

# Kalekim

## 2Ç23 Bilanço Değerlendirmesi

**Endekse Paralel Getiri**

Cari Fiyat: 77,90TL

12-Aylık Hedef Fiyat: 95,30TL

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)

Gerçekleşme - Beklenti				Hisse Fiyat Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	848	806	789	1A			
FAVÖK	217	189	181	3A			
Marj	25.6%	23.4%	23.0%	SBB			
Net Kar	229	175	165				

**Net kar; operasyonel, yatırım ve finansman geliri kalemlerinde beklenti üstü sonuçlarla piyasa tahminini %31 aştı...**

Kalekim 2Ç23'te bir önceki yıla göre %108 ve bir önceki çeyreğe göre %144 artışla 229mn TL net kar açıkladı (Piyasa Beklentisi: 175mn TL, AK: 165mn TL). Hem yatırım gelirinde hem de finansal gelirden beklenenden daha iyi sonuçlar, farkın temel etkenleri oldu.

**Operasyonel kaldıraç FAVÖK'teki beklenti üstü sonuçları destekledi...** Kalekim 2Ç23'te FAVÖK'ünü yıllık bazda %93 ve çeyreklik bazda %84 artışla 217mn TL olarak açıkladı (Piyasa Beklentisi: 189mn TL, AK: 165mn TL).

**6A23 üretim ve kapasite kullanımı:** (i) Kuru harç: %48'lik KKO ile 268 bin ton üretim hacmi gerçekleşti (yıllık bazda %8,6 artış) (ii) Boya & Sıva: %30,2'lik KKO ile 7,5 bin ton üretim hacmi gerçekleşti (yıllık bazda %7 daralma).

**6A23 ciro büyümesinin bölgesel dağılımı:** Şirket, 6A22'ye kıyasla, iç pazar satış gelirlerini %85, uluslararası satış gelirlerini ise %39 artırmayı başardı.

**6A23 yatırım harcamaları:** Şirket, 6A23'te 43,1mn TL yatırım harcaması yaptı (6A22: 43,3mn TL). Yatırım harcamalarının büyük kısmı Mardin ve Balıkesir tesislerinde önceden planlanmış olan kapasite artışları için yapıldı.

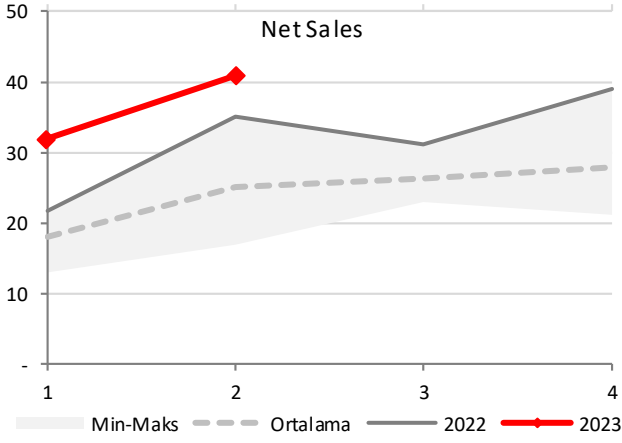
**Güçlü nakit yaratım kabiliyeti net nakdi destekledi...** Şirket, 2023'ün ilk yarısında iyileşen İşletme Sermayesi ihtiyacının da desteği ile %46,5 Operasyonel Nakit Akışı / FAVÖK oranına ulaştı. Net İşletme Sermayesi/Satışlar oranı, 2023 yılının ilk yarısında 10,48 puan düşerek %16,2'ye geriledi. Net nakit pozisyonu çeyreklik bazda %27,3 artarak 2Ç23 sonu itibarıyla 529mn TL'ye ulaştı.

**Şirket 2023 beklentilerini yukarı yönlü güncelledi:** Şirket güncel makro ve finansal göstergeler doğrultusunda 2023 tam yılı beklentilerinde yukarı yönlü güncellemeler yaptı.

Şirket 2023 Beklentisi	Önceki	Güncel	Değişim
Net Satışlar	55-70%	65-75%	+10 puan
FAVÖK Marjı	≈ 20%	20-25%	+5 puan'a kadar
Sabit Sermaye Yatırımları	400-500mn TL	400-500mn TL	Değişmedi
Net İşletme Sermayesi / Satışlar Oranı	10-15%	≈ 10%	+5 puan'a kadar

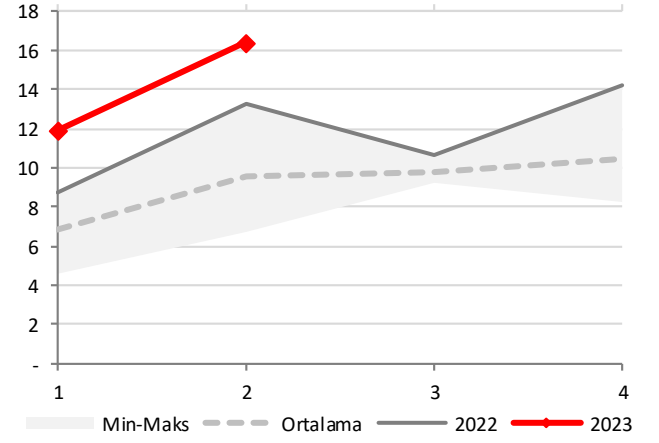
**Yorumlar ve Değerleme:** Kalekim'in sürdürülebilir kârlılık ve nakit yaratımına sahip iş modelini beğenirken, bu kalite göstergelerinin büyük ölçüde fiyatlanmış olduğunu düşünüyoruz. 12 aylık hedef fiyatımızı 95,30 TL ve tavsiyemizi "Endekse Paralel Getiri" olarak koruyoruz.

## Net Satışlar (mn ABD\$), 2020-2023



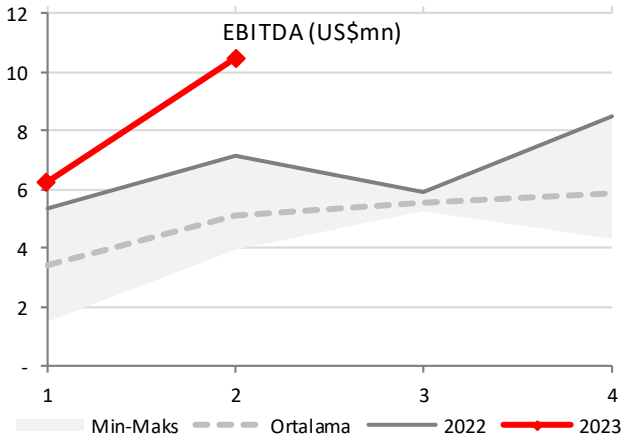
Kaynak: Şirket Finansalları, EquityRT

## Brüt Kar (mn ABD\$), 2020-2023



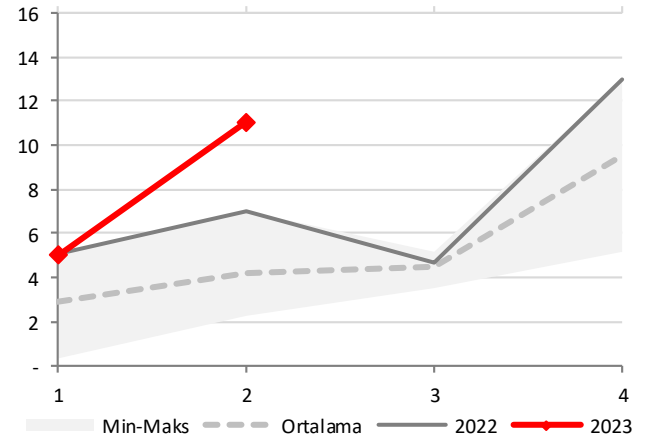
Kaynak: Şirket Finansalları, EquityRT

## FAVÖK (mn ABD\$), 2020-2023



Kaynak: Şirket Finansalları, EquityRT

## Net Kar (mn ABD\$), 2020-2023



Kaynak: Şirket Finansalları, EquityRT

<b>Gelir Tablosu (milyon TL)</b>	<b>2Ç22</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>6A22</b>	<b>6A23</b>
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>556</b>	<b>561</b>	<b>724</b>	<b>602</b>	<b>848</b>	<b>858</b>	<b>1,450</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>209</b>	<b>191</b>	<b>264</b>	<b>225</b>	<b>341</b>	<b>331</b>	<b>565</b>
Operasyonel Giderler	103	92	116	117	134	156	250
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>106</b>	<b>99</b>	<b>148</b>	<b>108</b>	<b>207</b>	<b>175</b>	<b>315</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>113</b>	<b>106</b>	<b>158</b>	<b>118</b>	<b>217</b>	<b>188</b>	<b>335</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	22	9	38	13	83	39	96
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>129</b>	<b>107</b>	<b>187</b>	<b>122</b>	<b>290</b>	<b>214</b>	<b>411</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	-14	-18	64	-20	-48	-29	-68
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>114</b>	<b>89</b>	<b>251</b>	<b>101</b>	<b>242</b>	<b>185</b>	<b>344</b>
Azınlık Payları	4	5	9	7	13	4	20
<b>Net Kar</b>	<b>110</b>	<b>84</b>	<b>242</b>	<b>94</b>	<b>229</b>	<b>181</b>	<b>323</b>
<b>Büyüme (Yıllık)</b>	<b>2Ç22</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>6A22</b>	<b>6A23</b>
Satış Gelirleri	186.3%	168.6%	174.4%	99.1%	52.7%	154.5%	69.1%
Operasyonel Giderler	132.6%	129.9%	123.3%	118.4%	29.6%	101.5%	59.9%
Faaliyet Karı	261.0%	148.3%	207.5%	57.6%	94.9%	253.4%	80.3%
FAVÖK	224.3%	136%	193%	58.2%	92.6%	212.4%	78.9%
Net Kar	296.9%	90.3%	106.3%	32.3%	108.0%	248.2%	78.3%
<b>Karlılık / Rasyo Analizi</b>	<b>2Ç22</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>6A22</b>	<b>6A23</b>
Brüt Kar Marjı	37.7%	34.0%	36.5%	37.3%	40.2%	38.6%	39.0%
Operasyonel Gider Marjı	18.6%	16.4%	16.0%	19.4%	15.8%	18.2%	17.3%
Faaliyet Kar Marjı	19.1%	17.6%	20.5%	17.9%	24.4%	20.4%	21.7%
FAVÖK Marjı	20.3%	19.0%	21.8%	19.6%	25.6%	21.86%	23.13%
Efektif Vergi Oranı	11.2%	17.0%	-34.2%	16.6%	16.4%	13.5%	16.5%
Net Kar Marjı	19.8%	15.0%	33.3%	15.6%	27.0%	21.1%	22.3%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-17.2%	12.0%	39.5%	-4.4%	21.5%	-11.8%	10.8%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-49.3%	8.6%	35.3%	-9.8%	16.9%	-33.4%	5.8%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-85%	63%	181%	-22%	84%	-54%	47%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	6.9%	3.1%	3.7%	2.1%	3.6%	5.0%	3.0%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-53.4%	-16.5%	34.8%	-22.6%	-4.7%	-47.4%	-12.1%
<b>Nakit Akım Tablosu (milyon TL)</b>	<b>2Ç22</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>6A22</b>	<b>6A23</b>
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-96</b>	<b>67</b>	<b>286</b>	<b>-27</b>	<b>183</b>	<b>-101</b>	<b>156</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	100	89	251	101	242	185	344
Amortisman ve İtfa Payları	7	8	9	10	10	13	20
İşletme Sermayesindeki Değişim	-297	-92	252	-136	-40	-407	-176
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	95	63	-226	-2	-30	108	-32
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-178</b>	<b>-19</b>	<b>-31</b>	<b>-32</b>	<b>-39</b>	<b>-185</b>	<b>-72</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-38	-17	-27	-13	-30	-43	-43
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-140	-2	-4	-20	-9	-142	-29
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>-274</b>	<b>48</b>	<b>256</b>	<b>-59</b>	<b>143</b>	<b>-286</b>	<b>84</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>12</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>15</b>	<b>-80</b>	<b>26</b>	<b>-66</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	65	4	-2	-4	25	65	21
Temettü	-50	0	0	0	-119	-50	-119
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-3	-3	4	19	13	11	32
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>-262</b>	<b>49</b>	<b>258</b>	<b>-44</b>	<b>63</b>	<b>-260</b>	<b>18</b>

Bilanço (milyon TL)	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>1,006</b>	<b>1,086</b>	<b>1,301</b>	<b>1,356</b>	<b>1,735</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	191	240	499	453	521
Finansal Yatırımlar	93	120	49	40	115
Ticari Alacaklar	474	462	501	564	735
Stoklar	199	230	216	232	283
Diğer Dönen Varlıklar	143	154	86	107	197
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>339</b>	<b>358</b>	<b>496</b>	<b>503</b>	<b>557</b>
Finansal Yatırımlar	0	1	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	174	186	242	248	271
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	75	74	73	72	71
Diğer Duran Varlıklar	90	97	181	183	215
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>1,345</b>	<b>1,444</b>	<b>1,797</b>	<b>1,859</b>	<b>2,292</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>515</b>	<b>522</b>	<b>609</b>	<b>589</b>	<b>895</b>
Finansal Borçlar	73	75	72	67	92
Ticari Borçlar	318	295	396	369	575
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	124	152	141	153	228
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>58</b>	<b>35</b>	<b>50</b>
Finansal Borçlar	13	14	12	11	14
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	24	29	47	24	35
<b>Özkaynaklar</b>	<b>794</b>	<b>879</b>	<b>1,130</b>	<b>1,235</b>	<b>1,347</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	764	845	1,073	1,166	1,265
Azınlık Payları	29	34	57	69	82
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>1,345</b>	<b>1,444</b>	<b>1,797</b>	<b>1,859</b>	<b>2,292</b>
Yatırım Sermayesi (IC)	713	757	761	884	968
İşletme Sermayesi	355	397	321	427	442
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	27%	24%	15%	17%	16%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D:	374	399	265	381	411
Toplam Borç	86	89	84	78	107
Net Borç / (Nakit)	-197	-271	-464	-415	-529
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.7	-0.8	-1.0	-0.8	-0.9
Net Borç / Özkaynaklar	-0.2	-0.3	-0.4	-0.3	-0.4
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	43	84	33	67	51

# 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 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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023