

KALEKİM

Fiyatlama kabiliyeti ve güçlü taleple gelen operasyonel büyüme

Tavsiyemizi "Endeks Üzerinde Getiri"ye yükseltiyoruz. Kalekim için değerlememizi 1Ç24 sonuçları ve yönetimin revize 2024 beklentilerinin ardından güncelledik. 12 aylık hedef fiyatımızı %9,4 artırarak 35 TL'ye yükselttik, bu da 12 aylık %38 getiri potansiyeli anlamına geliyor. Hissenin istikrarlı, yüksek karlılığa sahip, nakit yaratan iş modeli ve kanıtlanmış fiyatlama gücü ile güvenli bir yatırım imkanı sunduğuna inanıyoruz. Şu anda 6,35x 2024&2025 Zaman Ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK çarpanıyla, MSCI GOÜ İnşaat Malzemeleri Endeksi'nin 7,8x 2024&2025 Zaman Ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK çarpanına göre %19 iskontolu işlem görmektedir.

2024'e güçlü başlangıç, 2024 beklentileri için yukarı yönlü risklere işaret ediyor. Şirket 3A24'te net satışlarda ABD\$ bazında %36 büyüme ve %26,2 FAVÖK marjı sağladı; bu nedenle paylaşılan 2024 beklentilerinin muhafazakar tarafta kaldığını düşünüyoruz. Yönetim, 2Ç'nin de talep ve marj açısından güçlü geçtiğini söyledi. Yurtiçi satışlarda ve ihracatta sırasıyla %9 ve %19 hacim artışı bekliyoruz. Öngörülerimiz 2024 yılında net satışlarda ABD\$ bazında %12 büyüme anlamına geliyor. Çimento sektöründe 2Ç24'ten itibaren geçerli olması muhtemel fiyat artışları nedeniyle brüt kar seviyesinde hafif bir geri çekilme beklentisiyle, 2024 yılı için %24 FAVÖK marjı öngörüyoruz. 2024 yılında 750mn TL toplam yatırım harcaması öngörüyoruz (şirket beklentisinin orta bandı), %13 İşletme Sermayesi/Satışlar oranı (şirket beklentisinin orta bandının 0,5 puan üzerinde) varsayıyoruz.

1Ç24 değerlendirmesi: Kalekim, TMS29'a uygun olarak hazırlanan 3M24 finansal sonuçlarını açıkladı. Bu nedenle tüm finansal karşılaştırmalar reel olarak sunulmuştur. Kalekim, AKY'nin 130 milyon TL'lik tahmininin %20 altında 104 milyon TL net kar açıkladı (3A23: 31 milyon TL net zarar). Satış gelirleri 1,44 milyar TL (y/y: +%36) ile AKY tahmini olan 1,45 milyar TL'ye paralel gerçekleşti. FAVÖK 378 milyon TL (y/y: +%84) ile AKY tahmini olan 340 milyon TL'nin %11 üzerinde gerçekleşti. AKY tahminleriyle farkların ana nedenleri (i) daha iyi fiyatlama gücü ve (ii) hammadde maliyetleri ve faaliyet giderlerindeki artışların kontrol altında tutulması beklenenden daha iyi bir FAVÖK'e katkıda bulunurken, (iii) daha yüksek parasal zarar, (iv) daha yüksek vergi gideri ve (v) daha yüksek faaliyet dışı giderler beklenenden daha düşük bir net kara yol açtı. İhracat pazarlarındaki net satışlar yıllık bazda %43 oranında artarken, iç pazardaki net satışlar %34 oranında arttı. Hammadde maliyetlerindeki sınırlı artış brüt kâr marjının %41,8 (12A23: %35,7, 3A23: %35,6) olarak gerçekleşmesine katkıda bulundu. Şirket 3A24'te net nakit pozisyonunu bir önceki çeyreğe göre 95 milyon TL daha artırarak 826 milyon TL'ye yükseltti. Şirket, Muğla'da kiraladığı fabrikada üretime başlarken GES yatırımını da tamamladı.

Şirket 2024 beklentilerini yukarı taşıdı: Yönetim, yurtiçi satışlarda %5-10 (korundu) ve ihracat satışlarında %15-20 (korundu) hacim büyümesi ile desteklenen net satışlarda ABD\$ bazında >%10 (önceki %5-10) büyüme beklemektedir. FAVÖK marjı beklentisi %20-25 bandındadır (korundu). Şirket bu yıl 700-800mn TL yatırım harcaması planlamaktadır. Şirketin hedeflediği İşletme Sermayesi/Satışlar oranı %10-15 bandındadır.

Endeks Üzerinde Getiri
(önceki: Nötr)

Analist: Ömer Faruk Yüksel
omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr
Hakan Aygün
hakan.aygun@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	KLKIM TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri (önceki Nötr)
Hedef Fiyat, TL	35.00 (önceki 32.00)
Güncel Fiyat, TL	25.34
Getiri Potansiyeli	38%
Halka Açıklık Oranı	30%
Piyasa Değeri, mn TL	11,656
Firma Değeri, mn TL	10,856

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	4,668	6,469	8,266	10,839
FAVÖK, mn TL	1,016	1,553	1,901	2,493
Net Kâr, mn TL	430	1,195	1,580	1,940

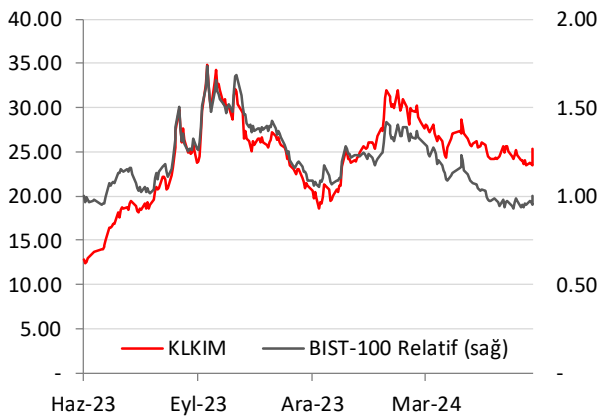
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-636	-624	-1,395	-1,487
Net Borç/FAVÖK	-0.6	-0.4	-0.7	-0.6

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	21.8%	24.0%	23.0%	23.0%
Net Marj	9.2%	18.5%	19.1%	17.9%
Temettü Verimi	1.3%	0.6%	2.6%	3.4%

Büyüme				
Ciro, y/y	117.8%	38.6%	27.8%	31.1%
FAVÖK, y/y	125.0%	52.8%	22.5%	31.1%
Net Kâr, y/y	-15.1%	177.6%	32.2%	22.8%

Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	19.9	9.8	7.4	6.0
FD/FAVÖK	7.8	7.1	5.4	4.1
FD/Ciro	1.7	1.7	1.2	0.9

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	4.5%	-12.5%	103.3%	18.6%
BIST-100 Relatif	1.1%	-24.9%	6.2%	-14.8%
AOİH, mn TL	49	55	115	84



Bilanço (milyon TL)	2023	2024	2025	2026	Gelir Tablosu (milyon TL)	2023	2024	2025	2026
Dönen Varlıklar	2,282	3,549	5,314	7,843	Net Satışlar	4,668	6,469	8,266	10,839
Nakit ve Nakit Benzerleri	895	1,295	2,699	4,192	Nakit Giderler	(3,652)	(4,917)	(6,365)	(8,346)
Ticari Alacaklar	883	1,492	1,497	2,363	FAVÖK	1,016	1,553	1,901	2,493
Diğer Alacaklar	1	2	2	3	Amortisman	(121)	(199)	(296)	(361)
Stoklar	329	520	808	883	FVÖK	895	1,353	1,605	2,132
Diğer Dönen Varlıklar	174	240	307	403	Kambiyo Karı (Zararı)	21	29	29	34
Duran Varlıklar	1,577	2,804	3,629	4,376	Faiz Geliri (Gideri)	265	581	926	911
Diğer Alacaklar	2	2	3	4	Parasal Kazanç (Kayıp)	(531)	(302)	(364)	(380)
Finansal Yatırımlar	-	-	-	-	Diğer Gelir (Gider)	2	4	6	7
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	142	204	255	290	Vergi Öncesi Kar	652	1,666	2,202	2,705
Maddi Duran Varlıklar	1,080	2,100	2,741	3,305	Vergi Geliri (Gideri)	(197)	(416)	(551)	(676)
Şerefiye	45	64	81	92	Azınlık Payları	(25)	(54)	(72)	(88)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	116	167	208	237	Net Kar	430	1,195	1,580	1,940
Diğer Duran Varlıklar	193	267	341	448					
TOPLAM VARLIKLAR	3,859	6,353	8,943	12,220	Nakit Akışı Tablosu (milyon TL)	2023	2024	2025	2026
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,236	1,534	1,743	2,562	FAVÖK	1,016	1,553	1,901	2,493
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	234	-	-	-	Operasyonel Vergi	(253)	(338)	(401)	(533)
Ticari Borçlar	732	1,171	1,273	1,945	İşletme Sermayesi Yatırımları	(135)	(361)	(192)	(267)
Diğer Borçlar	1	1	1	2	Sabit Sermaye Yatırımları	(351)	(750)	(413)	(542)
Karşılıklar	58	78	102	133	Serbest Nakit Akışı	277	103	894	1,151
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	211	284	368	482	Kar Payı Ödemeleri ve Geri Alımlar	(164)	(65)	(299)	(395)
Uzun Vadeli Yükümlülükler	98	134	171	217	Diğer Naki Akışları	59	586	799	731
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	25	36	44	51	Net Nakit Değişimi/Satışlar	172	624	1,395	1,487
Diğer Borçlar	-	-	-	-	<i>Net Nakit Değişimi/Satışlar</i>	<i>3.7%</i>	<i>9.6%</i>	<i>16.9%</i>	<i>13.7%</i>
Karşılıklar	37	49	64	84					
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	36	49	63	83	İşletme Sermayesi	2023	2024	2025	2026
Özkaynaklar	2,525	4,686	7,029	9,441	Ticari Alacaklar	883	1,492	1,497	2,363
Ödenmiş Sermaye	460	460	460	460	<i>DSO</i>	<i>54</i>	<i>67</i>	<i>66</i>	<i>65</i>
Birikmiş Kar (Zararı)	(183)	278	1,506	3,095	Stoklar	329	520	808	883
Cari Dönem Karı (Zararı)	430	1,195	1,580	1,940	<i>DIO</i>	<i>36</i>	<i>39</i>	<i>47</i>	<i>45</i>
Diğer Özkaynak Kalemleri	1,691	2,627	3,397	3,936	Ticari Borçlar	732	1,171	1,273	1,945
Azınlık Payları	126	127	86	10	<i>DPO</i>	<i>72</i>	<i>88</i>	<i>87</i>	<i>86</i>
TOPLAM KAYNAKLAR	3,859	6,353	8,943	12,220	Net İşletme Sermayesi	480	841	1,033	1,301
Parasal Pozisyon	694	1,456	2,718	4,348	<i>Net İşletme Sermayesi/Satışlar</i>	<i>10.3%</i>	<i>13.0%</i>	<i>12.5%</i>	<i>12.0%</i>
Parasal Olmayan Pozisyon	(694)	(1,456)	(2,718)	(4,348)	Nakit Dönüşüm Süresi	18	18	26	24
Yatırım Sermayesi	1,962	3,524	4,502	5,466					
Düzeltilmiş Yatırım Sermayesi	2,374	4,185	5,439	6,633	Net Nakit	2023	2024	2025	2026
Yatırım Sermayesi Karlılığı	65.8%	51.7%	34.2%	35.5%	Operasyonel Nakit	412	660	937	1,167
Düzeltilmiş Yatırım Sermayesi Karlılığı	55.0%	42.7%	28.8%	29.4%	<i>Operasyonel Nakit/Satışlar</i>	<i>8.8%</i>	<i>10.2%</i>	<i>11.3%</i>	<i>10.8%</i>
					Nakit Fazlası	483	635	1,762	3,025
					Kısa Vadeli Finansal Borçlar	234	-	-	-
					Uzun Vadeli Finansal Borçlar	25	36	44	51
					Net Nakit	636	1,260	2,654	4,141
					Net Nakit (Nakit Fazlası Hariç)	153	625	893	1,116

DEĞERLEME VE TAVSİYE

12 aylık hedef fiyatımızı %9,4 artışla 35 TL'ye, tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri"ye yükseltiyoruz. 1Ç24 sonuçlarının ardından değerlememizi güncelledik ve devam eden güçlü talep ve karlılık ortamı nedeniyle 2024 beklentilerimizi yukarı yönlü revize ettik. İNA analizi ve çarpan analizi yöntemlerini 50-50 ağırlıkla kullandık. Değerlememiz %38'lik 12 aylık getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Değerleme Özeti		
Değerleme Özeti		
Yöntem	Ağırlık	Adil Değer
İNA Analizi	50.0%	11,236
Çarpan Analizi	50.0%	14,149
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		12,693
Güncel Piyasa Değeri		11,656
Özsermaye Maliyeti		25.7%
12A Hedef Özsermaye Değeri		16,100
Pay Sayısı		460
12A Hedef Fiyat		35.00
Güncel Pay Fiyatı		25.34
12A Getiri Potansiyeli		38.1%

Kaynak AK Yatırım Araştırma

Tahminlerde Revizyon

Önceki tahminlerimize kıyasla 2024 yılı için net satışlarda %6'lık bir artış ve FAVÖK'te %22'lik bir yükseliş öngörüyoruz. Güncellenen tahminler, FAVÖK'te ABD\$ bazında %23'lük bir büyüme anlamına gelmektedir. Kurulumu tamamlanan GES yatırımının sağlayacağı 100 baz puanlık maliyet tasarrufu ve satış karmasında ihracatın artan payı göz önünde bulundurulduğunda, FAVÖK marjının öngörülebilir gelecekte %23 seviyelerinde seyretmesini bekliyoruz.

Tahminlerde Revizyon						
Tahminlerde Revizyonlar						
	Yeni			Eski		
	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	6,469	8,266	10,839	6,117	8,518	10,615
% büyüme	38.6%	27.8%	31.1%	31.0%	39.3%	24.6%
FAVÖK	1,553	1,901	2,493	1,271	1,812	2,289
FAVÖK Marjı	24.0%	23.0%	23.0%	20.8%	21.3%	21.6%
Net Kar	1,195	1,580	1,940	1,233	1,758	2,220
% büyüme	177.6%	32.2%	22.8%	186.5%	42.6%	26.3%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	5.8%	(3.0%)	2.1%			
FAVÖK	22.2%	4.9%	8.9%			
Net Kar	(3.1%)	(10.2%)	(12.6%)			
Hedef Fiyat		35.00			32.00	
Hedef Fiyat Değişimi		9.4%				

Kaynak: AK Yatırım

Kaynak AK Yatırım Araştırma

Projeksiyon dönemi için %23,6 AOSM ile TL bazlı bir İNA kullandık (Risksiz Getiri Oranı: %21, Hisse Senedi Risk Primi: %5,5, Beta: 0,85). Uç dönem için %9 operasyonel büyüme, %19,5 FVÖK marjı, %25 Faaliyet Vergi Oranı ve %14,8 AOSM (Risksiz Getiri Oranı: %12, Hisse Senedi Risk Primi: %5,5, Beta: 1,00) ve %0 Ekonomik Karlılık varsayarak %5,7 Serbest Nakit Akışı Marjı hesapladık. İNA değerlememiz 11,2 milyar TL'lik bir özsermaye değerine işaret etmektedir.

İNA Analizi											
İNA (milyon TL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Net Satışlar	4,668	6,469	8,266	10,839	13,690	16,926	20,242	23,661	27,293	31,338	35,014
<i>Nominal Büyüme</i>	82.2%	38.6%	27.8%	31.1%	26.3%	23.6%	19.6%	16.9%	15.4%	14.8%	11.7%
Nakit Giderler	(3,652)	(4,917)	(6,365)	(8,346)	(10,541)	(13,033)	(15,586)	(18,219)	(21,016)	(24,131)	(26,961)
<i>Nakit Giderler/Satışlar</i>	78.2%	76.0%	77.0%	77.0%	77.0%	77.0%	77.0%	77.0%	77.0%	77.0%	77.0%
Satışların Maliyeti	(2,864)	(3,946)	(5,125)	(6,828)	(8,624)	(10,663)	(12,753)	(14,907)	(17,195)	(19,743)	(22,059)
<i>Brüt Marj</i>	38.6%	39.0%	38.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
Faaliyet Gideri	(910)	(1,170)	(1,536)	(1,878)	(2,351)	(2,893)	(3,458)	(4,054)	(4,698)	(5,418)	(6,111)
<i>Faaliyet Gideri/Satışlar</i>	19.5%	18.1%	18.6%	17.3%	17.2%	17.1%	17.1%	17.1%	17.2%	17.3%	17.5%
FAVÖK	1,016	1,553	1,901	2,493	3,149	3,893	4,656	5,442	6,277	7,208	8,053
<i>FAVÖK Marjı</i>	21.8%	24.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
Amortisman	(121)	(199)	(296)	(361)	(435)	(524)	(624)	(742)	(877)	(1,030)	(1,209)
<i>Amortisman/Satışlar</i>	2.6%	3.1%	3.6%	3.3%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%	3.2%	3.3%	3.5%
<i>Amortisman/Sabit Sermaye Yatırımları</i>	34.6%	26.6%	71.6%	66.6%	63.5%	61.9%	61.6%	62.7%	64.3%	65.8%	49.3%
<i>Amortisman/Sabit Varlıklar</i>	11.2%	9.5%	10.8%	10.9%	11.0%	11.1%	11.1%	11.2%	11.4%	11.5%	11.0%
FVÖK	895	1,353	1,605	2,132	2,714	3,369	4,032	4,700	5,400	6,177	6,845
Operasyonel Vergi	(253)	(338)	(401)	(533)	(679)	(842)	(1,008)	(1,175)	(1,350)	(1,544)	(1,711)
<i>Etkin Vergi Oranı</i>	28%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Vergi Sonrası FVÖK	642	1,015	1,204	1,599	2,036	2,527	3,024	3,525	4,050	4,633	5,133
<i>Vergi Sonrası FVÖK Marjı</i>	13.7%	15.7%	14.6%	14.8%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.8%	14.8%	14.7%
Yeniden Yatırım Tutarı	(365)	(912)	(310)	(448)	(592)	(711)	(685)	(834)	(769)	(981)	(1,647)
<i>Yeniden Yatırım Oranı</i>	56.8%	89.8%	25.7%	28.0%	29.1%	28.1%	22.7%	23.7%	19.0%	21.2%	32.1%
İşletme Sermayesi Yatırımları	(135)	(361)	(192)	(267)	(342)	(388)	(297)	(393)	(281)	(445)	(404)
<i>İşletme Sermayesi Yatırımları/Satışlar</i>	2.9%	5.6%	2.3%	2.5%	2.5%	2.3%	1.5%	1.7%	1.0%	1.4%	1.2%
Sabit Sermaye Yatırımları	(351)	(750)	(413)	(542)	(684)	(846)	(1,012)	(1,183)	(1,365)	(1,567)	(2,451)
<i>Sabit Sermaye Yatırımları/Satışlar</i>	7.5%	11.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	7.0%
Serbest Nakit Akışı	277	103	894	1,151	1,443	1,816	2,339	2,691	3,281	3,652	3,487
<i>Serbest Nakit Akışı Marjı</i>	5.9%	1.6%	10.8%	10.6%	10.5%	10.7%	11.6%	11.4%	12.0%	11.7%	10.0%
AOSM		23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%
İskonto Dönemi		0.75	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
İskonto Faktörü		0.8532	0.6905	0.5588	0.4522	0.3660	0.2962	0.2397	0.1940	0.1570	0.1270
İNA		66	618	643	653	665	693	645	636	573	443
Projeksiyon Dönemi İNA Toplamı		5,634									
Uç Dönem İNA Toplamı		4,802									
Uç Dönem AOSM		14.8%									
Uç Dönem Büyüme Oranı		9.0%									
Ekonomik Karlılık		- %									
Firma Değeri		10,436									
<i>Uç Değer/Firma Değeri</i>		46.0%									
(+) Net Nakit @ 1Ç24		826									
(+) Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller @ 1Ç24		141									
(-) Azınlık Payları @ 1Ç24		(167)									
Özsermaye Değeri		11,236									

Kaynak AK Yatırım Araştırma

MSCI Tüm Ülkeler Dünya & MSCI Dünya endeksleri gelişmiş piyasalardaki inşaat malzemeleri oyuncularının piyasa değerleri ve çarpanlarından daha fazla etkilendiği için (bunların serbest dolaşımdaki piyasa değerlerinin GOÜ'deki benzerlerine kıyasla yüksek olmasından ötürü) çarpan analizinde MSCI GOÜ İnşaat Malzemeleri Endeksi'nin 2024&2025 Zaman Ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK çarpanını kullandık. Çarpan analizimiz 14,1 milyar TL'lik bir özsermaye değerine işaret etmektedir.

Çarpan Analizi		
Çarpan Analizi		
MSCI Tüm Ülkeler Dünya İnşaat Malzemeleri Endeksi	MXWDOCJ Index	8.85x
MSCI Dünya İnşaat Malzemeleri Endeksi	MXW00CJ Index	9.38x
MSCI GOÜ İnşaat Malzemeleri Endeksi	MXEF0CJ Index	7.81x
KLKİM 2024&2025 Zaman Ağırlıklandırılmış FAVÖK (AKY Tahmini)		1,710
Firma Değeri		13,349
(+ Net Nakit @ 1Ç24		826
(+ Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller @ 1Ç24		141
(-) Azınlık Payları @ 1Ç24		(167)
Özsermaye Değeri		14,149

Kaynak AK Yatırım Araştırma

GÖRÜNÜM VE TAHMİNLER

İnşaat malzemeleri sektörü Mart ayında 2023 Mart ayına kıyasla %3,8'lik bir üretim artışı kaydetti. Bu yılın ilk çeyreğinde %10,9 oranında büyüme kaydeden inşaat malzemeleri sektörü için umut verici bir yılın başlangıcına işaret eden bu gelişme, 2023'ün aynı dönemine kıyasla kayda değer bir iyileşme anlamına geliyor.

Ancak 2024 yılının ilk çeyreğinde farklı alt sektörlerde farklı üretim eğilimleri yaşanmıştır. Ocak-Mart 2024 döneminde bir önceki yılın Ocak-Mart dönemine göre 16 alt sektörde üretim artarken, 6 alt sektörde üretim azalmıştır. İlk çeyrekte çimento üretimi %26,8, hazır beton üretimi ise %26,5 oranında arttı. Demir çelik çubuk ve profil üretimi %24, inşaat camı üretimi ise %22,4 oranında arttı. Seramik üretimindeki keskin düşüş yeni yılda da devam ediyor. İlk üç ayda seramik kaplama malzemeleri ve seramik sağlık gereçleri üretimi sırasıyla %23,3 ve %19,6 oranında azaldı.

2024 yılı Mart ayında inşaat malzemeleri ihracatı geçen yılın Mart ayına göre %7,4 oranında azaldı. İhracat 2,50 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Şubat ayında baz etkisi nedeniyle artan ihracat Mart ayında tekrar düşüş göstermiştir. Ancak Mart ayı ihracatı Ocak ve Şubat aylarının üzerinde gerçekleşmiştir. Emtia ve metal fiyatları Mart ayında gerilemiştir. İhracat pazarlarındaki durgunluk da devam etti. Yapı kimyasalları ihracatı 2024 yılının ilk üç ayında %3,3 oranında azalarak 212 milyon dolar, inşaat boya ve vernikleri ihracatı ise %2 oranında azalarak 93 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

2024 beklentisi yukarı yönlü revize edildi: Yönetim, yurtiçi satışlarda %5-10 (korundu) ve ihracat satışlarında %15-20 (korundu) hacim büyümesi ile desteklenen net satışlarda ABD\$ bazında >%10 (önceki %5-10) büyüme beklemektedir. FAVÖK marjı beklentisi %20-25 bandındadır (korunmuştur). Şirket bu yıl 700-800mn TL yatırım harcaması planlamaktadır. Hedef İşletme Sermayesi/Satışlar oranı %10-15 bandındadır.

Revize edilmiş beklentileri muhafazakar buluyoruz. 3A24'te net satışlardaki ABD\$ bazında %36 büyüme ve %26,2 FAVÖK marjı göz önüne alındığında, beklentileri muhafazakar buluyoruz. Yönetim 2Ç'nin talep ve marj açısından güçlü geçtiğini belirtti. Yurtiçi satışlarda ve ihracatta sırasıyla %9 ve %19 hacim büyümesi bekliyoruz. Öngörülerimiz 2024 yılında net satışlarda ABD\$ bazında %12 büyüme anlamına geliyor. Çimento sektöründe 2Ç24'ten itibaren geçerli olacak olası fiyat artışları nedeniyle brüt kar seviyesinde hafif bir ılımlılık beklerken, 2024 yılı için %24 FAVÖK marjı öngörüyoruz. Şirket beklentilerinin orta bandında, 2024 yılında 750mn TL toplam yatırım harcaması öngörürken, %13 WCR/Satışlar oranı (şirket beklentilerinin orta bandınının 0,5 puan üzerinde) varsayıyoruz. Hem yurt içinde hem de yurt dışında genişleme planları ile orta vadede satış hacminde güçlü büyümenin devam etmesini bekliyoruz. Öngörülebilir gelecekte Orta Doğu & Kuzey Afrika ve Doğu Avrupa bölgelerinin sahip olduğu potansiyelin Kalekim'in büyümesini daha da ileriye taşıyacağına inanıyoruz.

Çoklu yatırımlar devam ediyor: Kalekim, etkileri 2024-2026 yıllarında gerçekleşecek bir yatırım döngüsü içindedir.

- (i) **Irak, Duhok'ta yeşil alan yatırımı:** Şirket, Irak'ın Duhok kentinde 27 bin metrekarelik bir arazi üzerinde yeni bir üretim tesisi için 10 milyon ABD\$ tutarında yatırım harcaması planladığını duyurdu. Tesisin 2025 yılı ortalarında devreye alınması ve 100 ttpa kuru harç (mevcut kuru harç kapasitesinin %9'u) ve 5 ttpa boya (mevcut boya ve sıva kapasitesinin %10'u) üretim kapasitesine sahip olması planlanıyor. Irak, seramik uygulamalarına olan yüksek talebi ile Kalekim için önemli bir pazar konumunda. Halihazırda satışların yaklaşık %25'ini gerçekleştiren ülke, Şirket'in uzun vadeli büyümesi için umut verici görünüyor.
- (ii) **Yozgat, Türkiye'de GES geliştirme:** Şirket, Yozgat, Türkiye'de 7,19 MWp'lik bir güneş enerjisi santrali için 6,3 milyon ABD\$ tutarında yatırım harcaması planladığını açıkladı. Santral 3M24 yılında tamamlanmıştır. Dahili kullanımın yaklaşık %50 olacağı tahmin edilmektedir. GES hem gelire (kalan %50'si şebekeye satılabileceği için) hem de FAVÖK marjına (yaklaşık 100 bps) katkıda bulunacaktır.
- (iii) **Mersin, Türkiye'de yeni tesis:** Şirket, Mersin Serbest Bölgesi'ndeki tesisinden konsantre ürün (seramik yapıştırıcıları ve derz filtreleri, ısı yalıtımı, mantolama, su yalıtımı ve beton katkı kimyasalları) üretimine geçmek üzere Mersin Organize Sanayi Bölgesi'nde 25,1 bin m2 arsa tahsisinin tamamlandığını açıkladı. Kalekim, arazi için 16 Kasım 2023 tarihinde 88,1mn TL nakit ödeme yaptı. Yönetim, bu yatırımla Mersin Serbest Bölgesi'ndeki mevcut üretim tesisinin verimliliğini artırmayı hedefliyor.
- (iv) **Kalekim Lyksor için Mersin'de yeni fabrika:** Şirket, Mersin, Türkiye'de 90 ttpa kapasiteli yeni bir tesis için 450 bin ABD\$ yatırım harcaması yapacağını açıkladı. Bu tesis, o dönemde 60 ttpa kapasiteye sahip olan ve hizmet dışı bırakılan Diyarbakır tesisinin yerini alacak. Yeni tesis, dikey entegrasyon, pazara yakınlık (hedeflenen bölge: Türkiye'nin doğusu) gibi maliyet avantajları ile rekabet avantajını destekleyecektir. Fabrika 4Ç23'te devreye alınmıştır.
- (v) **Muğla, Türkiye'de tesis kiralandı:** Kalekim, Muğla'da bir şube açtığını duyurdu. Tesis 3M24 yılında hizmete girdi. Tesis 2 bin metrekare kapalı alana ve 5,65 bin metrekare açık alana sahip. Kira bedeli 5,16mn TL + KDV olup, teslimde peşin olarak ödenecektir. Vade tarihi 1 Ocak-25'tir. Şirket, satın alma opsiyonunu 1 Aralık-24 ile 31 Ocak-25 tarihleri arasında 3,17mn Avro kullanım fiyatı üzerinden kullanabilecektir.

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.