

## KALEKİM

## Zayıf Sonuçlar; Irak Riskleri Aşırı Fiyatlanmış, Endeks Üzeri Getiri Önerimizi Koruyoruz

**Kalekim (KLKİM; EÜG; 12A HF: 63 TL)**, 1Ç26'da bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %92 düşüşle 14 milyon TL net kar açıkladı. Bu gerileme; yükselen faaliyet dışı giderler (y/y: +%192), zayıflayan net satışlar (y/y: -%8) ve belirgin negatif operasyonel kaldıraç (ΔOperasyonel Giderler/ΔNet Satışlar: -0,34x) bileşik etkisini yansıtmaktadır. Sabit maliyetler yıllık bazda ~%23 artarak 1Ç25'te net satışların ~%19'undan 1Ç26'da net satışların ~%25'ine kadar yükseldi; bu durum birim başına maliyet yükünü mekanik olarak artırarak marjları orantısız biçimde daralttı. Net satışlar, uluslararası satışlardaki sert düşüşün (y/y: -%39) etkisiyle yıllık bazda %8 gerileyerek 2,1 milyar TL'ye indi; yurt içi satışlarda görülen yıllık bazda %9'luk büyüme bu gerilemeyi kısmen sınırladı. FAVÖK, negatif operasyonel kaldıraç ve sabit maliyetlerdeki belirgin artışın etkisiyle yıllık bazda %24 düşerek 330 milyon TL olarak gerçekleşti.

**Tahminlerle karşılaştırma:** Net satışlar tahminlerle büyük ölçüde örtüşürken, beklentilerin altında gerçekleşen değişken maliyetler (AK: net satışların %62'si; Gerçekleşen: net satışların %59'u) sayesinde FAVÖK piyasa konsensüsünün %22, bizim tahminimizi ise %24 geçti. Net kar ise beklentilerin üzerinde gerçekleşen faaliyet dışı giderlerin etkisiyle piyasa konsensüsünün %77, bizim tahminimizin ise %78 altında kaldı.

**Net nakit:** Net nakit, 4Ç25'teki 2,4 milyar TL seviyesinden 1Ç26 sonu itibarıyla 1,7 milyar TL'ye geriledi. Bu düşüş; yavaşlayan alacak tahsilatları ve stok birikimine bağlı 831 milyon TL'lik işletme sermayesi çıkışından kaynaklandı; vadesi uzatılan borçlar bu etkiyi kısmen sınırladı.

**Yönetim 2026 beklentilerini korudu:** 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.

**Hisse performansı:** KLKİM hisseleri son üç ayda TL bazında ~%12, USD bazında ise ~%15 değer kaybetti ve BIST-100 Endeksi'nin ~%21 gerisinde kaldı. Tahminlerimiz göre ~4,6x FD/12A leri FAVÖK çarpanıyla işlem gören hisse, 3 yıllık ortalaması olan ~6,7x'e kıyasla belirgin bir iskontoda bulunmakta olup risk-getiri açısından cazip görünmektedir.

**Yorum:** 1Ç26'dan öne çıkan iki olumlu unsur bulunmaktadır: yurt içi satışlardaki dayanıklılık ve kontrol altında tutulan değişken maliyet tabanı. Öte yandan uluslararası satışlar — ağırlıklı olarak Irak kaynaklı — belirgin biçimde zayıf seyretti, sabit maliyetler sert yükseldi ve nakit dönüşüm süresi yaklaşık 50 güne uzayarak 1Ç23'teki ~47 günlük zirveyi aştı. 1Ç23'te görülen bir önceki zirve, 6 Şubat depremi ve Irak merkez bankası krizinin eş zamanlı etkisiyle görülmüştü. Bununla birlikte Kuzey Irak, 2025 gelirlerinin ~%20'sini oluşturmaktadır — devam eden bölgesel gerilimler geçici talep ertelemelerine yol açabilecek olsa da bunu kalıcı bir operasyonel risk olarak değerlendirmiyoruz.

**Değerleme:** 1Ç26 sonuçlarının ardından modelimizi güncelledik; makro varsayımlarımızı revize ederek değerlememizi bir çeyrek ileriye taşıdık. 12 aylık hedef fiyatımızı 69 TL'den 63 TL'ye indiriyor, Endeks Üzeri Getiri önerimizi koruyoruz. Değerlememiz ~6,5x FD/12A leri FAVÖK çarpanına karşılık gelmektedir. Mevcut hisse fiyatının bölgesel çatışma risklerini gereğinden fazla iskonto ettiği görüşündeyiz. Nitekim, Irak gelirlerinin tamamen yitirilmesi gibi uç bir senaryoda dahi (2025 gelirlerinin ~%20'si) modelimiz mevcut fiyata göre ~%40 yukarı potansiyele işaret etmektedir.

Finansal Özet	TMS-29			Tahminlerle Karşılaştırma					
	1Ç26	1Ç25	y/y	4Ç25	ç/ç	AK	Fark	Piyasa	Fark
Net Satışlar	2,133	2,316	-8%	3,305	-35%	2,073	3%	2,078	3%
FAVÖK	330	433	-24%	879	-62%	266	24%	271	22%
FAVÖK Marjı	15.5%	18.7%	-3.2 ppt	26.6%	-11.1 ppt	12.8%	2.6 ppt	13.0%	2.4 ppt
Net Kar	14	182	-92%	385	-96%	65	-78%	62	-77%

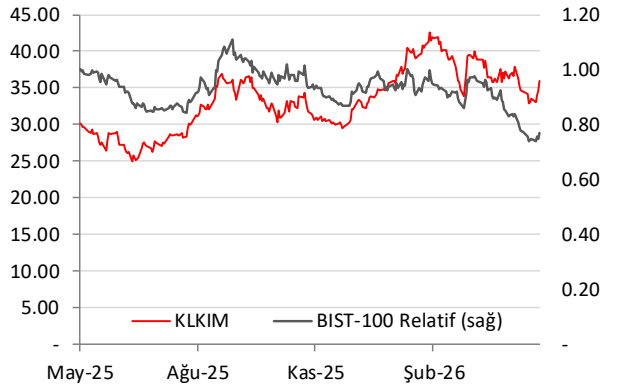
Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

## Endeks Üzeri Getiri

Ömer Faruk Yüksel

[omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr](mailto:omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr)

Bloomberg Kodu		KLKİM T1			
Tavsiye		Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL		63.00 (önceki 69.00)			
Güncel Fiyat, TL		35.89			
Getiri Potansiyeli		76%			
Halka Açıklık Oranı		30%			
Piyasa Değeri, mn TL		16,808			
Firma Değeri, mn TL		15,713			
Finansal Veriler		2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	10,696	14,472	18,392	22,597	
FAVÖK, mn TL	2,551	3,220	3,901	4,630	
Net Kâr, mn TL	1,137	1,371	1,672	2,077	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	-2,353	-2,329	-3,576	-5,039	
Net Borç/FAVÖK	-0.9	-0.7	-0.9	-1.1	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	23.9%	22.2%	21.2%	20.5%	
Net Marj	10.6%	9.5%	9.1%	9.2%	
Temettü Verimi	1.4%	1.8%	2.2%	2.6%	
Büyüme					
Ciro, y/y	42.8%	35.3%	27.1%	22.9%	
FAVÖK, y/y	48.3%	26.2%	21.1%	18.7%	
Net Kâr, y/y	22.3%	20.6%	22.0%	24.2%	
Değerleme Verisi					
	2025	2026T	2027T	2028T	
F/K	12.8	12.3	10.1	8.1	
FD/FAVÖK	5.0	4.7	3.5	2.7	
FD/Ciro	1.2	1.0	0.8	0.5	
Hisse Verileri					
	1A	3A	12A	YBG	
Nominal Getiri	0.4%	-12.0%	20.9%	3.2%	
BIST-100 Relatif	-13.8%	-20.8%	-27.0%	-22.7%	
AOİH, mn TL	127	109	98	110	



Piyasa verileri 7 Mayıs 2026 tarihlidir.

Tahmin Güncellemeleri						
	Yeni			Eski		
	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
<b>Özet Tahminler</b>						
Net satışlar	14,472	18,392	22,597	14,533	18,465	22,687
y/y	+35.3%	+27.1%	+22.9%	+35.9%	+27.1%	+22.9%
FAVÖK	3,220	3,901	4,630	3,378	4,290	5,212
FAVÖK marjı	22.2%	21.2%	20.5%	23.2%	23.2%	23.0%
Net kar	1,371	1,672	2,077	1,585	1,990	2,439
y/y	+20.6%	+22.0%	+24.2%	+39.4%	+25.6%	+22.6%
<b>Tahminlerde Değişimler</b>						
Net satışlar	-0.4%	-0.4%	-0.4%			
FAVÖK	-4.7%	-9.1%	-11.2%			
FAVÖK marjı	-1.0pp	-2.0pp	-2.5pp			
Net kar	-13.5%	-16.0%	-14.8%			
<b>Hedef Fiyat &amp; Öneri</b>						
12A HF		63			69	
Değişim		-8.7%				
Öneri		Endeks Üzerinde Getiri			Endeks Üzerinde Getiri	
Değişim		↔				
Kaynak: AK Yatırım						

<b>Gelir Tablosu (milyon TL)</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>2,316</b>	<b>2,940</b>	<b>3,209</b>	<b>3,305</b>	<b>2,133</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>868</b>	<b>1,182</b>	<b>1,312</b>	<b>1,463</b>	<b>820</b>
Operasyonel Giderler	524	589	603	680	587
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>344</b>	<b>593</b>	<b>709</b>	<b>783</b>	<b>233</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>433</b>	<b>690</b>	<b>806</b>	<b>879</b>	<b>330</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(60)	(107)	(242)	(42)	(175)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>285</b>	<b>486</b>	<b>467</b>	<b>742</b>	<b>59</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	(92)	(68)	(165)	(338)	(52)
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>192</b>	<b>418</b>	<b>302</b>	<b>403</b>	<b>6</b>
Azınlık Payları	10	24	19	18	(8)
<b>Net Kar</b>	<b>182</b>	<b>394</b>	<b>282</b>	<b>385</b>	<b>14</b>
<b>Büyüme (Yıllık)</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
Satış Gelirleri	-10.9%	14.8%	12.2%	19.4%	-7.9%
Operasyonel Giderler	9.9%	12.4%	12.2%	9.2%	12.0%
Faaliyet Karı	-43.5%	23.1%	14.7%	65.4%	-32.3%
FAVÖK	-37.5%	27.4%	14.1%	60.3%	-23.8%
Net Kar	-3.1%	35.0%	-23.4%	-21.3%	-92.3%
<b>Karlılık / Rasyo Analizi</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
Brüt Kar Marjı	37.5%	40.2%	40.9%	44.3%	38.4%
Operasyonel Gider Marjı	22.6%	20.0%	18.8%	20.6%	27.5%
Faaliyet Kar Marjı	14.9%	20.2%	22.1%	23.7%	10.9%
FAVÖK Marjı	18.7%	23.5%	25.1%	26.6%	15.5%
Efektif Vergi Oranı	32.4%	14.0%	35.4%	45.6%	89.2%
Net Kar Marjı	7.9%	13.4%	8.8%	11.6%	0.7%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-8.2%	-5.1%	-6.6%	-4.1%	-12.5%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	14.9%	7.1%	23.8%	25.7%	-31.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-6.1%	17.6%	23.2%	3.9%	-37.8%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	79.7%	30.2%	94.8%	96.6%	-200.7%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	17.0%	4.5%	5.6%	6.4%	2.6%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-11.8%	-21.1%	-12.0%	34.3%	-39.3%
<b>Nakit Akım Tablosu (milyon TL)</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>345</b>	<b>209</b>	<b>764</b>	<b>850</b>	<b>(662)</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	192	425	302	403	6
Amortisman ve İtfa Payları	89	97	97	96	97
İşletme Sermayesindeki Değişim	(274)	(622)	(386)	1,134	(838)
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	338	309	751	(784)	73
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>(487)</b>	<b>310</b>	<b>(18)</b>	<b>(721)</b>	<b>(145)</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	(393)	(131)	(179)	(212)	(55)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(94)	441	161	(508)	(90)
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>(142)</b>	<b>519</b>	<b>746</b>	<b>129</b>	<b>(807)</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>(73)</b>	<b>(341)</b>	<b>91</b>	<b>264</b>	<b>89</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	-	(93)	141	(225)	-
Temettü	-	(254)	(9)	0	-
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(73)	6	(41)	488	89
Çevrim Farkları	-	-	-	(31)	-
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>(215)</b>	<b>178</b>	<b>837</b>	<b>362</b>	<b>(718)</b>

<b>Bilanço (milyon TL)</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>5,351</b>	<b>5,633</b>	<b>6,203</b>	<b>6,327</b>	<b>5,816</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,012	2,084	2,667	2,844	1,869
Finansal Yatırımlar	100	93	64	152	161
Ticari Alacaklar	2,174	2,446	2,524	2,197	2,353
Stoklar	716	781	768	837	1,017
Diğer Dönen Varlıklar	450	322	244	448	578
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>4,208</b>	<b>4,365</b>	<b>4,330</b>	<b>4,536</b>	<b>4,455</b>
Finansal Yatırımlar	–	–	–	–	–
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	–	–	–	–	–
Maddi Duran Varlıklar	3,048	3,161	3,184	3,329	3,316
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	435	425	425	409	399
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	337	357	328	393	357
Diğer Duran Varlıklar	389	422	393	404	383
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>9,559</b>	<b>9,998</b>	<b>10,533</b>	<b>10,863</b>	<b>10,271</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>2,567</b>	<b>2,815</b>	<b>3,083</b>	<b>2,948</b>	<b>2,486</b>
Finansal Borçlar	229	403	512	320	307
Ticari Borçlar	1,416	1,690	1,693	1,879	1,330
Ertelenmiş Gelirler	442	310	356	299	385
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	480	411	522	450	464
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>198</b>	<b>191</b>	<b>178</b>	<b>346</b>	<b>255</b>
Finansal Borçlar	75	96	81	87	42
Ertelenmiş Gelirler	–	–	–	–	–
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	53	15	15	178	133
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	70	80	82	81	80
<b>Özkaynaklar</b>	<b>6,795</b>	<b>6,992</b>	<b>7,273</b>	<b>7,569</b>	<b>7,530</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6,437	6,610	6,880	7,158	7,127
Azınlık Payları	358	382	392	411	403
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>9,559</b>	<b>9,998</b>	<b>10,533</b>	<b>10,863</b>	<b>10,271</b>
Yatırım Sermayesi	5,210	5,502	5,295	5,390	6,224
Toplam Borç	304	499	593	407	349
Net İşletme Sermayesi (NİS)	1,474	1,536	1,599	1,155	2,040
NİS / S12A Satışlar	14.0%	14.1%	14.2%	9.8%	17.6%
Net Borç (NB)	(1,807)	(1,678)	(2,139)	(2,589)	(1,681)
NB / S12A FAVÖK	-0.8	-0.7	-0.9	-0.9	-0.6
NB / Özkaynaklar	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	(1,882)	(1,774)	(2,220)	(2,676)	(1,722)
KV ND / S12A FAVÖK	-0.8	-0.7	-0.9	-1.0	-0.6
YPP (Türev Korunma Dahil)	(89)	(138)	48	219	267



## AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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 İnternet 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.