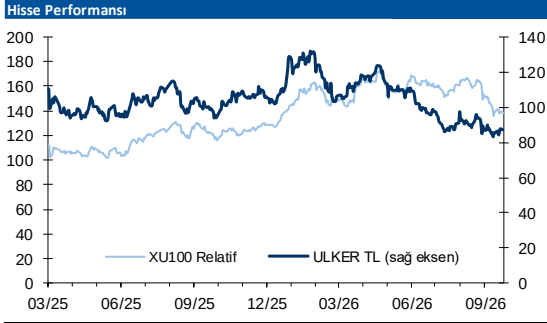


Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	ULKER
Mevcut Fiyat (TL)	87.40
Hedef Fiyat (TL)	156.90
Getiri Potansiyeli (%)	80%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	82.35 134.76
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	525
Sermaye (mln TL)	369
Pazar	Yıldız Pazar
Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	32,275
Hedeflenen Piyasa Değeri	57,957
Net Borç	42,102
Firma Değeri	74,376

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-7%	-9%	-24%	-15%
BIST100 Rölatif Getiri	10%	5%	-11%	-21%
Özet Veriler (mln TL)				
	2024	2025	2026T	2027T
Satış Gelirleri	110,078	111,905	138,714	172,949
FAVÖK	20,414	18,416	18,736	26,713
Net Kar	9,687	4,875	6,361	7,644
FAVÖK Marjı	18.5%	16.5%	13.5%	15.4%
Net Kar Marjı	8.8%	4.4%	4.6%	4.4%
Tahminler ve Rasyolar				
	2024	2025	2026T	2027T
FD/Ciro	0.7x	0.7x	0.5x	0.4x
FD/FAVÖK	3.7x	4.4x	4.0x	2.8x
F/K	4.8x	8.5x	5.1x	4.2x
PD/DD	1.1x	0.8x	0.6x	0.4x
Net Borç/FAVÖK	1.4x	2.2x	1.9x	1.5x



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Fiyatlar 12 Ekim 2026 tarihi itibarıyla.

*Ana ortaklık paylarına ait net kar (zarar) ifade edilmektedir.

Ortaklık Yapısı	
PLADIS FOODS LIMITED	47.2%
PASİFİK TÜKETİM ÜRÜNLERİ SATIŞ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	4.9%
KÖKLER YATIRIM HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	3.9%
THE HARTFORD INTERNATIONAL VALUE FUND	3.8%
Diğer	40.2%

Strateji ve Araştırma

DenizbankYatırımHizmetleriGrubuStrateji ve Araştırma@denizbank.com

Ülker Bisküvi (ULKER TI)

Marjlar için 2027 yılı daha kritik olacaktır

AL – Hedef Fiyat: 156,90 TL (12-ay)

Ülker Bisküvi (ULKER TI) için son dönem gelişmelerini odağına alan güncelleme notu hazırladık. Aşağıda ve ilerleyen sayfalarda detaylara vakıf olabilirsiniz.

■ **Hammadde fiyatları.** Emtiada savaşın etkisiyle fiyatlar yukarı yönlü şekilleniyor ama 2026 yılının ilk dokuz ay ortalama fiyatını geçen seneye karşılaştırdığımızda; buğday & palm yağı tarafında fiyatın sırasıyla %15 ve %10 üzerinde, şeker & kakao tarafında ise fiyatların sırasıyla %14 ve %50 geride olduğunu hesaplıyoruz. **Fiyatların görece düşük seviyelerde olmasının (buğday & palm yağı hariç) 2027 finansal yılında brüt kar marjının eski seviyelerine dönmesine zemin hazırlayabileceğini düşünüyoruz.**

■ **Yerel tarafın faaliyetler içerisindeki önemi arttı.** Jeopolitik risklerin artması sonucunda talep tarafının yurt dışında olumsuz etkilenmesiyle faaliyetler içerisinde ağırlığı azaldı. Ayrıca, enflasyon muhasebesi de yurt dışının ağırlığını baskılamaktadır. Yurt içinde ise satın alma gücündeki gerileme sebebiyle promosyonların satış kompozisyonu içerisinde ağırlık kazanması hacim yaratırken, karlılığı baskılanıyor. Ek olarak, TÜFE ile çikolata ürünler makasının Temmuz - Eylül döneminde Şirket'in aleyhine gelişmesi de 3Ç26'da satış büyümesi ve marjları olumsuz etkileyebilir.

■ **Şirket, yıl başında paylaştığı beklentilerinde revize yaptı.** İlk beklentilerini i) bir önceki yıla oranla net satış büyümesi ve ii) %13,5 (+/- %1,5) FAVÖK marjı olarak paylaşmıştı. 2Ç26 döneminde ise yapılan revize sonucunda beklentiler i) düşük tek haneli daralma (net satışlar için) ve ii) %13,5 (+/- %1,5) FAVÖK marjı olarak güncellendi.

■ **Güncel/yıl sonu beklentilerimize göre oluşan çarpanlar.** Güncelde 4,2x FD/FAVÖK ile yıl sonu beklentilerimize göre şekillenen 4,0x FD/FAVÖK çarpanı, eğer çarpan tarafında bir genişleme olmazsa, arasındaki makas şu aşamada değerlendirme açısından çok sınırlı bir fırsat sunuyor. Bununla birlikte, 2027T FD/FAVÖK için 2,8x çarpan seviyesini ise oldukça cazip buluyoruz. Son 12 aylık ortalama FD/FAVÖK çarpanı 4,1x, son 3 yıllık FD/FAVÖK ise 3,9x seviyesini işaret etmektedir.

Genel Değerlendirme: ULKER'in, i) 138,714 milyon TL satış geliri ii) 18,736 milyon TL FAVÖK ve iii) 6.361 milyon TL net kar ile 2026 yılını tamamlayacağını düşünüyoruz. Şirket için 2027 yılının değerlendirme açısından daha kritik olacağını değerlendiriyor ve odağımızı oraya kaydırıyoruz. Bu raporumuz ile birlikte 12A hedef fiyatımızı 154,07 TL'den 156,90 TL'ye yükseltiyoruz, TUT olan önerimizi ise mevcut fiyat seviyelerini sunduğu cazibe ve emtia görünümünü dikkate alarak AL olarak güncelliyoruz. Hisse, yıl başından itibaren BIST 100 endeksinin %21 altında performans göstermiştir.

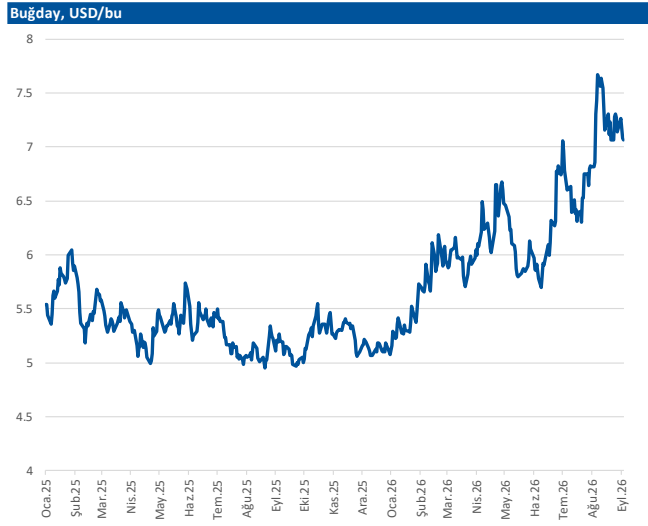
İçerik

Emtia görünümü	3
Faaliyet görünümü.....	4
Benzer şirket karşılaştırmaları	9
Özet tablolar ULKER	10

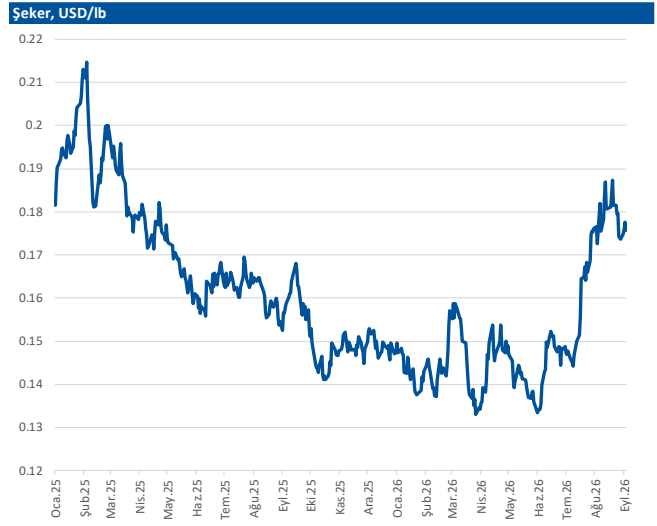
Emtia görünümü

■ **Savaşın etkisiyle trendler yukarı döndü ama ortalama fiyatlar geçen senenin gerisinde.** Şirket'in, satılan ürün maliyeti yapısında önemli girdiler arasında buğday, şeker, kakao ve palm yağı yer almaktadır. İlgili hammaddelere dair son 1 yıllık fiyat hareketleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Orta Doğu'da patlak veren savaşın öncesinde kakao ve şeker fiyatları özelinde düşüş trendi gözlenirken, buğday tarafında ise belirli bir aralık içerisinde hareket söz konusuydu. Aynı dönemde ÜLKER hisse fiyatının ise Ekim 2025 döneminde yaklaşık 2,3 USD dip seviyesini (gözlemlenen dönem için) gördükten sonra, savaşın hemen öncesinde, 3,1 USD seviyelerine yaklaştığı görülmektedir.

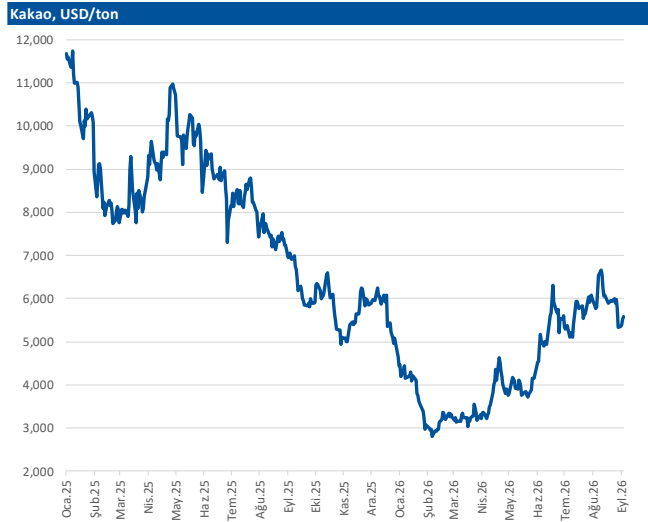
2026 yılının ilk dokuz ay ortalama fiyatını geçen seneye karşılaştırdığımızda; buğday & palm yağı tarafında fiyatın sırasıyla %15 ve %10 üzerinde, şeker & kakao tarafında ise fiyatların sırasıyla %14 ve %50 geride olduğunu hesaplıyoruz. **Bu durum, kakaonun girdi maliyetler arasında önemli bir faktör olması sebebiyle, Şirket açısından hafif olumlu bir görünüm yaratmakla birlikte henüz değerlemeye yansıdığını söyleyemeyiz.** Diğer taraftan, 2025 ile 2026 Temmuz-Eylül fiyatlarına baktığımızda ise fiyatların buğday, palm yağı ve şeker tarafında daha yukarıda, kakao tarafın ise aşağıda kaldığını görmekteyiz.



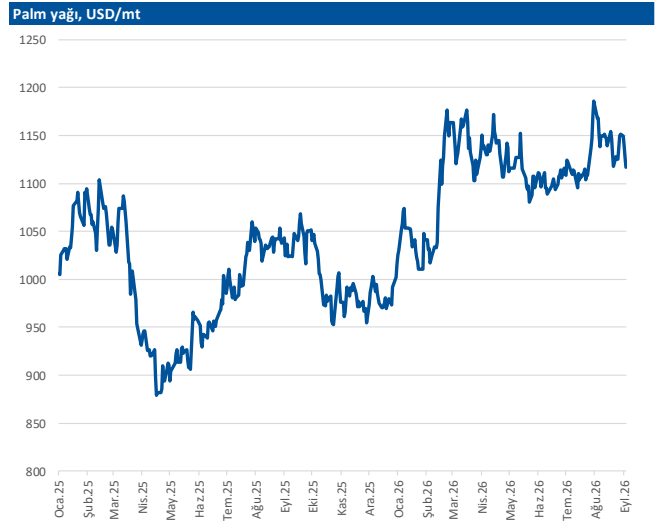
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

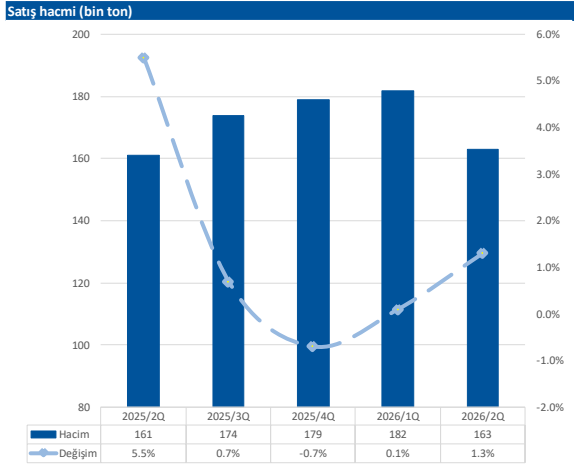


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

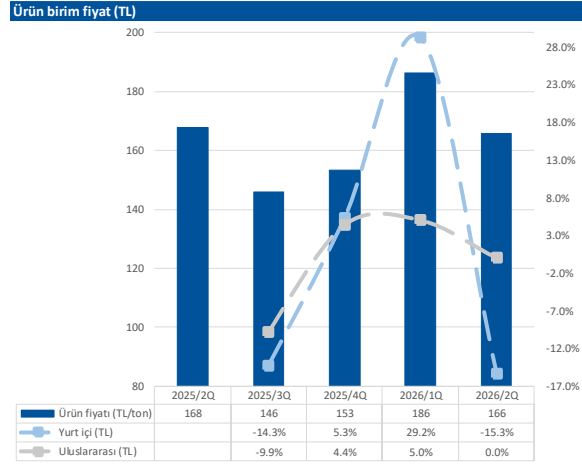
Faaliyet görünümü

■ **Toplam hacim ve ürün başına fiyat gelişimi.** Şirket'in, operasyonları içerisinde yaz dönemi, kış dönemine göre daha zayıf gerçekleşmektedir ve dolayısıyla bu durum sezonsallık yaratmaktadır. Diğer taraftan, sezon geçişleri ve asgari ücret gibi düzeltmelerin etkisi özellikle yurt içi fiyatların üzerinde belirgin şekilde görülmektedir.

- Hacim büyümelerine baktığımızda, 2Ç25 döneminde %5,5'lik büyümeden sonra Şirket'in olağan hacimlerine döndüğünü ve ilgili çeyreklerde neredeyse bir önceki yıla yakın seviyelerde operasyonlarını sonuçlandığını görmekteyiz. Geçen sene yeni ürünlerin, özellikle "dubai çikolatası" ürününün, talep üzerinde yarattığı baz etkiyi göz ardı etmiyoruz.
- Fiyat tarafında ise, yurt içi fiyatların daha sert değişimler gösterdiğini görmekteyiz. Yeni yıl ve ücret düzeltmelerinin görüldüğü 1Ç26 döneminde 4Ç25'e göre %29,2 artış görülürken, sezon geçişi nedeniyle 2Ç26 döneminde 1Ç26'ya göre birim fiyatlarda %15,3 gerileme olduğu fark edilmektedir. Gerilemenin, direkt raftaki ürünün fiyatı üzerinden görülmesinden ziyade 2026 yılında perakende tarafında promosyonların/kampanyaların yoğun olması neticesiyle olduğunu takip etmekte ve bu durumun daha fazla ürünün birlikte satılarak ürün başına geliri baskıladığı dikkatlerden kaçmamalıdır. Yurt dışı ürün fiyatlarının (TL bazında) ise daha sınırlı değişiklikler gösterdiği aşağıdaki grafikte belli olmaktadır.
- Önümüzde 3Ç ve 4Ç dönemleri var. 3Ç içerisinde Eylül ayı katkısının okul sezonu sebebiyle hacim tarafını ivmelendirmesi muhtemeldir. 4Ç döneminde ise tatil sezonun bitişi ve kış sezonuna girişimiz nedeniyle atıştırmalık, çikolata vb. ürünlere olan talep artacaktır. Dolayısıyla hacim tarafının 2Ç26'ya kıyasla, önceki yıllarda olduğu gibi, artmasını bekliyoruz.
- Yurt içi fiyatları incelediğimizde ise 9 aylık ortalama verilere göre hem unlu mamuller hem de çikolata ürünlerinin TÜFE'nin 0,5 yüzde puanı gerisinde gerçekleştiğini görüyoruz. 3Ç26 dönemi için Temmuz, Ağustos ve Eylül verilerine odaklandığımızda, özellikle çikolata ürünlerinin TÜFE'nin 14 yüzde puan gerisinde gerçekleşmesinin satışlar üzerinde baskı yaratabileceğini düşünüyoruz.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket sunumu
Değişim yıllık bazdadır

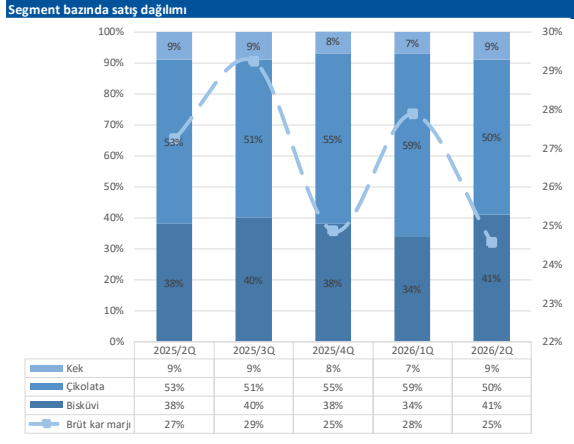


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Şirket sunumu
Taşınmamış verilerdir. Değişimler bir önceki çeyreğe göredir.

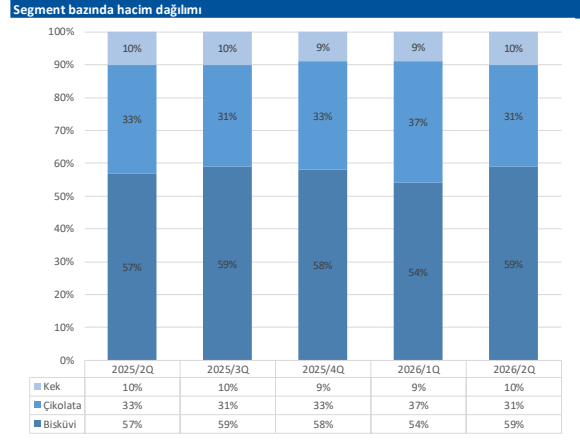
Makas* (TÜFE vs ürün fiyatları)	01-Ocak	02-Şubat	03-Mart	04-Nisan	05-Mayıs	06-Haziran	07-Temmuz	08-Ağustos	09-Eylül	9A ort.	3Ç26 ort.
Unlu mamuller	0.5%	-4.1%	-3.2%	0.2%	2.8%	3.5%	3.4%	-2.9%	-4.8%	-0.5%	-1.4%
Çikolata ürünleri	13.4%	12.5%	10.4%	4.5%	-1.2%	-2.7%	-9.2%	-15.0%	-17.5%	-0.5%	-13.9%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, TÜİK
2026 yılı verileridir.

- **Segment bazında dağılımlar.** Şirket'in operasyonel süreçlerinde sezonsal geçişler kadar segment dağılımının da önemi bulunmaktadır. Aşağıdaki grafiklerde görülebileceği üzere, çikolata segmenti hacim tarafında %50'nin altında orana sahip olmasına rağmen daha katma değerli olduğu için ciro tarafında %50 ve üzerinde pay almaktadır. Sezonsallık sadece fiyat geçişleri değil, aynı zamanda ürün karmasındaki değişimin de etkisi bulunmaktadır. Özellikle kış sezonunda katma değeri yüksek çikolata segmentinin ağırlık kazanması brüt kar marjını desteklemektedir. Brüt kar marjında dalgalanma yaratan diğer faktörler ise, yukarıda da belirttiğimiz gibi, hammadde maliyetlerinin satılan malın maliyetine yansımaları ve ilgili dönemlerde yapılan promosyon/kampanya süreçleridir. Diğer taraftan, son yıllarda büyük perakendelerde görülen Kasım ayı promosyonları üreticilerin daha fazla hacim yapmasına imkan tanırken, brüt kar marjı üzerinde baskı yaratabilmektedir.

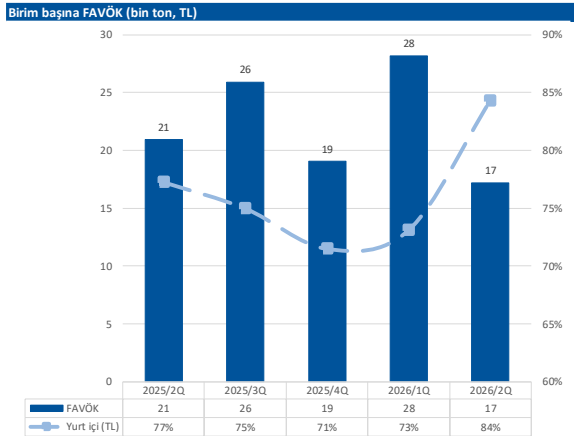


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket sunumu
Taşınmamış verilerdir.

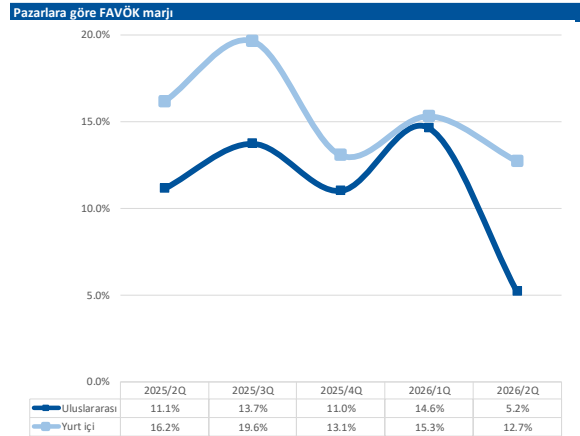


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket sunumu

- **Birim başına FAVÖK'te yurt içi katkısı yükseldi.** Fiyat geçişleri ve sezonsallık birim başına FAVÖK yaratımını da etkilemektedir. Dikkat çeken diğer gelişme ise son dönemlerde yurt içinin katkısının daha fazla ağırlık kazanmasıdır. Açıklanan son çeyrekte yurt içinin katkısı %84'e yükselirken, yılın ilk yarısında bu oran %77 oldu. Bu gelişmenin arka planında ise uluslararası (Orta Doğu, Afrika ve Orta Asya) pazarların FAVÖK kompozisyonunun gerilemesine etkisi bulunmaktadır. Diğer dikkat çeken sonuç ise yurt içi FAVÖK marjının, uluslararasına göre daha stabil bir seyir izlemesidir. Şirket'in, yurt içinde daha güçlü bir oyuncu olması bu durumu desteklemektedir. Mevcut durumda, uluslararası operasyonlarda görülen baskının jeopolitik nedenlerle olması ve enflasyon muhasebesi etkisi sebebiyle yurt içi verilerin şirket için daha önemli olduğu düşünüyoruz. Savaşın etkilerinin azalmakla birlikte devam ettiğini görüyoruz ve dolayısıyla yurt içi ve uluslararası dağılım arasında eski oranların orta vadede sağlanabileceğini düşünüyoruz.



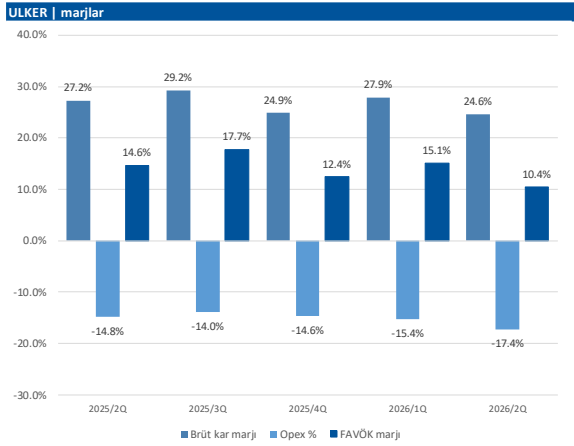
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket sunumu
Taşınmamış verilerdir.



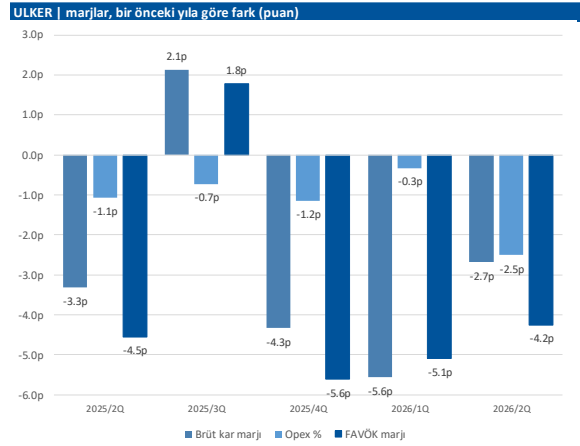
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket sunumu

■ FAVÖK marjı geçen senenin gerisinde sonuçlanmaya devam ediyor. Şirket'in, son 5 çeyrekte marjlarının gelişimini incelediğimizde:

- **Brüt kar marjının %25-29 seviyesinde şekillendiğini görmekteyiz.** Geçen seneye kıyaslandığında brüt kar marjının son 3 çeyrekte daraldığı gözlenmektedir. Hammadde fiyatlarının geçen seneye göre gerilemesi ileriye yönelik brüt kar marjının artmasını sağlayabilir. Bununla birlikte, risk olarak hem tüketici talebindeki gelişmelerin destekleyici olmaması hem de stok maliyetlerinde zaman etkisinin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir.
- **Faaliyet giderlerinin operasyonlar üzerindeki baskısı ise 2Ç26 döneminde %17,4 seviyesinde gerçekleşti.** Tarihsel olarak baktığımızda da ikinci çeyreklerde bu oranın diğerlerine göre yüksek seyrettiğini görmekteyiz; fakat daha öncesinde hiç bu kadar yukarı seviyede gerçekleşmemiştir. Önümüzdeki çeyreklerde de promosyona yönelik pazarlama giderleri baskı yaratmaya devam edebilir. Bununla birlikte, bu tarafın yıl sonunda %15 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.
- **Esas olarak FAVÖK yukarıdaki başlıkların birer sonucudur.** Son 5 çeyrekteki FAVÖK marjı bandının genişliği dikkat çekmektedir. **Şirket'in, 3Ç26 döneminde de marj tarafının geçen senenin gerisinde kalabileceğini ama 4Ç26'da ise geçen seneye paralel veya biraz üzerinde sonuçlanabileceğini değerlendiriyoruz.**



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

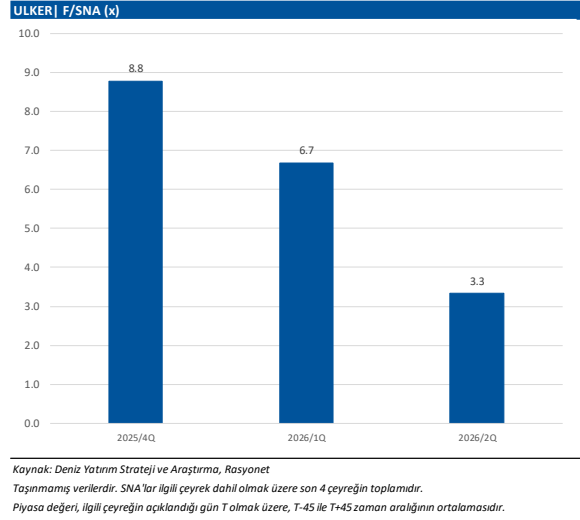
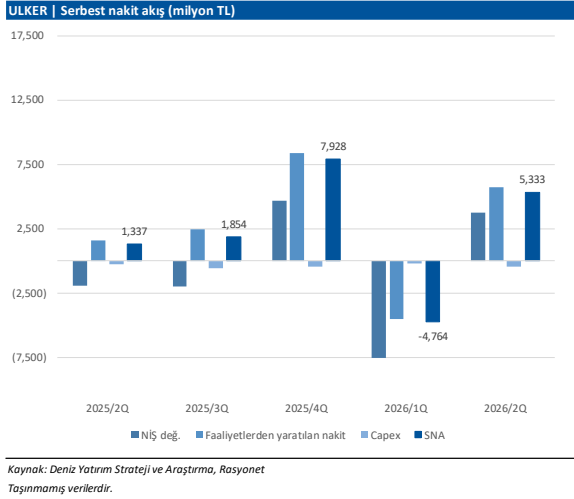
Dönem	2025/2Q	2025/3Q	2025/4Q	2026/1Q	2026/2Q	Son kapanış
Piyasa değeri (mln TRY)	40,170	40,332	45,695	42,409	34,465	32,275
Değişim	-3.8%	0.4%	13.3%	-7.2%	-18.7%	-6.4%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

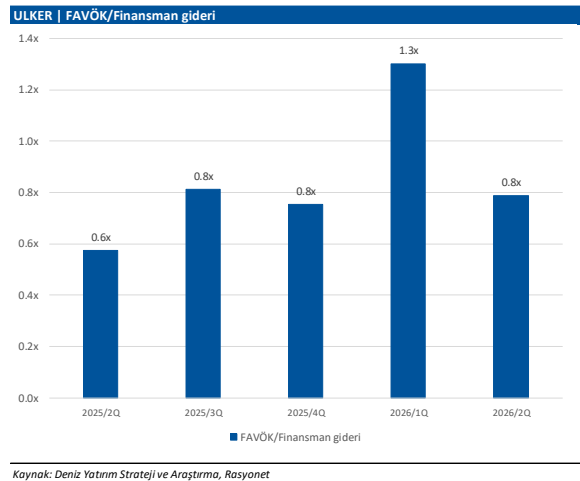
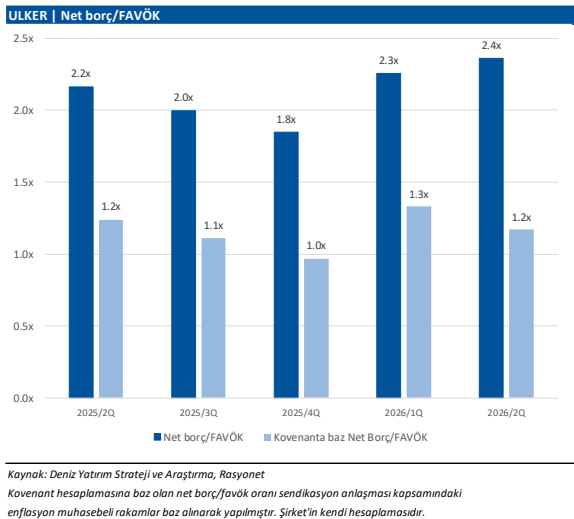
Piyasa değeri, ilgili çeyreğin açıklandığı gün T olmak üzere, T-45 ile T+45 zaman aralığının ortalamasıdır.

Değişim bir önceki çeyreğe göredir.

- **Nakit akışı görünümü.** Şirket'in, nakit akış yaratımında işletme sermayesi yönetiminin güçlü etkisi aşağıda görülmektedir. İşletme sermayesinden nakit yaratımının sağlandığı 4Ç25 ve 3Ç26 dönemlerinde serbest nakit akış (SNA) artış sağladı. Diğer taraftan, örneğin 1Ç26 döneminde SNA'nın baskılandığını görmekteyiz. Bu dönemde, yüksek maliyetli stokların envantere girmesi ve Ramazan Bayramı döneminin denk gelmesi sonucunda SNA negatif tarafa pozisyonlandı. Buna rağmen, Şirket'in aynı dönemde piyasa değeri %12 düşerken, F/SNA çarpanının 8,8x seviyesinden 6,7x seviyesine gerilediğini hesaplıyoruz (%23 gerilemeye işaret etmektedir). **Yoğun stoklanmanın yaşandığı 1Ç26 döneminden sonra 2Ç26 döneminde 5,3 milyar TL'lik SNA yaratımı sayesinde ilgili çarpanın 3,4x seviyesine gerilediğini görüyoruz.**



- **Risk ve baskı faktörü.** Şirket'in değerlemesi üzerinde baskı olduğu açıkça bellidir. Piyasa katılımcıları tarafından bu baskının nereden kaynaklandığını anlamlandırmaya çalıştığımızda, bizce, finansman giderleri kalemi burada ön plana çıkmaktadır. Son 5 çeyreklik seriyeye baktığımızda, FAVÖK'ün finansman giderlerini karşılama çarpanının eşik değer olarak atfedebileceğimiz 1,0x seviyesinin 4 kez altında gerçekleştiğini görmekteyiz. Diğer taraftan, Şirket'in net borç/FAVÖK rasyosunun da 1,8x seviyelerine geriledikten sonra tekrardan 2,4x seviyelerine çıkması değerlendirme üzerinde baskı yaratmaktadır (*IFRS16 etkisi dahildir*). Şirket'in kovenanta baz veya düzeltilmiş net borç/FAVÖK rasyosu ise daha düşük çarpanları işaret etmektedir. Son verilere göre, Şirket'in finansal yükümlülüklerinin %70'i uzun vadeli, %30'u ise kısa vadeli. **Şirket'in değerlendirme çarpanlarının genişlemesinde bu taraftaki iyileşmelerinin sağlanmasının ve bunun süreklilik kazanarak yatırımcı güveninin sağlanmasını kritik buluyoruz. Diğer taraftan, borçların uzun vadeye yayılmış olmasını ise finansal yönetim açısından destekleyici olduğunu değerlendiriyoruz.**



- **Beklentiler & beklentilerimiz.** Şirket, yıl başında paylaştığı beklentilerinde revize yaptı. İlk beklentilerini i) *bir önceki yıla oranla net satış büyümesi ve ii) %13,5 (+/- %1,5) FAVÖK marjı* olarak paylaşmıştı. **2Ç26 döneminde ise yapılan revize sonucunda beklentiler i) düşük tek haneli daralma (net satışlar için) ve ii) %13,5 (+/- %1,5) FAVÖK marjı** olarak güncellendi. Şirket, revize hakkında “Artan jeopolitik belirsizlik ve kısa vadeli talepteki zayıflama doğrultusunda net satış öngörümüzü revize ederken, FAVÖK marjı beklentimizi koruyoruz.” açıklamasını paylaştı.

Net satışlar için beklentilerimizi yurt içi için kampanya/promosyonlar, yurt dışında ise jeopolitik riskler şekillendiriyor. Her iki faktörün de satışlar üzerinde baskı kuracağını değerlendiriyoruz. Gerileyen satış beklentilerimize ek olarak, 2026 yılı için maliyetlerin baskısının daha da artacağını ve bu sebeple ilk beklentimize kıyasla FAVÖK marjının biraz daha daralacağını düşünüyoruz. Yine de Şirket’in belirttiği orta noktanın (%13,5) etrafında şekillenebileceğini öngörüyoruz.

Mn TRY	2025	2026T			2027T		
		Eski	Yeni	Değişim	Eski	Yeni	Değişim
Net Satış Gelirleri	111,905	140,424	138,714	-1.2%	172,722	172,949	0.1%
FAVÖK	18,416	19,761	18,736	-5.2%	25,821	26,713	3.5%
FAVÖK Marjı	16.5%	14.1%	13.5%	-0,6 puan	14.9%	15.4%	0,5 puan
Net Kar	4,875	6,317	6,361	0.7%	6,026	7,644	26.8%

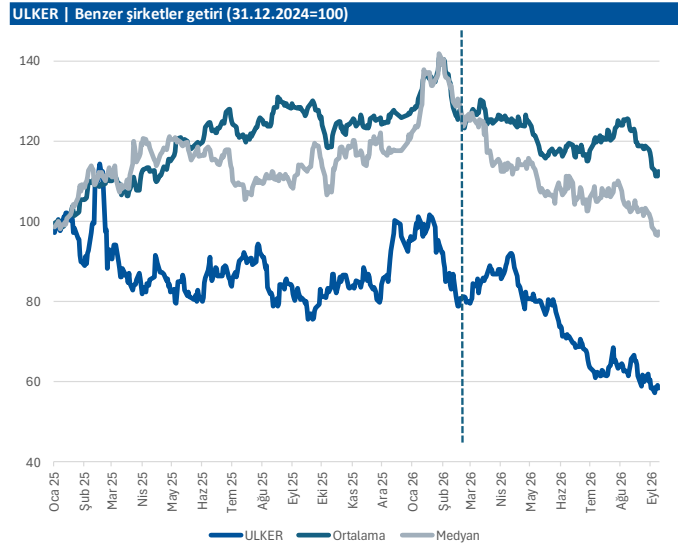
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Benzer şirket karşılaştırmaları

- Benzer şirketlerin genel medyanına kıyasla FD/FAVÖK rasyosunda 2026 ve 2027 yılı tahminlerimize göre sırasıyla %66 ve %74 iskontolu işlem görmektedir. F/K ve FD/Satışlar çarpanları da yüksek iskontoları işaret etmektedir. **İskontoların bu kadar derin olmasının birden fazla sebebi olabilir; i) gelişen ve gelişmekte olan piyasalara yönelik sermaye akımlarına yönelik risk iştahı ii) yerli & yabancı yatırımcı nezdinde enflasyon muhasebesinden kaynaklanan finansalların okunmasının zorlaşması iii) Ülker özelinde ise ilişkili taraflar kalemlerinde bilanço büyüklüğü içerisindeki yoğunluğunun yatırımcı nezdinde risk faktörü olarak algılanması gibi örnekler sıralanabilir.** Nitekim, iskontoya rağmen 2025 yılından itibaren USD bazlı getirileri incelediğimizde Ülker'in benzer şirketlerinden oldukça ayrıştığını görmekteyiz.

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	FD/FAVÖK		F/K		FD/Satışlar	
			2026T	2027T	2026T	2027T	2026T	2027T
NESTLE SA-REG	İsviçre	233,639	13.6	13.3	17.0	16.0	2.8	2.7
MONDELEZ INTER-A	Amerika	76,093	14.2	13.2	19.6	17.7	2.4	2.3
HERSHEY CO/THE	Amerika	32,309	12.2	10.9	18.8	16.3	3.0	3.0
BARRY CALLEB-REG	İsviçre	6,880	11.3	10.6	26.4	19.6	0.7	0.8
LINDT&SPRUENGLI	İsviçre	21,698	15.1	14.4	25.3	23.8	3.3	3.2
ORKLA ASA	Norveç	9,441	11.4	10.9	13.8	13.3	1.6	1.6
SAMYANG FOODS CO	Güney Kore	6,843	11.2	9.0	16.3	13.3	2.9	2.4
BIKAJI FOODS INT	Hindistan	1,252	28.8	25.8	45.5	40.4	4.1	3.5
SIGMA FOODS SAB	Meksika	5,652	7.8	7.4	15.7	14.3	0.9	0.9
AVI LTD	Güney Afrika	1,715	6.8	6.7	10.5	10.6	1.8	1.8
Medyan			11.8	10.9	17.9	16.1	2.6	2.4
Ülker Bisküvi	Türkiye	655	4.0	2.8	5.1	4.2	0.5	0.4
Prim/(İskonto)			-66%	-74%	-72%	-74%	-79%	-82%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Özet tablolar | ULKER

Gelir Tablosu (mİn TL)	2024	2025	2026T	2027T
Satışlar	110,078	111,905	138,714	172,949
Satışların Maliyeti	-77,268	-79,559	-101,452	-124,654
Brüt Kar	32,810	32,346	37,263	48,295
Operasyonel Giderler	-14,779	-16,382	-21,214	-24,615
Faaliyet Karı	18,031	15,964	16,048	23,679
FAVÖK	20,414	18,416	18,736	26,713
Net Finansman Gelir/Gider	-16,846	-23,356	-17,174	-21,403
Vergi Öncesi Kar	14,353	6,679	10,140	11,032
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-3,860	-1,473	-3,346	-2,868
Net Dönem Karı (Ana Ortaklık Payları)	9,687	4,875	6,361	7,644

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Bilanço (mİn TL)	2024	2025	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	85,224	84,906	120,682	137,432
Duran Varlıklar	42,314	41,961	52,776	56,929
Toplam Varlıklar	127,538	126,867	173,458	194,361
Kısa Vadeli Yükümlölükler	37,232	35,290	54,204	66,897
Uzun Vadeli Yükümlölükler	46,489	45,701	54,007	50,529
Özkaynaklar	43,818	45,876	65,247	76,935
Toplam Kaynaklar	127,538	126,867	173,458	194,361

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Serbest Nakit Akımı (mİn TL)	2024	2025	2026T	2027T
FAVÖK	20,414	18,416	18,736	26,713
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-3,860	-1,473	-3,346	-2,868
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	6,477	8,075	4,600	12,222
Yatırım Harcaması	-3,337	-1,577	-2,358	-3,459
Serbest Nakit Akımı (SNA)	6,740	7,291	8,432	8,164

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Karlılık Oranları	2024	2025	2026T	2027T
Brüt Kar Marjı	29.8%	28.9%	26.9%	27.9%
Faaliyet Kar Marjı	16.4%	14.3%	11.6%	13.7%
FAVÖK Marjı	18.5%	16.5%	13.5%	15.4%
VÖK Marjı	13.0%	6.0%	7.3%	6.4%
Net Kar Marjı	8.8%	4.4%	4.6%	4.4%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	22.1%	10.6%	9.7%	9.9%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Rasyolar	2024	2025	2026T	2027T
F/K	4.8x	8.5x	5.1x	4.2x
FD/FAVÖK	3.7x	4.4x	4.0x	2.8x
PD/DD	1.1x	0.8x	0.5x	0.4x

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

*Geçmiş yıl verileri, 2025 yılı enflasyon muhasebesi katsayısına göre düzeltilmiştir.

Gerçekleşen yatırım harcamaları nakit giriş ve çıkışlara göre netleştirilmiştir.

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekilde ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0’dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri, hisse senetlerini; potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz, genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takibe devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler. Olası Gözden Geçirme (GG) durumunda, analistlerimiz açısından derecelendirme ve/öneri güncelleme noktasında herhangi bir zaman kısıtlaması kesinlikle söz konusu değildir. Kimi durumlarda, değerlendirme açısından, matematiksel olarak yükseliş potansiyeli veya düşüş riskinin doğması durumunda, analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerinin dışında, sektör ve şirket ile ilgili genel gidişatı ve son gelişmeleri gözетerek derecelendirmeye temel oluşturan potansiyel getiri seviyelerinin dışında önerilerde bulunma haklarını saklı tutarlar. Bu gibi durumlarda, bahse konu şirket(ler)in, içerisinde bulundukları sektörün genel koşulları, muhtemel risk ve getiri başlıkları, açıklanan son finansallarındaki parametreler, politik ve jeopolitik gibi farklı birçok girdi gözетilerek değerlendirilmede bulunulabilir. Analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerini belirlerken, sadece matematiksel değerlerin gözетildiği, mekanik bir süreç yürütmemektedirler.

© DENİZ YATIRIM 2026