

**Ülker Bisküvi / ULKER – 4Ç25 BİLANÇO ANALİZİ**

## Beklentinin Altında Sonuçlar

Ülker Bisküvi (ULKER) 2025 yılı son çeyreğinde 80,9 milyon TL net kar elde etti. Net kar yıllık bazda %97,7 gerilerken, bir önceki çeyreğe göre %92,7 azaldı. Net kar marjı yıllık bazda 11,8 puan düşüş göstererek %0,3 seviyesinde gerçekleşti. Ciroda yaşanan daralma brüt karlılığı olumsuz etkiledi. Opersonel gider baskısının da geçen yıla göre paralel seyretmesi faaliyet karının %38 daralmasına neden oldu. Faaliyet dışı kalemlerde geçen yıldan farklı olarak vergi geliri yazılması karlılığı desteklese de net finansman giderinin artması ve azalan net yatırım geliri beklentinin altında net kar açıklanmasında etkili oldu.

### Olumlu Gelişmeler

- Net borç seviyesi azaldı:** Şirketin ilgili dönemde net borç seviyesi %16 azalarak 34.020 milyon TL seviyesine geriledi. Bir önceki dönem 40.591 milyon TL net borcu bulunuyordu. Net borç/FAVÖK rasyosu ise 1,8x seviyesinde bulunuyor.

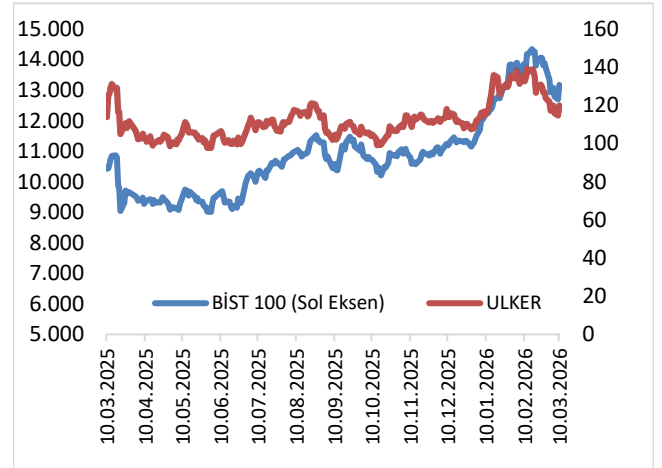
### Olumsuz Gelişmeler

- Net finansman gideri artıyor:** Şirketin bu dönemde net finansman gideri 4.521 milyon TL oldu (4Ç24: 2.792 milyon TL).
- Şirketin nakit değerleri azaldı:** Şirketin nakit değerleri dönem sonuna göre 11.117 milyon TL azalarak 23.319 milyon TL oldu. İşletme faaliyetlerinden 5.903 milyon TL nakit girişi sağlandı. Yatırım faaliyetlerinden 2.961 milyon TL nakit girişi olurken finansman faaliyetlerinden 17.839 milyon TL nakit çıkışı gerçekleşti.
- Net yatırım geliri azaldı:** Şirketin 4Ç25 döneminde net yatırım gelirleri yıllık bazda %51 azalarak 864,6 milyon TL oldu (4Ç24: 1.764,9 milyon TL).
- Ciro daraldı:** 4Ç25 döneminde ciro yıllık bazda %7 daralarak 27.454 milyon TL seviyesinde gerçekleşti.

## NEGATİF

Hedef Fiyat, TL	200,00 TL
Güncel Fiyat, TL	119,90 TL
Getiri Potansiyeli %	67
Bugünkü Sermaye (bin TL)	369.276
Halka Açık Sermaye (bin TL)	144.018
Halka Açıklık Oranı	%39
<b>Piyasa Çarpanları</b>	
F/K	9,08
PD/DD	1,02
FD/NS	0,70

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	4Ç25	4Ç24	Değ.(%)
Net Satışlar	27.454.180	29.379.432	-6,6
Brüt satış karı	6.823.380	8.575.012	-20,4
Faaliyet Giderleri	4.020.223	3.963.736	1,4
Finansal Gelir/Gider	-4.520.593	-2.791.763	a.d.
Esas Faaliyet Karı	2.803.157	4.611.275	-39,2
Net parasal pozisyon kaybı/kazancı	363.817	527.394	-31,0
FAVÖK	3.407.139	5.291.383	-35,6
Ana Ortaklık Net Kar	80.949	3.563.177	-97,7
<b>Oranlar</b>			
Brüt Kar Marjı (%)	24,85	29,19	-4,3
Esas Faa.Kar Marjı (%)	10,21	15,70	-5,5
FAVÖK Marjı (%)	12,41	18,01	-5,6
Net Kar Marjı (%)	0,29	12,13	-11,8



**Değerlendirme & Hedef Fiyat**

Ülker Bisküvi (ULKER), 2025 yılının son çeyreğinde beklentinin altında net kar açıkladı (Beklenti:1,09 milyar TL net kar). Operasyonel performansın güçlü olmaması ve faaliye dışı kalemlerde yaşanan baskı bu sonuçta etkili oldu. Ciro ise beklentinin hafif altında 27,45 milyar TL seviyesinde gerçekleşti (Beklenti:28,58 milyar TL). Şirketin açıklamış olduğu finansalları zayıf olarak değerlendiriyoruz. Özellikle satış hacminin geçen yıla göre paralel seyretmesi, cironun reel olarak daralmasına yol açtı. Yıllık rakamlarda ise ciro reel olarak yatay seyretse de diğer kalemlerde gerileme yaşandı. Özellikle net finansman gideri şirket karlılığı üzerinde ciddi baskı unsuru olmaya devam ediyor. Bu kalemlde kambiyo zararının etkisi hissedildi. Genel anlamda tüm kalemlerde baskının sürdüğünü söylemek mümkün. ULKER için İNA modelimize göre hesapladığımız hedef fiyatımızı 240 TL seviyesinden 200 TL seviyesine aşağı yönlü revize ediyoruz.

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	4Ç25	4Ç24	Değ.(%)	3Ç25	Değ.(%)	12A25	12A24	Değ.(%)
Net Satışlar	27.454.180	29.379.432	-6,6	26.517.845	3,5	111.904.601	110.077.710	1,7
Brüt satış karı	6.823.380	8.575.012	-20,4	7.753.607	-12,0	32.345.517	32.809.942	-1,4
Faaliyet Giderleri	4.020.223	3.963.736	1,4	3.702.060	8,6	16.381.577	14.779.093	10,8
Finansal Gelir/Gider	-4.520.593	-2.791.763	a.d.	-5.780.239	a.d.	-23.356.389	-16.846.391	a.d.
Esas Faaliyet Karı	2.803.157	4.611.275	-39,2	4.051.547	-30,8	15.963.940	18.030.849	-11,5
Net parasal pozisyon kaybı/kazancı	363.817	527.394	-31,0	798.551	-54,4	2.922.250	4.858.948	-39,9
FAVÖK	3.407.139	5.291.383	-35,6	4.703.759	-27,6	18.416.037	20.413.909	-9,8
Ana Ortaklık Net Kar	80.949	3.563.177	-97,7	1.113.957	-92,7	4.874.523	9.686.710	-49,7

Oranlar	4Ç25	4Ç24	Fark	3Ç25	Fark	12A25	12A24	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	24,85	29,19	-4,3	29,24	-4,4	28,90	29,81	-0,9
Esas Faa.Kar Marjı (%)	10,21	15,70	-5,5	15,28	-5,1	14,27	16,38	-2,1
FAVÖK Marjı (%)	12,41	18,01	-5,6	17,74	-5,3	16,46	18,54	-2,1
Net Kar Marjı (%)	0,29	12,13	-11,8	4,20	-3,9	4,36	8,80	-4,4

**Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:**

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

**Çekince:** Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

**Sorumluluğun Sınırlandırılması:** İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.