

Geçen hafta Kalekim ile bir görüşme gerçekleştirdik. Şirketin inşaat kimyasalları sektöründe güçlü fiyatlandırma gücüyle iyi bir konuma sahip olduğunu düşünüyoruz. Bu durum, Kalekim'i nakit üreten bir şirket konumuna getirerek, 2025 yılının ilk dokuz ayında 1,9 milyar TL'lik sağlam bir net nakit pozisyonu elde etmesini ve istikrarlı temettü dağıtımı ile %20-25 aralığında sürdürülebilir FAVÖK marjları elde etmesini sağlamaktadır. Hisseler için kısa vadede katalizör eksikliği ihtimali olsa da orta vadede önemli itici güçler arasında potansiyel yurt içi satın alma fırsatları, Irak pazarındaki büyüme ivmesinin devam etmesi ve faiz indirimlerinin desteğiyle Türkiye'deki inşaat faaliyetlerinde kademeli bir toparlanma yer alıyor. Kalekim, son 12 aylık verilere göre 6,9x FD/FAVÖK (2025 beklentilerine göre 6,5x) ve 14,1x F/K ile işlem görmektedir. Bu rakamlar, sırasıyla 7,2x ve 18,5x olan üç yıllık tarihsel ortalamalara göre iskonto ifade etmektedir. 2026 yılı için dolar bazında %5-8 yıllık FAVÖK büyümesi varsayarsak FD/FAVÖK çarpanı 5,0-5,1x seviyesine gerilemektedir.

İnşaat kimyasalları alanında pazar lideri konumunda. Kalekim, Türkiye ve yurtdışında inşaat kimyasalları ve beton/çimento kimyasalları alanlarında faaliyet gösteren üretim tesislerine sahiptir. Güçlü marka bilinirliği ve geniş dağıtım ağıyla şirket, Türkiye inşaat kimyasalları segmentinde, özellikle fayans yapıstırıcıları alanında pazar lideridir.

9A25'te güçlü nakit akışı dikkat çekti. Kalekim, 9A25'te yıllık bazda %2 artışla 754mn TL net açıklarken, FAVÖK sabit kaldı. 2025'in ilk 9 ayında 612mn TL'lik yatırımlara ve işletme sermayesinde yıllık %37'lik artışa rağmen, güçlü FAVÖK yaratımı sayesinde net nakit pozisyonu yıllık %52 artışla 2025 yılının 3. çeyreği sonu itibarıyla 1,9 milyar TL'ye yükselmiştir.

2025 satış tahminlerinin üst sınırı ulaşılabilir görünüyor. Kalekim 2025 yılında yurt içi satış hacminde %3-8 büyüme (9A25: +%10,5 yıllık bazda) ve uluslararası pazarlarda %12-15 büyüme (9A25: +%8,7 yıllık bazda) beklemektedir. Bu da dolar cinsinden %5-8 net satış büyümesi anlamına gelmektedir (9A25: +%5,5 yıllık bazda). Gelir tahmininin üst sınırının ulaşılabilir olduğunu düşünüyoruz. Yönetim ayrıca %20-25 FAVÖK marjı, 700-800mn TL yatırım harcaması ve %10-15 işletme sermayesi/satış oranı öngörüyor. Yurt içi talebin iyileşmesi ve uluslararası genişlemenin desteğiyle (özellikle Irak'ta) önümüzdeki yıllarda satışlarda büyümenin devam etmesini bekliyoruz. Irak'ta yerel üretimin başlaması ve Kalekim Lyksor'un Fas'taki üretim hattının 2025 yılında devreye girmesi de önümüzdeki dönemde kârlılığı destekleyecektir.

Yurt içi pazarda yeni satın alma fırsatları aranıyor. Güçlü net nakit pozisyonu ve sınırlı yatırım harcamaları gereksinimleri ile Kalekim, Türkiye'deki satın alma fırsatlarını aktif olarak değerlendirmektedir. Lyksor'a benzer bir katma değerli satın alma, ürün yelpazesini, marjları ve uzun vadeli kârlılık görünümünü iyileştirerek büyüme fırsatı sunabilir.

TL mn	2024/09	2025/09	Δ	2025/2Ç	2025/3Ç	Δ (y/y)	Δ (ç/ç)
Net Satışlar	6,986	7,372	6%	2,560	2,795	12%	9%
Brüt Kâr	2,828	2,928	4%	1,029	1,143	14%	11%
FAVÖK	1,681	1,679	0%	602	689	12%	15%
Net Parasal Kayıp / Kaz.	-527	-482	-9%	-130	-186	-13%	42%
Net Kâr	740	754	2%	349	246	-23%	-30%
Brüt Kar Marjı	40.5%	39.7%	-77 bps	40.2%	40.9%	49 bps	70 bps
FAVÖK Marjı	24.1%	22.8%	-128 bps	23.5%	24.7%	-1 bps	117 bps
Net Kâr Marjı	10.6%	10.2%	-36 bps	13.6%	8.8%	-409 bps	-484 bps
Net Borç	-1,226	-1,863	52%	-1,461	-1,863	52%	27%
Net Borç/ FAVÖK	-0.6	-0.9	49%	-0.7	-0.9	49%	23%

Kaynak : Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

ÖNERİ YOK

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	SERAMİK
Bloomberg / Reuters Kodu	KLKIM.TI / KLKIM.IS
Fiyat (TL/hisse)	36.24
Hedef Fiyat (TL/hisse)	Öneri Yok
Potansiyel Getiri (%)	Öneri Yok
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	25-38
Piyasa Değeri (milyon TL)	16,670
Firma Değeri (milyon TL)	14,808
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	5,001
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	460
Dolaşımdaki Paylar	%30
Yabancı Oranı (Dol. Pay %)	
En Son	%6.25
3 Ay Önce	%7.30

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	2,202	2,387	2,159	3,136
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	78,162	80,929	71,507	100,751
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	35-36	31-36	30-36	25-38

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%17	%8	%33	%10
BİST-100'e Göre Rölaf Getiri	%8	-%5	%11	-%10

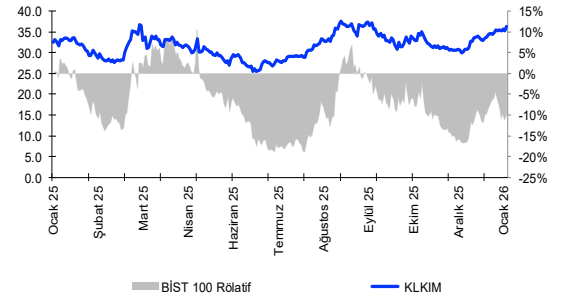
Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı (%)
H.İBRAHİM BODUR HOLDİNG A.Ş.	68.67
Diğer	31.33

Şirket Özeti

Şirket esas sözleşmesi çerçevesinde ana faaliyet konusu; çeşitli inşaat malzemelerinin imalatında kullanılan kimyevi maddeler imal etmek; özellikle çeşitli yapıstırıcılar, her türlü sınaı dolgu maddeleri, plastik, akrilik ve silikat, bazı solüsyonlar, organik ve anorganik kimyevi maddeler, madeni yağlar, reçineler, izolasyon ve tesviye malzemeleri ve benzeri maddeleri imal etmek; her türlü sıva, cephe kaplama sistem ve ürünleri ile yapı malzemesi üretimi ve ticareti yapmaktır. ve Esas Sözleşmede Kayıtlı Diğer İşler.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



* 09/01/2026 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Umud Öztürk

Müdür

umut.ozturk@gedik.com

+90 216 453 00 00

KLKIM - Özet Gelir Tablosu

TLmn	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Satış Gelirleri	2,264.4	2,229.8	2,492.0	2,411.4	2,016.8	2,560.4	2,795
Satışların Maliyeti	-1,318.0	-1,354.3	-1,485.4	-1,456.8	-1,260.7	-1,531.5	-1,652.1
BRÜT KAR (ZARAR)	946.5	875.4	1,006.6	954.6	756.1	1,028.9	1,142.7
Faliyet Giderleri	-415.1	-455.9	-468.3	-542.2	-456.2	-512.5	-525.4
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-252.9	-293.4	-315.8	-354.5	-271.9	-324.3	-341.6
Genel Yönetim Giderleri	-155.8	-149.3	-143.3	-173.5	-168.4	-170.6	-168.9
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-6.3	-13.2	-9.2	-14.2	-15.9	-17.6	-14.9
FAALİYET KARI (ZARARI)	531.4	419.5	538.3	412.4	300.0	516.4	617.3
FAVÖK	594.3	471.5	615.0	477.8	387.9	601.8	689.5
Diğer Faaliyet Gelirleri	98.6	15.9	74.2	56.5	113.4	115.1	101.7
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-144.0	-107.0	-150.9	-117.6	-134.7	-128.0	-176.8
Fin. ve Yatırım Gelirleri/Giderleri, net	-172.4	-3.0	-127.2	142.2	-30.8	-74.2	-135.3
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0.0	0.0	3.5	28.3	2.2	0.0	-2.2
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0.0	0.0	0.0	-10.2	5.8	-7.7	-2.5
Finansal Gelirler	168.6	169.6	196.1	294.9	206.7	185.2	194.8
Finansal Giderler	-105.1	-95.7	-112.9	-79.3	-79.8	-121.4	-139.7
Net Parasal Pozisyon Kay./Kaz.	-235.9	-77.0	-214.0	-91.5	-165.7	-130.3	-185.7
Vergi Önceki Kar	313.5	325.4	334.4	493.5	247.9	429.3	406.8
Vergiler	-114.6	-66.3	-11.9	-33.0	-80.3	-59.3	-144.0
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	-127.1	-96.1	-9.2	12.0	-101.5	-93.8	-143.9
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	12.5	29.8	-2.7	-45.0	21.2	34.6	-0.1
Azınlık Payları	35.0	4.8	1.2	34.6	8.8	20.8	16.8
Net Kar	163.9	254.4	321.2	425.9	158.8	349.3	246.0
Net Borç	-826.1	-769.0	-919.6	-1,757.5	-1,381.0	-1,359.4	-1,862.9
Net Döviz Pozisyonu	55.1	-17.8	99.7	-107.8	-67.7	-111.8	41.8
Brüt Marj	41.8%	39.3%	40.4%	39.6%	37.5%	40.2%	40.9%
Faaliyet Giderleri/Satışlar	-18.3%	-20.4%	-18.8%	-22.5%	-22.6%	-20.0%	-18.8%
Faaliyet Kar Marjı	23.5%	18.8%	21.6%	17.1%	14.9%	20.2%	22.1%
FAVÖK Marjı	26.2%	21.1%	24.7%	19.8%	19.2%	23.5%	24.7%
Etkin Vergi Oranı	-36.6%	-20.4%	-3.6%	-6.7%	-32.4%	-13.8%	-35.4%
Net Kar Marjı	7.2%	11.4%	12.9%	17.7%	7.9%	13.6%	8.8%

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

KLKIM - Bilanço (mn TL)

	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
DÖNEN VARLIKLAR	4,381	4,647	4,859	4,887	4,660	4,905	5,402
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,719	1,797	2,005	2,257	1,839	1,896	2,379
Ticari Alacaklar	1,770	1,847	1,907	1,684	1,893	2,130	2,198
Stoklar	664	678	693	687	623	680	669
Diğer Dönen Varlıklar	228	325	255	259	305	199	156
DURAN VARLIKLAR	2,819	2,949	3,091	3,370	3,665	3,801	3,771
Maddi Duran Varlıklar	1,259	1,409	1,646	2,492	2,329	2,561	2,773
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	180	196	221	293	332	344	370
Diğer Duran Varlıklar	1,380	1,345	1,224	584	1,004	896	628
TOPLAM VARLIKLAR	7,200	7,596	7,950	8,257	8,325	8,706	9,173
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	2,285	2,515	2,513	2,331	2,236	2,451	2,684
Finansal Borçlar	379	644	719	447	200	351	445
Ticari Borçlar	1,254	1,295	1,241	1,260	1,233	1,472	1,475
Borç Karşılıkları	140	199	254	148	165	206	250
Diğer Finansal Yükümlülükler	512	377	298	477	638	422	514
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	147	122	142	182	172	166	155
Finansal Borçlar	40	36	60	53	65	83	71
Ticari Borçlar	55	60	59	62	61	70	71
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	53	26	23	67	46	13	13
Azınlık Payları	263	268	263	303	312	333	342
Özkaynaklar	4,504	4,692	5,033	5,441	5,605	5,756	5,992
TOPLAM KAYNAKLAR	7,200	7,596	7,950	8,257	8,325	8,706	9,173
Mali Oranlar	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Toplam Borç/Toplam Sermaye	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1
Cari Oran	1.9	1.8	1.9	2.1	2.1	2.0	2.0
Alacak Tahsilat Süresi	70	75	69	63	84	75	71
Stok İşleme Süresi	45	45	42	42	44	40	36
Ticari Borç Ödeme Süresi	86	86	75	78	88	87	80
Nakit Döndürme Süresi	30.1	33.6	35.7	27.5	40.9	28.3	26.9

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.