

KALEKİM

Güçlü FAVÖK sürprizi; Riskler aşırı fiyatlanmış görünüyor – Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz

Kalekim (KLKIM; EÜG; 12A HF: 69 TL) 4Ç25'te 350 milyon TL net kar açıkladı. Açıklanan net kar piyasa beklentisinin %16 üzerinde gerçekleşti (AK: 344 milyon TL). Net kardaki pozitif sapma beklentilerin üzerinde gelen operasyonel performans ile desteklendi. Net satışlar 3.003 milyon TL ile piyasa beklentisinin hafif üzerinde gerçekleşti (AK: 2.938 milyon TL). FAVÖK ise çeyreklik sonuçların öne çıkan kalemi oldu; 799 milyon TL ile beklentinin %28 üzerinde gerçekleşirken (AK: 630 milyon TL), FAVÖK marjı %26,6 ile beklentinin 4,6 puan üzerinde gerçekleşti (AK: %21,4). FAVÖK'teki güçlü sapma ağırlıklı olarak tarihsel mevsimsellikten daha güçlü gerçekleşen nihai ürün-ham madde makasından kaynaklandı. Yıllık bazda bakıldığında çekirdek operasyonel performans güçlü seyretti (Net satışlar +%19; FAVÖK +%60), ancak daha düşük finansal gelir ve daha yüksek efektif vergi oranı net karı baskıladı. Güçlü FAVÖK üretimi, disiplinli işletme sermayesi yönetimi ve destekleyici finansman nakit akışı sayesinde net nakitte 490 milyon TL artış gerçekleşti ve net nakit 2.353 milyon TL'ye ulaştı (piyasa değerinin ~%15'i).

Yönetimin 2026 beklentileri: Yönetim, %10-15 reel ciro büyümesi öngörmektedir. Bu büyümenin Türkiye'de %7-10 ve uluslararası pazarlarda %12-16 hacim artışı ile desteklenmesi beklenmektedir. Şirket %20-25 FAVÖK marjı, 1,4-1,7 milyar TL yatırım harcaması (capex) ve %10-15 NİS/Net Satış oranı hedeflemektedir. Yönetim ayrıca bölgedeki son jeopolitik gelişmelerin yakından izlendiğini ancak mevcut beklentilere dahil edilmediğini belirtmektedir.

2026 tahminlerimiz: Yaklaşık %9 reel ciro büyümesi öngörüyoruz; büyümenin büyük ölçüde hacim artışından kaynaklanmasını bekliyoruz (Türkiye'de ~%8,5, uluslararası pazarlarda ~%10). %23,2 FAVÖK marjı, ~%10 NİS/Net Satış oranı ve ~1,6 milyar TL yatırım harcaması varsayıyoruz.

Yorum: Hisse bugün %9,98 yükselirken, son bir ayda BIST-100 Toplam Getiri Endeksi'ne göre ~%10,6 daha zayıf performans göstermişti. Bunun büyük ölçüde Duhok/Irak'taki (toplam kapasitenin ~%6,5'i) ve Mardin/Türkiye'deki (toplam kapasitenin ~%14'ü) operasyonlara ilişkin endişeleri yansıttığını düşünüyoruz. Kuzey Irak, 12A25 itibarıyla şirket net satışlarının ~%21'ini oluşturmaktadır. Devam eden bölgesel gerilimler kısa vadede talep ertelemelerine yol açabilir, ancak her iki tesisin de çatışmaların yoğunlaştığı ana bölgelerden coğrafi olarak uzak olması nedeniyle önemli bir operasyonel risk görmüyoruz.

Değerleme ve Tavsiye: Modelimizi 4Ç25 sonuçlarını ve güncel makro varsayımlarımızı yansıtabak şekilde güncelledik. 12 aylık hedef fiyatımızı 69 TL'de koruyor ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi sürdürüyoruz. Değerlememiz ~6,6x FD/FAVÖK (Gelecek 12 Ay) çarpanına işaret etmektedir. Mevcut hisse fiyatının bölgesel çatışma risklerini aşırı fiyatladığını düşünüyoruz. Nitekim en olumsuz senaryoda dahi—Irak operasyonlarının tamamen kaybedildiği (~12A25 gelirlerinin ~%21'i) varsayımı altında—modelimizin %58 yukarı yönlü potansiyele işaret edeceğini hesaplıyoruz.

Finansal Özet	TMS-29			AK		Piyasa			
	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç	Tahmin	Fark	Tahmin	Fark
Net Satışlar	3,003	2,516	19%	2,917	3%	2,938	2%	2,850	5%
FAVÖK	799	499	60%	732	9%	630	27%	626	28%
FAVÖK Marjı	26.6%	19.8%	6.8 ppt	25.1%	1.5 ppt	21.4%	5.2 ppt	22.0%	4.6 ppt
Net Kar	350	444	-21%	257	36%	344	2%	301	16%

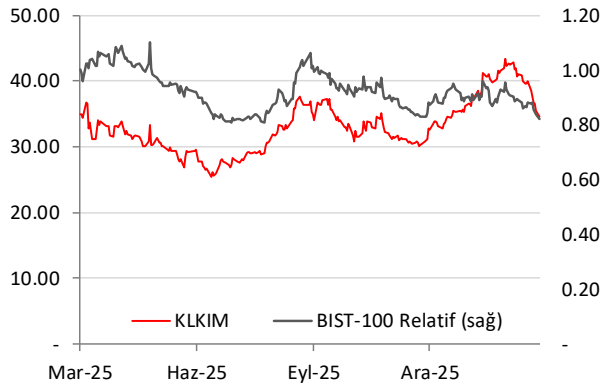
Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	KLKIM TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	69.00			
Güncel Fiyat, TL	34.48			
Getiri Potansiyeli	100%			
Halka Açıklık Oranı	30%			
Piyasa Değeri, mn TL	15,861			
Firma Değeri, mn TL	13,987			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	10,696	14,533	18,465	22,687
FAVÖK, mn TL	2,551	3,378	4,290	5,212
Net Kâr, mn TL	1,137	1,585	1,990	2,439
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,353	-2,616	-4,166	-6,183
Net Borç/FAVÖK	-0.9	-0.8	-1.0	-1.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	23.9%	23.2%	23.2%	23.0%
Net Marj	10.6%	10.9%	10.8%	10.8%
Temettü Verimi	1.4%	1.4%	1.7%	2.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	42.8%	35.9%	27.1%	22.9%
FAVÖK, y/y	48.3%	32.4%	27.0%	21.5%
Net Kâr, y/y	22.3%	39.4%	25.6%	22.6%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	12.8	10.0	8.0	6.5
FD/FAVÖK	5.0	4.1	2.8	1.9
FD/Ciro	1.2	0.9	0.7	0.4
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-17.9%	11.7%	6.3%	-2.6%
BIST-100 Relatif	-10.6%	-1.2%	-12.1%	-13.6%
AOİH, mn TL	109	104	104	110



Piyasa verileri 9 Mart 2026 tarihli dir.

Tahmin Güncellemeleri						
	2026T	Yeni 2027T	2028T	2026T	Eski 2027T	2028T
Özet Tahminler						
Net satışlar	14,533	18,465	22,687	14,811	18,849	23,181
y/y	+35.9%	+27.1%	+22.9%	+38.5%	+27.3%	+23.0%
FAVÖK	3,378	4,290	5,212	3,418	4,370	5,312
FAVÖK marjı	23.2%	23.2%	23.0%	23.1%	23.2%	22.9%
Net kar	1,585	1,990	2,439	1,534	1,960	2,413
y/y	+39.4%	+25.6%	+22.6%	+34.9%	+27.8%	+23.1%
Tahminlerde Değişimler						
Net satışlar	-1.9%	-2.0%	-2.1%			
FAVÖK	-1.2%	-1.8%	-1.9%			
FAVÖK marjı	+0.2pp	+0.0pp	+0.1pp			
Net kar	+3.3%	+1.5%	+1.1%			
Hedef Fiyat & Öneri						
12A HF		69			69	
Değişim		– %				
Öneri		Endeks Üzerinde Getiri			Endeks Üzerinde Getiri	
Değişim		↔				
Kaynak: AK Yatırım						

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Satış Gelirleri	2,516	2,105	2,672	2,917	3,003
Brüt Kar	996	789	1,074	1,192	1,330
Operasyonel Giderler	566	476	535	548	618
Faaliyet Karı	430	313	539	644	712
FAVÖK	499	394	627	732	799
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	85	(54)	(91)	(220)	(38)
Vergi Öncesi Kar	515	259	448	425	674
Vergi Geliri / (Gideri)	(34)	(84)	(62)	(150)	(307)
Vergi Sonrası Net Kar	481	175	386	274	366
Azınlık Payları	36	9	22	18	17
Net Kar	444	166	365	257	350
Büyüme (Yıllık)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Satış Gelirleri	6.2%	-10.9%	14.8%	12.2%	19.4%
Operasyonel Giderler	5.7%	9.9%	12.4%	12.2%	9.2%
Faaliyet Karı	14.8%	-43.5%	23.1%	14.7%	65.4%
FAVÖK	11.6%	-36.7%	27.4%	14.3%	60.3%
Net Kar	-25.3%	-3.1%	37.3%	-23.4%	-21.3%
Karlılık / Rasyo Analizi	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Brüt Kar Marjı	39.6%	37.5%	40.2%	40.9%	44.3%
Operasyonel Gider Marjı	22.5%	22.6%	20.0%	18.8%	20.6%
Faaliyet Kar Marjı	17.1%	14.9%	20.2%	22.1%	23.7%
FAVÖK Marjı	19.8%	18.7%	23.5%	25.1%	26.6%
Efektif Vergi Oranı	6.7%	32.4%	13.8%	35.4%	45.6%
Net Kar Marjı	17.7%	7.9%	13.6%	8.8%	11.6%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-3.8%	-8.2%	-5.1%	-6.6%	-4.1%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	28.9%	14.9%	7.1%	23.8%	25.7%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-6.3%	-6.1%	17.6%	23.2%	3.9%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	145.8%	79.7%	30.2%	94.8%	96.6%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	14.3%	17.0%	4.5%	5.6%	6.4%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	49.2%	-16.9%	-17.1%	-12.0%	34.3%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	727	314	189	694	772
Düzeltilme Öncesi Kar	481	175	386	274	366
Amortisman ve İtfa Payları	68	80	88	88	87
İşletme Sermayesindeki Değişim	1,239	(356)	(457)	(351)	1,031
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	(1,061)	415	173	682	(712)
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(885)	(443)	282	(16)	(655)
Sabit Sermaye Yatırımları	(360)	(357)	(119)	(163)	(193)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(524)	(86)	401	147	(462)
Serbest Nakit Akımı	(158)	(129)	471	678	117
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	269	(66)	(310)	83	240
Finansal Borçlardaki Değişim	(286)	(244)	160	128	(204)
Temettü	7	—	(231)	(8)	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	548	177	(238)	(37)	444
Çevrim Farkları	121	—	—	—	(28)
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	232	(195)	161	761	329

Bilanço (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Dönen Varlıklar	5,100	4,863	5,119	5,637	5,749
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,269	1,828	1,894	2,424	2,585
Finansal Yatırımlar	87	91	85	59	138
Ticari Alacaklar	1,758	1,976	2,223	2,294	1,997
Stoklar	717	650	710	698	760
Diğer Dönen Varlıklar	357	409	292	222	407
Duran Varlıklar	3,517	3,824	3,967	3,935	4,122
Finansal Yatırımlar	—	—	—	—	—
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	—	—	—	—	—
Maddi Duran Varlıklar	2,601	2,770	2,873	2,893	3,026
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	306	395	386	386	372
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	249	306	324	298	357
Diğer Duran Varlıklar	361	353	384	357	367
Toplam Varlıklar	8,617	8,687	9,085	9,572	9,871
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,433	2,333	2,558	2,801	2,679
Finansal Borçlar	466	208	366	465	291
Ticari Borçlar	1,315	1,287	1,536	1,539	1,708
Ertelenmiş Gelirler	404	402	282	323	272
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	248	436	374	474	409
Uzun Vadeli Yükümlülükler	190	180	174	162	314
Finansal Borçlar	55	68	87	74	79
Ertelenmiş Gelirler	—	—	—	—	—
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	70	48	14	14	161
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	65	63	73	74	73
Özkaynaklar	5,994	6,175	6,354	6,609	6,878
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5,677	5,849	6,007	6,252	6,505
Azınlık Payları	316	325	347	357	373
Toplam Kaynaklar	8,617	8,687	9,085	9,572	9,871
Yatırım Sermayesi	4,382	4,734	5,000	4,812	4,898
Toplam Borç	521	277	453	539	370
Net İşletme Sermayesi (NİS)	1,160	1,339	1,396	1,453	1,050
NİS / S12A Satışlar	11.8%	14.0%	14.1%	14.2%	9.8%
Net Borç (NB)	(1,834)	(1,642)	(1,525)	(1,944)	(2,353)
NB / S12A FAVÖK	-0.8	-0.8	-0.7	-0.9	-0.9
NB / Özkaynaklar	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	(1,889)	(1,711)	(1,612)	(2,018)	(2,432)
KV ND / S12A FAVÖK	-0.8	-0.8	-0.7	-0.9	-1.0
YPP (Türev Korunma Dahil)	(112)	(81)	(125)	44	199

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.