

Güncelleme: KLKIM eklendi

TÜRKİYE | Strateji

10 Aralık 2025

AKYatırım

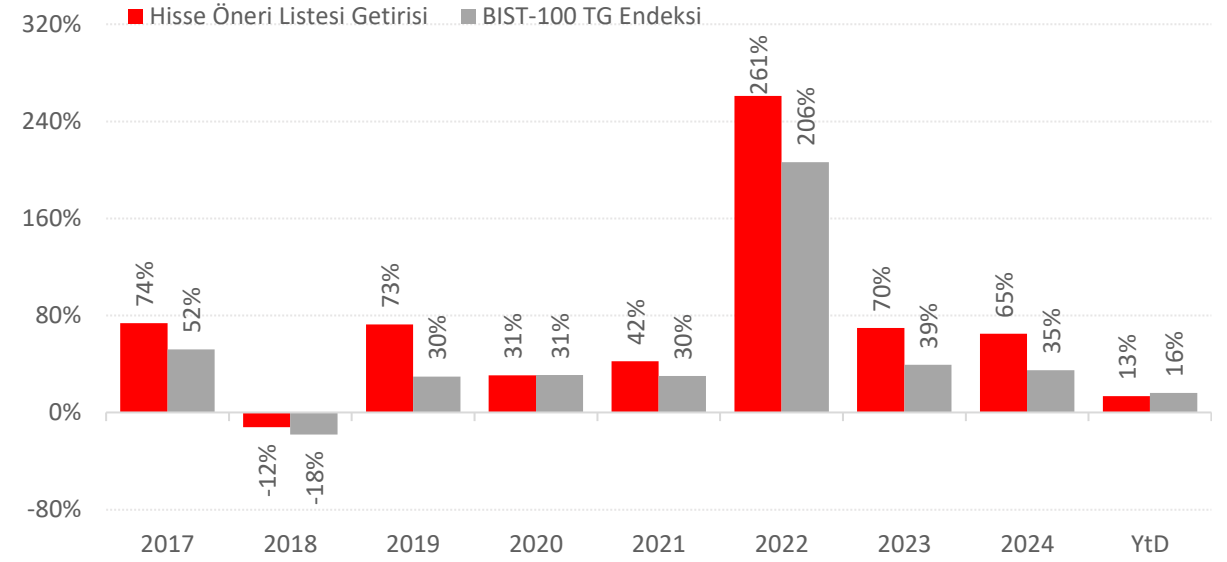


Model Portföy Hisse Önerileri

Model Portföy Hisse Seçimleri*

Hisse Senedi	12A HF (TL)	Getiri Potansiyeli (%)	Portföy Ağırlığı (%)
COLA	92.00	66%	12%
ENTRA	18.60	77%	7%
KLKIM	56.00	80%	7%
KCHOL	325.00	88%	9%
MPARK	535.00	57%	8%
MGROS	817.00	58%	12%
OTKAR	760.00	50%	8%
TOASO	500.00	114%	10%
TUPRS	266.00	34%	12%
YKBNK	46.50	29%	15%
APMDL*	34.70	61%	

Model Portföy Performansı



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

* Ak Yatırım Araştırma Birimi'nin yayınladığı Model Portföy'de yer alan hisse senetlerine yatırım yapan ve Ak Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından yönetilen Ak Portföy BİST 100 Endeksi Model Portföy Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu (APMDL) için gösterge niteliğinde 12 aylık hedef fiyat ve getiri potansiyeli hesaplanmaktadır. Hesaplama, Model Portföy'de yer alan hisse senetlerinin 12 aylık hedef fiyat, getiri beklentisi ve portföy ağırlıkları dikkate alınarak ve APMDL'nin yıllık %2'lik fon yönetim ücreti düşülerek yapılmaktadır. Model Portföy'de yer alan hisse senetlerinin ve/veya bu hisse senetlerinin Model Portföy'deki ağırlıklarının değişmesi durumunda APMDL'nin hedef fiyatı da değişebilecektir.

Kalekim'i (KLKIM) model portföyümüze ekliyoruz. Hissenin son üç ayda BIST-100 karşısında kaydettiği %16,5'lik negatif ayrışmanın, asimetrik bir risk-getiri fırsatı sunduğunu düşünüyoruz. Şirketin güçlü marka bilinirliği, disiplinli işletme sermayesi yönetimi ve sağlam nakit yaratımı, dayanıklı ve yüksek kaliteli iş modelini destekliyor. Irak ve Fas'taki kapasite artışları (sırasıyla %7 ve %2), 2026 büyümesi açısından yukarı yönlü potansiyel sunuyor. Şirketin Ukrayna, Irak, Suriye, Fas ve Türkiye'nin kilit bölgelerindeki yeniden inşa ve altyapı faaliyetlerine yakın konumlanan lojistik ve üretim ağı, satış performansında görünürlüğü artırırken coğrafi yakınlığa dayalı maliyet avantajı da sağlıyor. Yaklaşık 1,86 milyar TL (piyasa değerinin ~%13'ü) net nakit pozisyonu, inorganik büyüme için hareket alanı sağlıyor. Hisse, piyasa tahminlerine göre ~4,7x FD/12A ileri FAVÖK (AK: ~4,1x) çarpanıyla işlem görmekte olup, uluslararası benzerlerine kıyasla ~%39 iskonto (AK: ~%47 iskonto) sunuyor; bu da ~%20 seviyesindeki üç yıllık ortalama iskontonun belirgin şekilde üzerinde bulunuyor.

Kalekim'in model portföye eklenmesiyle birlikte, listemizdeki şirketlerden Tüpraş, Otokar ve Yapı Kredi Bankası'nın ağırlıklarını son dönem performanslarını ve BIST-100 ağırlıklarını dikkate alarak sırasıyla 2 puan, 2 puan ve 3 puan olmak üzere azaltıyoruz.

Model Portföy Performansı

Model Portföy Hisse Getirileri

Hisse Senedi	Portföy Ağırlığı (%)	Son Güncelleme İtibarıyla				Portföye Giriş Tarihi İtibarıyla		
		Hisse Fiyatı (TL)*		Getiri (%)		Portföye Giriş Tarihi	Getiri (%)	
		25.11.25	10.12.25	Nominal	Relatif**		Nominal	Relatif**
COLA	12%	54.34	55.28	1.7%	-1.4%	20/10/2025	12.0%	4.7%
ENTRA	7%	10.62	10.50	-1.1%	-4.2%	05/08/2025	-13.7%	-16.8%
KCHOL	9%	168.77	173.72	2.9%	-0.3%	16/03/2023	138.8%	4.3%
MPARK	8%	320.76	343.89	7.2%	3.9%	03/09/2024	-7.7%	-19.6%
MGROS	12%	523.07	523.21	0.0%	-3.1%	03/09/2024	6.8%	-7.0%
OTKAR	10%	457.91	517.18	12.9%	9.4%	07/05/2024	-6.6%	-16.2%
TOASO	10%	229.52	236.18	2.9%	-0.3%	17/06/2025	26.7%	5.0%
TUPRS	14%	191.72	198.49	3.5%	0.3%	10/09/2025	22.8%	15.7%
YKBNK	18%	34.59	36.04	4.2%	1.0%	05/11/2025	6.8%	4.5%
İlgili Dönem Portföy Getirisi				3.8%	0.6%			
YBG Portföy Getirisi				13.4%	-2.4%			

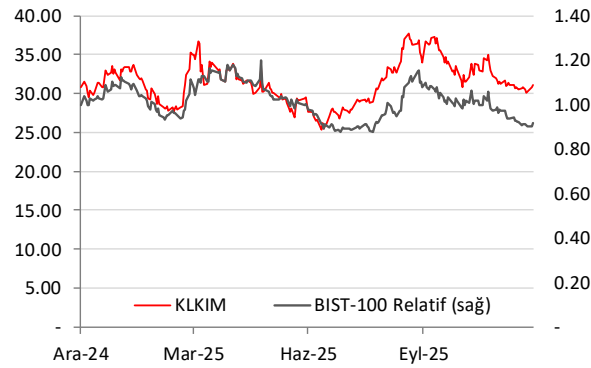
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Son güncellemenin ardından hisse öneri listemizin getirisi gösterge endekse paralel hareket etti. Hatırlanacağı üzere, 25 Kasım'daki güncellememizde Torunlar GYO'yu model portföyden çıkarmış, yerine hisse koymadan, bu hissenin ağırlığını diğer hisselerle dağıtmıştık. O zamandan beri hisse öneri listemiz %3,8 değer kazancı ile BIST-100 toplam getiri endeksine paralel hareket etti. Dolayısıyla, hisse öneri listemizin yılbaşından bu yana getirisi %13,4 ve böylece bu dönemde BIST-100 toplam getiri endeksine göre relatif getirisi de -%2,4 oldu.

Son güncellemeden bu yana öneri listemizde en iyi performans gösteren hisseler **Otokar**, **Medikal Park** ve **Yapı Kredi Bankası** oldu. Buna karşılık önceki ayın aksine zayıf performans gösteren **Migros** ile zayıf performansı devam eden **IC Enterra** portföy getirisini aşağıya çekti.

Kalekim

Bloomberg Kodu	KLKIM TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	56.00			
Güncel Fiyat, TL	31.14			
Getiri Potansiyeli	80%			
Halka Açıklık Oranı	30%			
Piyasa Değeri, mn TL	14,324			
Firma Değeri, mn TL	12,517			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	7,492	10,474	13,622	17,229
FAVÖK, mn TL	1,721	2,315	3,133	3,963
Net Kâr, mn TL	929	1,045	1,786	2,340
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-1,401	-1,870	-3,711	-5,763
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-0.8	-1.2	-1.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	23.0%	22.1%	23.0%	23.0%
Net Marj	12.4%	10.0%	13.1%	13.6%
Temettü Verimi	0.5%	1.4%	1.8%	3.1%
Büyüme				
Ciro, y/y	60.5%	39.8%	30.1%	26.5%
FAVÖK, y/y	69.4%	34.5%	35.3%	26.5%
Net Kâr, y/y	115.9%	12.4%	70.9%	31.0%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	13.5	13.7	8.0	6.1
FD/FAVÖK	6.5	5.4	3.4	2.2
FD/Ciro	1.5	1.2	0.8	0.5
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-2.7%	-11.7%	-2.4%	1.2%
BİST-100 Relatif	-6.2%	-16.5%	-12.0%	-11.1%
AOIH, mn TL	48	73	106	104



Piyasa verileri 10 Aralık 2025 tarihli.

Yatırım teması:

Kalekim, ~%20 sürdürülebilir FAVÖK marjı (2018-24 medyan), ~%14 operasyonel nakit akımı marjı (2018-24 medyan) ve ~%4 serbest nakit akımı marjıyla (2018-24 medyan) yüksek kaliteli, nakit üreten bir “compounder” konumundadır. Şirket, 2022-24’te ~%11 reel hasılat YBBO ve ~%25 reel FAVÖK YBBO elde etmiştir. Şirketin, 2024’teki yüksek marj seviyesine rağmen 2025’te ~%6 reel hasılat büyümesi ve ~%2 reel FAVÖK büyümesi kaydetmesini bekliyoruz. 2026 için tahminlerimiz ise ~%4 reel hasılat büyümesi, ~%8 reel FAVÖK büyümesi ve 0,9 y.p. FAVÖK marjı iyileşmesine işaret ediyor.

Yurtdışı gelirler, 9A25 net satışlarının yaklaşık %37’sine (7,4 milyar TL’nin 2,7 milyar TL’si) ulaşmış olup, Irak ve Fas (Lyksor Maroc) tesislerinin devreye alınmasıyla daha da güçlenecektir.

Şirket, Ukrayna, Irak, Suriye, Fas, İstanbul ile Türkiye’nin güneybatı ve güneydoğu bölgeleri gibi yüksek talep potansiyeli taşıyan kentsel dönüşüm ve altyapı inşaatı pazarlarına hızlı erişime sahiptir. Bu durum, satışlarda güçlü ve dayanıklı bir talep bazı yaratırken coğrafi yakınlık kaynaklı maliyet avantajını da güçlendirmektedir.

Katalistler:

- (i) Irak’ta (4Ç25) ve Fas’ta (2026) ticari üretimin başlaması.
- (ii) Yurt içi talepte kentsel dönüşüm projeleriyle desteklenen ilave artış potansiyeli.
- (iii) Ukrayna, Irak, Suriye ve Türkiye’deki yeniden inşa ve altyapı faaliyetlerinde hızlanma, sipariş alımlarında yukarı yönlü potansiyel yaratabilir.
- (iv) Güçlü net nakit pozisyonu (~1,86 milyar TL; ~4,05 TL/pay; mevcut hisse fiyatının ~%13’ü), şirketin yeni dikeyler yoluyla büyüme seçeneklerini de desteklemektedir.

Değerleme:

KLKIM hisseleri için 56 TL hedef fiyatlı “Endeks Üstü Getiri” tavsiyemiz bulunuyor. Bloomberg konsensüsüne göre yaklaşık 4,7x FD/12A ileri FAVÖK (AK: ~4,1x) üzerinden fiyatlanan hisse, uluslararası benzerlerine göre ~%39 iskonto ile işlem görüyor (AK: ~%47 iskonto). Bu seviye, son üç yıldaki ortalama ~%20 iskontonun belirgin biçimde altında olup, son dönemdeki değer kaybının temel gerekçelerden ziyade yanlış fiyatlamayla ilişkili olabileceğine işaret ediyor.

Araştırma Ekibimiz

Hakan Aygün	Bankalar, Strateji	Hakan.aygun@akyatirim.com.tr +90 212 334 9465
Ece Mandacı, CFA	Gıda ve İçecek, Perakende	ece.mandaci@akyatirim.com.tr +90 212 334 9460
Ezgi Yılmaz	Rafineri, Petrokimya, Holdingler, Tarım	ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr +90 212 334 9467
Aytunç Uz	Havacılık, Otomotiv, Sağlık Hizmetleri, İlaç	aytunc.uz@akyatirim.com.tr +90 212 334 9521
Ömer Faruk Yüksel	Demir & Çelik, Yapı Malzemeleri, Beyaz Eşya, GYO	omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr +90 212 334 9531
Yusuf Karagöz	Savunma, Bilgi Teknolojileri, Telekomünikasyon	yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr +90 212 334 8816
Doğu Kurnaz	Enerji	dogu.kurnaz@akyatirim.com.tr +90 212 334 9509
Serbey Celep	Sigorta	serbey.celep@akyatirim.com.tr +90 212 334 8824
Uraz Çay	Stratejist (Uluslararası Piyasalar)	Uraz.cay@akyatirim.com.tr +90 212 334 9461
Göksel Şişmanlar	Veritabanı, Teknik Analiz	Goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr +90 212 334 9466

YASAL UYARI

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporun tarafınızla paylaşılması, bu rapora herhangi bir platformdan erişim sağlamanız veya raporu herhangi farklı bir yol ile edinmeniz, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım") ile aranızda bir yatırım danışmanlığı sözleşmesi kurulduğu veya böyle bir ilişkinin kurulması için tarafınıza teklif yapıldığı anlamına katiyen gelmeyecektir. Raporda yer alan hiçbir ifade veya değerlendirme hukuki, vergisel veya finansal danışmanlık niteliğinde değildir ve bu niteliği sahip olacak şekilde yorumlanamaz.

RAPORDA YER ALAN DEĞERLENDİRMELER

Bu rapor, Ak Yatırım tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Elde edilen bilgi ve verilerin doğruluğu ayrıca teyit edilmemiştir. Burada yer alan yorum, tavsiye, öngörü ve tahminler raporu hazırlayan uzmanların kişisel görüşlerini yansıtmaktadır. Zaman içerisinde bu raporda yer alan tüm veri ve yorumlar değişebilir. 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 ve profesyonel destek almaları önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk tamamen kendilerine aittir. Yatırım araçları birçok farklı risk barındırmaktadır. Yatırım kararı vermeden önce her bir yatırım aracı bazında riskleri anladığınızdan emin olmalısınız.

Raporda yer alan analizler için üç farklı değerlendirme türü bulunmaktadır. Bunlar sırasıyla aşağıdaki şekildedir:

1. Endeks Üzerinde Getiri: Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası'na dayalı olarak oluşturulan BIST100 Endeksi'nin yükseliş oranından daha yüksek bir getiri oranı beklentisi anlamına gelmektedir.
2. Nötr: BIST100 Endeksi'nin yükseliş oranı ile paralel bir getiri oranı beklentisi anlamına gelmektedir.
3. Endeks Altında Getiri: BIST100 Endeksi'nin yükseliş oranından daha düşük bir getiri oranı beklentisi anlamına gelmektedir.

SORUMLULUK REDDİ

Raporun hazırlanmasında kullanılan yöntemler veya sunulan görüşler hiçbir yatırımcının veya müşterinin ihtiyaçlarına yönelik değildir. Ayrıca, Ak Yatırım'ın, Ak Yatırım ortaklarının ve de bunların hiçbir çalışanının veya danışmanının, herhangi bir şekilde bu raporda yer verilen bilgiler, öngörüler ve tahminler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili sorumluluğu bulunmamaktadır. Ak Yatırım tarafından kurum içinde farklı departmanlarda istihdam edilen kişilerin veya Ak Yatırım ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Her halükârda Ak Yatırım, bu bilgilerin departmanları, iştirakleri ve ortakları arasında akışının engellenmesine yönelik gerekli tüm tedbirleri almaktadır. Bilgilere ve verilere erişim, söz konusu bilgi ve verilerin değerlendirilmesi ve diğer makul nedenlerden ötürü Ak Yatırım, Ak Yatırım ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak iş, hizmet sözleşmesi kapsamında ilişkide bulunan kurum ve kişiler, Ak Yatırım ile aralarında herhangi bir iş veya hizmet sözleşmesi bulunmaksızın iş birliği ilişkisi bulunan kurum ve kişiler ile raporun hazırlanmasına katkıda bulunan, bilgi ve veri sağlayan kurum ve kişiler ile Ak Yatırım müşterileri arasında önlenmesi mümkün olmayan çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte durum ve ilişkiler ortaya çıkabilir.

Ak Yatırım rapor kapsamında hakkında tahmin ve değerlendirmelere yer verdiği sermaye piyasası ve diğer yatırım araçlarının ihraççıları, bu ihraççıların iştirakleri, bağlı ortaklıkları ve ilişkili diğer taraflarıyla iş ilişkisine girebilir, iş ilişkisi teklifinde bulunabilir. Raporda yer alan işlem ve tahminler ile Ak Yatırım'ın, Ak Yatırım ortaklarının, iştiraklerinin, sayılan kurumların yöneticilerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin doğrudan veya dolaylı olarak aynı veya farklı doğrultuda pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir.

Raporu hazırlayan veya raporda adı yer alan Ak Yatırım çalışanları, raporda yer alan analiz ve tahminlere ilişkin Ak Yatırım tarafından belirlenen kısıtlamalar kapsamında hareket ederler. Çıkar çatışması durumlarında ise Ak Yatırım internet sitesinde (www.akyatirim.com.tr) yer alan Çıkar Çatışması Politikası'na uygun olarak hareket edeceklerdir.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Ak Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gönderilemez ve gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Raporda yer alan her türlü unsura dair haklar münhasıran Ak Yatırım'a aittir. Ak Yatırım, raporların internet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu raporun tarafınızla paylaşılmasını istemiyorsanız Ak Yatırım ile iletişime geçebilirsiniz.