

KLSEK Toplantı Notu

Kaleseramik'in 2025 yılını değerlendirdiği ve 2026 yılına ilişkin beklentilerini paylaştığı analist toplantısına katıldık. Söz konusu toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

şirketin Genel Faaliyeti

Kaleseramik, Çanakkale Seramik, Kalebodur, Kale Banyo, Kalesinterflex ve T-ONE markalarıyla sektörün en tanınmış şirketleri arasında yer almaktadır. Yıllık 56 milyon m² üretim kapasitesiyle Türkiye'nin lider üreticisi konumundadır. Avrupa'da 4., dünya genelinde 21. sırada yer alan şirket, yurt içinde %20'nin üzerinde pazar payıyla Türkiye karo pazarında öne çıkmaktadır.

Sektör Görünümü

Seramik endüstrisi toplamda altı ana ürün grubunu barındırır da, üretim değeri açısından baskın bir yoğunlaşma söz konusudur. Sektörün toplam değerin %80'lik kısmı, Seramik Kaplama Malzemeleri (SKM) ve Seramik Sağık Gereçleri (SSG) gruplarından oluşmaktadır. Türkiye, üretim kapasitesi bağlamında uluslararası arenada üst sıralarda yer almaktadır. SSG alanında Avrupa'nın lideri ve dünyanın en büyük 4. üreticisi konumundayken; SKM alanında Avrupa genelinde 2., dünya genelinde ise 9. en büyük üretici sıfatını taşımaktadır. İhracat verileri incelendiğinde, Türkiye SKM sektörü küresel pastadan %5 pay alarak dünyanın 6. büyük ihracatçısı konumundadır. Benzer şekilde SSG sektörü de %4'lük küresel pazar payı ile dünyanın en büyük 4. ihracatçısı olarak kaydedilmiştir. Sektörün faaliyetlerinin en yoğun olduğu ilk beş ülke sırasıyla Almanya, Amerika Birleşik Devletleri, Fransa, Birleşik Krallık ve İtalya'dır.

Kapasite Kullanımı ve Piyasa Dinamikleri... Sektörde hâlihazırda 50 farklı üretici faaliyet göstermektedir. Bu üreticilerin toplam kurulu kapasitesi yaklaşık 700 milyon m²'dir. Sektörde kapasite kullanım oranının yaklaşık %50 seviyelerinde olduğu öngörülmektedir. Bu durum, hem iç pazarda hem de ihracat pazarlarında fiyat rekabetinin yoğunlaşmasına yol açmış ve sektörün yarattığı katma değerde azalmaya sebep olmuştur.

Pandemi döneminde Türkiye, üretime kesintisiz devam ederek dünya pazarında stratejik avantaj elde etmiştir. Enflasyon kaynaklı talep artışıyla sektör yatırımları hızlanmış ve üretim kapasitesi 300-400 milyon m²'den 700 milyon m²'ye yükselmiştir. Ancak Hindistan ve İran gibi rakiplerin pazara dönüşü ile 2023 yılının ortasından itibaren AB'nin Türk seramik üreticilerine getirdiği anti-damping önlemleri (5 yıl) Türkiye'nin uluslararası rekabet gücünü sınırlamaktadır.

Maliyet Unsurları ve Kârlılık... Sektör kârlılığı üzerinde baskı oluşturan temel faktörler; enerji tarifeleri, ithal girdi maliyetleri ve son dönemde artış gösteren işçilik giderleridir. Üretim süreçlerinin yoğun enerji tüketimi gerektirmesi nedeniyle sektör, doğalgaz fiyatlarındaki değişimlere karşı yüksek hassasiyet göstermektedir. Seramik üretim maliyetlerinin yaklaşık %25-30'luk kısmını enerji giderleri oluşturmaktadır. Doğalgaz fiyatlarındaki dalgalanma, kur oynaklığı ve artan işçilik maliyetleri, Türk üreticilerin rekabet gücünü sınırlamaktadır. Özellikle yüksek kapasiteye sahip Hindistan başta olmak üzere İran, Çin ve Brezilya gibi ülkeler ile rekabet sorunu yaşanmaktadır.

Türkiye'de Konut Talebi ve İnşaat Sektörü ... Konut satışlarında son dönemde bir artış gözlense de, piyasa hareketliliği büyük ölçüde servet etkisi ile yatırım amaçlı gerçekleşen alımlarla şekillenmektedir. Bu durumun en somut göstergesi ise satışların artmasına karşın, birinci el ve ipotekli satış paylarının tarihsel dip seviyelerde (son 10 yılın en düşüğü) seyretmesidir.

Sektörel Büyüme... Deprem bölgesi imar faaliyetleri ve kentsel dönüşüm projelerinin sağladığı destekle inşaat sektörü; 2025'in ilk yarısında %9,8, üçüncü çeyreğinde ise %13,9 oranında büyüme kaydederek güçlü bir performans sergilemiştir. Diğer yandan Ocak-Temmuz arası dönemde iç pazarda çimento satışlarında %4,5'lik bir artış gözlense de; bölgesel kırılımlar incelendiğinde bu ivmenin genele yayılmadığı, artışın ağırlıklı olarak deprem bölgesi kaynaklı olduğu görülmektedir.

Stratejik Yatırımlar ve Yeniden Yapılanma

- Büyük Ebat Odaklı Büyüme Stratejisi:** Şirket, kârlılığı yüksek ürün segmentinde büyümeyi hedefleyerek, büyük ebat üretim kapasitesini 1,6 milyon m²'den 4,6 milyon m²'ye çıkarmayı planlamaktadır. Bu kapsamda, Temmuz 2023'teki Slab hattı yatırımını takiben, 2025 yılının Mart (Supera) ve Haziran (100x300/120x360 cm 1 hattında modernizasyon ve kapasite artışı) aylarında tamamlanarak devreye alınan projeleriyle üretimde esneklik ve kapasite artışı sağlandı. 100x300 / 120x360 cm 2 hattında modernizasyon ve kapasite artışı yatırımı ise devam etmektedir.
- Granit Dönüşüm:** Maliyet ve kapasite optimizasyonu ekseninde yürütülen dönüşüm projeleriyle, granit üretim kapasitesinin 12,6 milyon m²'den 19,6 milyon m²'ye yükseltilmesi amaçlanmaktadır. KB3 Üretim Hattı ve Yerköy hatlarında 60x120 cm ebatlı üretime geçiş için dönüşümler tamamlanırken, KS5-KS6 ve KS7 (birbirine bağlı yatırımlar) hatlarındaki modernizasyon süreçleri devam etmektedir. Gerçekleştirilen yatırımlar, yüksek potansiyele sahip pazara uyum sağlamak ve gelecekteki fırsatlarını karşılamak adına planlanmıştır.
- Irak Pazarı:** Yerelleşme stratejisi çerçevesinde Irak pazarındaki varlığını güçlendirmeyi önceliklendiren Şirket, Ağustos 2023'te 2,5 milyon m² kapasiteli yerel üretim ortaklığı ile başlattığı süreci; yasal düzenlemelere uyum amacıyla Eylül 2025'te faaliyete geçen Güney Irak şubesi ve 2026 itibarıyla satış ağıнын genişletilmesi adımlarıyla sürdürmeyi planlamaktadır. Irak'ta Kaleseramik dışında üretici bulunmamakta ve coğrafi zorluklar nedeniyle yeni girişler sınırlı kalmaktadır. Şirket son iki yıldır pazardaki engelleri aşmış ve talebin yüksek olduğu bu pazarda konumunu güçlendirmeyi başarmıştır. Süreçler tamamlanmış olmakla birlikte, tesislerin 1-1,5 yıl sürecek olan tam kapasiteye geçiş (ramp-up) dönemi nedeniyle, yatırımların finansal tablolara katkısının bu yıl ve önümüzdeki yıl sınırlı kalması beklenmekte; asıl etkilerin ise 2027'den itibaren görülmesi tahmin edilmektedir.

Kapasitesi Artışı ve Kârlılık Hedefleri



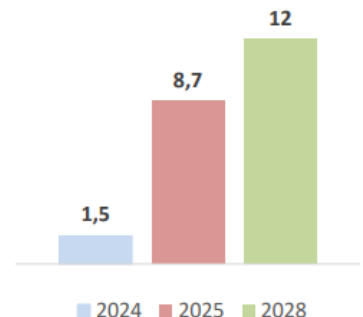
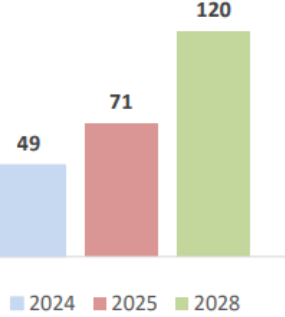
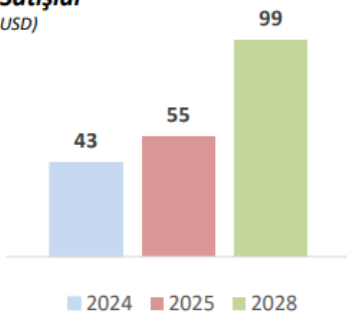
Halka Arz sonrası Stratejik Yatırımlar ve Yeniden Yapılanma

BÜYÜK EBAT
Yüksek Karlı Büyüme
(1,6 mio.m² → 4,6 mio.m²)

GRANİT
Dönüşüm
(Fiyat/kapasite/maliyet)
(12,6 mio.m² → 19,6 mio.m²)

IRAK
Yerelleşme & Kapasite
Artışı
(0 → 2,5 mio.m² → 10 mio.m²)

Net Satışlar*
(Mio. USD)



HEDEFLEREN*

%+40
Brüt Kar Marjı

%25
Brüt Kar Marjı

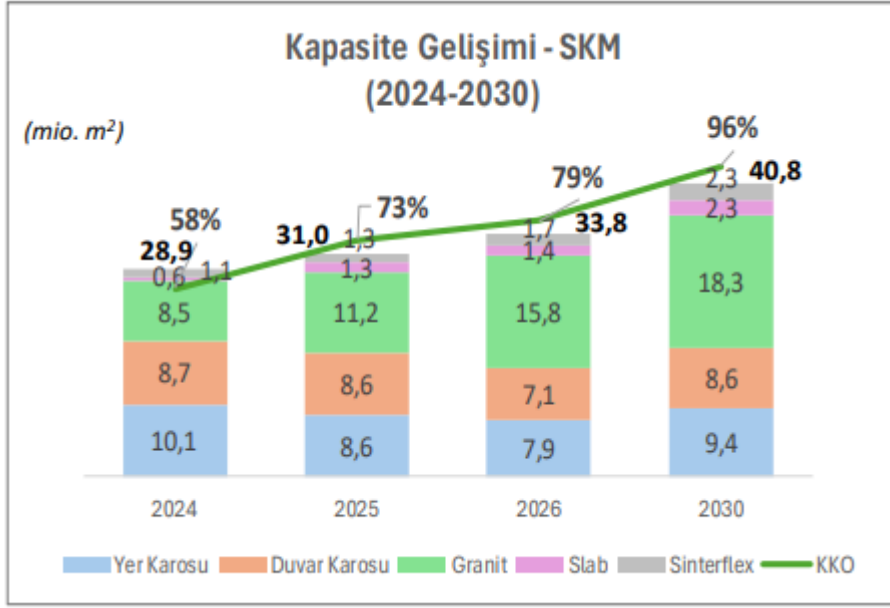
%15-20
Brüt Kar Marjı

* TMS-29 uygulanmamış verilerdir.

KaleSeramik

Kaynak: Şirket Verileri

Toplam Kapasite Büyümesi... 2024 yılında 28,9 milyon m² olan seramik kaplama malzemeleri toplam kurulu kapasitenin 2025 yılında 31,0 milyon m² seviyesine ulaşması, uzun vadeli projeksiyonlarda ise bu kapasitenin 40,8 milyon m² seviyesine çıkarılması hedeflenmektedir.



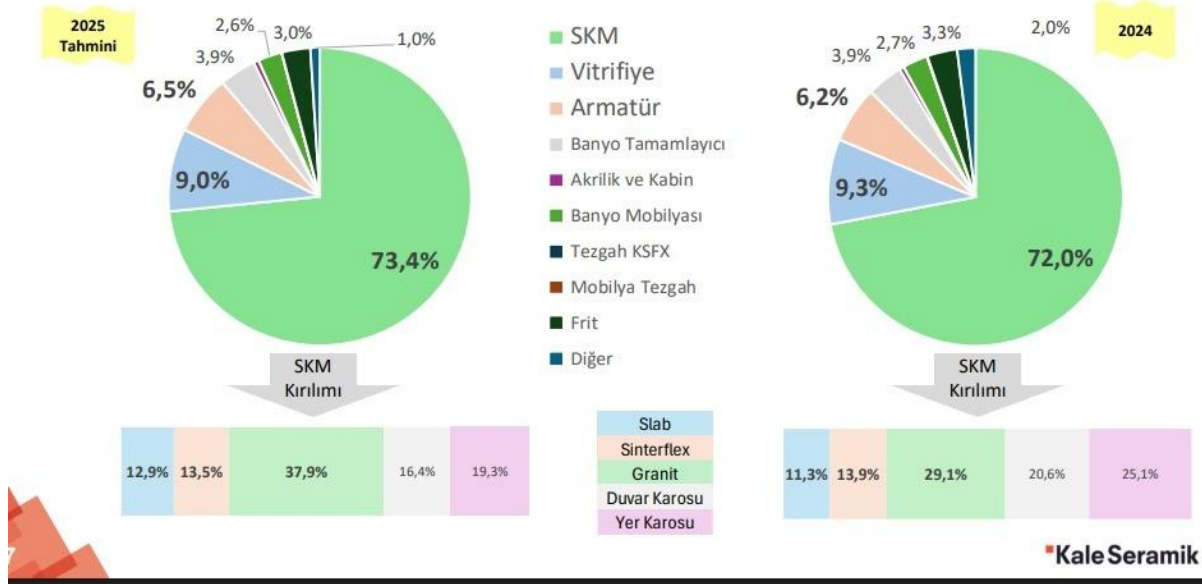
Kaynak: Şirket Verileri

Kapasite Kullanım Oranında (KKO) İyileşme... Üretim verimliliğine odaklanılmasıyla birlikte, 2024 yılında %58 seviyesinde olan kapasite kullanım oranının (KKO), 2025 yılında %73'e yükselmesi, planlanan optimizasyon çalışmalarıyla bu oranın 2030 yılında %96 gibi tam kapasiteye yakın bir seviyeye ulaşması öngörülmektedir (9A25 KKO: %56).

Yatırımların Beklenen Katkısı



Büyük Ebat & Granit Geçişinin Net Satışlara Yansıması



Toplam net satışlar incelendiğinde, 2025 döneminde SKM'nin (Seramik Kaplama Malzemeleri) ana gelir kalemi olma konumunu güçlendirdiği ve ürün miksindeki iyileşmenin ağırlıklı olarak bu segmentten kaynaklandığı görülmektedir. Toplam satışlar içinde SKM'nin payının 2024'te %72 iken, 2025'te %73,4'e yükselmesi beklenmektedir. Alt kırılımlara bakıldığında, diğer ürün gruplarında belirgin bir değişim gözlemlenmezken, satışlardaki niteliksel iyileşmenin ağırlıklı olarak granit ürünlerin payındaki artıştan kaynaklanacağı öngörülmektedir.

Tamamlanmakta Olan Yatırımlar ile Birlikte Güçlenecek Nakit Akışı

Devam eden yatırımlar, halka arzdan elde edilen fonla finanse edilmiş olup, projelerin 1Y26 itibarıyla tamamlanması planlanmaktadır.

Yatırım Harcamalarında (CAPEX) Düşüş... Halka arz fonlarıyla desteklenen ve 2023'te 45,9 mn USD düzeyine ulaşan, 2024-2025 döneminde ortalama ~34 mn USD seviyesinde gerçekleşen yatırımların 2026 yılında idame yatırımları kapsamında 12-13 mn USD gerilemesi bekleniyor.

Finansman İhtiyacının Azalması... Yatırımların azalması (USD bazında yıllık %65 düşüş) ve işletme sermayesinin etkin yönetimi sayesinde, şirketin dış finansman ihtiyacı önemli ölçüde azalacaktır.

Kredi/FAVÖK İyileşmesi... Şirketin toplam kredi borcunun, 2025 ve 2026 yıllarında ortalama 160 milyon USD seviyesinde kalması beklemekle birlikte Kredi/FAVÖK rasyosunun 2025'teki 8,0x seviyesinden 2026'da 4,7x seviyesine düşürülmesi hedefleniyor. İleriye dönük olarak ise bu oranın 3,0x seviyelerine gerilemesi öngörülüyor.

Yılsonu ve 2026 Yılına İlişkin Beklentiler

Şirketin 2025 ve 2026 yılına ilişkin beklentileri aşağıdaki gibidir: Ciroda USD bazlı %12 oranında sağlıklı bir büyüme beklendiği, ek olarak marjlarda da iyileşme öngörüldüğü dikkat çekmektedir.

Finansal Göstergeler	2025 Yılsonu Beklentisi	2026 Tahmini
Net Satışlar	280 - 290 mn USD	310 - 330 mn USD
FAVÖK	~20 mn USD	~30 - 35 mn USD
Yatırımlar	35 mn USD	12 - 13 mn USD
İşl. Sermayesi / Satışlar	%30 - %35	%30 - %35

Genel Değerlendirme... Enflasyon muhasebesinin kârlılık üzerinde yarattığı baskı devam etse de, şirket faaliyetlerinde dip noktanın 2024 sonunda görüldüğü ve son üç çeyrekte operasyonel marjlarda toparlanma eğilimi oluşturduğunu görüyoruz. 2026 projeksiyonları, şirketin mevcut yapısından ayrılarak nakit tüketen bir modelden nakit üreten, marjlarını kademeli olarak güçlendiren ve kârlılığını artıran daha sağlıklı bir finansal yapıya evrileceğine işaret ediyor. Yatırım döneminin sonuna yaklaşılması ve 2026'dan itibaren yatırımların finansallara daha net katkı vermesiyle birlikte, önümüzdeki dönemde finansal sonuçlarda iyileşme trendinin sürebileceğini tahmin ediyoruz. Şirketin beklentilerine göre 2025 tahmini FD/FAVÖK çarpanı 24,2x seviyesindedir.

Nazlı Tuna AKARtuna.akar@phillip.com.tr

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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 analizler 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. Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.