

Kalekim, güçlü fiyatlama gücü, dayanıklı marj yapısı ve sağlam bilançosu ile inşaat kimyasalları sektörü içinde iyi konumlanmıştır. Şirket, güçlü nakit akımı üretmekte olup, 2025 yıl sonu itibarıyla 2,4 milyar TL net nakit pozisyonu taşımaktadır; bu durum düzenli temettü dağıtımı ve finansal esneklik sağlamaktadır. Öte yandan, cazip değerlemesine rağmen, kısa vadede sınırlı katalistler ve devam eden jeopolitik risklerin değerlendirilmesi potansiyelini kısıtladığını düşünüyoruz. Bu nedenle, kapsam başlangıcımızı “Endekse Paralel Getiri” önerisi (Hedef Fiyat: 50,18 TL/hisse) ile yapıyor ve daha olumlu bir görüşe geçmeden önce talep görünümünde daha net sinyaller görmeyi tercih ediyoruz. Jeopolitik riskler ve yurt içi parasal gevşemede olası gecikmeler inşaat faaliyetleri ve ihracat talebi üzerinde baskı yaratabilirken, yurt içi talepte toparlanma, jeopolitik tansiyonun düşmesi ve olası inorganik büyüme fırsatları yukarı yönlü temel katalistler olarak öne çıkmaktadır.

İnşaat kimyasallarında pazar lideri. Kalekim, Türkiye’de ve yurt dışında birçok üretim tesisi ile faaliyet göstermekte olup, yapı kimyasalları ile beton/çimento katkı maddelerine odaklıdır. Güçlü marka bilinirliği ve yaygın dağıtım ağı sayesinde şirket, özellikle seramik yapıştırıcıları segmentinde olmak üzere Türkiye inşaat kimyasalları pazarında lider konumdadır.

Güçlü bilanço stratejik büyüme fırsatlarını destekliyor

Kalekim, 2025 yıl sonu itibarıyla 2,4 milyar TL net nakit pozisyonu ile hem organik hem de inorganik büyüme fırsatlarını değerlendirebilecek önemli bir finansal esnekliğe sahiptir. Şirket ayrıca disiplinli bir işletme sermayesi yönetimi sergilemekte olup, net işletme sermayesinin yıllık gelirlere oranı %10 seviyesindedir; bu da güçlü nakit üretimini desteklemektedir. Bu finansal güç, kapasite artırımı yatırımlarının finanse edilmesine, seçici satın almaların gerçekleştirilmesine ve muhafazakâr sermaye yapısı korunurken düzenli temettü dağıtımına imkân tanımaktadır. 2022 yılında Lyksor Kimya’nın satın alınması, Kalekim’in beton ve çimento kimyasalları gibi tamamlayıcı alanlara genişleme stratejisinin bir göstergesidir; önümüzdeki dönemde de ürün çeşitlendirmesini ve uzun vadeli kârlılık artışını destekleyecek benzer yatırımlar beklenebilir.

Riskler. Başlıca riskler arasında Orta Doğu’daki jeopolitik gerilimler, parasal gevşemede olası gecikmeler ve hammadde ile lojistik maliyetlerindeki oynaklık yer almaktadır. Buna ek olarak, Kalekim’in Irak’a yönelik ihracatı coğrafi yoğunlaşma riski yaratmaktadır. Bununla birlikte, güçlü fiyatlama gücü ve potansiyel yeniden yapılanma talebi, orta vadede bu riskleri kısmen dengeleyebilir.

milyon TL	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	7,492	10,697	13,850	16,951	20,196
FAVÖK	1,721	2,552	2,894	3,593	4,342
Net Kar	930	1,137	1,364	2,014	2,635
Brüt Kar Marjı	40.3%	41.0%	37.5%	37.8%	38.1%
FAVÖK Marjı	23.0%	23.9%	20.9%	21.2%	21.5%
Net Kar Marjı	12.4%	10.6%	9.8%	11.9%	13.0%
F/K (x)	13.5	12.8	12.5	8.5	6.5
PD/DD (x)	2.1	2.1	2.1	1.7	1.4
FD/FAVÖK (x)	6.5	4.8	5.4	4.2	3.3
FD/Satışlar (x)	1.5	1.2	1.1	0.9	0.7
Özsermaye Karlılığı	15.5%	16.5%	17.1%	20.2%	20.9%
Temettü Verimi	1.6%	1.8%	1.6%	2.4%	3.1%

ENDEKSE PARALEL GETİRİ



Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	İNŞAAT
Bloomberg / Reuters Kodu	KLKIM.TI / KLKIM.IS
Fiyat (TL/hisse)	37.10
Hedef Fiyat (TL/hisse)	50.18
Potansiyel Getiri (%)	35%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	25-43
Piyasa Değeri (milyon TL)	17,066
Firma Değeri (milyon TL)	14,713
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	5,120
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	460
Dolaşımdaki Paylar	%30
Yabancı Oranı (Dol. Pay %)	
En Son	%6.12
3 Ay Önce	%5.96

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	2,059	2,464	2,687	2,871
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	79,290	94,997	105,548	96,949
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	37-40	34-41	34-43	25-43

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%7	%8	%4	%11
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%0	-%4	-%8	-%16

Ortaklık Yapısı

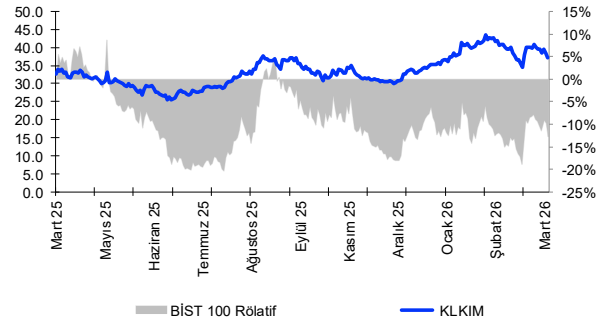
	(%)
H.İBRAHİM BODUR HOLDİNG A.Ş.	68.67
Diğer	31.33

Şirket Özeti

Şirket esas sözleşmesi çerçevesinde ana faaliyet konusu; çeşitli inşaat malzemelerinin imalatında kullanılan kimyevi maddeler imal etmek; özellikle çeşitli yapıştırıcılar, her türlü sıva 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



* 27/03/2026 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Umut Öztürk

Araştırma Müdürü

umut.ozturk@gedik.com

+90 212 385 42 00

YATIRIM TEZİ

Kalekim’i “Endekse Paralel Getiri” önerisi ve 50,18 TL/hisse hedef fiyat ile Araştırma kapsamımıza alıyoruz. Şirket, inşaat malzemeleri sektörü içinde yapısal olarak cazip bir nişte faaliyet göstermekte olup, bu segment yüksek marjlar, toplam inşaat harcamaları içinde düşük maliyet payı ve güçlü fiyatlama gücü ile öne çıkmaktadır. Kalekim dayanıklı kârlılığı ve güçlü bilançosundan faydalanmakla birlikte, kısa vadede sınırlı katalistler ve makroekonomik belirsizlikler nedeniyle hissede yukarı yönlü potansiyelin kısıtlı olduğunu düşünüyoruz. Bununla birlikte, şirket faiz oranlarında normalleşme ve yeniden inşa talebinin etkisiyle orta vadede bir toparlanmadan faydalanabilecek iyi bir konumda bulunmaktadır.

Dayanıklı bir segmentte pazar liderliği

Kalekim, Türkiye seramik yapııştırıcıları pazarının önde gelen oyuncularından biridir. Şirket, Türkiye genelinde birden fazla üretim tesisine sahip olup, yurt içi ve yurt dışında geniş bir bayi ağı ile faaliyet göstermektedir. Seramik yapııştırıcıları ve seramik uygulama ürünleri, güçlü marka değeri ve uygulayıcı sadakati ile desteklenerek gelir ve kârlılığın ana belirleyicileri olmaya devam etmektedir. Önemli olarak, inşaat kimyasalları toplam inşaat maliyetlerinin yalnızca %3–5’ini oluşturduğundan, Kalekim gibi üreticiler maliyet artışlarını geleneksel yapı malzemesi üreticilerine kıyasla daha etkin şekilde fiyatlara yansıtabilmektedir. Bu yapısal özellik, ekonomik döngüler boyunca görece dayanıklı marjları desteklemektedir. Bu çerçevede Kalekim, yenileme odaklı talebin defansif özelliklerini, düşük maliyet payına sahip ürün kategorisinin sağladığı fiyatlama esnekliği ile birleştirmektedir.

Yapısal fiyatlama gücü ile desteklenen güçlü kârlılık

Kalekim, inşaat malzemeleri sektörünün yüksek katma değerli bir segmentinde faaliyet göstermekte olup, %20–25 seviyesinde FAVÖK marjı ve yaklaşık %20 özkaynak kârlılığı (ROE) üretmektedir. Güçlü marka bilinirliği, uygulayıcı sadakati ve yaygın dağıtım ağı, şirketin fiyatlama gücünü ve marj dayanıklılığını desteklemektedir.

İhracat büyümesi çeşitlendirmeyi destekliyor

İhracat, büyümenin önemli bir itici gücü olup 2025 itibarıyla gelirlerin %32’sini oluşturmaktadır; hacmin büyük kısmı Irak kaynaklıdır. Duhok tesisi ve Kuzey Afrika’ya açılım gibi son yatırımlar, teslim sürelerini iyileştirmekte, maliyet verimliliğini artırmakta ve coğrafi çeşitlendirmeyi desteklemektedir.

Güçlü bilanço stratejik esneklik sağlıyor

Kalekim, 2025 yıl sonu itibarıyla 2,4 milyar TL net nakit pozisyonu ile güçlü bir bilançoya sahip olup, hem organik hem de inorganik büyüme fırsatlarını değerlendirebilecek finansal esneklik sunmaktadır. Şirket ayrıca disiplinli bir işletme sermayesi yönetimi sürdürmekte olup, net işletme sermayesi yıllık gelirlerin yaklaşık %10’u seviyesindedir. Bu finansal güç; kapasite artırımı yatırımlarının finanse edilmesine, seçici satın almaların gerçekleştirilmesine ve muhafazakâr sermaye yapısı korunurken düzenli temettü dağıtımına imkân tanımaktadır. 2022 yılında Lyksor Kimya’nın satın alınması, Kalekim’in beton ve çimento kimyasalları gibi tamamlayıcı segmentlere genişleme stratejisini ortaya koymakta olup, önümüzdeki dönemde ürün çeşitlendirmesi ve uzun vadeli

büyümeyi destekleyecek yeni yatırımlar beklenebilir.

Devam eden kapasite yatırımları büyümeyi destekliyor

Tuzla (İstanbul) tesisi ve Diyarbakır fabrikasının yeniden devreye alınması gibi son yatırımlar, Kalekim'in yurt içi üretim kapasitesi ve lojistik kabiliyetlerini güçlendirerek toplam kapasiteyi 1,5 milyon tona çıkarmıştır. Mersin tesisinin inşaatına gerekli izinlerin ardından 2026 yılında başlanması planlanmaktadır. Buna ek olarak, Mardin'de planlanan kırma-eleme yatırımı, hammadde tedarikini güvence altına almayı ve dışa bağımlılığı azaltmayı hedeflemekte olup, orta vadede maliyet verimliliğini destekleyecektir.

2026 beklentileri toparlanmaya işaret ediyor, ancak temkinliyiz

Kalekim, 2026 yılı için Türkiye operasyonlarında %7–10, uluslararası operasyonlarda %12–16 hacim büyümesi ile desteklenen %10–15 reel gelir artışı ve %20–25 FAVÖK marjı öngörmektedir. Biz daha temkinli bir yaklaşım benimseyerek reel gelir büyümesi öngörmezken, FAVÖK marjı (%20,9), yatırım harcamaları (1,6 milyar TL) ve net işletme sermayesi varsayımlarımız (%10 satışlar) genel olarak şirketin 1,4–1,7 milyar TL ve %10–15 aralığındaki beklentileriyle uyumludur.

Düzenli temettü ödeyen şirket

Kalekim, 2022 yılındaki halka arzından bu yana, dağıtılabilir kârının en az %20'sini dağıtma politikasıyla uyumlu olarak, ortalama yaklaşık %20 temettü dağıtım oranını koruyan istikrarlı bir temettü ödeyicisi olmuştur. Şirket, 2025 yılı sonuçlarına ilişkin olarak 8 Mayıs 2026 tarihinde ödenmek üzere hisse başına 0,65 TL temettü dağıtılmasına karar vermiştir. Bu tutar, %26 temettü dağıtım oranına ve %1,8 temettü verimine karşılık gelmektedir.

ANA KATALİZÖRLER**Yurt içi inşaat faaliyetlerinde toparlanma**

Yurt içi faiz indirim döngüsü ile desteklenen Türkiye inşaat sektöründe bir toparlanma, inşaat kimyasallarına yönelik talep açısından önemli bir katalist olabilir. Kentsel dönüşüm projeleri ve konut yenileme faaliyetlerindeki artışın, seramik yapııştırıcıları, su yalıtım malzemeleri ve ısı yalıtım çözümleri gibi ürünlerde hacim artışını desteklemesi beklenmektedir. Güçlü dağıtım ağı ve lider pazar konumu sayesinde Kalekim, finansman koşullarındaki iyileşme ve yurt içi inşaat faaliyetlerindeki genel toparlanmadan faydalanmak için iyi konumlanmıştır.

İhracat büyümesi ve Orta Doğu pazarlarında genişleme

İhracat pazarlarında daha fazla genişleme, önemli bir yukarı yönlü potansiyel unsuru olarak öne çıkmaktadır. Kalekim, Orta Doğu, Orta Asya ve Doğu Avrupa’da varlığını kademeli olarak artırmakta olup, Irak ana ihracat pazarı olmaya devam etmektedir. Bu bölgelerde süregelen büyüme, hem hacim artışını hem de döviz bazlı gelirleri desteklerken, gelir çeşitliliğini artırarak yurt içi talebe bağımlılığı azaltabilir.

Bölgesel büyümeyi destekleyen kapasite artışları

Güneydoğu Türkiye’de devam eden kapasite yatırımlarının, Kalekim’in ihracat pazarlarındaki lojistik avantajını güçlendirmesi beklenmektedir. Bu yatırımlar, teslim sürelerini iyileştirebilir, nakliye maliyetlerini azaltabilir ve üretim esnekliğini artırabilir. Yeni kapasitenin başarılı şekilde devreye alınması, hem hacim büyümesini hem de operasyonel kaldıraç yoluyla kârlılığı destekleyebilir.

Marj dayanıklılığı ve maliyet normalizasyonundan yukarı yönlü potansiyel

İnşaat kimyasalları üreticileri, özellikle petrokimyasal girdiler kaynaklı hammadde maliyetlerindeki oynaklığa maruz kalmaktadır. Girdi maliyetlerinde istikrar sağlanması veya düşüş yaşanması, fiyatların korunması halinde operasyonel kaldıraç etkisiyle marj genişlemesini destekleyebilir. Kalekim’in güçlü fiyatlama gücü göz önüne alındığında, maliyetlerde normalleşme kârlılıkta iyileşmeye dönüşebilir.

Olası stratejik yatırımlar ve satın almalar

Kalekim’in güçlü bilançosu ve net nakit pozisyonu, stratejik yatırımlar açısından önemli bir esneklik sağlamaktadır. Tamamlayıcı segmentlerde gerçekleştirilebilecek olası satın almalar, ürün portföyünü genişletebilir, uluslararası varlığı güçlendirebilir ve daha yüksek katma değerli ürünlere maruziyeti artırarak uzun vadeli kâr büyümesini destekleyebilir.

YATIRIM RİSKLERİ**İnşaat faaliyetlerindeki döngüsellik**

Devam eden çeşitlendirme çabalarına rağmen, Kalekim dolaylı olarak inşaat faaliyetlerine, özellikle konut ve yenileme talebine maruz kalmaya devam etmektedir. Konut inşaatı, yapı ruhsatları veya yenileme faaliyetlerindeki bir yavaşlama, hacimleri olumsuz etkileyebilir. Yenileme talebi, yeni inşaata kıyasla daha dayanıklı olma eğiliminde olsa da, uzun süreli bir daralma gelir büyümesi üzerinde baskı yaratabilir.

Hammadde maliyetlerindeki oynaklık

İnşaat kimyasalları üretimi; çimento türevleri, polimerler, petrokimyasallar ve ambalaj malzemeleri gibi girdilere dayanmaktadır. Girdi maliyetlerinde yaşanabilecek belirgin artışlar, fiyat ayarlamalarının maliyet enflasyonunun gerisinde kalması durumunda marjları baskılayabilir. Kalekim geçmişte güçlü fiyatlama gücü sergilemiş olsa da, emtia fiyatlarındaki sert dalgalanmalar önemli bir risk unsuru olmaya devam etmektedir.

İhracat pazarlarında coğrafi yoğunlaşma riski

Kalekim'in ihracat gelirlerinin önemli bir kısmı Orta Doğu'da, özellikle Irak'ta yoğunlaşmaktadır. Bu pazarlarda yaşanabilecek siyasi istikrarsızlık, düzenleyici değişiklikler veya ticaret akışındaki aksaklıklar, talep ve lojistik operasyonlar üzerinde olumsuz etkiler yaratabilir.

Ürün yoğunlaşma riski

Süregelen çeşitlendirme girişimlerine rağmen, seramik yapıştırıcıları ve seramik uygulama ürünleri hâlen gelir ve kârlılığın önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Bu nedenle, seramik kaplama uygulamalarındaki yapısal bir yavaşlama, şirketin finansal performansını orantısız şekilde olumsuz etkileyebilir.

SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ

İnşaatta Süregelen Büyüme

2025 yılında inşaat sektörü, %10,8 yıllık büyüme ile GSYH artışının önemli bir itici gücü olmaya devam etmiş ve toplam GSYH'nin %5,9'unu oluşturmuştur. Bu büyüme; deprem kaynaklı yeniden inşa faaliyetleri, kentsel dönüşüm projeleri ve mevcut projelerin tamamlanması ile desteklenmiştir. Sektör böylece üst üste 13 çeyrektir büyüme kaydederek genel GSYH performansının üzerinde seyretmiştir.

Öncü göstergeler, momentumun devam ettiğine işaret etmektedir. Konut satışları yıllık %12 artışla 1,69 milyon adede ulaşırken, yapı ruhsatları yaklaşık %18 artış göstermiştir; bu durum ileriye dönük güçlü bir inşaat faaliyetleri pipeline'ına işaret etmektedir. Aynı dönemde inşaat maliyet enflasyonu da gerileyerek 2024 sonundaki yaklaşık %36 seviyesinden 2025 sonunda yaklaşık %24'e düşmüştür.

İleriye dönük olarak; nüfus artışı, kentleşme ve yeniden inşa ihtiyacı gibi yapısal talep unsurlarının sektör büyümesini desteklemeye devam etmesi beklenmektedir. Ayrıca sürdürülebilirlik ve yeşil bina uygulamaları giderek önem kazanmakta olup, bu trendler inşaat ve yapı malzemeleri sektöründe uzun vadeli büyüme dinamiklerini şekillendirmektedir.

İnşaat Kimyasallarında Yüksek Marjlı Fırsatlar

İnşaat kimyasalları segmenti, yapı malzemeleri sektöründe yapısal olarak cazip bir niş alanı temsil etmektedir. Yüksek katma değerli ürünler, toplam inşaat maliyetleri içinde görece düşük pay ve geleneksel malzemelere kıyasla daha güçlü fiyatlama gücü ile karakterize edilen bu segment; seramik yapıştırıcıları, derz dolguları, su yalıtım çözümleri ve beton katkı maddelerini kapsamaktadır.

Bu ürünler kalite, dayanıklılık ve enerji verimliliği açısından kritik öneme sahip olduğundan, talep kısa vadeli fiyat dalgalanmalarına karşı görece dayanıklıdır.

Dayanıklı Talep Dinamikleri

İnşaat kimyasallarına yönelik talep genel olarak inşaat faaliyetlerini takip etmekle birlikte, bakım, onarım ve yenileme (RRM) faaliyetleri sayesinde daha istikrarlı bir yapıya sahiptir. Türkiye'de başlıca talep unsurları arasında deprem riskine karşı kentsel dönüşüm projeleri, süregelen konut yenileme faaliyetleri, altyapı yatırımları ve artan enerji verimliliği ile yalıtım odaklı yaklaşım yer almaktadır.

Bu faktörler, yalnızca yeni inşaat döngülerine kıyasla daha dengeli bir talep tabanı sağlamaktadır.

İhracat Potansiyeli ve Bölgesel Dinamikler

Türk inşaat kimyasalları üreticileri, Orta Doğu, Kuzey Afrika ve Doğu Avrupa gibi yüksek büyüme potansiyeline sahip bölgelere coğrafi yakınlıktan faydalanmaktadır. Bu pazarlar; güçlü nüfus artışı, kentleşme ve devam eden altyapı ile konut yatırımları ile öne çıkmaktadır.

İhracat pazarları önemli büyüme fırsatları sunarken, lojistik avantajlar Türk üreticilere küresel rakiplerine kıyasla rekabet avantajı sağlamaktadır.

Rekabetçi Yapı

Sektör parçalı bir yapıya sahip olmakla birlikte güçlü yerel oyuncular barındırmaktadır. Kalekim, özellikle seramik yapıştırıcıları ve kuru harç segmentlerinde Türkiye'nin önde gelen oyuncularından biri olarak kabul edilmektedir.

Rakipler arasında Sika AG, Mapei S.p.A., BASF ve Fosroc gibi küresel şirketlerin yanı sıra Akkim Kimya, Polisan Yapıkim ve Yapıchem Kimya gibi yerli üreticiler bulunmaktadır.

Küresel oyuncular yüksek katma değerli ve teknik olarak gelişmiş ürünlere odaklanırken, yerel firmalar fiyatlama ve dağıtım avantajları ile hacim odaklı segmentlerde rekabet etmektedir.

Temel Riskler

Defansif özelliklerine rağmen sektör; özellikle petrokimya bazlı hammaddeler, enerji ve lojistik kaynaklı girdi maliyetlerindeki oynaklığa maruz kalmaktadır. Ayrıca inşaat faaliyetlerindeki döngüsel dalgalanmalara da duyarlıdır.

Bununla birlikte, inşaat kimyasallarının toplam proje maliyetleri içindeki görece düşük payı, üreticilerin fiyat ayarlamaları yoluyla riskleri kısmen yönetmesine olanak tanımaktadır.

DEĞERLEME

Kalekim'i, doğrudan karşılaştırılabilir halka açık benzer şirket sayısının sınırlı olması nedeniyle İndirgenmiş Nakit Akımları (DCF) yöntemi ile değerliyoruz. Değerlememiz, 50,18 TL/hisse adil değere işaret etmekte olup, mevcut fiyata göre %35 yukarı yönlü potansiyel sunmaktadır.

Bununla birlikte, söz konusu potansiyelin gerçekleşmesinin inşaat faaliyetlerinde toparlanma ve makro görünümde iyileşmeye bağlı olacağını düşündüğümüzden "Endekse Paralel Getiri" önerisi veriyoruz. Başka bir deyişle, değerlendirme cazip görünmekle birlikte, yeniden değerlendirme için gerekli temel katalistin makro görünürlük olduğunu değerlendiriyoruz.

Tahmin dönemimiz için ortalama risksiz faiz oranı varsayımımız %18, beta 0,85 ve özkaynak risk primi %5,50 seviyesindedir. Uç büyüme oranı varsayımımız %8 olup, projeksiyon dönemimiz 2026–2035 yıllarını kapsamaktadır.

- Kalekim'in 2026 yılı gelirlerinin, şirketin %10–15 büyüme beklentisine kıyasla reel bazda yatay kalacağını öngörüyoruz.
- 2026 yılı için %20,9 FAVÖK marjı tahmin ederken, bu oranın kademeli olarak 2035 itibarıyla %23,6 seviyesine yükselmesini bekliyoruz.
- Tahmin dönemimiz boyunca Net İşletme Sermayesi / Gelirler oranının %10 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz; bu varsayım tarihsel verilerle uyumludur.
- Mersin, Isparta, Mardin ve Irak yatırımları ile bakım harcamalarının etkisiyle, 2026 yılında yatırım harcamalarının (CapEx) 1,55 milyar TL (gelirlerin %11'i) seviyesinde olmasını bekliyoruz. 2026 sonrasında ise CapEx / Net Satışlar oranının yaklaşık %4 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

İndirgenmiş Nakit Akış Tablosu

Milyon TL	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Gelirler	13.850	16.951	20.196	23.342	26.813	30.607	34.938	39.883	45.529	51.976
Gelir artışı	%29	%22	%19	%16	%15	%14	%14	%14	%14	%14
FAVÖK	2.894	3.593	4.342	5.088	5.925	6.855	7.930	9.172	10.607	12.265
FAVÖK marjı	%20,9	%21,2	%21,5	%21,8	%22,1	%22,4	%22,7	%23,0	%23,3	%23,6
Vergiler	517	576	686	793	910	1.039	1.186	1.354	1.546	1.765
Yatırım harcamaları	1,550	678	808	934	1,073	1,224	1,398	1,595	1,821	2,079
Net İşletme S. Değişimi	309	304	318	309	341	372	425	485	554	633
Serbest nakit akışı	518	2.035	2.530	3.053	3.602	4.219	4.921	5.737	6.686	7.789
İskonto Faktörü	0,81	0,64	0,51	0,42	0,34	0,29	0,24	0,20	0,16	0,14
İskonto edilmiş SNA	420	1.302	1.298	1.272	1.236	1.206	1.171	1.136	1.103	1.069
Uç büyüme oranı	%8									
Uç değer	69.454									
SNA bugünkü değeri	11.213									
Uç Değerin Bugünkü Değeri	9.535									
Firma Değeri	20.748									
Azınlık Payları	373									
Net borç	(2.353)									
Yatırım amaçlı gayrimenkul	357									
Özkaynak Değeri	23.085									
Dolaşımdaki hisse sayısı (mn)	460									
Hisse başına hedef değer (TL)	50,18									
Mevcut hisse fiyatı (TL)	37,10									
Yukarı / (Aşağı) Potansiyel	%35									

Kaynak: Gedik Yatırım

ŞİRKET GENEL BAKIŞ

Türkiye'nin önde gelen inşaat kimyasalları üreticisi

Kalekim, kökleri 1957 yılına uzanan ve 1973 yılında Kale Group bünyesinde kurulmuştur. İbrahim Bodur Holding (Kale Grubu), Kalekim Kimya'nın %68,7 oranında ana hissedarıdır. Holding; havacılık, savunma, lojistik ve inşaat kimyasalları gibi farklı sektörlerde faaliyet göstermektedir.

Kalekim, Türkiye'de inşaat kimyasalları alanında lider üreticilerden biri olup, özellikle seramik yapıştırıcıları ve seramik uygulama ürünlerinde güçlü bir konuma sahiptir. Yapı malzemeleri sektörünün yüksek katma değerli segmentinde faaliyet gösteren şirket; seramik yapıştırıcıları, derz dolguları, su yalıtım sistemleri, ısı yalıtım çözümleri ve son dönemde genişleyen portföyü ile beton ve çimento kimyasallarını kapsayan çeşitlendirilmiş bir ürün gamı sunmaktadır.

Kalekim, organik büyümenin yanı sıra stratejik satın almalar yoluyla portföyünü ve rekabetçi konumunu güçlendirmiştir. Bu kapsamda, 2022 yılında küresel pazarda güçlü varlığa sahip ve hammadde üretimi alanında faaliyet gösteren Lyksor Kimya'nın %75 hissesini satın alarak inşaat malzemeleri sektöründeki dikey entegrasyonunu artırmıştır.

Üretim Ağı

Kalekim ve bağlı ortaklığı Kalekim Lyksor'un yurt içindeki üretim tesisleri şu illerde bulunmaktadır:

İstanbul (2), Isparta, Mersin (2), Yozgat, Mardin, Erzurum, Balıkesir (2), Muğla, İzmir, Diyarbakır

Ana ihracat pazarı olan Irak'ta, Duhok tesisinde üretim 2025 yılının üçüncü çeyreğinde başlamıştır. Ayrıca Kalekim Lyksor, 2025 yılının dördüncü çeyreğinde Fas'ta %51,8 oranında sahip olduğu Lyksor Maroc tesisinde üretime geçmiştir.

Şirketin üretim kapasiteleri şu şekildedir:

- İnşaat kimyasalları: 1,2 milyon ton/yıl (2025 kapasite kullanım oranı: %60; üretim: 735 bin ton, yıllık +%11)
- Çimento/beton kimyasalları: 0,4 milyon ton/yıl (2025 kapasite kullanım oranı: %46; üretim: 204 bin ton, yıllık +%37)

Gelir Kırılımı ve Bayi Ağı

2025 yılında Kalekim gelirlerinin %73'ü yapı kimyasallarından, kalan kısmı ise çimento ve beton kimyasallarından elde edilmiştir. Şirket yaklaşık 80 ülkeye ihracat yapmakta olup, 293 yurt içi ve 233 yurt dışı bayiden oluşan geniş bir dağıtım ağına sahiptir.

Maliyet Yapısı ve Marj Dayanıklılığı

Kalekim'in maliyet yapısı ağırlıklı olarak hammaddelerden (~%60) oluşmaktadır. Bu kalem; yerel mineraller ile ithal edilen polimer ve reçine gibi kimyasal katkıları içermekte olup, döviz bazlı maliyet maruziyetinin ana kaynağını oluşturmaktadır. Diğer maliyet kalemleri şu şekildedir:

Personel: ~%14
Lojistik: ~%5
Amortisman: ~%4
Enerji: ~%1

Şirketin düşük enerji yoğunluğu ve güçlü fiyatlama gücü, marj dayanıklılığını desteklemektedir.

Artan Uluslararası Varlık

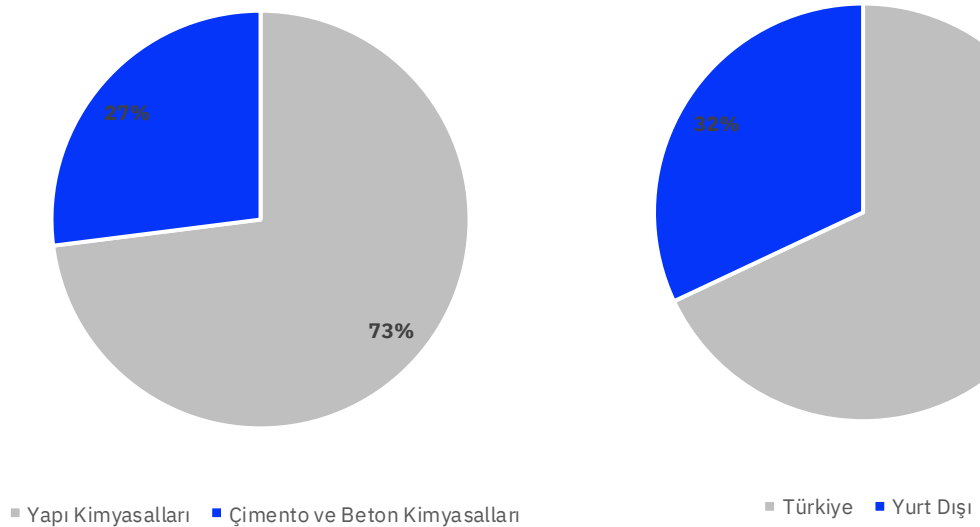
Kalekim, özellikle Orta Doğu, Orta Asya ve Doğu Avrupa'da coğrafi yakınlık ve lojistik avantajlardan faydalanarak uluslararası varlığını önemli ölçüde genişletmiştir.

İhracat gelirleri, hem büyümeyi hem de döviz bazlı gelir çeşitliliğini destekleyen giderek daha önemli bir bileşen haline gelmiştir. 2025 yılında uluslararası satış hacmi yıllık %19 artarak %12–15 seviyesindeki şirket beklentisinin üzerine çıkmıştır.

Irak, şirketin ana ihracat pazarı konumundadır:

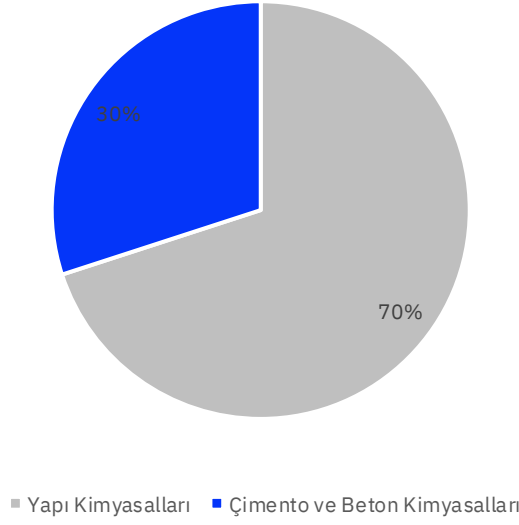
- Toplam ihracat: 175 bin ton (~toplam ihracatın %76'sı; toplam satışların %21'i)
- Irak fabrikası: Haziran 2025'te tamamlandı; ilk satışlar Ağustos 2025'te başladı
- 2025 üretim: 11 bin ton; 2026 için 40 bin ton hedeflenmektedir

Görsel 1: Satış Gelirlerinin Segment ve Bölge Dağılımı (2025)

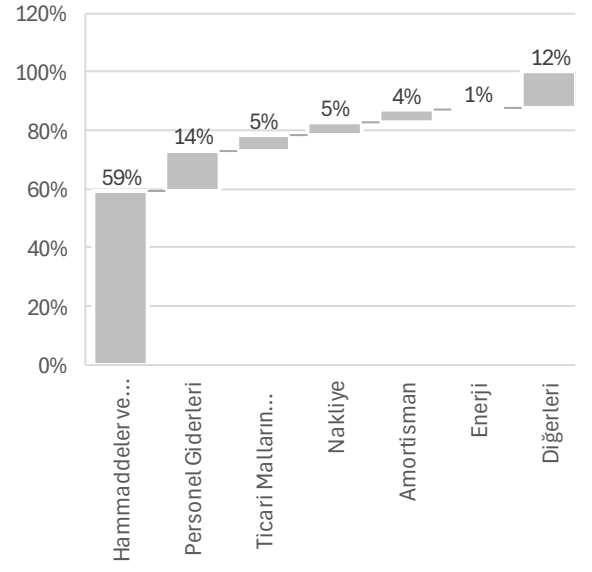


Kaynak: Şirket

Görsel 2: FAVÖK (soldaki grafik) ve Giderlerin (sağdaki grafik) kırılımı (2025)



Source: Company data



Finansal Veriler (milyon TL) (2024 -2028T)

Gelir Tablosu (milyon TL)	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	7,492	10,697	13,850	16,951	20,196
Satışların Maliyeti	-4,476	-6,312	-8,658	-10,545	-12,503
Brüt Kar	3,016	4,385	5,193	6,406	7,693
Faaliyet Giderleri	-1,500	-2,177	-2,798	-3,425	-4,080
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net	-218	-149	-198	-241	-105
Faaliyet Gelirleri	1,298	2,059	2,197	2,740	3,507
FAVÖK	1,721	2,552	2,894	3,593	4,342
Finansal Gelir, net	348	334	217	272	393
Vergi Gideri	-180	-603	-517	-700	-945
Net Kar	990	1,202	1,451	2,131	2,792
Azınlık Payları	60	65	86	117	158
Ana Ortaklık Net Kar	930	1,137	1,364	2,014	2,635
Pay Başına Kazanç	2.02	2.47	2.97	4.38	5.73
Pay Başına Temettü	0.43	0.65	0.59	0.88	1.15

Büyüme Oranları	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Satış	11.2%	42.8%	29.5%	22.4%	19.1%
FAVÖK	17.3%	48.3%	13.4%	24.1%	20.8%
Net Kar	50.7%	21.4%	20.7%	46.9%	31.1%

Bilanço (milyon TL)	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,733	2,585	1,917	2,390	3,302
Ticari Alacaklar	1,343	1,997	2,585	3,164	3,770
Stoklar	547	760	985	1,205	1,436
Maddi Duran Varlıklar	1,987	3,026	5,076	6,365	7,902
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	169	287	371	455	542
Diğer Varlıklar	804	1,217	1,395	1,707	2,034
Toplam Varlıklar	6,583	9,871	12,329	15,287	18,986
Finansal Borçlar	398	370	479	586	698
Ticari Borçlar	1,004	1,708	2,211	2,706	3,224
Diğer Yükümlülükler	843	1,289	1,669	2,043	2,434
Özkaynaklar	4,338	6,505	7,970	9,953	12,631
Net Borç / (Nakit)	(1,335)	(2,215)	(1,438)	(1,804)	(2,604)

Finansal Göstergeler	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Özsermaye Karlılığı	22.8%	18.5%	18.2%	21.4%	22.1%
FAVÖK Marjı	23.0%	23.9%	20.9%	21.2%	21.5%
Net Kar Marjı	12.4%	10.6%	9.8%	11.9%	13.0%
Net Borç / Özsermaye (x)	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2
Net Borç / FAVÖK (x)	-0.8	-0.9	-0.5	-0.5	-0.6
KV Borçlar / Toplam Borçlar	89.4%	78.6%	78.6%	78.6%	78.6%
Sermaye / Toplam Varlıklar	65.9%	65.9%	64.6%	65.1%	66.5%
Cari Oran (x)	2.1	2.1	1.7	1.7	1.8
Nakit Kar Payı Ödemesi	22%	26%	20%	20%	20%

Kaynak: Gedik Yatırım

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.