

# Kalekim Kimya

**Kalekim**

## Yeniden Dönüşüm Başlıyor

**Kalekim'i 37,70 TL Hedef Fiyat ve %51 getiri potansiyeli coverage kapsamımıza alıyoruz.**

Değerlememizde eşit ağırlıklı olarak indirgenmiş nakit akımı analizi (%20 risksiz getiri oranı, özsermaye maliyeti %25,8, %5,5 risk primi, %25,1 AOSM) ile benzer şirket çarpanları karşılaştırmasını kullandık. Değerlememizin detayları **Sayfa 2—3'tedir.**

**Demografik Yapı Kaynaklı Gelişmeler Konut Talebini Artırdı.** Türkiye'nin jeolojik yapısı ve jeodinamik konumundan dolayı çok sayıda aktif fay bulunmaktadır. 6 Şubat 2023 tarihinde gerçekleşen deprem sonrasında kentsel dönüşüme girmesi gereken konut sayısı daha da fazla artmıştır. Türkiye'de yıllık yeni konut ihtiyacı 1 milyonun üzerinde olmakla beraber, son 10 yılın ortalama üretimi 750.000 civarındadır. Deprem etkisinin büyük ölçüde artırdığı durumlar kentsel dönüşüm ve tadilat işlerinin artmasına neden olarak perakende segmentinde artış gerçekleşmesine neden olmuştur. Kalekim'in inşaat yapı malzemeleri olarak tabir edebileceğimiz sektörde olması, konut talebiyle birlikte sektörde domino etkisi oluşturarak olumlu karşılanabilir. Öyle ki yukarıda yazdığımız durumların etkisiyle yurt içinin demografik yapısından kaynaklı, Cumhuriyet tarihinin en büyük sosyal konut projeleri açıklanmış, 11 ile sirayet eden 6 Şubat depremi ile ortaya konut ihtiyacı çıkmıştır. Konut ihtiyacına ek olarak seçim politikalarındaki kentsel dönüşüm projeleri gibi etkiler Türkiye'de inşaat malzemeleri pazarında talep kaynaklı gelişmeleri ön plana çıkarabilir. Şirket, İnşaat sektöründeki potansiyel yavaşlama risklerine karşı perakende satışları ile yerel pazardaki lider konumunu sürdürmektedir.

**Yurt Dışında 2023 Yılından Daha Güçlü Performans Gerçekleşmesini Bekliyoruz.** Sıkı para politikaları ve yüksek faizlerle yaşanan ekonomik daralma, 2024 yılında yerini resesyon endişelerinin uzaklaşmasına ve global tarafta büyüme odaklı strateji ile faiz indirimlerine bırakacaktır. Şirketin Romanya'da güçlü büyüme beklentisi ve Irak'taki ihracat canlılığı şirketin değerini artıracak önemli katalizörlerden olacak. Lyksor Mersin Fabrikası'nın devreye alınması ile şirketin kendi hammaddesini üretecek. Kapasite artışının etkileri, enerji maliyetlerinin düşürülmesi için 2024'te devreye alınması planlanan Yerköy GES ile giderlerin daha da kontrol altına alınabilmesi durumu finansalları destekleyecektir. Bu durumunun FAVÖK üzerinden 100 baz puan olumlu katkı yapmasını bekliyoruz. Muğla'da hazır bir tesisin kiralanmış olması maliyet yapılanması faktörü kapsamında da pozitif görünüyor. Muğla'daki şirketin satın alma opsiyonu ile bünyeye katılması, şirketin kuru harç yatırımlarının lokasyonu açısından da oldukça önemli olacaktır. Şirketin satışlarındaki kırılımının yaklaşık %34'ünün ihracat olduğu varsayımı ile 2025 yılında devreye alınacak Irak fabrikası ile birlikte, Özbekistan, Mısır ve Suudi Arabistan gibi pazarlar hedeflenmesi sonrasında yeni pazarların finansallar üzerine güçlü etki yapmasını bekliyoruz.

**Güçlü Yapı, Karlılıktaki Büyümenin Sürdürülebilir Olduğunu Gösteriyor.** Yaklaşık 80 ülkeye ihracat yapan Kalekim'in artan girdi maliyetlerine karşılık güçlü yapısıyla gerçekleştirdiği fiyat ayarlama gücü ile sürdürülebilir büyümesini devam ettirmesini bekliyoruz. Şirketin, finansal borçlarının kiralama anlaşmaları kaynaklı olması yanında konsolide ettiği Kalekim Lyksor'un işletme sermayesi için kullandığı krediler ve şirketin 2023 yılındaki GES yatırımı kapsamında kullandığı reeskont kredisine rağmen net nakit pozisyonunda bulunuyor olması güçlü bilançosunu destekler nitelikte.

**Benzer Şirketlere Kıyasla Cazip Çarpan Etkisi.** Şirketin IAS 29 öncesi kar marjı %20'li seviyelerde yoğunlaşmış durumda. 2024 yılında şirketten IAS29 hariç 6 milyar TL ciro, 1,4 milyar TL FAVÖK ve 1,0 milyar TL net kar bekliyoruz. Beklenen veriler baz alındığında 2024 yılında şirketin **10,3x F/K, 7,7x FD/FAVÖK** ile işlem gören Kalekim, global emsallerinin **17x F/K ve 10,5x FD/FAVÖK** medyan çarpanlarına kıyasla iskontolu işlem gördüğünü düşünüyoruz.

**Riskler.** i) Yatırım faaliyetlerinde beklentiler dışında ortaya çıkabilecek ek maliyetler ve yapım sürelerinin uzaması, ii) inşaat sektöründeki potansiyel yavaşlama, iii) artan talep kaynaklı rekabet gücü, iv) jeopolitik gerginlikler kaynaklı tahsilat sorunları, v) EUR/USD paritesinin yükselmesi.

KLKIM	2023	2024(T)	2025(T)
Net Satışlar (mn TL)	4.668	6.052	8.499
FAVÖK (mn TL)	1.016	1.452	2.040
Net Kar (mn TL)	455	1.059	1.487

Kaynak: Info Yatırım Araştırma Tahminleri

IAS29 hariç tahminlerdir.

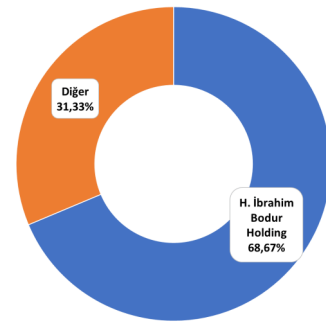
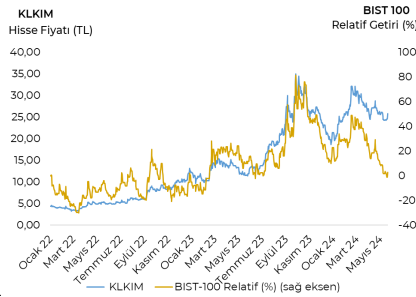
Kapanış Fiyatı (TL): 25,00 TL

Hedef Fiyat (TL): **37,70**

**Potansiyel Getiri: %51**

### Hisse Bilgileri

Sektör	Yapı Malzemeleri
Bloomberg Hisse Kodu	KLKIM TI
Fiyat TL (21.05.2024)	25
52-hafta fiyat aralığı (TL)	11 - 36
Piyasa Değeri (TL mn)	11.500
Piyasa Değeri (USD mn)	358
Hisse Sayısı (mn)	460
Firma Değeri (TL mn)	10.864
Firma Değeri (USD mn)	338
Net Borç (TL mn)	-636
Net Borç (USD mn)	-20
3 aylık ortalama günlük işlem hacmi (TL mn)	74,4
3 aylık ortalama günlük işlem hacmi (USD mn)	2,3
3A OIH/Piyasa Değeri (%)	0,6
3 aylık ortalama hisse fiyatı (TL)	27,3



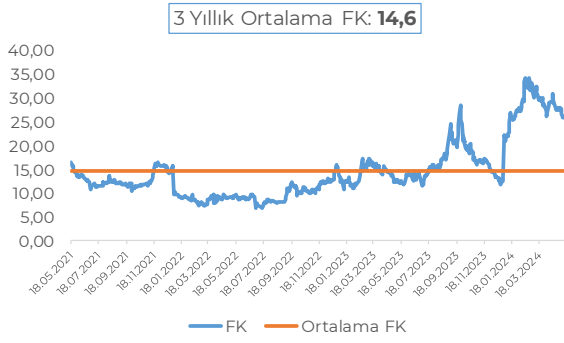
### Araştırma

+90 (212) 700-2627

+90 (212) 700-2628

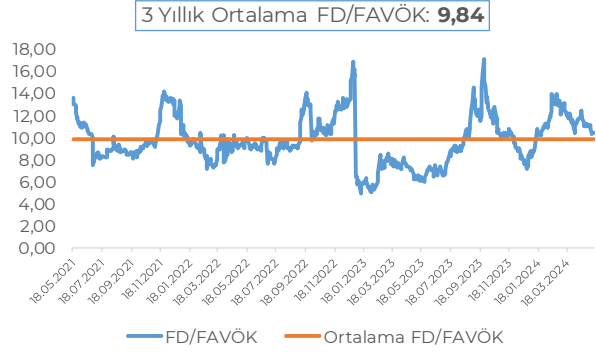
[arastirma@infoyatirim.com.tr](mailto:arastirma@infoyatirim.com.tr)

**Tablo 2. Tarihsel Çarpanlar (FK, FD/FAVÖK)**

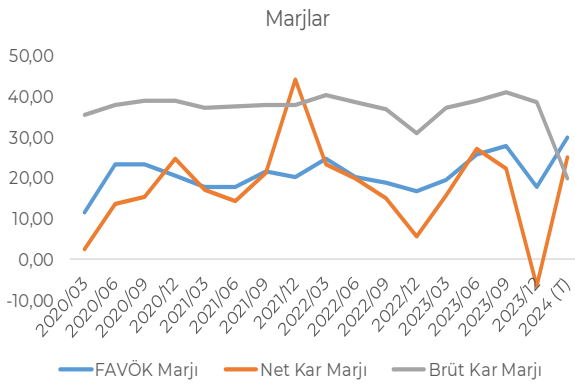


Kaynak: Finnet

**Kalekim**

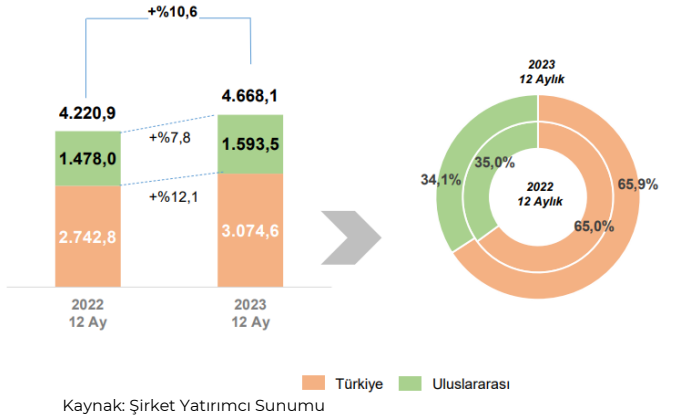


**Tablo 3. Marjlar**



Kaynak: Finnet, Info Yatırım Araştırma Tahminleri (2024T, IAS29 hariç)

**Tablo 4. Satışların Kırılımı**



Kaynak: Şirket Yatırımcı Sunumu

**Tablo 5. Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları**

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları			
Bloomberg Kodu	Şirket Adı	FD/FDVÖK (2024T)	FK (2024T)
GURN SW	GURIT HOLDING AG-BR	12,08	14,68
1773 TT	SHINY CHEMICAL INDUSTRIAL CO	20,13	23,61
4766 TT	NAN PAO RESINS CHEMICAL CO L	9,39	16,79
UZU GR	UZIN UTZ SE	5,17	11,58
5234 TT	DAXIN MATERIALS CORP	16,56	23,07
LIAB SS	LINDAB INTERNATIONAL AB	12,46	19,99
3110 JP	NITTO BOSEKI CO LTD	16,22	27,99
NX US	QUANEX BUILDING PRODUCTS	6,66	14,64
5401 JP	NIPPON STEEL CORP	5,98	6,73
TOA TB	TOA PAINT THAILAND PCL	9,92	18,97
SKA PW	SNIEZKA	8,09	10,98
Ortalama		11,15	17,18
<b>Medyan</b>		<b>10,54</b>	<b>16,99</b>
KLKIM 24T		<b>7,7</b>	<b>10,3</b>

Kaynak: Bloomberg

KLKIM	2023	USD/TRY	
Net Satışlar (mn USD)	135	31.12.2023	29,45
FAVÖK (mn USD)	42	21.05.2024	32,21
Net Kar (mn USD)	30	Yıl Sonu	39,75
		Ortalama	34,60

	Değer (Mn USD)	Ağırlık
FD / FAVÖK Çarpanı	463,8	50%
FK Çarpanı	519,9	50%
<b>Çarpanlardan Gelen Değer (TL)</b>	<b>15.844</b>	<b>34,44</b>
Özsermaye Maliyeti	25,78%	

**Tablo 6. İNA**

İNA (mn TL)	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Net Satışlar</b>	4.668	6.052	8.499	11.043	13.625	16.077
<b>FAVÖK</b>	1.016	1.452	2.040	2.650	3.270	3.858
<b>Faaliyet Karı</b>	747	1.210	1.360	1.767	2.180	2.572
<b>Net Yatırım Giderleri</b>	750	311	398	477	547	616
<b>AOSM</b>		25,10%	25,10%	25,10%	25,10%	25,10%
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>		<b>264</b>	<b>652</b>	<b>759</b>	<b>808</b>	<b>792</b>

<b>Firma Değeri</b>	12.298
<i>Uç Değer Büyüme</i>	15%
<b>Net Borç</b>	-635,86
<b>Yatırım Amaçlı Gayrimenkul</b>	142,09

**Tablo 7. Değerleme Özeti**

	Değer
<b>İNA (21.05.2024) mn TL</b>	14.296
<b>Çarpan (21.05.2024) mn TL</b>	15.844
<b>Hedef Piyasa Değeri mn TL</b>	17.348
<b>Hedef Fiyat (TL)</b>	<b>37,70</b>

**Çekince:** Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırladığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. 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. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.