

## Makroekonomik Görünüm ve Varsayımlar

Yeni yıla zorlu jeopolitik ve makroekonomik koşullarda giren Ülker, Türkiye’de tüketici davranışlarını yeniden şekillendiren faktörlerin etkili olduğunu vurguladı. Mart 2026 itibarıyla manşet enflasyon yaklaşık %30,9 seviyesinde seyrederken, eğitim %52, kira %42,1 ve gıda %32,4 ile ana harcama gruplarında öne çıktı.

Şirket, dezenflasyonist bir ortama gelinmesiyle birlikte yüksek enflasyon dönemine kıyasla geniş kapsamlı ve sık fiyat ayarlamalarının daha da zorlaştığını ve tüketicinin fiyat hassasiyetinin belirgin biçimde arttığını belirtti. Tüketicilerin isteğe bağlı harcamalarını azaltarak temel ihtiyaçlara ve tasarrufa yöneldiği, bu durumun temel ihtiyaç dışı hızlı tüketim ürünlerinde hacim büyümesini sınırladığı ifade edildi. Bu çerçevede yönetimin 2026 odaklı yaklaşımı sadece büyüme değil, büyümenin kalitesi, nakit disiplini ve karın korunması olarak özetlendi.

## Operasyonel Performans

Türkiye atıştırmalık pazarı birinci çeyrekte yıllık bazda %2,4 daraldı. Bu daralma 2025 yılı genelinde gözlenen %2,5’luk daralmayla paralel olup, kategoride yapısal bir hacim zayıflığına işaret etti. Yönetim, tüketicilerin kategoriden tamamen çıkmadığını, ancak daha küçük ambalajlar, promosyon hassasiyeti ve daha seçici alım davranışlarıyla pazarın yeniden şekillendiğini vurguladı. Bu ortamda güçlü markalar ve geniş dağıtım ağına sahip oyuncuların göreceli olarak avantajlı konumda kaldığı belirtildi.

Ülker, Türkiye’de bisküvi, çikolata ve kekteki liderlik konumunu korurken, Ortadoğu ve Kuzey Afrika’da bisküvide ve Orta Asya’da çikolata ürünlerindeki bölgesel liderliğini sürdürdü. Şirketin 1Ç26 itibarıyla konsolide satış hacmi 182 bin ton ile yıllık bazda yatay seyretti. Atıştırmalık satış hacmi yıllık bazda %0,3 artarken, atıştırmalık cirosu Türkiye’deki zayıf talebin etkisiyle %3,7 daraldı. Kategori kırılımında bisküvi hacmin %54’ünü, çikolata %37’sini ve kek %9’unu oluşturdu. Ciro kırılımında çikolata %59 ile en yüksek paya sahip oldu.

Yeni ürün lansmanları atıştırmalık cirosuna toplamda %9 katkı sağlarken, bu oran Türkiye’de %10, uluslararası operasyonlarda ise %6 olarak gerçekleşti. Şirket, Türkiye’de Albeni Mozaik, Halley, Hanımeller ve Çizi Big Bang gibi yenilemelerle, uluslararası tarafta ise Halley Sandyq, McVities ChocoSandwich, Alpella ve bayram özel ürünleri ile portföyünü genişletti. Özbekistan, marka odaklı

## Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	ULKER
Hisse Fiyatı	126,70
Fiili Dolaşım Oranı	40,98
Hisse Başına Kar	10,27
Ödenmiş Sermaye	369.275.855
Piyasa Değeri	46.787.250.829



1H	1A	3A	6A	YTD	1Y
%-1,9	%6,2	%-7,9	%11,2	%17,3	%14,8

## Piyasa Çarpanları

F/K	12,34
FD/FAVÖK	4,82
PD/DD	0,95
PEG	-0,20
Net Borç/FAVÖK	2,26

Oranlar	2026/3	2025/3
Cari Oran	2,55	2,27
Kaldıraç Oranı	61,50	65,11
Özkaynak Karlılığı	7,82	22,85
Brüt Kar Marjı (Çeyreklik)	27,88	33,44
FAVÖK Marjı (Çeyreklik)	15,13	20,34
Net Kar Marjı (Çeyreklik)	4,68	8,95

stratejik yatırımların yoğunlaştığı pazar olarak öne çıktı. Bu pazarda yeni ürün lansmanları, entegre marka kampanyaları ve Taşkent dışında dağıtıcılar aracılığıyla pazara giriş modelinin güçlendirilmesi öne çıkan adımlar oldu.

Bölgesel kırılımda Türkiye gelirleri %5,8 gerilerken Türkiye operasyonu FAVÖK'ü %27,7 daraldı. Türkiye ihracatında gelirler %1,4 düşerken, FAVÖK %30,1 azalış kaydetti. Ortadoğu'da yerel para birimi bazında gelirler %6,4 büyüse de bölgede 2025 sonlarında yaşanan FMCG pazarındaki sert daralma ve tüketicinin değer odaklı davranışına bağlı olarak FAVÖK %21,8 daraldı. Kuzey Afrika'da gelirler %18,2 büyürken, FAVÖK'teki %3,2 daralma görece sınırlı kaldı. Mısır'da enflasyonun gerilemesi ve hacim talebinin pozitif seyretmesi destekleyici oldu. Orta Asya'da gelirler %23,9 artmasına rağmen FAVÖK %86,7 daraldı. Bu durum, Özbekistan'da marka inşası amacıyla yapılan stratejik yatırım ve harcama zamanlamasını yansıttı.

## Finansal Performans

Şirketin konsolide cirosu birinci çeyrekte %3,9 azalışla 33,9 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Gelirin %72'si Türkiye, %28'i uluslararası operasyonlardan kaynaklandı. Brüt kar %19,9 düşüşle 9,5 milyar TL'ye gerilerken, brüt kar marjı %33,4'ten %27,9'a indi. FAVÖK %28,5 azalarak 5,1 milyar TL, FAVÖK marjı %20,3'ten %15,1'e geriledi. Net kar %49,8 düşüşle 1,6 milyar TL, net kar marjı ise %4,7 olarak gerçekleşti. Yönetim, FAVÖK marjındaki gerilemenin yapısal bir kar yaratma kapasitesi değişikliğinden ziyade maliyet ve stok zamanlamasını yansıttığını ifade etti.

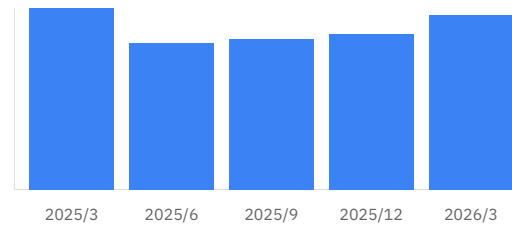
Yurt içi operasyonlarda ciro %5,8 daralırken brüt kar marjı %30,9'dan %25,9'a, FAVÖK marjı %19,9'dan %15,3'e geriledi. Türkiye tarafındaki baskıda zayıf iç talep, 2025'teki yüksek inovasyon bazı (özellikle Dubai çikolatası etkisi) ve maliyet zamanlaması belirleyici oldu. Uluslararası operasyonlarda ciro yerel para bazında %1,5 artış kaydederek görece dirençli bir performans sergiledi, ancak FAVÖK marjı %21,5'ten %14,6'ya geriledi. Bu gerilemede Ortadoğu'daki tüketici ve kanal baskısı ile Özbekistan başta olmak üzere marka odaklı yatırımlar etkili oldu.

Şirketin 4Ç25 ile 1Ç26 karşılaştırması görece bir toparlanmaya işaret etti. 4Ç25'te %12,4 olan FAVÖK marjı 1Ç26'da %15,1'e yükseldi. Aynı dönemde brüt kar marjı %24,9'dan %27,9'a çıktı. Hacim çeyreklik bazda %2,2, ciro %12,2 ve FAVÖK %36,8 artış gösterdi. Yönetim, 4Ç25'in yeni bir operasyonel taban oluşturmadığını ve o dönemdeki zayıflığın beklentilerin altında kalan talep, yüksek marjlı inovasyonların göreceli payındaki düşüş ve Ortadoğu kaynaklı baskıların bileşimi olduğunu belirtti.

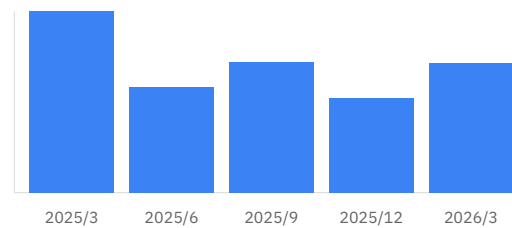
Özet Gelir Tablosu	2026/3	2025/3	%
Satışlar	33.9 mr	35.3 mr	%-4
Brüt Kar	9.5 mr	11.8 mr	%-20
Faal. Karı	4.6 mr	7.0 mr	%-35
FAVÖK	5.1 mr	7.2 mr	%-29
Net Kar	1.6 mr	3.2 mr	%-50

Özet Bilanço	2026/3	2025/12	%
Dönen Var.	90.1 mr	93.4 mr	%-4
Duran Var.	44.5 mr	46.2 mr	%-4
Fin. Borçlar	58.3 mr	63.1 mr	%-8
Net Borç	41.1 mr	37.4 mr	%10
Özkaynaklar	49.0 mr	47.7 mr	%3

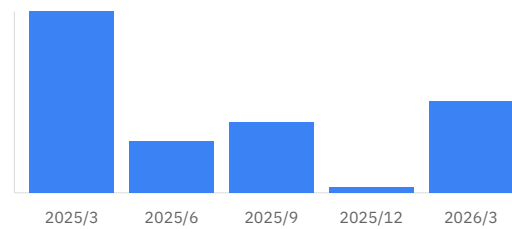
## Çeyreklik Satışlar



## Çeyreklik FAVÖK



## Çeyreklik Net Kâr



Bilanço tarafında şirket güçlü pozisyonunu korudu. Net Borç/FAVÖK oranı Aralık 2025'teki 0,97x seviyesinden Mart 2026 itibarıyla 1,33x'e yükseldi. Bu artışta ağırlıklı olarak yıl sonu kakao tedarikinin yarattığı yüksek stok seviyeleri belirleyici oldu. Şirket yöneticileri bu etkinin önümüzdeki çeyreklerde sürekli üretim ve satışlarla normalleşmesini beklediğini belirtti. Mevcut finansal yükümlülüklerin %70'i uzun vadeli yapılandırıldı. Kur riski yönetimi kapsamında 310 milyon dolar ve 115 milyon euro tutarındaki açık pozisyon türev enstrümanlar aracılığıyla hedge edildi. Alacak devir günü 81, borç devir günü 47, stok devir günü ise 107 olarak gerçekleşti.

## İleriye Dönük Beklentiler ve Rehberlik

Şirket, 2026 yılı için temkinli bir görünüm paylaştı. Buna göre net satışların yatay seyretmesi, FAVÖK marjının ise %13,5 ( $\pm$ %1,5) aralığında gerçekleşmesi bekleniyor. Yönetim, bu beklentilerin Türkiye'deki yumuşak talep, MENA bölgesindeki çatışma kaynaklı baskılar, enerji ve lojistik maliyetlerindeki artış ile 2025'teki yüksek maliyetli stokun enflasyon muhasebesine etkilerini yansıttığını belirtti. Jeopolitik gelişmelerde, ticaret koşullarında veya tüketici güveninde olası bir iyileşmenin beklentilerin üzerinde bir performans için yukarı yönlü potansiyel oluşturabileceği ifade edildi.

Şirket, hedeflerine ulaşmak için ana markaların korunması, fiyat-ambalaj mimarisinin disiplinli kullanımı, ihtiyaç olan alanlarda erişilebilirliğin desteklenmesi ve inovasyona devam edilmesi gibi aksiyonları öne çıkarıyor. Marj tarafında ürün karması yönetimi, satın alma optimizasyonu, genel giderler ve operasyonel verimlilik kaldıraç olarak kullanılacak. Nakit akışı tarafında tedarik güvenliğinden ödün vermeden işletme sermayesi optimizasyonu hedefleniyor. Risk yönetiminde ise hedge mekanizmaları, çeşitlendirilmiş tedarik kanalları ile Türkiye, Suudi Arabistan, Mısır ve Kazakistan'ı kapsayan üretim ayak izi kullanılmaya devam edecek.