

# Kalekim

Endeks Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 53,70TL

12-Aylık Hedef Fiyat: 78,20TL (önceki 75,50TL)

## 1Ç23 Bilanço Değerlendirmesi

Analist Kayahan Demirak

[KayahanAzmi.Demirak@akyatirim.com.tr](mailto:KayahanAzmi.Demirak@akyatirim.com.tr)

Analist Ömer Faruk Yüksel

[OmerFaruk.Yuksel@akyatirim.com.tr](mailto:OmerFaruk.Yuksel@akyatirim.com.tr)

1Ç23 Beklenti – Gerçekleşme				Hisse Fiyat Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	602	585	590	1A			
FAVÖK	118	115	115	3A			
Marj	19.6%	19.7%	19.5%	SBB			
Net Kar	94	105	95				

### Beklentilere paralel gerçekleştirmeler...

**Kalekim**, ilk çeyrekte 94 milyon TL net kar açıkladı (Konsensüs: 105 milyon TL, AK: 95 milyon TL). Net kar rakamı yıllık bazda %32 artışı işaret ederken, çeyreklik bazda %61 azalış gösterdi. Şirket, cirosunu yıllık bazda %99 artırırken önceki çeyreğin %17 gerisinde kaldı. FAVÖK, 118 milyon TL olarak gerçekleşerek (Konsensüs: 115 milyon TL, AK: 115 milyon TL) yıllık bazda %58 artış, çeyreklik bazda %25 azalış gösterdi.

**Üretim ve kapasite kullanımı:** (i) Kuru harç: %39,41'lik KKO ile 110 bin ton üretim hacmi gerçekleşti (yıllık bazda %3,28 daralma) (ii) Boya & Sıva: %27,24'lük KKO ile 3,4 bin üretim hacmi gerçekleşti (yıllık bazda %20,48 daralma).

**Ciro büyümesinin bölgesel dağılımı:** Şirket, 1Ç22'ye kıyasla, iç pazar satış gelirlerini %126, uluslararası satış gelirlerini ise %56 artırmayı başardı.

**Yatırım harcamaları:** Şirket, 1Ç23'te 12,7 milyon TL yatırım harcaması yaptı (1Ç22: 5,6 milyon TL). Yatırım harcamalarının büyük kısmı Mardin ve Balıkesir tesislerinde önceden planlanmış olan kapasite artışları için yapıldı.

**Yönetim mevcut 2023 beklentilerinde değişikliğe gitmedi:** Yönetim, Türkiye'de orta tek haneli hacim büyümesi ve ihracat pazarlarında %10-15 hacim büyümesi ile %55-70% arası ciro büyümesi bekliyor. Şirket, 2023 yılında %20 FAVÖK marjı, 400-450 milyon TL sermaye harcaması ve %10-15 NİS/Ciro beklentisini yineledi.

**Yorum ve Değerleme:** Yeni makro varsayımlarımız doğrultusunda modelimizi ve tahminlerimizi revize ettik. 2023'te %80 ciro büyümesi, %19,9 FAVÖK marjı, 451 milyon TL yatırım harcaması ve %12,7 NİS/Ciro bekliyoruz. 12 aylık hedef fiyatımızı 78,20TL (önceki: 75,50TL) olarak güncelliyoruz ve "Endeks Üzerinde Getiri" notumuzu koruyoruz. Şirket hisseleri, 7,6x/4,6x 2023T/2024T FD/FAVÖK ve 8,0x/5,8x 2023T/2024T F/K çarpanlarıyla işlem görüyor. 2023T ve 2024T FD/FAVÖK çarpanları aynı dönemlere ilişkin benzer şirketler medyan çarpanlarına göre %6 ve %36 iskontoyu işaret ederken; 2023T ve 2024T F/K çarpanları %47 ve %56 iskontoyu işaret ediyor.

Temel Kâr Tahminleri, milyon TL	Eski		Yeni		Değişim	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Net Satışlar	3,865	5,089	3,865	5,241	0%	3%
FAVÖK	769	1,045	769	1,075	0%	3%
Marj	19.9%	20.5%	19.9%	20.5%	0bps	0bps
Net Kâr	782	1,029	774	1,057	-1%	3%

GELİR TABLOSU	2020	2021	2022	2023T	2024T
<b>Satışlar</b>	<b>526</b>	<b>810</b>	<b>2,143</b>	<b>3,865</b>	<b>5,241</b>
Satışların maliyeti	-321	-503	-1,357	-2,499	-3,344
<b>Brüt kâr (zarar)</b>	<b>206</b>	<b>307</b>	<b>786</b>	<b>1,366</b>	<b>1,897</b>
Yönetim giderleri	-115	-170	-365	-636	-874
Diğer faaliyetlerden gelirler (giderler)	0	0	0	0	0
Toplam faaliyet giderleri	-115	-170	-365	-636	-874
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>91</b>	<b>137</b>	<b>422</b>	<b>730</b>	<b>1,023</b>
Amortisman	-19	-21	-30	-39	-52
FAVÖK	109	159	452	769	1,075
<b>FAVÖK</b>	<b>109</b>	<b>159</b>	<b>452</b>	<b>769</b>	<b>1,075</b>
Net faiz geliri (gideri)	-8	-8	5	6	12
Kur farkı karı (zararı)	-2	-2	-2	4	4
Yeniden değerlendirme karı (zararı)	0	0	0	0	0
Net diğer karlar (zararlar)	13	114	83	125	161
İstinai gelirler (giderler)	0	0	0	0	0
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>94</b>	<b>242</b>	<b>508</b>	<b>855</b>	<b>1,201</b>
Vergi gideri	-11	-29	17	-43	-95
Azınlık payı	1	0	-18	-38	-49
İstisnalar	0	0	0	0	0
Net kar	84	213	507	774	1,057
<b>Net kar</b>	<b>84</b>	<b>213</b>	<b>507</b>	<b>774</b>	<b>1,057</b>
<b>BİLANÇO</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>
Stoklar	35	76	216	411	550
Ticari alacaklar	119	198	501	900	1,149
Nakit ve nakit benzeri değerler	124	452	499	696	1,677
Diğer dönen varlıklar	16	28	86	65	83
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>295</b>	<b>753</b>	<b>1,301</b>	<b>2,072</b>	<b>3,459</b>
Duran varlıklar	107	140	242	654	721
Yatırımlar	2	9	0	0	0
Diğer yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	52	67	201	298	392
Maddi olmayan duran varlıklar	14	15	52	75	96
<b>Duran Varlıklar ve Yatırımlar</b>	<b>175</b>	<b>231</b>	<b>496</b>	<b>1,027</b>	<b>1,210</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>470</b>	<b>984</b>	<b>1,797</b>	<b>3,099</b>	<b>4,668</b>
Ticari borçlar	148	236	396	822	1,145
Kısa vadeli borçlar	20	5	69	58	162
Diğer cari borçlar	41	74	144	94	152
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>209</b>	<b>316</b>	<b>609</b>	<b>974</b>	<b>1,459</b>
Uzun vadeli borçlar	13	9	12	79	63
Diğer uzun vadeli borçlar	10	15	47	67	86
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>58</b>	<b>146</b>	<b>149</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>232</b>	<b>340</b>	<b>667</b>	<b>1,120</b>	<b>1,608</b>
Azınlık payları	0	-1	57	100	154
Hisse sermayesi	100	115	115	115	115
Geçmiş yıllar karları	50	116	144	549	1,168
<b>Özsermaye</b>	<b>239</b>	<b>644</b>	<b>1,130</b>	<b>1,979</b>	<b>3,060</b>
<b>Toplam Yükümlülükler ve Özsermaye</b>	<b>470</b>	<b>984</b>	<b>1,797</b>	<b>3,099</b>	<b>4,668</b>

NAKİT AKIM TABLOSU	2020	2021	2022	2023T	2024T
<b>Net Kar</b>	<b>84</b>	<b>213</b>	<b>507</b>	<b>774</b>	<b>1,057</b>
Amortisman	19	21	30	39	52
Dönen sermayedeki artış (azalış)	-25	30	284	168	64
Diğer varlıklardaki artış (azalış)	43	-3	-69	-87	-129
<b>İşletme faaliyetlerinden nakit akışı</b>	<b>120</b>	<b>201</b>	<b>184</b>	<b>557</b>	<b>916</b>
Sermaye giderleri	-32	-51	-88	-451	-119
Diğer yatırımlar	0	0	0	0	0
<b>Yatırım faaliyetlerinden nakit akışı</b>	<b>-32</b>	<b>-51</b>	<b>-88</b>	<b>-451</b>	<b>-119</b>
Yükümlülüklerdeki artış (azalış)	-27	-24	69	60	122
Temettü	0	0	-50	-101	-155
Sermaye artırımları	0	0	0	0	0
Diğer finansman kaynakları	-9	205	-69	132	217
<b>Finansman faaliyetlerinden nakit Akışı</b>	<b>-36</b>	<b>182</b>	<b>-50</b>	<b>91</b>	<b>184</b>
Nakit üzerindeki kur etkisi	0	0	0	0	0
<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>52</b>	<b>328</b>	<b>47</b>	<b>197</b>	<b>981</b>
<b>BÜYÜME ve RASYO ANALİZİ</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>
Net Borç / Özsermaye	-0.4	-0.7	-0.4	-0.3	-0.5
Net Borç / FAVÖK	-0.8	-2.8	-0.9	-0.7	-1.3
Toplam Borç / FAVÖK	2.1	2.1	1.5	1.5	1.5
Özsermaye karlılığı	35.2%	33.1%	44.9%	39.1%	34.5%
Yatırım sermayesi karlılığı	30.3%	17.1%	29.9%	29.5%	26.8%
Hisse başı karlılık, TRY	0.84	2.06	4.78	7.20	9.73
Hisse başına temettü, TRY	0.00	0.43	0.88	1.35	0.00
Temettür getirisi	0.0%	0.7%	1.5%	2.3%	0.0%
Satış büyümesi	37.9%	53.9%	164.6%	80.3%	35.6%
FAVÖK büyümesi	95.8%	45.6%	184.3%	70.3%	39.8%
Hisse başına getiri büyümesi	185.1%	154.2%	137.6%	52.7%	36.6%
FAVÖK marjı	20.7%	19.6%	21.1%	19.9%	20.5%
Faaliyet karı marjı	17.2%	17.0%	19.7%	18.9%	19.5%

# 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 dayanarak 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. 2023