

KALEKİM

Net satışlar ve FAVÖK'te pozitif, net karda negatif sürpriz; 2025 net satış hedefi hafif düşürüldü

Kalekim (KLKIM; EÜG; 12A HF: 56 TL) 246 milyon TL net kar açıkladı (%-23 yıllık). Ticari borçlara ilişkin beklenenden yüksek faiz gideri ve parasal kayıp net karı konsensüsün %25 altına çekti. Net satışlar ~2,79 milyar TL (y/y +%12) ile konsensüsün %4 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK 702 milyon TL (y/y +%14) ile konsensüsü %16 oranında yendi. FAVÖK'teki pozitif sürpriz; net satışlar, brüt marj ve operasyonel gider kalemlerinde beklentilerden iyi sonuçlarla mümkün oldu. FAVÖK marjı %25,1 (y/y +50 bp) ile konsensüsün 260 bp üzerinde geldi. Net nakit yaklaşık 1,86 milyar TL seviyesinde (≈0,9x S12A FAVÖK; 2Ç25: 0,7x).

Yönetim 2025 beklentilerini güncelledi: Net satış büyüme hedefi düşürüldü (+%6-12→+%5-8). Bunun başlıca nedeni uluslararası hacim büyümesi tahmininin aşağı revize edilmesi oldu (+%15-20→+%12-15). Yurt içi hacim büyümesi hedefi korundu (+%3-8). Diğer tüm metriklerle ilişkin yıl sonu beklentileri korundu (FAVÖK marjı: %20-25; Yatırım Harcaması: 700–800 milyon TL; NİS/Satışlar: %10-15).

9A25 vs yönetimin 2025 beklentileri: Net satışlar +%6 (beklenti +%5-8), FAVÖK marjı %22,8 (beklenti %20-25), yatırım harcaması 612 milyon TL (beklenti 700-800 milyon TL), NİS/Satışlar %14,2 (beklenti %10-15).

Bizim 2025 tahminlerimiz: Net satışlarda ~%6 reel büyüme öngörüyoruz (4Ç25'te yıllık ~%7 reel büyümeye işaret ediyor). Hacim büyüme beklentilerimiz: yurt içi ~%8, uluslararası ~%14. FAVÖK marjını +10 bp artırarak %22,1'e yükseltiyoruz; bu, 4Ç25'te %20,2 marj beklentisine işaret ediyor (2022-24 dönemine ilişkin mevsimsel olarak zayıf 4Ç gözlemimizle uyumlu). NİS/Satışlar %14 ve 750 milyon TL yatırım harcaması varsayıyoruz.

Değerleme & tavsiye: İskonto dönemini bir çeyrek ileri alıp (2Ç25→3Ç25) makro varsayımları güncelledik. "Endeks Üzerinde Getiri" tavsiyemizi yineliyor, 12A HF seviyemizi 56 TL'ye (49 TL'den) yükseltiyoruz. Değerlememiz ~6,0x Hedef FD/12A İleri FAVÖK çarpanına işaret ediyor. Hisse ~4,8x FD/12A İleri FAVÖK çarpanından işlem görüyor; bu, uluslararası emsallerine kıyasla %44 iskontoya işaret ediyor (3 yıllık ortalama: ~%20 iskonto). Hacim büyümesi ve marj disiplini sağlandıkça bu iskontonun tarihsel seviyelere yakınsama alanı olduğunu düşünüyoruz.

Finansal Özet	TMS29			AK		Piyasa (5 Kat.)	
	3Ç25	3Ç24	y/y	Tahmin	Fark	Tahmin	Fark
Net Satışlar	2,795	2,492	12.2%	2,683	4.2%	2,683	4.2%
FAVÖK	702	614	14.3%	604	16.2%	604	16.2%
FAVÖK Marjı	25.1%	24.6%	0.5 ppt	22.5%	2.6 ppt	22.5%	2.6 ppt
Net Kar	246	321	-23.4%	329	-25.2%	329	-25.2%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu

KLKIM TI

Tavsiye

Endeks Üz. Getiri

Hedef Fiyat, TL

56.00 (önceki 49.00)

Güncel Fiyat, TL

35.04

Getiri Potansiyeli

60%

Halka Açıklık Oranı

30%

Piyasa Değeri, mn TL

16,118

Firma Değeri, mn TL

14,311

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	7,492	10,474	13,622	17,229
FAVÖK, mn TL	1,721	2,315	3,133	3,963
Net Kâr, mn TL	929	1,045	1,786	2,340

Borçluluk

Net Borç, mn TL	-1,401	-1,870	-3,711	-5,763
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-0.8	-1.2	-1.5

Kârlılık

FAVÖK Marjı	23.0%	22.1%	23.0%	23.0%
Net Marj	12.4%	10.0%	13.1%	13.6%
Temettü Verimi	0.5%	1.2%	1.6%	2.8%

Büyüme

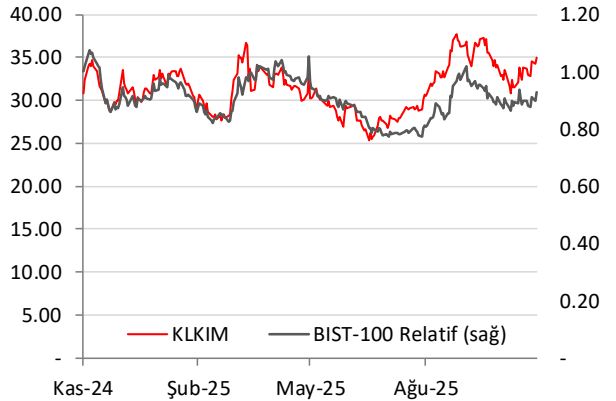
Ciro, y/y	60.5%	39.8%	30.1%	26.5%
FAVÖK, y/y	69.4%	34.5%	35.3%	26.5%
Net Kâr, y/y	115.9%	12.4%	70.9%	31.0%

Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
------------------	------	-------	-------	-------

F/K	13.5	15.4	9.0	6.9
FD/FAVÖK	6.5	6.2	4.0	2.6
FD/Ciro	1.5	1.4	0.9	0.6

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
----------------	----	----	-----	-----

Nominal Getiri	2.8%	21.1%	18.5%	13.9%
BİST-100 Relatif	2.2%	20.4%	-5.9%	2.6%
AOİH, mn TL	77	125	119	110



Piyasa verileri 4 Kasım 2025 tarihlidir.

Tahminlerde Revizyonlar						
	Yeni			Eski		
	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	10,474	13,622	17,229	10,401	13,610	16,908
% büyüme	39.8%	30.1%	26.5%	38.8%	30.9%	24.2%
FAVÖK	2,315	3,133	3,963	2,288	3,130	3,889
FAVÖK Marjı	22.1%	23.0%	23.0%	22.0%	23.0%	23.0%
Net Kar	1,045	1,786	2,340	1,158	1,889	2,416
% büyüme	12.4%	70.9%	31.0%	24.6%	63.1%	27.9%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	0.7%	0.1%	1.9%			
FAVÖK	1.2%	0.1%	1.9%			
Net Kar	(9.8%)	(5.5%)	(3.2%)			
Hedef Fiyat		56.00			49.00	
Hedef Fiyat Değişimi		14.3%				
Kaynak: AK Yatırım						

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Satış Gelirleri	2,492	2,411	2,017	2,560	2,795
Brüt Kar	1,007	955	756	1,029	1,143
Operasyonel Giderler	468	542	456	513	525
Faaliyet Karı	538	412	300	516	617
FAVÖK	614	478	377	600	702
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-204	81	-52	-87	-210
Vergi Öncesi Kar	334	494	248	429	407
Vergi Geliri / (Gideri)	-12	-33	-80	-59	-144
Vergi Sonrası Net Kar	322	461	168	370	263
Azınlık Payları	1	35	9	21	17
Net Kar	321	426	159	349	246
Büyüme (Yıllık)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Satış Gelirleri	6.0%	6.2%	-10.9%	14.8%	12.2%
Operasyonel Giderler	7.6%	5.7%	9.9%	12.4%	12.2%
Faaliyet Karı	5.3%	14.8%	-43.5%	23.1%	14.7%
FAVÖK	9.8%	11.6%	-36.7%	27.4%	14.3%
Net Kar	-549.9%	-25.3%	-3.1%	37.3%	-23.4%
Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Brüt Kar Marjı	40.4%	39.6%	37.5%	40.2%	40.9%
Operasyonel Gider Marjı	18.8%	22.5%	22.6%	20.0%	18.8%
Faaliyet Kar Marjı	21.6%	17.1%	14.9%	20.2%	22.1%
FAVÖK Marjı	24.6%	19.8%	18.7%	23.5%	25.1%
Efektif Vergi Oranı	3.6%	6.7%	32.4%	13.8%	35.4%
Net Kar Marjı	12.9%	17.7%	7.9%	13.6%	8.8%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-8.6%	-3.8%	-8.2%	-5.1%	-6.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	10.1%	21.6%	14.9%	7.1%	23.8%
Serbest Nakit Akımı Marjı	12.6%	-11.4%	-6.1%	17.6%	23.2%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	41%	109%	80%	30%	95%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	8.1%	14.7%	17.0%	4.5%	5.6%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-24.6%	24.9%	-16.9%	-17.1%	-12.0%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	253	520	301	182	665
Düzeltilme Öncesi Kar	322	461	168	370	263
Amortisman ve İtfa Payları	75	65	77	84	84
İşletme Sermayesindeki Değişim	-613	601	-342	-438	-336
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	468	-607	398	165	654
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	61	-796	-424	270	-15
Sabit Sermaye Yatırımları	-202	-354	-342	-114	-156
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	262	-442	-82	384	141
Serbest Nakit Akımı	313	-276	-124	452	650
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-11	490	-64	-297	79
Finansal Borçlardaki Değişim	68	-274	-233	153	123
Temettü	-7	7	0	-221	-8
Diğer Finansman Faal. Nakit	-73	758	170	-229	-36
Çevrim Farkları	0	0	0	0	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	302	214	-187	155	729

Bilanço (milyon TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Dönen Varlıklar	4,859	4,887	4,660	4,905	5,402
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,003	2,174	1,752	1,815	2,323
Finansal Yatırımlar	2	83	87	81	56
Ticari Alacaklar	1,907	1,684	1,893	2,130	2,198
Stoklar	693	687	623	680	669
Diğer Dönen Varlıklar	256	343	392	280	212
Duran Varlıklar	3,091	3,370	3,665	3,801	3,771
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	2,193	2,492	2,654	2,753	2,773
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	295	293	378	370	370
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	202	239	293	311	286
Diğer Duran Varlıklar	401	346	339	368	342
Toplam Varlıklar	7,950	8,257	8,325	8,706	9,173
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,513	2,331	2,236	2,451	2,684
Finansal Borçlar	719	447	200	351	445
Ticari Borçlar	1,241	1,260	1,233	1,472	1,475
Ertelenmiş Gelirler	116	387	385	270	310
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	436	237	418	358	454
Uzun Vadeli Yükümlülükler	142	182	172	166	155
Finansal Borçlar	60	53	65	83	71
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	23	67	46	13	13
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	59	62	61	70	71
Özkaynaklar	5,296	5,744	5,917	6,089	6,333
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5,033	5,441	5,605	5,756	5,992
Azınlık Payları	263	303	312	333	342
Toplam Kaynaklar	7,950	8,257	8,325	8,706	9,173
Yatırım Sermayesi	4,154	4,199	4,537	4,791	4,611
Toplam Borç	779	499	265	435	516
Net İşletme Sermayesi (NİS)	1,359	1,111	1,283	1,338	1,392
NİS / S12A Satışlar	14.7%	11.8%	14.0%	14.1%	14.2%
Net Borç (NB)	-1,226	-1,758	-1,574	-1,461	-1,863
NB / S12A FAVÖK	-0.6	-0.8	-0.8	-0.7	-0.9
NB / Özkaynaklar	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	-1,286	-1,810	-1,639	-1,545	-1,933
KV ND / S12A FAVÖK	-0.6	-0.8	-0.8	-0.7	-0.9
YPP (Türev Korunma Dahil)	133	-108	-77	-120	42

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.