

KALEKİM

Beklenti üstü sonuçlar, güçlü serbest nakit akışı

Kalekim (KLKIM; EÜG; 12A HF: 49 TL), 2Ç25'te 325 milyon TL net kâr (y/y: +%37) açıkladı. Net kâr, piyasa beklentisinin %37, bizim tahminimizin ise %34 üzerinde gerçekleşti. **Net satışlar 2,38 milyar TL (y/y: +%15)** ile piyasa beklentisinin %10, bizim tahminimizin %4 üzerinde geldi. **FAVÖK 559 milyon TL (y/y: +%27)** ile piyasa beklentisinin %22, bizim tahminimizin %19 üzerinde gerçekleşti. **Beklentilerimizden sapmanın başlıca nedenleri:** (i) hafif güçlü satış performansı, (ii) daha yüksek brüt kâr marjı ve pozitif faaliyet kaldıraç etkisiyle artan faaliyet kârlılığı, (iii) daha iyi net finansman sonucu ve (iv) daha düşük vergi gideri oldu. Şirket, **169 milyon TL** pozitif operasyonel nakit akışı ve ılımlı yatırım harcaması (**satışların %4'ü; 1Ç25'te %17, 2Ç24'te %6**) ile **420 milyon TL** pozitif serbest nakit akışı yarattı. Mayıs 2025'te yapılan **200 milyon TL** temettü ödemesine rağmen, güçlü nakit yaratımı sayesinde **net borç** çeyreklik bazda yatay kalarak **1,36 milyar TL** seviyesinde gerçekleşti (1Ç25: 1,38 milyar TL).

Yatırım güncellemeleri: Irak'ta Duhok tesisi ticari üretime hazır, ruhsat sürecinin tamamlanması bekleniyor; finansallara katkısının 2026'dan itibaren yansımaları öngörülüyor. **Türkiye'de,** Mersin Serbest Bölge tesisine komşu Tarsus OSB'de planlanan yatırım için "ÇED gerekli değildir" kararı alındı, projelendirme çalışmaları devam ediyor. **Fas'ta** ise şirket, Lyksor Maroc'un %51,8 hissesini satın aldı ve 4Ç25'te devreye alınması planlanan, yıllık **25 bin ton** kapasiteli tesis için yaklaşık **1 milyon Avro** yatırım yapacak. Bu yatırımın ticari potansiyeli, ülkede düzenlenecek büyük spor organizasyonları öncesinde planlanan yaklaşık 6 milyar ABD doları tutarındaki altyapı projeleriyle destekleniyor. Kalekim ayrıca ağırlıklı olarak **Afrika'da** yeni pazar fırsatlarını değerlendiriyor.

2025 yılı beklentileri korunuyor: Yönetim, Türkiye'de %3–8 (1Y25: %7,8) ve yurt dışında %20–25 (1Y25: %20,3) hacim artışının katkısıyla %6–12 aralığında reel satış büyümesi hedefini sürdürüyor (2Ç25: +%15, 1Y25: +%1,8). Raporlanan FAVÖK marjı hedefi %20–25 (2Ç25: %22,9, 1Y25: %20,6) aralığında olurken, yatırım harcamalarının **700–800 milyon TL (1Y25: 426 milyon TL)** seviyesinde gerçekleşmesi bekleniyor. Net işletme sermayesinin satışlara oranı ise %10–15 (1Y25: %14,1) aralığında hedefleniyor.

2025 tahminlerimiz: Tam yılda %7,2 reel satış büyümesi öngörüyoruz; bu, **2Y25'te yıllık bazda %12,1'lik** reel büyümeye işaret ediyor. 2Ç25'teki güçlü gerçekleşme sonrası FAVÖK marjı tahminimizi 1 puan artırarak **%22'ye** yükseltiyoruz.

Değerlendirme: "Endeks Üzerinde Getiri" tavsiyemizi korurken, **12 aylık hedef fiyatımızı 49 TL'ye** (önceki: 44 TL) düşürdük. Hisse, 2025 tahminlerimize göre **5,8x FD/FAVÖK** çarpanıyla işlem görüyor.

Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre			AK		Piyasa	
	2Ç25	2Ç24	y/y	1Ç25	ç/ç	Tahmin	Fark	Tahmin	Fark	
Net Satışlar	2,382	2,074	15%	1,876	27%	2,282	4%	2,174	10%	
FAVÖK	559	438	27%	351	59%	468	19%	456	22%	
FAVÖK Marjı	23.5%	21.1%	231 bps	18.7%	475 bps	20.5%	294 bps	21.0%	248 bps	
Net Kâr	325	237	37%	148	120%	242	34%	238	37%	

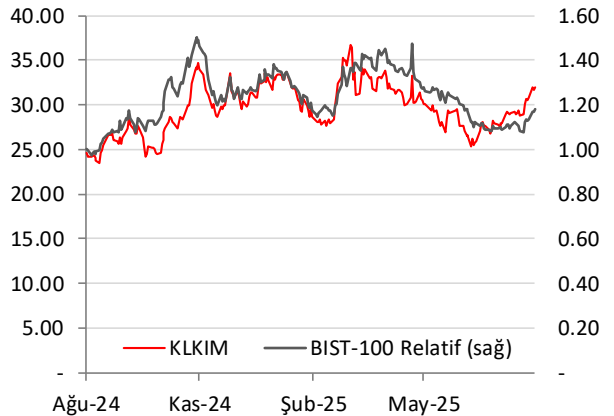
Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	KLKIM TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	49.00 (önceki 44.00)			
Güncel Fiyat, TL	31.90			
Getiri Potansiyeli	54%			
Halka Açıklık Oranı	30%			
Piyasa Değeri, mn TL	14,674			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	7,492	10,401	13,610	16,908
FAVÖK, mn TL	1,721	2,288	3,130	3,889
Net Kâr, mn TL	929	1,158	1,889	2,416
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-1,401	-1,710	-3,395	-5,245
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-0.7	-1.1	-1.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	23.0%	22.0%	23.0%	23.0%
Net Marj	12.4%	11.1%	13.9%	14.3%
Temettü Verimi	0.5%	1.4%	2.0%	3.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	60.5%	38.8%	30.9%	24.2%
FAVÖK, y/y	69.4%	33.0%	36.8%	24.2%
Net Kâr, y/y	115.9%	24.6%	63.1%	27.9%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	13.5	12.7	7.8	6.1
FD/FAVÖK	6.5	5.7	3.6	2.4
FD/Ciro	1.5	1.2	0.8	0.6
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	13.9%	4.0%	29.4%	3.7%
BIST-100 Relatif	7.8%	-7.9%	17.2%	-6.9%
AOİH, mn TL	97	78	105	104



Piyasa verileri 13 Ağustos 2025 tarihlidir.

Tahminlerde Revizyonlar						
	Yeni			Eski		
	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	10,401	13,610	16,908	10,064	13,246	16,454
% büyüme	38.8%	30.9%	24.2%	34.3%	31.6%	24.2%
FAVÖK	2,288	3,130	3,889	2,113	3,047	3,784
FAVÖK Marjı	22.0%	23.0%	23.0%	21.0%	23.0%	23.0%
Net Kar	1,158	1,889	2,416	1,020	1,827	2,345
% büyüme	24.6%	63.1%	27.9%	9.8%	79.1%	28.4%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	3.4%	2.8%	2.8%			
FAVÖK	8.3%	2.8%	2.8%			
Net Kar	13.5%	3.4%	3.0%			
Hedef Fiyat	49.00			44.00		
Hedef Fiyat Değişimi	11.4%					
Kaynak: AK Yatırım						

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24	6A25	6A24 S12A	6A25 S12A
Satış Gelirleri	2,074	2,318	2,243	1,876	2,382	4,180	4,258	8,479	8,819
Brüt Kar	814	936	888	703	957	1,695	1,660	3,386	3,485
Operasyonel Giderler	424	436	504	424	477	810	901	1,692	1,841
Faaliyet Karı	390	501	384	279	480	885	759	1,694	1,644
FAVÖK	438	565	451	351	559	993	909	1,911	1,925
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-88	-190	75	-48	-81	-290	-129	-514	-244
Vergi Öncesi Kar	303	311	459	231	399	594	630	1,180	1,400
Vergi Geliri / (Gideri)	-62	-11	-31	-75	-55	-168	-130	-280	-172
Vergi Sonrası Net Kar	241	300	428	156	344	426	500	900	1,229
Azınlık Payları	4	1	32	8	19	37	28	47	61
Net Kar	237	299	396	148	325	389	473	853	1,168

Büyüme (Yıllık)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24	6A25	6A24 S12A	6A25 S12A
Satış Gelirleri	2.6%	6.0%	6.2%	-10.9%	14.8%	17.3%	1.8%		4.0%
Operasyonel Giderler	20.6%	7.6%	5.7%	9.9%	12.4%	24.6%	11.2%		8.8%
Faaliyet Karı	-12.7%	5.3%	14.8%	-43.5%	23.1%	26.8%	-14.1%		-3.0%
FAVÖK	-11.1%	8.6%	13.2%	-36.7%	27.4%	25.1%	-8.4%		0.7%
Net Kar	-22.6%	-549.9%	-25.3%	-3.1%	37.3%	49.1%	21.5%		36.9%

Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24	6A25	6A24 S12A	6A25 S12A
Brüt Kar Marjı	39.3%	40.4%	39.6%	37.5%	40.2%	40.5%	39.0%	39.9%	39.5%
Operasyonel Gider Marjı	20.4%	18.8%	22.5%	22.6%	20.0%	19.4%	21.2%	20.0%	20.9%
Faaliyet Kar Marjı	18.8%	21.6%	17.1%	14.9%	20.2%	21.2%	17.8%	20.0%	18.6%
FAVÖK Marjı	21.1%	24.4%	20.1%	18.7%	23.5%	23.74%	21.36%	22.54%	21.82%
Efektif Vergi Oranı	20.4%	3.6%	6.7%	32.4%	13.8%	28.3%	20.6%	23.7%	12.3%
Net Kar Marjı	11.4%	12.9%	17.7%	7.9%	13.6%	9.3%	11.1%	10.1%	13.2%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-3.5%	-8.6%	-3.8%	-8.2%	-5.1%	-7.0%	-6.5%	-9.6%	-6.3%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	19.7%	10.1%	21.6%	14.9%	7.1%	6.7%	10.5%	10.9%	13.2%
Serbest Nakit Akımı Marjı	25.3%	-6.9%	8.7%	-6.1%	17.6%	7.7%	7.2%	5.7%	3.9%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	93%	41%	108%	80%	30%	28%	49%	48%	61%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	5.5%	8.1%	14.7%	17.0%	4.5%	4.3%	10.0%	7.9%	10.7%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satışlar	-19.3%	-21.3%	21.5%	-16.9%	-17.1%	-21.9%	-17.0%	-7.3%	-8.3%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24	6A25	6A24 S12A	6A25 S12A
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	409	234	485	280	169	278	449	920	1,168
Düzeltilme Öncesi Kar	241	300	428	156	344	426	500	900	1,229
Amortisman ve İtfa Payları	48	64	67	72	78	108	150	217	281
İşletme Sermayesindeki Değişim	-400	-494	483	-318	-407	-917	-725	-621	-736
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	520	364	-494	370	154	661	524	425	394
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	116	-394	-290	-395	251	44	-143	-433	-828
Sabit Sermaye Yatırımları	-114	-188	-330	-318	-106	-180	-424	-670	-942
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	230	-206	39	-76	357	223	281	237	114
Serbest Nakit Akımı	525	-160	195	-115	420	322	305	487	340
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	39	441	4	-59	-276	137	-335	500	110
Finansal Borçlardaki Değişim	291	64	-255	-217	142	282	-75	657	-267
Temettü	-88	-6	6	0	-206	-88	-206	-88	-206
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-164	384	253	158	-213	-57	-55	-69	583
Çevrim Farkları	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	564	281	199	-174	144	459	-30	987	450

Bilanço (milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Dönen Varlıklar	4,323	4,520	4,546	4,335	4,563
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,670	1,863	2,022	1,630	1,688
Ticari Alacaklar	1,719	1,774	1,567	1,761	1,981
Stoklar	631	644	639	580	633
Diğer Dönen Varlıklar	303	238	319	364	261
Duran Varlıklar	2,744	2,875	3,135	3,409	3,536
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	1,902	2,040	2,318	2,469	2,561
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	265	274	273	352	344
Diğer Duran Varlıklar	576	561	544	588	631
Toplam Varlıklar	7,066	7,395	7,681	7,744	8,098
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,339	2,337	2,168	2,080	2,280
Finansal Borçlar	599	669	416	186	327
Ticari Borçlar	1,204	1,154	1,172	1,147	1,369
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	536	514	581	747	584
Uzun Vadeli Yükümlülükler	114	132	170	160	155
Finansal Borçlar	34	56	49	61	78
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	80	76	121	99	77
Özkaynaklar	4,614	4,926	5,343	5,504	5,664
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4,365	4,682	5,061	5,214	5,354
Azınlık Payları	249	244	282	290	309
Toplam Kaynaklar	7,066	7,395	7,681	7,744	8,098
Yatırım Sermayesi (IC)	3,656	3,864	3,906	4,220	4,457
İşletme Sermayesi	1,145	1,264	1,034	1,194	1,245
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	14%	15%	12%	14.0%	14.1%
Toplam Borç	633	724	465	246	404
Net Borç / (Nakit)	-1,039	-1,140	-1,635	-1,464	-1,359
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.5	-0.6	-0.8	-0.8	-0.7
Net Borç / Özkaynaklar	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-24	124	-100	-72	-112

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.