

Şirket/Fiyat Bilgileri ve Tavsiye

Hisse Kodu	:	KLKIM
Sektör	:	Taş, Toprak
Halka Açıklık Oranı	:	30.00
Piyasa Değeri(Bin TL)	:	₺14,076,000.00
Halka Açık Piyasa Değeri(Bin TL)	:	₺4,222,800.00
Firma Değeri(Bin TL)	:	₺12,395,179.67
Son Kapanış Fiyatı(TL)	:	30.60
Hedef Fiyat(TL)	:	56.50
Tavsiye	:	AL
Potansiyel Getiri(%)	:	84.64

Özet Finansal Bilgiler(Bin TL)

Dönen Varlıklar	:	₺5,816,305.15
Duran Varlıklar	:	₺4,455,182.70
Kısa Vadeli Yükümlülükler	:	₺2,485,853.16
Uzun Vadeli Yükümlülükler	:	₺255,197.48
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	:	₺7,127,430.22
Hasılat	:	₺2,133,039.54
Satışların Maliyeti	:	₺1,313,169.41
Brüt Kar (Zarar)	:	₺819,870.13
FAVÖK	:	₺329,901.29
Dönem Net Kârı(Ana Ortaklık Payları)	:	₺14,113.52

Çarpanlar

FD/FAVÖK	:	5.06
F/K	:	14.54
PD/DD	:	1.97
Öz Sermaye Kârlılığı	:	16.08

Kalekim Kimyevi Maddeler Toplantı Notları ve Değerleme

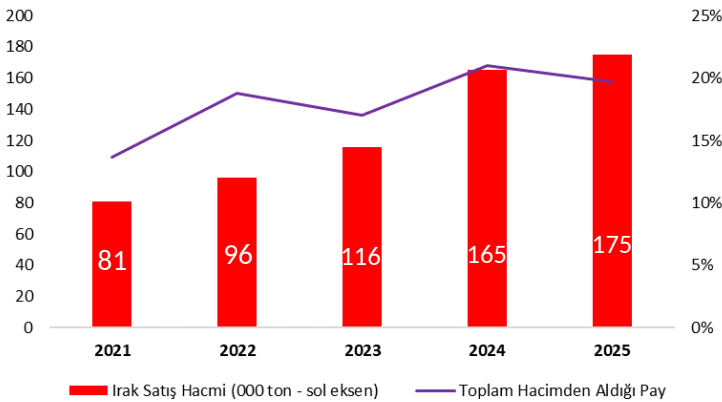
➤ Kalekim Kimyevi Maddeler, başta yapı kimyasalları olmak üzere boya, izalasyon malzemeleri, beton ve çimento kimyasalları ile hammaddeleri alt sektörlerinde operasyonel faaliyet göstermektedir.

▪ Şirketin ana gelir kalemi olan yapı kimyasalları tarafında pazarın dağınık olmaması, GSYH'nin içinde inşaatın önemli payı ve jeopolitik fırsatlar, faaliyet marjlarının yüzde 20'li seviyelerin üstünde kalmasını sağlamakta. Tüm katalizörler göz önüne alındığında şirketin satış hacimleri ise yıllara dağılan bileşik (CAGR; 11,5) büyüme göstermektedir. Böylelikle şirket, son 5 senede zorlu koşullara rağmen ham EFK'da ve FAVÖK tarafında her sene büyüme sağlayabilmiştir.

▪ Şirketin ana büyüme stratejisi, yurt dışı pazarlara açılarak satış hacmini büyütme odağında olsa da, yurt dışı satışlarının önemli bir kısmı (yüzde 60-65 civarı) Irak bölgesinden gelmekte. Bu durum, kârlılığın Irak'ın iç siyasi durumu, gümrük uygulamaları ve jeopolitik gerginliklere bağımlı olmasına neden olmakta. Şirket, gümrük kapılarından muafiyet sağlamak ve Suriye pazarına olan yakınlığı sebebiyle Irak/Duhok'ta 100 bin ton (toplam kapasitenin yaklaşık yüzde 9'u) kapasiteli fabrika kurdu. Fabrika Temmuz 2025'te faaliyete başladı. Önümüzdeki dönemde Irak'a olan bağımlılığın, Suriye pazarının açılması ve yeni üretim tesisleriyle azalmasını bekliyor, Irak'taki kapasitenin daha etkin kullanılacağını öngörüyoruz.

▪ İran-ABD cephesinde geçen jeopolitik gerilimler neticesinde bölgedeki istikrarsızlık, Irak'taki satışların zayıflamasına (İhracat 2026/1Ç'de yüzde 39 daraldı) yol açmış durumda. Irak'taki fabrikanın KKO yüzde 40'ların altına düşerken bölgedeki iç siyasi sorunlar da, altyapı yatırımlarının yavaşlamasına neden oldu. Taraflar arasındaki gerilimin devam etmesi halinde, ana ihracat/ticaret pazarı olan Irak'taki zayıf durumun sürmesini bekliyoruz. Olası antlaşma senaryosunda ise; hem pazarın yeniden açılması hem de teoride sona eren fakat pratikte devam eden Irak'ın Kuzey-Güney taraftaki çifte vergi uygulamasının sona ermesiyle büyümenin yılın kalan yarısında normalleşebileceğini öngörüyoruz.

Yapı Kimyasalı Satışlarından Irak Pazarı Payı



Kaynak: Kalekim Sunumu

✓ Şirketin finansal görünümünü incelediğimizde;

- Şirket, 2026/03 döneminde; 2,13 Milyar TL düzeyinde Hasılat elde ederken, 233,3 Milyon TL tutarında Esas Faaliyet Kârı, 329,9 Milyon TL civarında FAVÖK ve 14,1 Milyon TL düzeyinde Net Kâr rakamına ulaşmıştır.
- Faaliyet dışı net finansal gelirlerdeki azalış (yüzde 34,9) ve TMS 29 standartları sebebiyle net parasal pozisyon kaybındaki yıllık bazda 75,7 milyon TL'lik artış, Net Kârda ana baskıyı oluşturmuştur.
- Şirketin FAVÖK marjı; geçen seneki 18,7 seviyesinden 15,47 seviyesine gerilerken, FD/FAVÖK çarpanı; 5,2, F/K çarpanı ise 14,8 seviyelerinde yer almıştır.

✓ Önemli Dipnotlar;

- Şirket, yıllık bazda ortalamada 20-40 milyon dolar arası yatırım harcaması gerçekleştirmesine karşın cari dönemde 1,68 Milyar TL net nakit pozisyonunda bulunmaktadır. Güçlü nakit pozisyonuna karşın kısa vadeli finansal borçlar 307,2 milyon TL tutarındadır. Nakit pozisyonunun önemli bölümünü vadeli mevduat tutarı oluşturmaktadır.
- Şirketin, yılın ilk çeyreğinde cirodaki yüzde 8'lik daralmaya rağmen genel yönetim giderlerindeki 65 Milyon TL'lik artış sebebiyle Esas Faaliyet Kârı yüzde 31 daralmıştır. Buna karşın pazarlama ve ar-ge giderleri sabit kalırken diğer net faaliyet giderleri ise yaklaşık 12,2 milyon TL iyileşme göstermiştir.
- Kalekim'in, bağlı Ortaklığı Lyksor hariç Net Satışları 8,45 milyar TL civarında gerçekleşirken, işletme sermayesi ihtiyacı ise ilk çeyrekte 838 milyon TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Lyksor tam konsolide dahil edilmesi halinde ise hasılat, 11.6 milyar TL'ye yükselirken (yüzde 37.2), işletme sermayesi ise 2,04 milyar TL'ye (yüzde 143.2) yükselmiştir.

✓ Geleceğe Yönelik Beklentiler;

- ✓ Şirket, Irak ve O. Doğu'daki gelişmeler ışığında mevcut beklentileri yeniden değerlendirebileceğini ve 2. çeyrekte bir revizyon açıklanabileceğini belirtti.
- ❖ Şirket, daha önce yayımladığı sunumda; 2026 yılı için hasılatta TMS 29'a göre düzenlenmiş mali tablolarla yüzde 10 ile 15 arası büyüme beklemektedir.
- ❖ Şirket, Türkiye'de ton başına yüzde 7 ile 10 arasında bir büyüme beklerken, uluslararası pazarda yüzde 12 ile 16 büyüme beklemektedir.
- ❖ Şirket, yayımladığı sunumda FAVÖK Marjı'nın yüzde 20-25 seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyor.
- ❖ Şirket, 2026 yılında 1,4 ile 1,7 milyar TL yatırım harcaması planlamaktadır. Dönemsel riskler itibarıyla yatırımların aşağı revize edilmesi beklense de, fabrikalardaki işletme sermayesi ihtiyacı sebebiyle bu seviyelerin makul olduğunu düşünüyoruz.
- ❖ Şirket, 2026 yılında İşletme Sermayesi / Net Satışlar oranının yüzde 10 ile 15 arasında gerçekleşmesini bekliyor.

Katalizörler

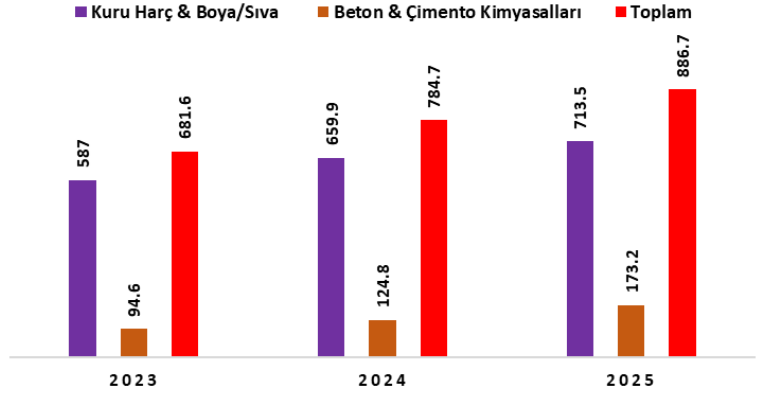
➤ Şirket, 2022 yılındaki inşaat malzemeleri sektöründeki portföyünü daha da güçlendirmek için Lyksor Kimya AŞ'nin hisselerinin yüzde 75'ini satın alırken, kapasitesini yeni yatırım hatları ve Irak/Duhok'taki fabrikasıyla büyüttü. Sektörün, yüksek yatırım harcaması gerektirmemesi sebebiyle, toplam kapasitesinin yaklaşık yüzde 30'unu oluşturan Lyksor'u yaklaşık 11 milyon dolar, Irak'taki fabrikasını ise yaklaşık 10 milyon dolar tutarlık yatırımla tamamladı. Tamamlanan yatırımlarla beraber şirketin satış hacmi; son 3 senede zorlu koşullara rağmen bileşik büyümeye göstermeyi başardı.

➤ Makro açıdan bakacak olursak; Türkiye'nin toplam kimyevi maddeler ihracatı da, Irak ve Suriye'de yıllık bazda önemli büyümelere sahne oldu. 2026 yılında jeopolitik gerilimler sebebiyle bir miktar geri çekilme gözlemlense de, pazarın pandemi öncesi dönemine nazaran açılmaya başlaması, büyümeye noktasında önemli katalizör görevi üstleniyor.

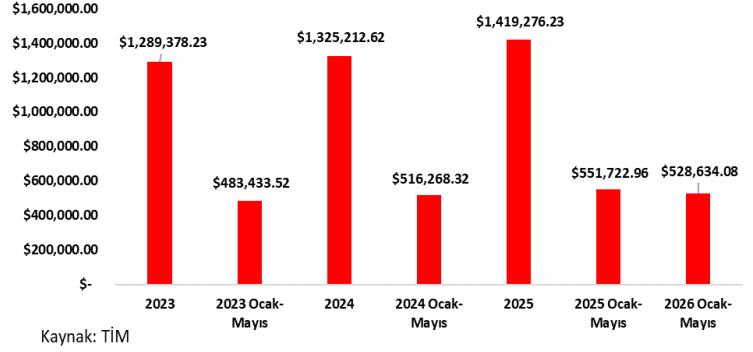
➤ İnşaat Malzemesi tarafındaki ihracat eğilimi de son 3 yıllık dönemde toparlanma eğilimini korumakta olup, 500 bin yeni konut projesi ve kentsel projelere ağırlık verilmesiyle kapasite artışı yatırımlarına binaen potansiyel fırsatlar sürmeye devam etmektedir.

➤ TOKİ projeleri ve kentsel dönüşüm tarafında yüksek maliyet rekabeti nedeniyle Kalekim'in bu projelerden doğrudan nemalanmasının hacimsel bazda önemli bir etki yaratmayacağını düşünsek de, yurt içi talebin sıcak olmasının marjlara pozitif etki etmesini veya korunmasını sağlayabileceğini düşünüyoruz.

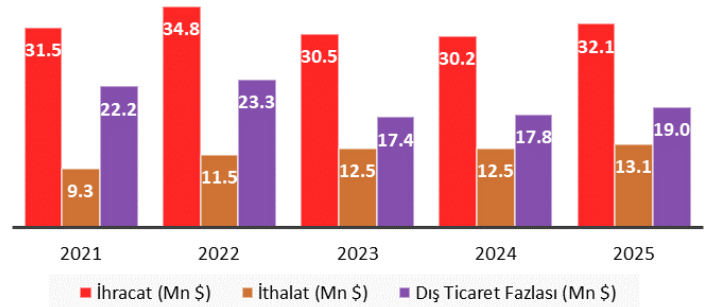
KALEKİM SATIŞ HACMİ BÜYÜMESİ (000 TON)



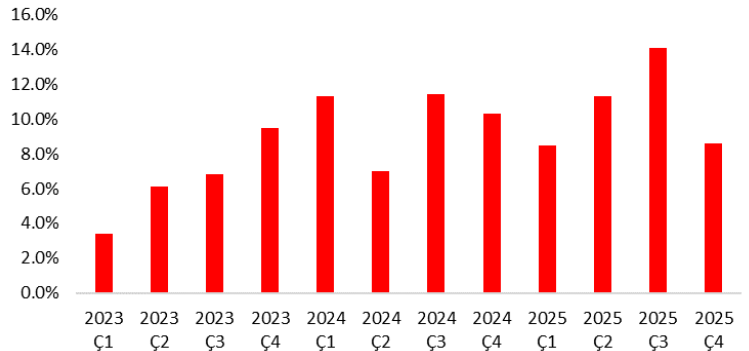
Irak+Suriye Toplam Kimyevi Maddeler İhracatı (1000 \$)



İnşaat Malzemesi Dış Ticaret Dengesi (Milyon \$)



İnşaat GSYH - Yıllıklandırılmış



Makro Katalizörler

- Yurt içinde geride kalan konut arzının dengelenmeye başlamasıyla sektör adına pozitif görünüm sürüyor. 2026 planlanan Kamu Yatırımları çerçevesinde Etüt Proje altında 51 Milyar TL'lik yatırım planlaması yapılırken, 2026 yılı için Devam Eden ve Yeni Proje toplamında Toplam 47,5 milyar TL'lik yatırım planlanıyor.

2026 Kamu Yatırımları (Milyar TL)

2026 Kamu Yatırımları (Milyar TL)	Proje Sayısı	Proje Tutarı		2025 Sonu Kümülatif Harcama		2026 Yılı Yatırımı							
		Dış Kredi	Toplam	Dış Kredi	Toplam	Etüt Proje		Devam Eden Projeler		Yeni Projeler		2026 Toplam Yatırımı	
						Dış Kredi	Toplam	Dış Kredi	Toplam	Dış Kredi	Toplam	Dış Kredi	Toplam
Konut	51	43.3	63.9	20.5	26.1	-	51.0	19.5	24.9	-	2.7	19.5	27.6
Çevre, Şehircilik ve İklim Değ. Bak.	3	43.3	44.6	20.5	21.4	-	-	19.5	19.9	-	0.006	19.5	19.9

- Yapı Ruhsatı Kullanma izinleri ve alınan Yapı Ruhsatı verilerine de baktığımızda geçen seneye nazaran daha iyimser bir tablo karşımıza çıkmakta. Planlanan yatırımların da devreye girmesiyle 2023 yılı sonrası kötümser tablonun 2025 itibarıyla tersine dönmeye başlaması, konut arzı tarafındaki endişeleri baskılıyor.

Alınan Yapı Ruhsatları

Yıl	Çeyrek	Bina Sayısı	Yıllık Değ.	Daire Sayısı	Yıllık Değ.	Yüz Ölçümü (m ²)	Yıllık Değ.
2023	I	25,815	-%9,8	134,316	-%3,4	30,833,479	-%6,7
	II	34,144	%6,6	204,276	%36,3	45,138,329	%23,9
	III	39,449	%25,1	225,382	%48,9	48,880,254	%29,1
	IV	53,751	%13,0	360,848	%28,2	72,456,226	%17,3
	TOPLAM	153,159	%9,6	924,822	%28,2	197,308,289	%16,7
2024	I	32,836	%27,2	207,441	%54,4	44,028,183	%42,8
	II	27,624	-%19,1	153,657	-%24,8	33,550,406	-%25,7
	III	34,230	-%13,2	183,342	-%18,7	39,030,154	-%20,2
	IV	48,313	-%10,1	309,612	-%14,2	63,318,754	-%12,6
	TOPLAM	143,003	-%6,6	854,052	-%7,7	179,927,498	-%8,8
2025	I	28,901	-%12,0	169,580	-%18,3	35,226,118	-%20,0
	II	41,931	%51,8	307,986	%100,4	56,793,153	%69,3
	III	42,198	%23,3	284,705	%55,3	56,237,206	%44,1
	IV	57,714	%19,5	425,653	%37,5	78,451,106	%23,9
	TOPLAM	170,744	%19,4	1,187,924	%39,1	226,707,582	%26,0
2026	I	34,579	%19,6	232,252	%37,0	44,406,211	%26,1

Kaynak:TÜİK, İMSAD

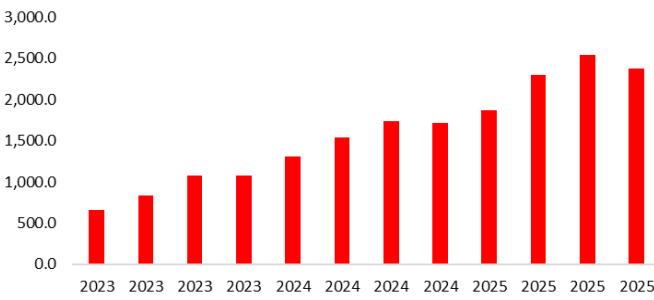
Alınan Yapı Kullanma İzinleri

Yıl	Çeyrek	Bina Sayısı	Yıllık Değ.	Daire Sayısı	Yıllık Değ.	Yüz Ölçümü (m ²)	Yıllık Değ.
2023	I	21,610	-%8,4	126,375	-%20,4	26,929,624	-%18,7
	II	19,000	-%21,7	109,321	-%27,3	23,057,607	-%28,8
	III	20,772	-%15,1	116,865	-%17,2	25,556,825	-%15,6
	IV	30,331	-%7,4	186,575	-%7,5	41,065,293	-%8,3
	TOPLAM	91,713	-%12,7	539,136	-%17,3	116,609,349	-%17,0
2024	I	30,940	%43,2	188,314	%49,0	41,002,992	%52,3
	II	16,681	-%12,2	89,557	-%18,1	20,653,274	-%10,4
	III	21,926	%5,6	127,086	%8,7	26,742,591	%4,6
	IV	34,458	%13,6	231,181	%23,9	47,934,350	%16,7
	TOPLAM	104,005	%13,4	636,138	%18,0	136,333,207	%16,9
2025	I	22,858	-%26,1	148,206	-%21,3	30,869,296	-%24,7
	II	19,871	%19,1	130,263	%45,5	27,029,241	%30,9
	III	23,327	%6,4	156,594	%23,2	32,942,917	%23,2
	IV	36,602	%6,2	257,645	%11,4	50,641,870	%5,6
	TOPLAM	102,658	-%1,3	692,708	%8,9	141,483,323	%3,8
2026	I	23,954	%4,8	163,227	%10,1	31,961,223	%3,5

Kaynak:TÜİK, İMSAD

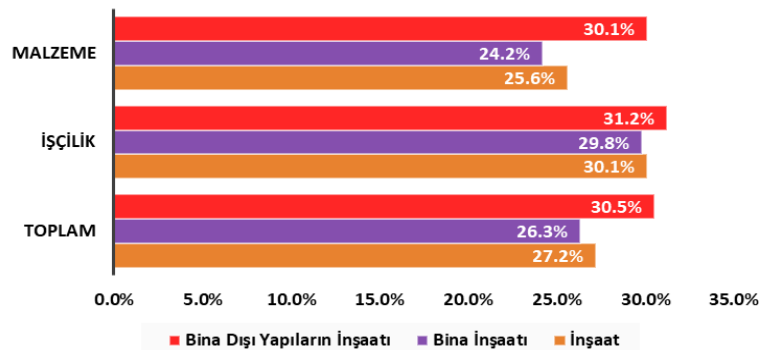
- Arz tarafındaki açığın toparlanma sinyalini gösteren bir diğer veri ise, inşaat harcamaları tarafında gözlemleniyor. İnşaat harcamaları, 2025 yılından bu yana deprem felaketi sonrası yeniden yapılanma sürecinin devamı, kentsel dönüşüm ve artan yatırım ile teşviklerle beraber reel bazda yüzde 20'lik büyüme gösterdi. Ayrıca İnşaat Maliyet Endeksi'nin reel bazdaki zayıflığı da, arz tarafındaki görünümün korunmasını sağlıyor.

İnşaat Harcamaları (Milyar TL)



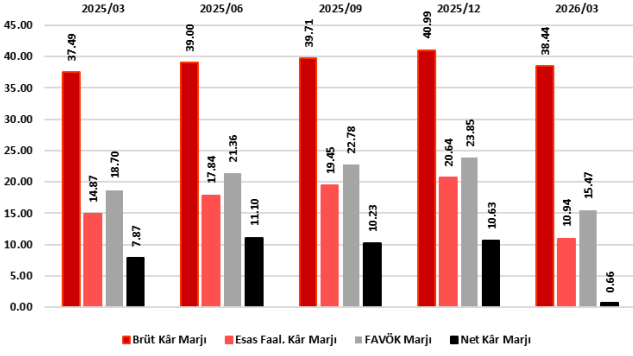
Kaynak: TÜİK

Yıllık İnşaat Maliyet Endeksi

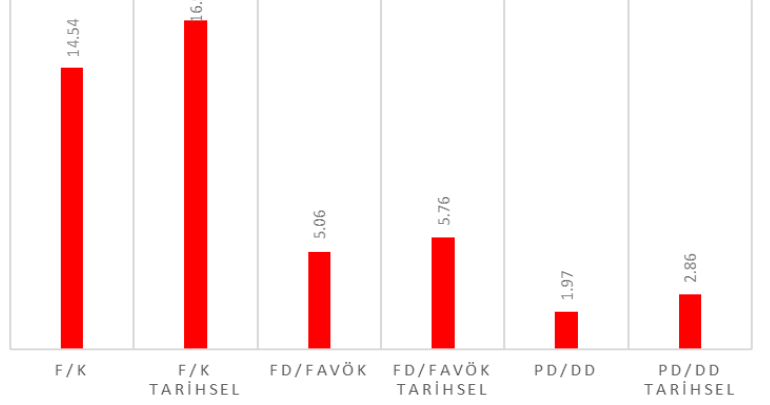


Finansal Oranlar ve Seçilmiş Metrikler

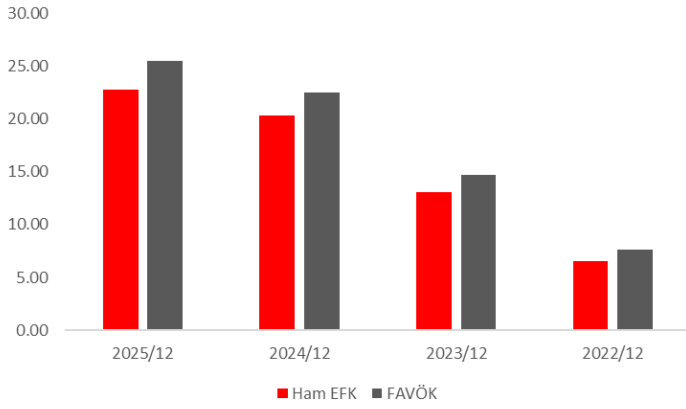
Şekil 1. Kâr Marjları



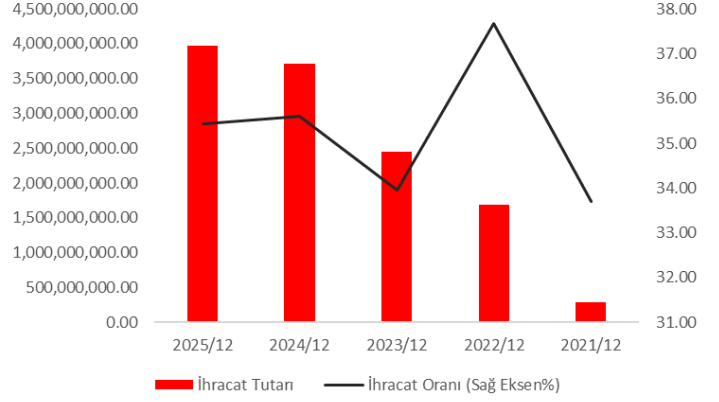
Şekil 2. Tarihsel Çarpanlar



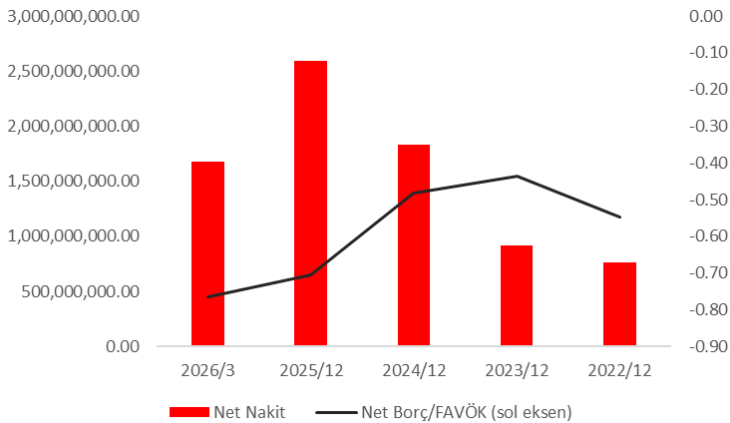
Şekil 3. Operasyonel Kâr Gelişimi (Milyon TL)



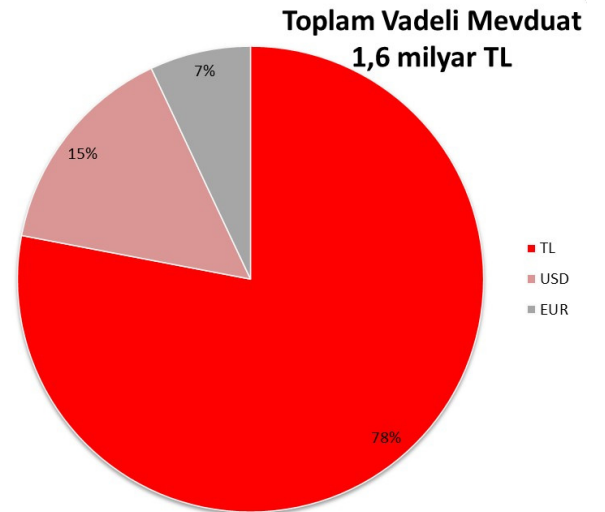
Şekil 4. İhracat Gelişimi



Şekil 5. Net Nakit Pozisyonu



Şekil 5. Nakit Benzerleri Vadeli Mevduat Kırılım



Finansa Tahminler ve Değerleme

Finansal Tahminler

Özet Finansallar	2025/12	FİNANSAL TAHMİNLER(1000 TL)				
		2026/12T	2027/12T	2028/12T	2029/12T	2030/12T
Hasılat	10,696,444	10,054,657	11,864,496	13,644,170	15,281,470	16,809,617
Satılan Malın/Hizmetin Maliyeti	6,311,639	6,334,434	7,296,665	8,391,165	9,321,697	10,085,770
SM(H)M Oranı	59.01%	63.00%	61.50%	61.50%	61.00%	60.00%
Brüt Kar	4,384,805	3,720,223	4,567,831	5,253,005	5,959,773	6,723,847
Brüt Kâr Marjı	40.99%	37.00%	38.50%	38.50%	39.00%	40.00%
Faaliyet Giderleri	2,326,311	2,614,211	2,610,189	2,933,497	3,209,109	3,530,020
Faaliyet Giderleri Oranı	21.75%	26.00%	22.00%	21.50%	21.00%	21.00%
Esas Faaliyet Karı	2,058,493	1,106,012	1,957,642	2,319,509	2,750,665	3,193,827
Esas Faaliyet Kârı Marjı	19.24%	11.00%	16.50%	17.00%	18.00%	19.00%
Amortisman Giderleri	343,698	341,858	415,257	491,190	580,696	672,385
Net Vergi Giderleri(Gelirleri)	-603,346	-603,279	-367,799	-444,800	-394,262	-466,467
Net Kâr(Ana ortaklığa ait)	1,136,638	402,186	1,471,197	1,779,200	2,234,151	2,643,312
Net Kâr Marjı	10.63%	4.00%	12.40%	13.04%	14.62%	15.73%
Sermaye Harcamaları	1,739,949	1,508,199	1,483,062	1,364,417	1,222,518	1,344,769
Temettü Ödemeleri	300,000	445,896	552,230	722,184	916,179	1,102,599
Net İşletme Sermayesi	3,378,302	4,201,372	5,692,471	8,159,670	10,909,679	13,768,291
Firmaya Serbest Nakit Akımları	-1,270,459	-1,347,785	501,272	2,501,428	3,941,779	4,731,777
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları		-1,084,217	324,388	1,302,194	1,650,729	1,594,056

Değerleme

Şirket değerlemesi için İndirgenmiş Nakit Akımları(İNA) modelimizi yüzde 100 ağırlık ile kullandık. Projeksiyonlarımız kapsamında modelimizde ortaya çıkan değerlendirme sonucunda 26 Milyar TL civarında hedef piyasa değerine ulaşılmış bulunuyoruz. Bu bağlamda, şirket hisselerine **56,50 TL** hedef fiyat belirliyor ve "AL" tavsiyesi ile de araştırma kapsamına alıyoruz.

Değerleme Bileşenleri(1000 TL)			
	Yöntem	Ağırlık	Değerleme Sonucu
	İndirgenmiş Nakit Akımları	100.0%	
Serbest Nakit Akımları Toplamı			₺3,787,150.57
Terminal Büyüme Oranı			3.00%
Terminal SNA Değeri			₺22,205,070.70
Hedef Piyasa Değeri			₺25,992,221.27
Ödenmiş Sermaye			₺460,000.00
Hisse Başı Hedef Fiyat			₺56.50
Son Fiyat			₺30.60
Yükseliş Potansiyeli			84.66%

KAYNAK

- ✓ Şirketin Yatırımcı Sunumu

YASAL UYARI

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir.

Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

Alnus Yatırım Araştırma Ekibi

Ömürcan Arık
Araştırma Uzmanı