

KALEKİM

Yüksek baz etkisiyle zayıf sonuçlar; sağlam bilanço yapısı

Kalekim (KLKIM TI; EÜG; 12A HF: 47 TL), 2025 yılının ilk çeyreğinde 139 milyon TL net kâr açıkladı (AK: 330 milyon TL), bu rakam yıllık bazda %3 düşüşe işaret ediyor. Net satışlar, satış hacmindeki yatay seyre rağmen döviz kurlarının seyri ve yüksek enflasyon endekslemesi nedeniyle %11 azalarak 1,77 milyar TL oldu (AK: 1,72 milyar TL). FAVÖK 331 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken (AK: TRY355mn), marj yıllık 761 baz puan daraldı. Marj baskısının temel nedenleri: (i) yükselen girdi maliyetleri (direkt ilk madde malzeme ve ticari mal maliyetlerinin net satışlara oranı yıllık bazda 265bp büyüdü) ve (ii) artan personel giderleri (satışlara oranı 373bp büyüdü) oldu. **Beklentilerimizden sapmaların ana nedenleri ise:** (i) beklentimizden yüksek girdi maliyetleri, (ii) beklentimizden düşük finansal gelirler ve (iii) beklentimizden yüksek parasal kayıplar oldu. Operasyonel nakit yaratımı güçlü seyretti (Operasyonel Nakit Akışlarının FAVÖK'e oranı 1Ç24'te -%6,2 iken 1Ç25'te %14.9 olarak gerçekleşti), ancak 300 milyon TL seviyesindeki yatırım harcamaları serbest nakit akımını negatife döndürdü. Şirketin TRY1.38 milyarlık net nakit pozisyonu, çeyreklik bazda yatay seyretti. **Yorum:** Operasyonel nakit üretimi güçlü kalmış olsa da, beklentilerin altında kalan kârlılık kısa vadeli hisse performansını baskılayabilir. Yatırımcı sunumu sonrası modelimizi gözden geçireceğiz.

Yönetim 2025 beklentilerinde aşağı yönlü revizyonlar yaptı: Yönetim, 2025 için USD bazında %6-%12 hasılat büyümesi hedefliyor (önceki: %8-%15). Türkiye hacim büyümesinin %3-%8 (önceki: %7-%12), uluslararası hacim büyümesinin ise %20-%25 (değişmedi) aralığında olması bekleniyor. EBITDA marjı %20-25 olarak öngörülürken (değişmedi), yatırım harcamalarının 700-800 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesi planlanıyor (değişmedi). Net işletme sermayesinin hasılatlara oranı %10-15 olarak hedefleniyor (değişmedi).

Değerlendirme: Güncel makro varsayımlarımızı ve 2025 yılına ilişkin güncel yönetim beklentilerini göz önünde bulundurarak modelimizi güncelledik. TL bazlı risksiz getiri oranı varsayımımızı 400 baz puan artırdık ve indirgeme dönemini bir çeyrek ileri taşıdık. Tavsiyemizi "Endeks Üzerinde Getiri" olarak korurken, 12 aylık hedef fiyatımızı 47 TL'den 44 TL'ye düşürdük. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 5,8x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor.

Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre	
	1Ç25	1Ç24	y/y	4Ç24	ç/ç
Net Satışlar	1,770	1,987	-11%	2,116	-16%
FAVÖK	331	523	-37%	425	-22%
FAVÖK Marjı	18.7%	26.3%	-761 bps	20.1%	-140 bps
Net Kar	139	144	-3%	374	-63%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	KLKIM TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	44.00 (önceki 47.00)
Güncel Fiyat, TL	30.22
Getiri Potansiyeli	46%
Halka Açıklık Oranı	30%
Piyasa Değeri, mn TL	13,901

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	7,492	10,064	13,246	16,454
FAVÖK, mn TL	1,721	2,113	3,047	3,784
Net Kâr, mn TL	929	1,020	1,827	2,345

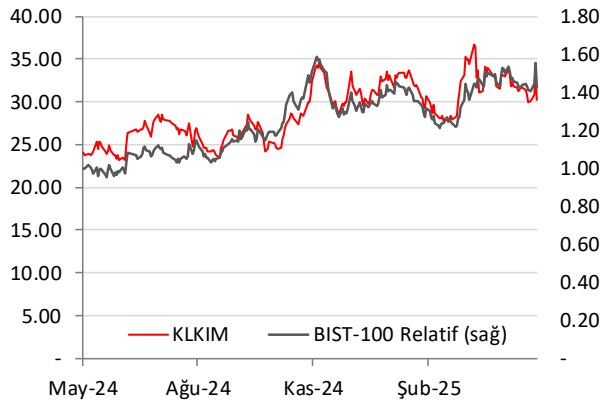
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-1,401	-1,693	-3,289	-5,099
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-0.8	-1.1	-1.3

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	23.0%	21.0%	23.0%	23.0%
Net Marj	12.4%	10.1%	13.8%	14.3%
Temettü Verimi	0.5%	2.9%	1.8%	3.3%

Büyüme				
Ciro, y/y	60.5%	34.3%	31.6%	24.2%
FAVÖK, y/y	69.4%	22.8%	44.2%	24.2%
Net Kâr, y/y	115.9%	9.8%	79.1%	28.4%

Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	13.5	13.6	7.6	5.9
FD/FAVÖK	6.5	5.8	3.5	2.3
FD/Ciro	1.5	1.2	0.8	0.5

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-4.1%	-1.3%	22.6%	-1.8%
BIST-100 Relatif	-0.6%	8.3%	39.7%	6.4%
AOİH, mn TL	109	133	99	125



Piyasa verileri 7 Mayıs 2025 tarihlidir.

Tahminlerde Revizyonlar						
	Yeni			Eski		
	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	10,064	13,246	16,454	10,608	13,323	15,993
% büyüme	34.3%	31.6%	24.2%	41.6%	25.6%	20.0%
FAVÖK	2,113	3,047	3,784	2,440	3,064	3,678
FAVÖK Marjı	21.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
Net Kar	1,020	1,827	2,345	1,304	1,871	2,385
% büyüme	9.8%	79.1%	28.4%	40.3%	43.5%	27.5%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	(5.1%)	(0.6%)	2.9%			
FAVÖK	(13.4%)	(0.6%)	2.9%			
Net Kar	(21.8%)	(2.4%)	(1.7%)			
Hedef Fiyat		44.00			47.00	
Hedef Fiyat Değişimi		(6.4%)				
Kaynak: AK Yatırım						

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
Satış Gelirleri	1,987	1,957	2,187	2,116	1,770	7,948	8,029
Brüt Kar	831	768	883	838	664	3,179	3,153
Operasyonel Giderler	364	400	411	476	400	1,528	1,687
Faaliyet Karı	466	368	472	362	263	1,651	1,466
FAVÖK	523	412	534	425	331	1,854	1,702
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-191	-83	-179	71	-46	-402	-236
Vergi Öncesi Kar	275	286	293	433	218	1,250	1,230
Vergi Geliri / (Gideri)	-101	-58	-10	-29	-70	-325	-168
Vergi Sonrası Net Kar	175	227	283	404	147	924	1,062
Azınlık Payları	31	4	1	30	8	54	43
Net Kar	144	223	282	374	139	870	1,018
Büyüme (Yıllık)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
Satış Gelirleri	36.4%	2.6%	6.0%	6.2%	-10.9%		1.0%
Operasyonel Giderler	29.4%	20.6%	7.6%	5.7%	9.9%		10.4%
Faaliyet Karı	97.2%	-12.7%	5.3%	14.8%	-43.5%		-11.3%
FAVÖK	84.6%	-11.3%	8.8%	13.2%	-36.7%		-8.2%
Net Kar	-439.5%	-22.6%	-549.9%	-25.3%	-3.1%		17.0%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
Brüt Kar Marjı	41.8%	39.3%	40.4%	39.6%	37.5%	40.0%	39.3%
Operasyonel Gider Marjı	18.3%	20.4%	18.8%	22.5%	22.6%	19.2%	21.0%
Faaliyet Kar Marjı	23.5%	18.8%	21.6%	17.1%	14.9%	20.8%	18.3%
FAVÖK Marjı	26.3%	21.1%	24.4%	20.1%	18.7%	23.33%	21.20%
Efektif Vergi Oranı	36.6%	20.4%	3.6%	6.7%	32.4%	26.0%	13.7%
Net Kar Marjı	7.2%	11.4%	12.9%	17.7%	7.9%	10.9%	12.7%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-10.4%	-3.5%	-8.6%	-3.8%	-8.2%	-10.6%	-6.0%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-6.2%	19.7%	10.1%	21.6%	14.9%	14.0%	16.5%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-9.6%	11.9%	5.1%	8.7%	-6.1%	6.4%	5.2%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-24%	93%	41%	108%	80%	60%	78%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	3.1%	5.5%	8.1%	14.7%	17.0%	7.4%	11.2%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-24.5%	-15.0%	-25.1%	21.5%	-16.9%	-0.6%	-8.6%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-123	385	221	458	264	1,109	1,328
Düzeltilme Öncesi Kar	175	227	283	404	147	924	1,062
Amortisman ve İtfa Payları	56	44	61	63	68	203	237
İşletme Sermayesindeki Değişim	-487	-293	-550	456	-300	-47	-687
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	133	407	427	-466	349	29	717
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-68	-153	-110	-274	-372	-603	-909
Sabit Sermaye Yatırımları	-62	-108	-177	-311	-300	-589	-896
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-6	-45	67	37	-72	-14	-13
Serbest Nakit Akımı	-191	233	112	184	-108	507	420
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	92	299	154	4	-56	269	401
Finansal Borçlardaki Değişim	-9	274	60	-241	-205	404	-111
Temettü	0	-83	-6	6	0	-261	-83
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	101	107	100	239	149	127	595
Çevrim Farkları	0	0	0	0	0	-145	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-99	532	265	188	-164	631	821

Bilanço (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25
Dönen Varlıklar	3,844	4,078	4,264	4,289	4,089
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,508	1,576	1,758	1,908	1,537
Ticari Alacaklar	1,553	1,621	1,674	1,478	1,661
Stoklar	582	595	608	603	547
Diğer Dönen Varlıklar	200	286	225	301	344
Duran Varlıklar	2,474	2,588	2,712	2,957	3,216
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	1,739	1,795	1,925	2,187	2,329
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	248	250	259	257	332
Diğer Duran Varlıklar	487	544	529	513	555
Toplam Varlıklar	6,318	6,666	6,976	7,245	7,305
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,005	2,206	2,205	2,046	1,962
Finansal Borçlar	333	565	631	392	175
Ticari Borçlar	1,100	1,136	1,089	1,105	1,082
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	572	506	485	548	704
Uzun Vadeli Yükümlülükler	129	107	124	160	151
Finansal Borçlar	35	32	52	46	57
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	94	75	72	114	94
Özkaynaklar	4,183	4,352	4,647	5,040	5,192
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	3,952	4,117	4,416	4,774	4,918
Azınlık Payları	231	235	231	266	274
Toplam Kaynaklar	6,318	6,666	6,976	7,245	7,305
Yatırım Sermayesi (IC)	3,137	3,449	3,645	3,684	3,981
İşletme Sermayesi	1,035	1,080	1,193	975	1,126
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	13%	14%	15%	11.8%	14.0%
Toplam Borç	367	597	683	438	233
Net Borç / (Nakit)	-1,141	-980	-1,076	-1,542	-1,381
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.6	-0.5	-0.6	-0.8	-0.8
Net Borç / Özkaynaklar	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	76	-23	117	-95	-68

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.