,440 | 5,037 | -%71 | 2,053 | -%30 | 8,290 | 16,361 | -%49 |
| Amortisman | 955 | 811 | +%18 | 904 | +%6 | 2,857 | 2,298 | +%24 |
| **FAVÖK[2]** | **2,395** | **5,848** | **-%59** | **2,957** | **-%19** | **11,147** | **18,659** | **-%40** |
| *FAVÖK Marjı* | *%8.3* | *%17.7* | *-9.5 ppt* | *%10.4* | *-2.1 ppt* | *%11.6* | *%17.8* | *-6.1 ppt* |
| Finansman Gelir (Gider), net | -4,815 | -7,186 | -%33 | -3,749 | +%28 | -13,012 | -23,416 | -%44 |
| Parasal Kazanç (Kayıp) | 717 | 993 | -%28 | 1,388 | -%48 | 3,342 | 3,181 | +%5 |
| VÖK | -89 | 2,464 | a.d. | 1,708 | a.d. | 5,106 | 8,913 | -%43 |
| *VÖK Marjı* | *-%0.3* | *%7.5* | *-7.8 ppt* | *%6.0* | *-6.3 ppt* | *%5.3* | *%8.5* | *-3.2 ppt* |
| Vergi Gelir (Gider) | -376 | -1,033 | -%64 | -302 | +%25 | -2,092 | -2,615 | -%20 |
| **Net Kar** | **-465** | **1,431** | **a.d.** | **1,406** | **a.d.** | **3,014** | **6,299** | **-%52** |
| Ana Ortaklık Net Karı | -546 | 1,385 | a.d. | 1,464 | a.d. | 2,709 | 5,959 | -%55 |
| *Net Kar Marjı* | *-%1.6* | *%4.3* | *-5.9 ppt* | *%4.9* | *-6.5 ppt* | *%3.1* | *%6.0* | *-2.9 ppt* |

[1] Faaliyet karı = Brüt kar – satış, genel yönetim ve Ar-Ge giderleri; diğer faaliyet gelir/giderlerini içermez. [2] FAVÖK = Faaliyet karı + amortisman/itfa.

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

## Ülker Bisküvi

| Ortaklık Yapısı (%) | |
|---|---|
| Pladis Foods Limited | 47.23 |
| Diğer | 40.16 |
| Pasifik Tüketim Ürünleri Satış Ve Ticaret Anonim Ş | 4.88 |
| Kökler Yatırım Holding Anonim Şirketi | 3.9 |
| The Hartford International Value Fund | 3.83 |

**Faaliyet Konusu**

Bisküvi, Çikolata Kaplamalı Bisküvi ve Gofret Üretimi

| Gelir Tablosu (mn ₺) | 2025G | 2026T | 2027T | 2028T |
|---|---|---|---|---|
| **Net Satış Gelirleri** | **146,273** | **137,545** | **138,058** | **138,650** |
| **Brüt Kar (Zarar)** | **41,985** | **30,164** | **33,168** | **34,959** |
| Operasyonel Giderler | 21,264 | 16,635 | 15,996 | 16,042 |
| **Esas Faaliyet Karı** | **20,721** | **13,529** | **17,172** | **18,917** |
| Faal. Diğer Gelirler (Giderler) | 1,002 | 586 | 462 | 375 |
| Net Yatırım Gelirleri (Giderleri) | 13,470 | 8,043 | 5,711 | 3,701 |
| Net Finansman Gelir (Gideri) | -26,523 | -15,218 | -16,399 | -12,646 |
| **Vergi Öncesi Kar (Zarar)** | **8,670** | **6,940** | **6,946** | **10,346** |
| Vergi Giderleri (Gelirleri) | 1,912 | 2,735 | 2,956 | 3,898 |
| Azınlık Payları | 430 | 494 | 567 | 651 |
| **Net Kar** | **6,326** | **3,711** | **3,423** | **5,797** |
| Vergi Sonrası Faaliyet Karı | 18,809 | 10,794 | 14,216 | 15,019 |
| **FAVÖK** | **25,598** | **17,027** | **19,933** | **21,690** |

| Büyümeler & Opr. Perf. | 2025G | 2026T | 2027T | 2028T |
|---|---|---|---|---|
| **Büyümeler** | | | | |
| Net Satışlar | - | -6.0% | 0.4% | 0.4% |
| Faaliyet Karı | - | -35% | 27% | 10% |
| FAVÖK | - | -33% | 17% | 9% |
| Net Kar | - | -41% | -8% | 69% |
| **Operasyonel Performans** | | | | |
| Brüt Marj | 28.7% | 21.9% | 24.0% | 25.2% |
| Faaliyet Kar Marjı | 14.2% | 9.8% | 12.4% | 13.6% |
| FAVÖK Marjı | 17.5% | 12.4% | 14.4% | 15.6% |
| Özkaynak Karlılığı | 13.1% | 6.5% | 5.8% | 9.3% |
| Aktif Karlılığı | 4.3% | 2.3% | 2.2% | 3.6% |
| Yatırım Sermayesi Karlılığı | 30.3% | 14.3% | 18.6% | 18.9% |

| Rasyo Analizi | 2025G | 2026T | 2027T | 2028T |
|---|---|---|---|---|
| FD / Satışlar (x) | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Hisse Başı Kazanç (₺) | 17.13 | 10.05 | 9.27 | 15.70 |
| Hisse Başı Temettü (₺) | 10.47 | 5.73 | 3.86 | 5.38 |
| Net Borç (Nakit) (mn ₺) | 44,158 | 44,834 | 39,918 | 36,994 |
| Net Borç / FAVÖK (x) | 1.73 | 2.63 | 2.00 | 1.71 |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0.79 | 0.78 | 0.66 | 0.57 |

| Bilanço (mn ₺) | 2025G | 2026T | 2027T | 2028T |
|---|---|---|---|---|
| **Dönen Varlıklar** | **110,208** | **103,472** | **103,195** | **110,611** |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 30,276 | 23,558 | 22,984 | 24,096 |
| Ticari Alacaklar | 38,057 | 36,038 | 36,172 | 36,327 |
| Stoklar | 30,725 | 29,095 | 29,204 | 29,329 |
| Diğer Dönen Varlıklar | 11,149 | 14,781 | 14,836 | 20,859 |
| **Duran Varlıklar** | **54,465** | **53,315** | **53,490** | **53,380** |
| Maddi Duran Varlıklar | 40,668 | 39,651 | 39,704 | 39,676 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 6,435 | 6,274 | 6,282 | 6,278 |
| Diğer Uzun Vadeli Varlıklar | 676 | 640 | 643 | 646 |
| **Toplam Varlıklar** | **164,673** | **156,787** | **156,685** | **163,991** |
| **Kısa Vadeli Yükümlülükler** | **45,806** | **39,868** | **42,178** | **45,540** |
| Finansal Borçlar | 22,764 | 20,351 | 20,131 | 19,551 |
| Ticari Borçlar | 18,440 | 17,462 | 17,527 | 17,602 |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükle | 4,602 | 2,055 | 4,520 | 8,386 |
| **Uzun Vadeli Yükümlülükler** | **59,320** | **55,285** | **50,041** | **48,841** |
| Finansal Borçlar | 51,670 | 48,041 | 42,770 | 41,539 |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükl | 7,650 | 7,244 | 7,271 | 7,302 |
| **Özkaynaklar** | **59,546** | **61,634** | **64,466** | **69,611** |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar | 56,205 | 57,799 | 60,063 | 64,557 |
| Azınlık Payları | 3,341 | 3,835 | 4,402 | 5,054 |
| **Toplam Kaynaklar** | **164,673** | **156,787** | **156,685** | **163,991** |

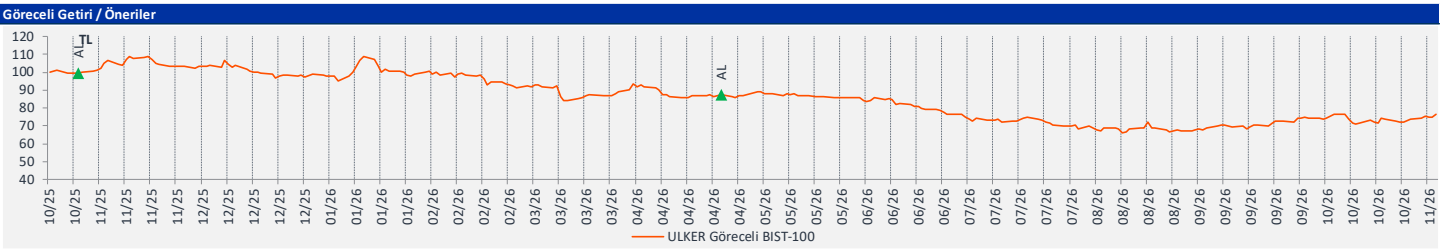
| Nakit Akım (mn ₺) | 2025G | 2026T | 2027T | 2028T |
|---|---|---|---|---|
| **İşletme Faal. Kay. Net Nakit** | **7,663** | **4,578** | **3,615** | **6,071** |
| Düzeltme Öncesi Kar | 6,758 | 4,205 | 3,990 | 6,448 |
| Amortisman & İtfa Payları | 3,185 | 3,498 | 2,761 | 2,773 |
| İşletme Sermayesindeki Değ. | 7,663 | -3,125 | -3,136 | -3,150 |
| **Yatırım Faal. Kay. Nakit** | **3,843** | **511** | **-592** | **-1,452** |
| Sabit Sermaye Yatırımları | 2,197 | -2,489 | -3,275 | -3,832 |
| Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı | 1,646 | 3000 | 2,683 | 2,380 |
| **Serbest Nakit Akım** | **11,506** | **5088** | **3,022** | **4,620** |
| **Finansman Faal. Kay.Nakit** | **-23,155** | **-7,419** | **808** | **941** |

Kaynak: İş Yatırım

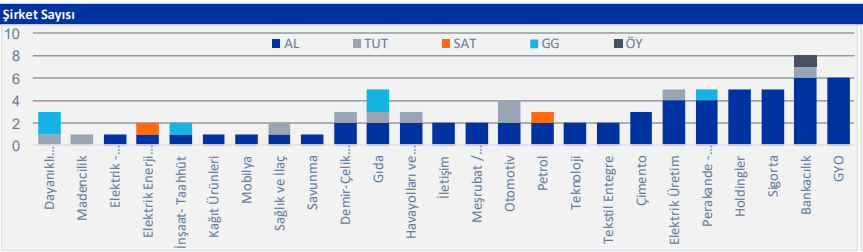
Değerler 2026 yıl sonu satın alma gücüne endekslidir.

## Ülker Bisküvi

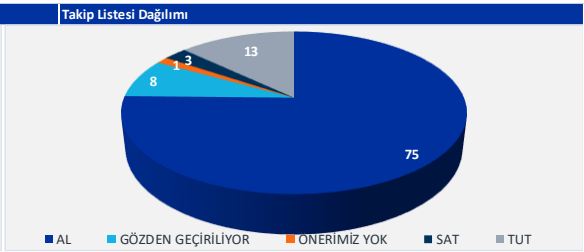
**Göreceli Getiri / Öneriler**




**Şirket Sayısı**




**Takip Listesi Dağılımı**




Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. 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. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.
Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.
Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.