

KALEKİM

Kalekim 4Ç24'te 340 milyon TL Net Kâr Açıkladı; Güçlü Nakit Akışı ve Sağlam 2025 Öngörüsü Büyüme Görünümünü Destekliyor

Kalekim 4Ç24'te, geçen yılın aynı çeyreğindeki 129 milyon TL'lik vergi gelirine kıyasla 26 milyon TL'lik vergi gideri nedeniyle yıllık bazda %25 düşüşle 340 milyon TL (AK: 367 milyon TL) net kar açıkladı. **Olumlu bir gelişme olarak**, faaliyet sonuçları yıllık bazda iyileşme gösterdi ve net satış gelirleri yurt içi satışlardaki %8'lik büyümenin desteğiyle yıllık %6 artarak 1,9 milyar TL'ye (AK: 1,8 milyar TL) ulaştı. FAVÖK ise yıllık bazda %13 artışla 386 milyon TL (AK: 408 milyon TL) olarak gerçekleşti ve FAVÖK marjı 124 baz puan genişlemiş oldu. **Şirket güçlü nakit akışı yaratmaya devam etti** ve net nakit bir önceki çeyrekte kaydedilen 977 milyon TL'den 1,4 milyar TL'ye (piyasa değerinin %10'u) yükseldi. Bir önceki çeyreğe kıyasla daha zayıf karlılığa rağmen (FAVÖK marjı ç/ç: -431 baz puan), daha düşük işletme sermayesi ihtiyacı (Net İşletme Sermayesi/Satışlar Oranı ç/ç: -286 baz puan) ve azalan sabit sermaye yatırım harcamaları (Sabit Sermaye Yatırım Harcamaları/Satışlar Oranı ç/ç: -159 baz puan) serbest nakit akış performansını destekledi (Serbest Nakit Akışı Marjı ç/ç: +86 baz puan). İşletme sermayesi ihtiyacındaki iyileşme, alacak tahsilatındaki iyileşmeden kaynaklandı (Alacak Gün Sayısı ç/ç: -10 gün). Kalekim ayrıca, net nakit rezervinin 66,2 milyon TL'lik kısmını bir girişim sermayesi yatırım fonuna yatırdı.

Yönetimin 2025 Beklentileri: Yönetim, 2025 için USD bazında %8-10 hasılat büyümesi hedefliyor. Türkiye hacim büyümesinin %7-12, uluslararası hacim büyümesinin ise %15-20 aralığında olması bekleniyor. EBITDA marjı %20-25 olarak öngörülürken, yatırım harcamalarının 700-800 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesi planlanıyor. Net işletme sermayesinin hasılatlara oranı %10-15 olarak hedefleniyor.

Değerlendirme: Şirketin istikrarlı nakit üretme modelini takdir ediyoruz. Modelimizi, yönetimin 2025 yılı beklentilerine ve güncel makro varsayımlarımıza paralel şekilde revize ettik. Hisse için "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi korurken, 12 aylık hedef fiyatımızı 47 TL'ye yükseltiyoruz. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 5,1x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor.

Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre		
	4Ç24	4Ç23	y/y	12A24	12A23	y/y
Net Satışlar	1,923	1,810	6%	7,492	6,740	11%
FAVÖK	386	341	13%	1,721	1,467	17%
FAVÖK Marjı	20.1%	18.9%	124 bps	23.0%	21.8%	120 bps
Net Kar	340	455	-25%	929	621	50%

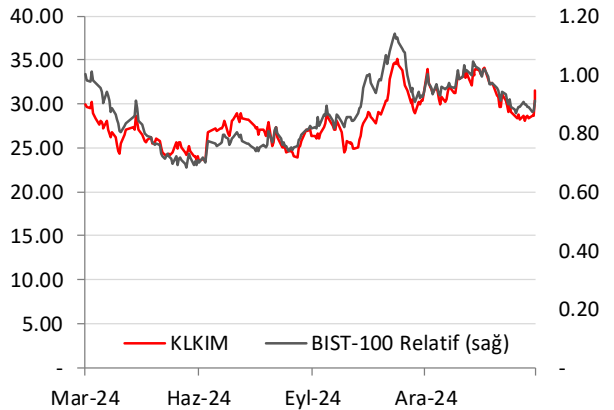
Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzeri Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	KLKIM TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	47.00 (önceki 46.00)			
Güncel Fiyat, TL	31.54			
Getiri Potansiyeli	49%			
Halka Açıklık Oranı	30%			
Piyasa Değeri, mn TL	14,508			
Finansal Veriler	2023	2024	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	4,668	7,492	10,608	13,323
FAVÖK, mn TL	1,016	1,721	2,440	3,064
Net Kâr, mn TL	430	929	1,304	1,871
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-636	-1,401	-2,152	-3,580
Net Borç/FAVÖK	-0.6	-0.8	-0.9	-1.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	21.8%	23.0%	23.0%	23.0%
Net Marj	9.2%	12.4%	12.3%	14.0%
Temettü Verimi	1.3%	0.5%	1.6%	2.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	117.8%	60.5%	41.6%	25.6%
FAVÖK, y/y	125.0%	69.4%	41.8%	25.6%
Net Kâr, y/y	-15.1%	115.9%	40.3%	43.5%
Değerleme Verisi	2023	2024	2025T	2026T
F/K	19.9	13.5	11.1	7.8
FD/FAVÖK	7.9	6.5	5.1	3.6
FD/Ciro	1.7	1.5	1.2	0.8
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	6.5%	1.0%	12.6%	1.1%
BİST-100 Relatif	0.2%	-2.6%	-5.9%	-5.0%
AOİH, mn TL	98	116	85	103



Piyasa verileri 6 Mart 2025 tarihli.

Detaylar:

Uluslararası satışların gelir içindeki payı 4Ç24'te %31,4 seviyesinde gerçekleşti (y/y: -9,3 puan): 12A24 itibarıyla, şirket toplam satışlarının %32,9'unu uluslararası pazarlarda gerçekleştirdi (y/y: -1,2 puan). Irak'ın kuzeyindeki seçimler, 4Ç24'te inşaat faaliyetlerinde yavaşlamaya neden olarak Kalekim'in satış hacmini y/y bazında yatay bırakırken, güçlü TL döviz bazlı satış payının gerilemesine katkı sağladı.

Irak yatırımı 2Ç25'te devreye giriyor: 2024 yılı sonunda tesis inşaatı büyük ölçüde tamamlandı ve makine sevkiyatları ile üretim hazırlıkları başladı. Mart 2025 sonunda deneme üretimi planlanırken, seri üretim 2Ç25'te başlayacak. Yeni tesis, mevcut sevkiyatları lokalize ederek yeni ürün segmentlerine giriş imkanı sağlayacak. 2025'te 22,5 bin ton'la üretime başlaması planlanan tesisin 2035'e kadar 145 bin ton/yıl üretim hacmine çıkması hedefleniyor. Irak ve Mersin tesislerinin kapasite artırımı planları, Suriye pazarındaki gelişmelere bağlı olarak gözden geçiriliyor.

Romanya planları: Satış ve pazarlama faaliyetleri devam ederken, 2024 satışları 1,3 milyon USD olarak gerçekleşti. Ukrayna pazarına giriş için yerel üretim fırsatları değerlendiriliyor, ancak bu girişim Rusya-Ukrayna barış sürecine bağlı olacak. Ayrıca, şirket 2025'te Köstence'deki 37,7 bin m² arazide yerel üretime yönelik teşvikleri netleştirmeyi planlıyor.

Tahminlerde Revizyon:

Modelimizi, yönetimin 2025 yılı beklentilerine ve güncel makro varsayımlarımıza paralel şekilde revize ettik.

Tahminlerde Revizyonlar				
	Yeni		Eski	
	2025T	2026T	2025T	2026T
Net Satışlar	10,608	13,323	9,921	12,405
% büyüme	41.6%	25.6%	112.5%	25.0%
FAVÖK	2,440	3,064	2,381	2,853
FAVÖK Marjı	23.0%	23.0%	24.0%	23.0%
Net Kar	1,304	1,871	1,249	1,764
% büyüme	40.3%	43.5%	190.3%	41.2%
Önceki Tahminlere Göre Değişim				
Net Satışlar	6.9%	7.4%		
FAVÖK	2.5%	7.4%		
Net Kar	4.4%	6.1%		
Hedef Fiyat	47.00		46.00	
Hedef Fiyat Değişimi	2.2%			
Kaynak: AK Yatırım				

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
Satış Gelirleri	1,810	1,805	1,778	1,987	1,923	6,740	7,492
Brüt Kar	695	755	698	802	761	2,605	3,016
Operasyonel Giderler	409	331	363	373	432	1,313	1,500
Faaliyet Karı	286	424	334	429	329	1,292	1,516
FAVÖK	341	474	376	485	386	1,467	1,721
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	37	-174	-75	-163	65	-350	-347
Vergi Öncesi Kar	323	250	259	267	393	941	1,169
Vergi Geliri / (Gideri)	129	-91	-53	-9	-26	-285	-180
Vergi Sonrası Net Kar	452	159	207	257	367	657	990
Azınlık Payları	-2	28	4	1	28	35	60
Net Kar	455	131	203	256	340	621	929
Büyüme (Yıllık)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
Satış Gelirleri		36.4%	2.6%	12.7%	6.2%		11.2%
Operasyonel Giderler		29.4%	20.6%	14.4%	5.7%		14.2%
Faaliyet Karı		97.2%	-12.7%	11.9%	14.8%		17.4%
FAVÖK		84.2%	-11.1%	15.0%	13.2%		17.3%
Net Kar		-439.5%	-22.6%	-578.1%	-25.3%		49.5%
Karlılık / Rasyo Analizi	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
Brüt Kar Marjı	38.4%	41.8%	39.3%	40.4%	39.6%	38.6%	40.3%
Operasyonel Gider Marjı	22.6%	18.3%	20.4%	18.8%	22.5%	19.5%	20.0%
Faaliyet Kar Marjı	15.8%	23.5%	18.8%	21.6%	17.1%	19.2%	20.2%
FAVÖK Marjı	18.86%	26.2%	21.1%	24.4%	20.1%	21.77%	22.97%
Efektif Vergi Oranı	-40.0%	36.6%	20.4%	3.6%	6.7%	30.2%	15.4%
Net Kar Marjı	25.1%	7.2%	11.4%	12.9%	17.7%	9.2%	12.4%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-7.8%	-10.4%	-3.5%	-8.6%	-3.8%	-11.4%	-6.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-19.1%	-6.2%	19.7%	10.1%	21.6%	10.6%	11.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-34.4%	-9.6%	11.9%	5.1%	8.7%	3.6%	4.1%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-101%	-24%	93%	41%	108%	49%	50%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	21.4%	3.1%	5.5%	8.1%	14.7%	7.5%	8.0%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	26.3%	-24.5%	-15.0%	-25.1%	21.5%	0.7%	-10.6%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-346	-112	350	201	416	712	855
Düzeltilme Öncesi Kar	452	159	207	257	367	657	990
Amortisman ve İtfa Payları	55	50	41	56	58	175	205
İşletme Sermayesindeki Değişim	477	-442	-267	-499	414	45	-795
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-1,330	121	369	388	-423	-165	455
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-277	-62	-139	-100	-249	-471	-549
Sabit Sermaye Yatırımları	-388	-56	-98	-161	-282	-507	-597
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	111	-6	-41	61	34	35	48
Serbest Nakit Akımı	-623	-174	211	101	167	241	306
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	293	84	272	140	4	195	499
Finansal Borçlardaki Değişim	317	-8	249	54	-219	366	77
Temettü	0	0	-75	-5	5	-237	-75
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-24	92	98	90	217	67	497
Çevrim Farkları	0	167	-167	0	0	0	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-330	77	316	241	171	436	805

Bilanço (milyon TL)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24
Dönen Varlıklar	3,294	3,492	3,705	3,874	3,896
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,292	1,370	1,432	1,597	1,733
Finansal Yatırımlar	0	0	1	1	66
Ticari Alacaklar	1,275	1,411	1,473	1,521	1,343
Stoklar	475	529	541	552	547
Diğer Dönen Varlıklar	253	182	260	204	273
Duran Varlıklar	2,277	2,248	2,351	2,464	2,687
Maddi Duran Varlıklar	1,559	1,580	1,631	1,749	1,987
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	233	226	227	235	234
Diğer Duran Varlıklar	486	442	494	481	466
Toplam Varlıklar	5,572	5,740	6,056	6,338	6,583
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,785	1,822	2,005	2,003	1,859
Finansal Borçlar	338	302	513	573	356
Ticari Borçlar	1,057	1,000	1,032	989	1,004
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	390	520	459	441	498
Uzun Vadeli Yükümlülükler	141	117	97	113	145
Finansal Borçlar	36	32	29	48	42
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	105	86	68	65	103
Özkaynaklar	3,646	3,801	3,954	4,222	4,579
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	3,464	3,591	3,741	4,013	4,338
Toplam Kaynaklar	5,572	5,740	6,056	6,338	6,583
Yatırım Sermayesi (IC)	2,833	2,850	3,133	3,312	3,347
İşletme Sermayesi	693	941	982	1,084	886
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	10.5%	13.2%	13.7%	14.7%	11.8%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülük)	556	603	782	847	661
Toplam Borç	374	334	542	621	398
Net Borç / (Nakit)	-918	-1,037	-890	-977	-1,401
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.8
Net Borç / Özkaynaklar	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	98	69	-21	106	-86

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.