3Ç26 Finansal Sonuçları

9 Kasım 2026

KALEKİM

Endeksin Üzerinde Getiri

Yönetim 2026 yılı beklentilerini düşürdü, ancak hisse fiyatı çok daha olumsuz bir senaryoyu fiyatlıyor.

Ömer Faruk Yüksel
omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Kalekim (KLKIM; EÜG; 12A HF: 55 TL) 3Ç26'da 120 milyon TL'lik girişim sermayesi fonu değerleme kazancının desteğiyle, TMS 29 bazında yıllık %17 düşüşle 265 milyon TL net kâr açıkladı. Yurt içi brüt satışlar reel olarak %5 artarken yurt dışı brüt satışlardaki daralma %3'e geriledi (1Y26: -%34) ve net satışlar yıllık %2 artışla 3.686 milyon TL oldu. Brüt kâr marjı yıllık 3,6 yp daralarak %37,3'e geriledi. Bu daralmayı daha düşük marjlı ürün karmasına ve Şirket'in büyümeyi hedeflediği kategorilerde daha agresif fiyatlama yapmasına bağlıyoruz. Bunun sonucunda FAVÖK yıllık %20 düşüşle 726 milyon TL'ye geriledi (marj: %19,7, y/y: -5,4 yp). Net nakit ç/ç 1.462 milyon TL'den 1.733 milyon TL'ye yükseldi.

Beklentilerle karşılaştırma: Net satışlar hem piyasa beklentisinin hem de tahminimizin hafif üzerinde gerçekleşirken, FAVÖK zayıf brüt marj nedeniyle her ikisinin de %11 altında kaldı. Net kâr, fon değerleme kazancı sayesinde piyasa beklentisini %13, tahminimizi %10 aştı.

Yönetim 2026 beklentilerini aşağı yönlü revize etti: Şirket artık reel net satışlarda orta tek haneli daralma (önceki: düşük tek haneli büyüme), Türkiye satış hacminde yatay seyir (önceki: %7-10 büyüme), yurt dışı satış hacminde %20-25 daralma (önceki: %10-15 daralma) ve %17-19 şirket tanımlı FAVÖK marjı (önceki: %20-25) öngörüyor. Yatırım harcaması beklentisi 600-700 milyon TL'den yaklaşık 400 milyon TL'ye indirilirken, net işletme sermayesi/satışlar beklentisi yaklaşık %15 olarak belirlendi (önceki: %10-15).

Toplantıdan notlar: Yönetim, mevcut koşulların sürmesi halinde 2027'nin bu yıla ilişkin beklentilerine paralel geçmesini bekliyor ve savaş kaynaklı maliyetlerde ya da fiyatlama ortamında yaşanacak her iyileşmeyi bu beklentiye yukarı yönlü risk olarak görüyor. Yönetim, henüz müşterilerinden fon krizini gerekçe göstererek vade uzatımı talebi almadıklarını ve bu nedenle alacakları üzerinde tahsilat riski görmediğini belirtti. İskontolu fiyatlamanın ise büyük ölçüde su yalıtımı, zemin çözümleri ve hazır sıva gibi büyümenin hedeflendiği kategorilerle sınırlı olduğunu aktardı.

Yorum: Düşürdüğümüz tahminlere rağmen (ayrıntılar için ikinci sayfaya bakınız) değerleme son derece iskontolu görünüyor. Hesaplamalarımıza göre baskılanmış 2026T vergi sonrası esas faaliyet karının (NOPAT) sıfır reel büyümeyle kalıcı olması durumunda bile özsermaye değeri hisse başına yaklaşık 42 TL ediyor ve mevcut hisse fiyatı bu seviyenin %53 altında bulunuyor. İNA modelimizin işaret ettiği hisse başı 46 TL'lik özsermaye değeri, reel büyüme ve serbest nakit akışı marjlarında toparlanma içermesine karşın sıfır reel büyüme değerinin yalnızca yaklaşık %9 üzerinde bir seviyeyi işaret ediyor. Bunun nedeni, değerlememizin büyük kısmının mevcut kâr tabanına dayanması. Diğer bir deyişle piyasa, zaten baskılanmış bir bazdan NOPAT'ta yaklaşık %50'lik kalıcı bir düşüşü fiyatlıyor.

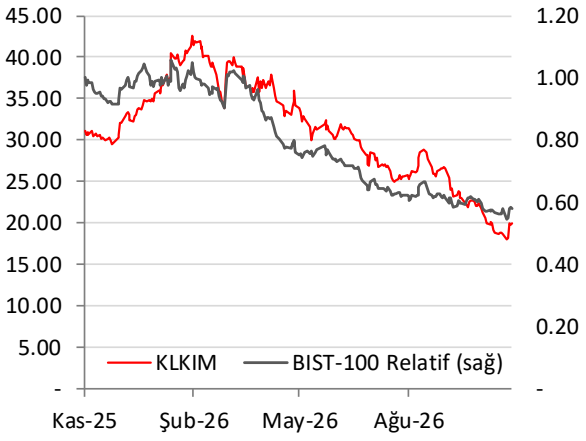
Tavsiye: Aşağı çektiğimiz tahminlerimiz, güncellenen makro varsayımlarımız ve yeni eklediğimiz Irak ülke risk primiyle 12 aylık hedef fiyatımızı 59 TL'den 55 TL'ye indiriyor, Endeksin Üzerinde Getiri önerimizi koruyoruz. Irak ve Türkiye ülke risk primleri arasındaki 5,05 yp'lik farkın (Damodaran) varsaydığımız %20'lik Irak ağırlığıyla çarpılmasıyla bulunan bu prim, özsermaye maliyetimizi yaklaşık 1,0 yp, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetimizi (AOSM) yaklaşık 0,8 yp artırıyor. Değerlememiz yaklaşık 6,0x FD/12A İleri FAVÖK çarpanına işaret ederken, mevcut hisse fiyatı yalnızca yaklaşık 2,6x çarpan ima ediyor. Hisseyi belirgin şekilde düşük değerlenmiş buluyoruz, ancak yakın vadede bir katalizör görünmüyor.

KLKIM: Çeyreklik Özet

	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma			
milyon TL	3Ç26	3Ç25	y/y	2Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark	AK Fark
Net Satışlar	3,686	3,626	+2%	3,139	+17%	3,517	3,517	+5%	+5%
FAVÖK	726	910	-20%	686	+6%	816	816	-11%	-11%
FAVÖK Marjı	*19.7%*	*25.1%*	*-5.4yp*	*21.9%*	*-2.2yp*	*23.2%*	*23.2%*	*-3.5yp*	*-3.5yp*
Net Kâr	265	319	-17%	94	+184%	235	242	+13%	+10%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu				KLKIM TI
Tavsiye				Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat, TL				55.00 (önceki 59.00)
Güncel Fiyat, TL				19.90
Getiri Potansiyeli				176%
Piyasa Değeri, mn TL				9,154
Firma Değeri, mn TL				7,940
Finansal Veriler	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	10,696	13,097	16,620	21,480
FAVÖK, mn TL	2,551	2,484	3,160	4,286
Net Kâr, mn TL	1,137	509	952	1,581
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,353	-2,475	-4,865	-7,134
Net Borç/FAVÖK	-0.9	-1.0	-1.5	-1.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	23.9%	19.0%	19.0%	20.0%
Net Marj	10.6%	3.9%	5.7%	7.4%
Temettü Verimi	1.4%	3.3%	1.5%	2.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	42.8%	22.4%	26.9%	29.2%
FAVÖK, y/y	n.m.	-2.6%	27.2%	35.6%
Net Kâr, y/y	22.3%	-55.2%	87.0%	66.1%
Değerleme Verisi	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
F/K	12.8	18.0	9.6	5.8
FD/FAVÖK	5.0	2.9	1.5	0.6
FD/Ciro	1.2	0.5	0.3	0.1
Hisse Verileri	**1A**	**3A**	**12A**	**YBG**
Nominal Getiri	-11.9%	-22.3%	-38.6%	-42.8%
BİST-100 Relatif	-5.2%	-6.9%	-41.8%	-44.7%
AOİH, mn TL	18	35	72	74



Piyasa verileri 6 Kasım 2026 tarihlidir.

Tahmin revizyonları: Şirketin güncel 2026 yılı beklentilerini yansıtırken, 2026T-28T net satış tahminlerimizi sırasıyla %5, %8 ve %8 düşürüyoruz. 2026T'de Türkiye'de hacimler yatay seyrederken yurt dışı hacimlerdeki %25'lik daralma nedeniyle net satışlarda reel %6 düşüş bekliyoruz. 2027T-28T'deki daha büyük indirimler, düşük 2026T bazını ve güncellenen makro varsayımlarımızı yansıtıyor.

FAVÖK tahminlerimiz sırasıyla %14, %15 ve %10 geriliyor. Yapı kimyasallarında brüt kâr marjı varsayımımızı düşürdüğümüz ve faaliyet giderleri satışlardaki düşüşe rağmen reel olarak artmaya devam ettiği için 2026T FAVÖK marjı tahminimizi 2,2 yp düşürerek %19,0'a çekiyoruz. Diğer faaliyet gelir ve giderleri dahil, 2026T'de 2.295 milyon TL şirket tanımlı FAVÖK öngörüyoruz. Bu, %17-19'luk rehberlik aralığının alt yarısında, %17,5'lik bir marja karşılık geliyor. Brüt kâr marjında kısmi bir toparlanma varsaydığımız için FAVÖK marjımızın 2028T'ye kadar kademeli olarak %20,0'a yükselmesini bekliyoruz.

Net parasal kayıp tahminlerimizi de 9A26'daki seyre paralel olarak artırdığımız için net kâr tahminlerimizdeki indirimler sırasıyla %53, %30 ve %15'e derinleşiyor.

Tahmin Güncellemeleri

	Yeni			Eski		
	2026T	**2027T**	**2028T**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
Özet Tahminler						
Net satışlar	13,097	16,620	21,480	13,729	17,976	23,286
y/y	*+22%*	*+27%*	*+29%*	*+28%*	*+31%*	*+30%*
FAVÖK	2,484	3,160	4,286	2,904	3,702	4,769
FAVÖK marjı	*19.0%*	*19.0%*	*20.0%*	*21.2%*	*20.6%*	*20.5%*
Net kar	509	952	1,581	1,075	1,368	1,859
y/y	*-55%*	*+87%*	*+66%*	*-5%*	*+27%*	*+36%*
Tahminlerde Değişimler						
Net satışlar	-5%	-8%	-8%			
FAVÖK	-14%	-15%	-10%			
FAVÖK marjı	-2.2pp	-1.6pp	-0.5pp			
Net kar	-53%	-30%	-15%			
Hedef Fiyat & Öneri						
12A HF		55			59	
Değişim		*-7%*				
Öneri		Endeksin Üzerinde Getiri			Endeksin Üzerinde Getiri	
Değişim		↔				

Kaynak: AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Satış Gelirleri	**3,626**	**3,734**	**2,410**	**3,139**	**3,686**
Brüt Kar	**1,482**	**1,653**	**926**	**1,289**	**1,375**
Operasyonel Giderler	682	768	663	713	766
Faaliyet Karı	**801**	**885**	**264**	**576**	**609**
FAVÖK	**910**	**994**	**373**	**686**	**726**
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(273)	(47)	(197)	(263)	(123)
Vergi Öncesi Kar	**528**	**838**	**66**	**313**	**486**
Vergi Geliri / (Gideri)	(187)	(382)	(59)	(184)	(194)
Vergi Sonrası Net Kar	**341**	**456**	**7**	**129**	**293**
Azınlık Payları	22	21	(9)	36	27
Net Kar	**319**	**435**	**16**	**94**	**265**

Büyüme (Yıllık)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Satış Gelirleri	12.2%	19.3%	-7.9%	-5.5%	1.7%
Operasyonel Giderler	12.2%	9.2%	12.0%	7.3%	12.3%
Faaliyet Karı	14.7%	65.4%	-32.3%	-14.0%	-23.9%
FAVÖK	14.1%	60.3%	-23.8%	-11.9%	-20.3%
Net Kar	-23.4%	-21.3%	-92.3%	-79.4%	-16.9%

Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Brüt Kar Marjı	40.9%	44.3%	38.4%	41.1%	37.3%
Operasyonel Gider Marjı	18.8%	20.6%	27.5%	22.7%	20.8%
Faaliyet Kar Marjı	22.1%	23.7%	10.9%	18.3%	16.5%
FAVÖK Marjı	25.1%	26.6%	15.5%	21.9%	19.7%
Efektif Vergi Oranı	35.4%	45.6%	89.2%	58.7%	39.8%
Net Kar Marjı	8.8%	11.6%	0.7%	3.0%	7.2%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-6.6%	-4.1%	-12.5%	-8.3%	-5.5%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	44.8%	7.1%	-31.0%	-1.2%	22.6%
Serbest Nakit Akımı Marjı	35.8%	3.9%	-37.8%	0.0%	17.1%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	178.4%	26.6%	-200.7%	-5.4%	114.6%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	5.6%	6.4%	2.6%	2.0%	3.7%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-16.5%	34.1%	-39.3%	-15.2%	-22.3%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	**1,624**	**264**	**(748)**	**(37)**	**832**
Düzeltme Öncesi Kar	341	456	7	129	293
Amortisman ve İtfa Payları	109	109	109	110	116
İşletme Sermayesindeki Değişim	(597)	1,273	(947)	(478)	(824)
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,771	(1,573)	83	201	1,246
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	**(324)**	**(118)**	**(163)**	**38**	**(201)**
Sabit Sermaye Yatırımları	(202)	(240)	(62)	(63)	(137)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(122)	122	(101)	101	(64)
Serbest Nakit Akımı	**1,300**	**146**	**(911)**	**1**	**631**
Finansman Faaliyetlerden Nakit	**(354)**	**298**	**101**	**(286)**	**(137)**
Finansal Borçlardaki Değişim	159	(254)	–	38	96
Temettü	(10)	0	–	(320)	(0)
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(503)	552	101	(5)	(233)
Çevrim Farkları	–	(35)	–	65	(65)
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	**946**	**409**	**(811)**	**(220)**	**429**

Bilanço (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Dönen Varlıklar	**7,008**	**7,147**	**6,571**	**6,363**	**7,054**
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,013	3,213	2,112	1,747	2,026
Finansal Yatırımlar	73	171	181	177	294
Ticari Alacaklar	2,851	2,482	2,658	3,121	3,532
Stoklar	868	945	1,149	1,113	956
Diğer Dönen Varlıklar	275	506	653	383	539
Duran Varlıklar	**4,892**	**5,125**	**5,033**	**4,999**	**5,032**
Finansal Yatırımlar	–	–	–	–	–
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	–	–	–	–	–
Maddi Duran Varlıklar	3,597	3,761	3,746	3,704	3,734
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	374	357	345	335	331
Şerefiye	106	106	106	106	106
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	371	444	404	412	382
Diğer Duran Varlıklar	444	457	433	442	479
Toplam Varlıklar	**11,900**	**12,272**	**11,604**	**11,362**	**12,086**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**3,483**	**3,331**	**2,808**	**2,695**	**3,120**
Finansal Borçlar	578	361	347	397	484
Ticari Borçlar	1,913	2,123	1,502	1,641	1,876
Ertelenmiş Gelirler	402	338	435	251	177
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	590	508	524	405	583
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**201**	**390**	**288**	**355**	**417**
Finansal Borçlar	92	98	47	65	103
Ertelenmiş Gelirler	–	–	–	–	–
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	17	201	151	194	216
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	92	91	90	97	97
Özkaynaklar	**8,216**	**8,551**	**8,507**	**8,312**	**8,550**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	7,773	8,087	8,052	7,821	8,031
Azınlık Payları	443	464	455	491	518
Toplam Kaynaklar	**11,900**	**12,272**	**11,604**	**11,362**	**12,086**
Yatırım Sermayesi	5,982	6,089	7,031	7,318	7,425
Toplam Borç	670	460	394	462	588
Net İşletme Sermayesi (NİS)	1,806	1,305	2,304	2,592	2,613
NİS / S12A Satışlar	14.2%	9.8%	17.6%	20.1%	20.1%
Net Borç (NB)	(2,417)	(2,925)	(1,899)	(1,462)	(1,733)
NB / S12A FAVÖK	-0.9	-0.9	-0.6	-0.5	-0.6
NB / Özkaynaklar	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	(2,508)	(3,023)	(1,946)	(1,527)	(1,836)
KV ND / S12A FAVÖK	-0.9	-1.0	-0.6	-0.5	-0.7
YPP (Türev Korunma Dahil)	54	248	301	35	15

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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2026