3Ç26 Kâr Değerlendirmesi

9 Kasım 2026

ÜLKER

Endeksin Üzerinde Getiri

Analist: Ece Mandacı, CFA
ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Beklentilerin altında net kâr performansı

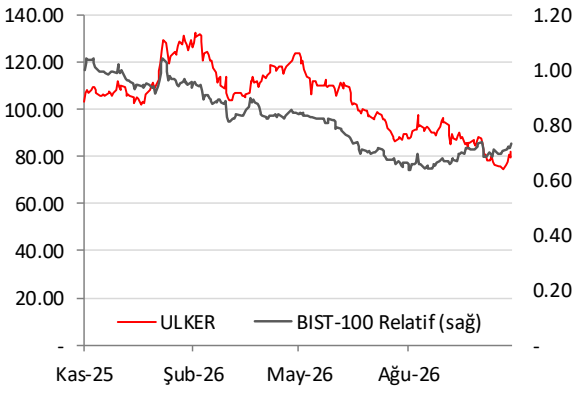
Ülker, 3Ç26'da TMS 29 sonrası TRY546mn net zarar açıkladı. Açıklanan sonuç, daha yüksek vergi giderleri ve daha düşük net parasal kazanç nedeniyle beklentilerin altında gerçekleşti (konsensüs: TRY125mn net kâr; AK: TRY175mn net kâr). TRY2.4mlr seviyesindeki FAVÖK ise tahminlerin hafif üzerinde gerçekleşti. 9A26 finansalları, gelirlerde %9 ve FAVÖK'te %40 gerilemeye işaret ederken, FAVÖK marjında 613bp daralma kaydedildi. Bu sonuçlar, şirketin 2026 yılı için açıkladığı düşük tek haneli gelir gerilemesi (AK: -%7) ve %13.5 (±1.5) FAVÖK marjı (AK: %12.3) beklentilerine kıyasla daha zayıf bir performansa işaret ediyor. Net zararla birlikte sonuçların hisse üzerinde olumsuz piyasa tepkisine yol açmasını bekliyoruz.

Ülker'in 3Ç26 gelirleri yıllık bazda %12 gerileyerek TRY29mlr oldu. Bu performansta, Türkiye gelirlerinin yıllık %12,1 azalarak TRY19.6mlr'ye, uluslararası gelirlerin ise %12,4 gerileyerek TRY9.3mlr'ye düşmesi etkili oldu. Türkiye satış hacmi yıllık %1,6 artarken, uluslararası operasyonlarda %2,6 geriledi. Böylece konsolide satış hacmi yıllık %0,3 artışla 174bin tona ulaştı. Türkiye'de tüketici satın alma gücündeki zayıflamaya paralel olarak 3Ç26'da yoğun kampanya faaliyetleri daha belirgin hale geldi. Uluslararası operasyonlarda ise zayıf tüketici talebi, MENA bölgesindeki jeopolitik sorunlar ve Kazakistan'da Rusya menşeli ürünlerden kaynaklanan rekabet, satışlardaki yavaşlamanın temel nedenleri oldu. Çikolata segmenti, 3Ç26'da yıllık %13 ile en yüksek gelir gerilemesini kaydetti.

12 aylık hedef fiyatımızı TRY150'den TRY148'e indiriyoruz: Ülker, uzun süredir 12 aylık ileriye dönük F/K çarpanında uluslararası benzerlerine kıyasla yaklaşık %70 iskonto ile işlem görüyor. Hisse, reel gelir büyümesi, net kâr marjındaki iyileşme ve daha güçlü serbest nakit akışı yaratımının eşlik ettiği 1Y24'teki güçlü performansının ardından endeksin gerisinde kaldı. O tarihten bu yana işletme sermayesindeki bozulma ve artan hammadde maliyetlerinden kaynaklanan baskılar hisse performansını olumsuz etkiledi. Hisse fiyatında anlamlı bir toparlanma için serbest nakit akışı marjında kalıcı bir iyileşmenin kritik olacağını düşünüyoruz. Hedef fiyat revizyonumuzda 3Ç26'da gözlenen zayıf performansı da dikkate aldık.

Bloomberg Kodu	ULKER TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	148.00
Güncel Fiyat, TL	82.15
Getiri Potansiyeli	80%
Halka Açıklık Oranı	44%
Piyasa Değeri, mn TL	30,336
Firma Değeri, mn TL	74,906

Finansal Veriler	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	111,905	135,063	177,488	227,167
FAVÖK, mn TL	18,416	16,636	27,177	35,937
Net Kâr, mn TL	4,875	4,358	10,577	14,100
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	31,888	39,536	43,291	57,397
Net Borç/FAVÖK	1.7	2.4	1.6	1.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	16.5%	12.3%	15.3%	15.8%
Net Marj	4.4%	3.2%	6.0%	6.2%
Temettü Verimi	7.2%	7.0%	6.0%	14.6%
Büyüme				
Ciro, y/y	33.1%	20.7%	31.4%	28.0%
FAVÖK, y/y	n.m.	-9.7%	63.4%	32.2%
Net Kâr, y/y	-34.1%	-10.6%	142.7%	33.3%
Değerleme Verisi	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
F/K	8.5	7.1	3.6	3.0
FD/FAVÖK	4.1	4.4	3.0	2.9
FD/Ciro	0.7	0.5	0.4	0.4
Hisse Verileri	**1A**	**3A**	**12A**	**YBG**
Nominal Getiri	-4.2%	-5.6%	-24.6%	-20.0%
BİST-100 Relatif	3.2%	13.4%	-27.3%	-21.6%
AOİH, mn TL	253	466	654	668



Piyasa verileri 6 Kasım 2026 tarihlidir.
Değerleme verileri dolar cinsindendir.

Çeyreklik Özet -TMS29 Sonrası

	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
milyon TL	3Ç26	3Ç25	y/y	2Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	28,947	32,966	*-12.2%*	28,496	*1.6%*	28,480	28,333	*2%*
FAVÖK	2,394	5,848	*-59.1%*	2,957	*-19.0%*	2,296	2,267	*4%*
FAVÖK Marjı	*8.3%*	*17.7%*	*-947 bps*	*10.4%*	*-210 bps*	*8.1%*	*8.0%*	*21 bps*
Net Kar	-546	1,385	*a.d.*	1,464	*-137.3%*	125	175	*-539%*

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Konsolide FAVÖK yıllık bazda %59 gerileyerek TRY2.4mlr seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK marjı 947bp daralarak %8,3'e geriledi. Türkiye FAVÖK marjı 907bp azalışla %19,4'e, uluslararası operasyonların FAVÖK marjı ise yıllık 899bp düşüşle %4,7'ye indi. Türkiye ve Orta Asya'da devam eden yoğun kampanya faaliyetleri, TMS 29 kapsamında stok maliyetlerinin muhasebeleştirilme zamanlaması ve uluslararası pazarlardaki zorlu faaliyet koşulları, 3Ç26'da brüt kâr ve FAVÖK performansını olumsuz etkiledi.

3Ç26'da operasyonel kârlılıktaki bozulma, net kârdaki zayıflığın temel nedeni oldu. Daha düşük finansman ve vergi giderleri, net kârdaki olumsuz etkiyi bir miktar sınırladı. Ayrıca, net borç pozisyonu büyük ölçüde çeyreklik bazda yatay kalarak USD911mn seviyesinde gerçekleşti (net borç/FAVÖK: 2.9x).

		Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Fark	
TRY milyon	2025	2026B	2027B	2026B	2027B	2026B	2027B
Net Satışlar	111,905	137,606	179,680	135,063	177,488	-2%	-1%
FAVÖK	18,416	19,479	29,026	16,636	27,177	-15%	-6%
Net Kar	4,875	6,781	11,635	4,358	10,577	-36%	-9%
FAVÖK Marjı	16.5%	14.2%	16.2%	12.3%	15.3%	-1.8pp	-0.8pp
Net Marj	4.4%	4.9%	6.5%	3.2%	6.0%	-1.7pp	-0.5pp

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

Çeyreksel Özet -TRYmn[1]

TMS29 Sonrası	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Net Satışlar	**26,962**	**23,058**	**25,411**	**27,454**	**33,906**	**26,993**	**28,947**
Büyüme	38%	51%	40%	22%	26%	17%	14%
Büyüme - Reel	0%	12%	5%	-7%	-4%	-12%	-12%
Turkiye	19,865	16,166	17,196	18,629	24,480	18,560	19,614
Büyüme	48%	50%	29%	23%	23%	15%	14%
Yurtdışı	7,097	6,892	8,215	8,825	9,426	8,433	9,333
Büyüme	15%	53%	68%	21%	33%	22%	14%
Hacim (bin ton)	**182**	**161**	**174**	**179**	**182**	**163**	**174**
Büyüme	-9%	6%	1%	-1%	0%	1%	0%
Türkiye	136	118	123	126	132	118	125
Büyüme	-8%	6%	-3%	2%	-3%	0%	2%
Yurtdışı	46	43	51	53	50	46	49
Büyüme	-12%	5%	10%	-6%	9%	6%	-3%
Brüt Kar	9,015	6,281	7,430	6,823	9,452	6,629	6,167
Faaliyet Gideri	-4,052	-3,423	-3,548	-4,020	-5,206	-4,684	-4,727
Faaliyet Karı	4,963	2,858	3,882	2,803	4,246	1,945	1,440
Diğer Gelir/Gider	411	62	205	-1	351	201	373
Finansal Gelir/Gider	-2,623	-2,781	-2,954	-3,656	-2,606	-1,843	-2,619
Parasal Kazanç/Kayıp	707	819	765	364	1,095	1,314	717
VÖK	3,458	958	1,899	-490	3,087	1,618	-89
Vergi	-879	-202	-796	630	-1,252	-286	-376
Azınlık Payı	166	35	36	59	249	-55	81
Net Kar	**2,413**	**722**	**1,067**	**81**	**1,586**	**1,387**	**-546**
FAVÖK	**5,484**	**3,372**	**4,507**	**3,407**	**5,130**	**2,801**	**2,394**
Marj	20%	15%	18%	12%	15%	10%	8%
Türkiye	3,960	2,605	3,379	2,436	3,750	2,362	1,952
Marj	20%	16%	20%	13%	15%	13%	10%
Yurtdışı	1,524	767	1,128	972	1,380	439	423
Marj	21%	11%	14%	11%	15%	5%	5%
İşletme Sermayesi	36,617	40,063	42,938	38,785	51,046	49,529	51,398
Yatırım Harcaması	-176	-269	-597	-444	-232	-421	-801
Net Borç	28,482	35,239	36,366	31,888	41,085	42,102	44,570
Brüt Marj	33.4%	27.2%	29.2%	24.9%	27.9%	24.6%	21.3%
Faaliyet Gideri/Satış	-15.0%	-14.8%	-14.0%	-14.6%	-15.4%	-17.4%	-16.3%
Faaliyet Kar Marjı	18.4%	12.4%	15.3%	10.2%	12.5%	7.2%	5.0%
VÖK Marjı	12.8%	4.2%	7.5%	-1.8%	9.1%	6.0%	-0.3%
Net Marj	9.0%	3.1%	4.2%	0.3%	4.7%	5.1%	-1.9%
İşletme Sermayesi/Satış	39.6%	39.9%	39.4%	34.7%	41.9%	39.1%	39.6%
Yatırım/Satış	-0.7%	-1.2%	-2.3%	-1.6%	-0.7%	-1.6%	-2.8%
Net Borç/FAVÖK	1.7	2.0	1.9	1.7	2.3	2.4	2.9

Kaynak: Şirket Verisi, AK Yatırım Araştırma

[1] *Finansallar her ilgili çeyreğin çeyrek sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir*

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak 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 ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2026