

KALEKİM

Irak kaynaklı zayıflık beklentilerde aşağı yönlü revizyon getirirken, piyasa çok daha olumsuz bir senaryoyu fiyatlıyor.

Kalekim (KLKİM; EÜG; 12A HF: 59 TL) 2Ç26'da zayıflayan faaliyet kârı ve olumsuz faaliyet dışı kalemler (artan diğer faaliyet giderleri, azalan finansman geliri, yükselen parasal pozisyon kaybı ve daha yüksek vergi gideri) nedeniyle yıllık %79 düşüşle 89 milyon TL net kâr açıkladı. Hasılat, ağırlıklı olarak Irak'taki zayıf performans nedeniyle yıllık %6 azalarak 2,97 milyar TL'ye geriledi. FAVÖK yıllık %12 düşüşle 650 milyon TL olurken, artan faaliyet giderleri nedeniyle FAVÖK marjı 1,6 puan daralarak %21,9'a indi. Brüt kâr marjı ise yıllık 0,9 puan artışla %41,1'e yükselerek sonuçların en olumlu unsuru oldu. Net nakit, işletme sermayesindeki artış ve çeyrek içinde ödenen hisse başına yaklaşık 0,65 TL temettü nedeniyle çeyreklik 296 milyon TL azalarak 1,39 milyar TL'ye geriledi.

Piyasa beklentisine göre: Hasılat beklentinin hafif, FAVÖK belirgin üzerinde; net kâr ise belirgin altında gerçekleşti.

Bizim tahminlerimize göre: Hasılat tahminimizin hafif üzerinde gerçekleşti. Hasılatın beklentimizi aşması ve sabit giderlerin öngörümüzden düşük kalması sayesinde FAVÖK tahminimizin belirgin üzerinde geldi. Net kâr ise daha yüksek vergi gideri nedeniyle tahminimizin oldukça altında kaldı.

Yönetim 2026 beklentilerini aşağı yönlü revize etti: Şirket artık net satışlarda düşük tek haneli reel daralma öngörüyor (önceki: %10-15 büyüme). Türkiye satış hacmi büyüme beklentisi %7-10 seviyesinde korunurken, yurt dışı satış hacmi beklentisi %12-16 büyümeden %10-15 daralmaya revize edildi. FAVÖK marjı beklentisi %20-25, Net İşletme Sermayesi/Satışlar beklentisi ise %10-15 seviyesinde korundu. Yatırım harcaması beklentisi 1,4-1,7 milyar TL'den 600-700 milyon TL'ye indirildi.

2026 tahminlerimizi aşağı çektik: Reel hasılatla %1,3 daralma (önceki: %4 büyüme), Türkiye satış hacminde %7 büyüme (önceki: %8) ve yurt dışı satış hacminde %16 düşüş (önceki: %10 büyüme) öngörüyoruz. Ayrıca %21 FAVÖK marjı (önceki: %22), 686 milyon TL yatırım harcaması (önceki: 1,6 milyar TL) ve %15 Net İşletme Sermayesi/Satışlar oranı (önceki: %11) tahmin ediyoruz. Revizyonların ayrıntıları için ikinci sayfaya bakınız.

Yorum: KLKİM hisseleri yılbaşından bu yana USD bazında %31 değer kaybederek BIST-100 Toplam Getiri Endeksi'nin 40,5 puan gerisinde kaldı. Jeopolitik gerilimler Irak pazarının görünümü üzerinde baskı oluşturmaya devam etse de, ağır bir olumsuz senaryonun mevcut fiyatlamalara halihazırda yansımış olduğunu düşünüyoruz. Brüt kâr marjındaki dirençli seyir çeyreğin başlıca olumlu unsuru olurken, faaliyet giderlerindeki artış ağırlıklı olarak geçen yılın sonuçlarına bağlı performans ödemelerinden kaynaklandı. Mevcut değerlemenin aşağı yönlü riskleri fazlasıyla yansıttığını düşünmekle birlikte, kısa vadede belirgin bir katalist görünmediğini de not ediyoruz.

Tavsiye: Değerlememizi bir çeyrek ileri taşıdık; modelimizi güncel tahminlerimiz ve makro varsayımlarımızla güncelledik. 12 aylık hedef fiyatımızı 63 TL'den 59 TL'ye indirirken Endeksin Üzerinde Getiri önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız, şirketin ~6,0x olan üç yıllık medyanıyla uyumlu ve küresel benzerlerinin ~7,0x ortalamasının altında olan 6,1x FD/Gelecek 12 Ay FAVÖK çarpanına işaret ediyor. Mevcut hisse fiyatının ima ettiği çarpan ise yalnızca 3,4x ile şirketin üç yıllık medyanının yaklaşık 43% altında. Bu iskontonun bölgesel çatışmalardan kaynaklanan riskleri fazlasıyla yansıttığını; çarpandaki daralmanın kâr görünümünden ziyade zayıf piyasa algısından kaynaklandığını düşünüyoruz.

Çeyreklik Özet

milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	2Ç26	2Ç25	y/y	1Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	2,973	3,146	-6%	2,283	+30%	2,854	2,853	+4.2%
FAVÖK	650	738	-12%	353	+84%	520	519	+25.0%
FAVÖK Marjı	21.9%	23.5%	-1.6y.p.	15.5%	+6.4y.p.	18.2%	18.2%	+3.6y.p.
Net Kar	89	429	-79%	15	+487%	232	268	-61.8%

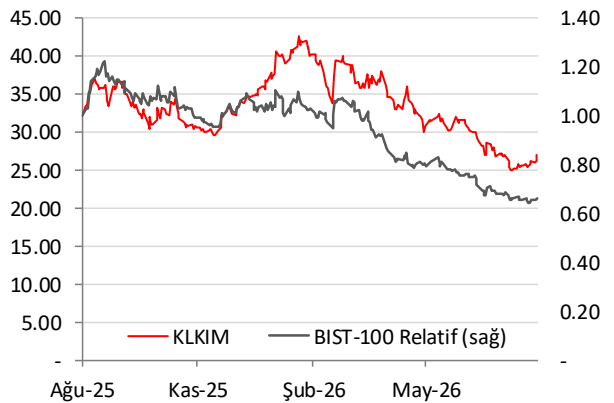
Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeksin Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	KLKİM T1			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat, TL	59.00 (önceki 63.00)			
Güncel Fiyat, TL	26.90			
Getiri Potansiyeli	119%			
Halka Açıklık Oranı	30%			
Piyasa Değeri, mn TL	12,374			
Firma Değeri, mn TL	11,546			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	10,696	13,729	17,976	23,286
FAVÖK, mn TL	2,551	2,904	3,702	4,769
Net Kâr, mn TL	1,137	1,075	1,368	1,859
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,353	-2,513	-4,225	-5,787
Net Borç/FAVÖK	-0.9	-0.9	-1.1	-1.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	23.9%	21.2%	20.6%	20.5%
Net Marj	10.6%	7.8%	7.6%	8.0%
Temettü Verimi	1.4%	2.4%	2.3%	2.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	42.8%	28.3%	30.9%	29.5%
FAVÖK, y/y	48.3%	13.8%	27.5%	28.8%
Net Kâr, y/y	22.3%	-5.4%	27.3%	35.9%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	12.8	11.5	9.0	6.7
FD/FAVÖK	5.0	3.6	2.4	1.5
FD/Ciro	1.2	0.8	0.5	0.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	0.4%	-16.0%	-16.1%	-22.6%
BIST-100 Relatif	-2.9%	-18.5%	-36.4%	-39.7%
AOİH, mn TL	43	54	90	88



Piyasa verileri 19 Ağustos 2026 tarihlidir.

Tahmin Güncellemeleri							
	2025	2026T	Yeni 2027T	2028T	2026T	Eski 2027T	2028T
Özet Tahminler							
Net satışlar	10,696	13,729	17,976	23,286	14,472	18,392	22,597
y/y		+28.3%	+30.9%	+29.5%	+35.3%	+27.1%	+22.9%
FAVÖK	2,551	2,904	3,702	4,769	3,220	3,901	4,630
FAVÖK marjı	23.9%	21.2%	20.6%	20.5%	22.2%	21.2%	20.5%
Net kar	1,137	1,075	1,368	1,859	1,371	1,672	2,077
y/y		-5.4%	+27.3%	+35.9%	+20.6%	+22.0%	+24.2%
Tahminlerde Değişimler							
Net satışlar		-5.1%	-2.3%	+3.0%			
FAVÖK		-9.8%	-5.1%	+3.0%			
FAVÖK marjı		-1.1pp	-0.6pp	-0.0pp			
Net kar		-21.6%	-18.2%	-10.5%			
Hedef Fiyat & Öneri							
12A HF			59			63	
Değişim			-6.3%				
Öneri			Endeksin Üzerinde Getiri			Endeksin Üzerinde Getiri	
Değişim			↔				
Kaynak: AK Yatırım							

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Satış Gelirleri	3,146	3,434	3,537	2,283	2,973
Brüt Kar	1,264	1,404	1,566	877	1,221
Operasyonel Giderler	630	646	728	628	676
Faaliyet Karı	635	759	838	250	546
FAVÖK	738	862	941	353	650
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(107)	(259)	(45)	(187)	(249)
Vergi Öncesi Kar	528	500	794	63	297
Vergi Geliri / (Gideri)	(73)	(177)	(362)	(56)	(174)
Vergi Sonrası Net Kar	455	323	432	7	122
Azınlık Payları	26	21	20	(8)	34
Net Kar	429	302	412	15	89

Büyüme (Yıllık)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Satış Gelirleri	14.8%	12.2%	19.4%	-7.9%	-5.5%
Operasyonel Giderler	12.4%	12.2%	9.2%	12.0%	7.3%
Faaliyet Karı	23.1%	14.7%	65.4%	-32.3%	-14.0%
FAVÖK	27.4%	14.3%	60.3%	-23.8%	-11.9%
Net Kar	37.3%	-23.4%	-21.3%	-92.3%	-79.4%

Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Brüt Kar Marjı	40.2%	40.9%	44.3%	38.4%	41.1%
Operasyonel Gider Marjı	20.0%	18.8%	20.6%	27.5%	22.7%
Faaliyet Kar Marjı	20.2%	22.1%	23.7%	10.9%	18.3%
FAVÖK Marjı	23.5%	25.1%	26.6%	15.5%	21.9%
Efektif Vergi Oranı	13.8%	35.4%	45.6%	89.2%	58.7%
Net Kar Marjı	13.6%	8.8%	11.6%	0.7%	3.0%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-5.1%	-6.6%	-4.1%	-12.5%	-8.3%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	5.1%	25.6%	25.7%	-31.0%	-1.2%
Serbest Nakit Akımı Marjı	3.9%	35.8%	3.9%	-37.8%	0.0%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	21.9%	101.9%	96.6%	-200.7%	-5.4%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	4.5%	5.6%	6.4%	2.6%	2.0%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-16.0%	-16.7%	34.3%	-39.3%	-15.2%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	161	879	909	(709)	(35)
Düzeltilme Öncesi Kar	455	323	432	7	122
Amortisman ve İtfa Payları	103	104	103	103	104
İşletme Sermayesindeki Değişim	(505)	(574)	1,214	(897)	(452)
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	108	1,026	(839)	79	191
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(39)	352	(771)	(155)	36
Sabit Sermaye Yatırımları	(140)	(192)	(227)	(59)	(60)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	101	544	(544)	(96)	96
Serbest Nakit Akımı	122	1,231	138	(863)	1
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	68	(335)	282	95	(271)
Finansal Borçlardaki Değişim	(99)	151	(240)	—	36
Temettü	(272)	(10)	0	—	(303)
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	439	(477)	523	95	(5)
Çevrim Farkları	—	—	(33)	—	62
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	190	896	388	(768)	(208)

Bilanço (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Dönen Varlıklar	6,028	6,638	6,770	6,224	6,028
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,230	2,854	3,044	2,000	1,655
Finansal Yatırımlar	100	69	162	172	167
Ticari Alacaklar	2,617	2,701	2,351	2,518	2,956
Stoklar	836	822	896	1,088	1,054
Diğer Dönen Varlıklar	344	261	479	618	363
Duran Varlıklar	4,671	4,634	4,854	4,768	4,735
Finansal Yatırımlar	—	—	—	—	—
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	—	—	—	—	—
Maddi Duran Varlıklar	3,383	3,407	3,563	3,548	3,509
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	355	355	338	327	317
Şerefiye	100	100	100	100	100
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	382	351	421	383	390
Diğer Duran Varlıklar	452	421	433	410	418
Toplam Varlıklar	10,699	11,272	11,624	10,992	10,763
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,012	3,299	3,155	2,660	2,552
Finansal Borçlar	431	547	342	329	376
Ticari Borçlar	1,809	1,812	2,011	1,423	1,555
Ertelenmiş Gelirler	332	381	320	412	238
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	440	559	481	497	384
Uzun Vadeli Yükümlülükler	205	191	370	273	337
Finansal Borçlar	103	87	93	45	61
Ertelenmiş Gelirler	—	—	—	—	—
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	16	16	190	143	184
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	86	88	87	86	92
Özkaynaklar	7,482	7,783	8,100	8,059	7,874
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	7,073	7,363	7,660	7,627	7,408
Azınlık Payları	409	420	440	431	465
Toplam Kaynaklar	10,699	11,272	11,624	10,992	10,763
Yatırım Sermayesi	5,888	5,666	5,768	6,660	6,931
Toplam Borç	534	634	435	373	438
Net İşletme Sermayesi (NİS)	1,644	1,711	1,236	2,183	2,456
NİS / S12A Satışlar	14.1%	14.2%	9.8%	17.6%	20.1%
Net Borç (NB)	(1,796)	(2,289)	(2,771)	(1,799)	(1,385)
NB / S12A FAVÖK	-0.7	-0.9	-0.9	-0.6	-0.5
NB / Özkaynaklar	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	(1,898)	(2,376)	(2,864)	(1,843)	(1,446)
KV ND / S12A FAVÖK	-0.7	-0.9	-1.0	-0.6	-0.5
YPP (Türev Korunma Dahil)	(148)	51	235	285	33

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.